



УНИВЕРЗИТЕТ У КРАГУЈЕВЦУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

Драган Г. Стојковић

СВЕТСКА ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ПЕРСПЕКТИВА
РАЗВОЈА ТРЖИШТА КАПИТАЛА

Докторска дисертација

Крагујевац, 2019. године

ИДЕНТИФИКАЦИОНА СТРАНИЦА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

<i>I Аутор</i>
Име и презиме: Драган Стојковић
Датум и место рођења: 21.12.1983. године, Ивањица
Садашње запослење: Истраживач сарадник на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу
<i>II Докторска дисертација</i>
Наслов: Светска финансијска криза и перспектива развоја тржишта капитала
Број страница: xi + 228
Број слика: 87; број табела: 73
Број библиографских јединица: 308
Установа и место где је рад израђен: Економски факултет Универзитета у Крагујевцу, Крагујевац
Научна област (УДК): 336.76:339.7(043.3)
Ментор: Др Милена Јакшић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу
<i>III Оцена и одбрана</i>
Датум пријаве теме: 31.5.2017. године
Број одлуке и датум прихватања докторске дисертације: 2750/XV-2) од 29.09.2017. год
Комисија за оцену подобности теме и кандидата: <ol style="list-style-type: none">1. Др Верољуб Дугалић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Финансије, финансијске институције и осигурање;2. Др Срђан Маринковић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Нишу, ужа научна област Финансије и банкарство;3. Др Ненад Јанковић, доцент Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Финансије, финансијске институције и осигурање.
Комисија за оцену докторске дисертације:
Комисија за одбрану докторске дисертације:
Датум одбране докторске дисертације:

САДРЖАЈ

АПСТРАКТ	V
ABSTRACT	VI
СПИСАК СЛИКА	VII
СПИСАК ТАБЕЛА	X
УВОД	1

ПРВИ ДЕО

КОНЦЕПТ ФУНКЦИОНИСАЊА ТРЖИШТА КАПИТАЛА

I ОСНОВНЕ КАРАКТЕРИСТИКЕ ТРЖИШТА КАПИТАЛА	7
1. Структура тржишта капитала.....	7
2. Алтернативни облици регулисања тржишта капитала	9
3. Савремени трендови на тржишту капитала	10
II ФИНАНСИЈСКИ ИНСТРУМЕНТИ ТРЖИШТА КАПИТАЛА.....	13
1. Основне хартије од вредности	13
1.1. Власничке хартије од вредности.....	14
1.2. Дужничке хартије од вредности	16
2. Изведене хартије од вредности	23
2.1. Опцијски уговори	23
2.2. Фјучерс уговори	25
2.3. Своп уговори.....	27
III ФИНАНСИЈСКЕ ИНСТИТУЦИЈЕ ТРЖИШТА КАПИТАЛА.....	29
1. Финансијски посредници.....	30
1.1. Комерцијалне банке	30
1.2. Осигуравајућа друштва.....	34
1.3. Пензијски фондови.....	37
1.4. Инвестициони фондови	42
2. Услужне финансијске институције.....	46
2.1. Комисија за хартије од вредности	47
2.2. Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности.....	48
2.3. Инвестициона друштва	49
IV ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА И ЕКОНОМСКИ РАСТ	51
1. Значај развоја тржишта капитала за економски раст	52
2. Анализа узрочне везе између развоја Београдске берзе и економског раста Србије	53

ДРУГИ ДЕО

КАРАКТЕРИСТИКЕ ГЛОБАЛНЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

I КАРАКТЕРИСТИКЕ ФИНАНСИЈСКИХ КРИЗА.....	59
1. Основна обележја финансијских мехура	61
2. Узроци финансијских криза.....	66
II НАЈПОЗНАТИЈЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ У СВЕТУ	69
1. Финансијски мехури до XX века.....	69
1.1. Тулипманија.....	70
1.2. Мисисипи мехур.....	71
1.3. Јужноморски мехур.....	72

2. Финансијске кризе XX и XXI века.....	74
2.1. Велика депресија 1929-1933. година	75
2.2. Крах Волстрита 1987. године	76
2.3. Криза у Јапану	77
2.4. Криза у скандинавским земљама	79
2.5. Криза у Мексику.....	82
2.6. Азијска криза	84
2.7. Криза у Русији	86
2.8. Криза интернет компанија.....	87
2.9. Криза у Аргентини	88
2.10. Глобална финансијска криза	89
III КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА ГЛОБАЛНИХ ФИНАНСИЈСКА КРИЗА НАСТАЛИХ 1929. И 2008. ГОДИНЕ.....	91
1. Регулаторне промене као одговор на кризу насталу 1929. године.....	92
2. Неолиберални корени глобалне финансијске кризе настале 2008. године	93
3. Перспектива глобалног финансијског система.....	97

ТРЕЋИ ДЕО
УТИЦАЈ СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА НАЦИОНАЛНА
ТРЖИШТА КАПИТАЛА

I СТРУКТУРНА ОБЕЛЕЖЈА ГЛОБАЛНОГ ТРЖИШТА КАПИТАЛА	102
II КЉУЧНИ ЕФЕКТИ СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА ТРЖИШТА КАПИТАЛА АМЕРИКЕ	106
1. Кризна дешавања на тржишту капитала Северне Америке	106
2. Утицај кризе на тржиште капитала Јужне Америке	113
III ДЕКОМПОЗИЦИЈА УТИЦАЈА СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА ЕМЕА РЕГИОНА	119
1. Анализа последица кризе на тржишту капитала Европе.....	119
2. Разматрање утицаја кризе на тржиште капитала Средњег Истока и Африке.....	125
IV ПОСЛЕДИЦЕ СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА АЗИЈЕ И ПАЦИФИКА.....	133
1. Ефекти кризе на тржишту капитала Источне Азије и Пацифика.....	133
2. Кризна кретања на тржишту капитала Јужне Азије	140

ЧЕТВРТИ ДЕО
СВЕТСКА ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА
У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ

I РАЗВОЈ И МЕЂУНАРОДНА САРАДЊА БЕРЗИ НА ПОДРУЧЈУ БИВШЕ СФРЈ	150
1. Историјски развој регионалних берзи	150
2. Интеграциони процеси берзи Југоисточне Европе.....	151
3. Регионална сарадња Београдске берзе.....	152
II ТРГОВАЊЕ ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ НА БЕОГРАДСКОЈ БЕРЗИ	154
1. Структура тржишта Београдске берзе	155
1.1. Листинг	155
1.2. <i>Open Market</i>	158
1.3. Мултилатерална трговачка платформа	158
2. Процес трговања хартијама од вредности на Београдској берзи	159

2.1. Методе примарног трговања	160
2.2. Методе секундарног трговања.....	162
III УТИЦАЈ СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА ПОКАЗАТЕЉЕ РАЗВОЈА БЕОГРАДСКЕ БЕРЗЕ.....	166
1. Величина и ликвидност тржишта Београдске берзе	171
2. Анализа тржишних сегмената Београдске берзе.....	176
3. Иницијална јавна понуда акција у Србији	183
IV ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ - ПРОГНОЗИРАЊЕ БУДУЋЕГ КРЕТАЊА ВЕЛЕХЛИНЕ И ВЕЛЕХ15 ИНДЕКСА.....	189
1. Методологија истраживања	189
2. Анализа података	191
3. Резултати истраживања	193
ЗАКЉУЧАК	199
ЛИТЕРАТУРА	208
ПРИЛОГ.....	226

АПСТРАКТ

У савременим условима пословања, тржиште капитала, као интегрални елемент финансијског система, остварује бројне функције које подстичу развој финансијског система и економски раст. Повезујући суфицитарне и дефицитарне субјекте, овај сегмент финансијског тржишта обезбеђује да се, захваљујући ефектима економије обима, за краће време и уз ниже трансакционе трошкове дође до алтернативних дугорочних финансијских извора који су потребни за финансирање раста и развоја економије. Поред тога што тржиште капитала објективно вреднује остварене резултате пословања бројних компанија, оно потенцијалним емитентима обезбеђује финансијска средства по најповољнијим условима. С друге стране, инвеститори успостављају бројне дужничко-поверилачке и власничке односе, који им у зависности од прихваћеног нивоа ризика доносе веће или мање приносе.

Интензивирањем процеса глобализације дошло је до чвршћег повезивања националних тржишта капитала и стварања глобалног тржишта које је учесницима у финансијским токовима донело бројне предности, као и слабости. Овај процес је омогућио инвеститорима да имају избор између великог броја могућих инвестиционих алтернатива, а привредним субјектима да прикупљају средства из више различитих извора. С друге стране, процес глобализације је знатно повећао осетљивост националних тржишта капитала на кризна дешавања из окружења. Финансијски мехури и кризе нису савремена творевина, али је савремено финансијско тржиште постало веома повољан амбијент за њихов настанак.

Полазећи од различитих теоријских модела и емпиријских резултата, предмет истраживања у докторској дисертацији је глобална финансијска криза настала 2008. године и њен утицај на перспективу развоја тржишта капитала. Имајући у виду да су финансијске кризе на савременим финансијским тржиштима постале све чешћа појава, дефинисано подручје истраживања има велики теоријски и практични значај. С тим у вези, основни циљ докторске дисертације је да теоријско-методолошки и емпиријски сагледа узроке и последице глобалне финансијске кризе.

У докторској дисертацији се најпре разматра концепт функционисања тржишта капитала. Предмет детаљне анализе су кључне карактеристике финансијских институција и финансијских инструмената тржишта капитала. Поред наведеног, разматрају се основне карактеристике финансијских криза, при чему је посебан акценат стављен на компаративну анализу глобалних финансијских криза насталих 1929. и 2008. године. Предмет даље анализе је утицај глобалне финансијске кризе на финансијски и реални сектор појединих региона света. При томе, циљ спроведеног истраживања је сагледавање тренутног стања на глобалном тржишту капитала и његове перспективе. Посебна пажња посвећена је анализи Београдске берзе, при чему је у циљу предвиђања будућих трендова спроведено емпиријско истраживање.

Кључне речи: тржиште капитала, финансијске институције, финансијски инструменти, глобална финансијска криза, Београдска берза.

ABSTRACT

Within the contemporary business environment, capital market, as integral part of financial system, has been creating number of functions stimulating financial system development and economic growth. Connecting sufficiency and deficit subjects this financial market segment helped with the economy of scale effects enables easier, in the meaning of shorter time and lower transactional expenses, coming to alternative long-term financial sources needed for economy growth and development financing. Apart from the fact that market capital objectively values accomplished results of numerous companies' dealings, it provides funding under favorable financing conditions to potential issuers. On the other side, investors establish a number of creditor-debtor and owner's relations that have brought bigger or less income depending on the accepted risk level.

The globalization process intensification has brought making of stronger connections between the national capital market and global market creating, resulting in numerous advantages, but, also, disadvantages for capital flows participants. This process enables investors to make a choice between a huge number of possible investment alternatives as well as it makes possible for entrepreneurial subjects to fund from various sources. On the other hand, the globalization process enormously increases national capital market sensitivity to neighbouring countries crises. Bubbles and financial market crises are not a modern invention, but the contemporary financial market has become convenient environment for their appearance.

Based on various theoretical models and empirical results, this doctoral thesis research subject is the global financial crisis arose in 2008 and its impact on capital market development perspectives. Considering the fact that financial crises have been appearing on modern financial markets more often, the research defined within this thesis is of great theoretical and practical importance. So the primary objective of this doctoral dissertation is to give theoretical, methodological and empirical research of the global financial crisis causes and consequences.

Firstly, the subject of research in the thesis is the concept of capital market functioning. Subjects analyzed in detail are key characteristics of capital market financial institutions and financial instruments. In addition to previously mentioned subjects of research is the analysis of financial crisis basic characteristics emphasizing the comparative analysis of global financial crises arising in 1929 and 2008. Further analysis is connected with the global financial crisis influence on financial and real sector of particular regions. It is necessary to emphasize that the aim of the overall research is to point out the current condition of the global capital market and its perspectives. The special attention has been devoted to the Belgrade Stock Exchange analysis based on the empirical research in order to fulfill the demand for prediction of future trends.

Key words: capital market, financial institutions, financial instruments, the global financial crisis, the Belgrade Stock Exchange.

СПИСАК СЛИКА

Слика I–1.	Дистрибуција премије осигурања у свету.....	35
Слика I–2.	Промет акцијама на Београдској берзи у логаритамском облику.....	54
Слика I–3.	Тржишна капитализација акција на Београдској берзи у логаритамском облику.....	55
Слика I–4.	БДП Србије у логаритамском облику.....	55
Слика I–5.	Стабилност модела.....	56
Слика II–1.	Зачарани круг финансијске кризе.....	59
Слика II–2.	Индекс цена лала у периоду 12.11.1636 – 1.5.1637. година.....	71
Слика II–3.	Цене акција <i>Mississippi Company</i> (Мисисипи мехур).....	72
Слика II–4.	Цене акција <i>South Sea Company</i> (Јужноморски мехур).....	74
Слика II–5.	Кретање DJIA у периоду од октобра 1928. до фебруара 1932. године.....	76
Слика II–6.	Кретање DJIA у периоду 19.6.1987 – 19.1.1988. година.....	76
Слика II–7.	Промена најпознатијих берзанских индекса током краха Волстрита 1987. године.....	77
Слика II–8.	Кретање Nikkei 225 индекса у периоду 1980-1995. година.....	78
Слика II–9.	Укупни кредити банака у Финској, Норвешкој и Шведској у периоду 1980-2001. година (као % БДП).....	80
Слика II–10.	Индекс цена некретнина у Шведској, Финској и Норвешкој у периоду 1970-1999. година.....	80
Слика II–11.	Стопа раста реалног бруто домаћег производа Финске, Норвешке и Шведске у периоду 1980-2002. година.....	81
Слика II–12.	Стопа незапослености у Финској, Норвешкој и Шведској у периоду 1985-2002. година.....	81
Слика II–13.	Стране директне инвестиције и акцијски портфолио у Мексику у периоду 1989-1996. година.....	82
Слика II–14.	Кретање берзанских индекса у Латинској Америци током Мексичке кризе.	83
Слика II–15.	Кретање NASDAQ композитног технолошког индекса у периоду 1994-2004. година.	87
Слика II–16.	Курс пезоса према долару током аргентинске кризе.....	89
Слика III–1.	Нето токови капитала у развијеним земљама и земљама у развоју у периоду 2007-2011. година.....	104
Слика III–2.	Нето токови капитала у развијеним земљама и земљама у развоју у периоду 2007-2011. година по врстама хартија од вредности.....	105
Слика III–3.	Тржишна капитализација акција на берзама Северне Америке.....	108
Слика III–4.	Тржишна капитализација компанија <i>Apple</i> и <i>Amazon</i> у периоду септембар 2008 – јул 2018. година.....	109
Слика III–5.	Вредност SPDR ETF технолошког сектора у периоду 2000-2018. година.	109
Слика III–6.	Дуг нефинансијских компанија у САД у периоду 1962-2018. година (као % БДП).....	111
Слика III–7.	Јавни дуг САД у периоду 2000-2018. година.....	111
Слика III–8.	Годишњи буџетски дефицит САД у периоду 2002-2018. година.....	112
Слика III–9.	Трговински дефицит САД у периоду 2008-2018. година.....	112
Слика III–10.	Раст реалног БДП САД у периоду 2014-2018. година.....	113
Слика III–11.	Тржишна капитализација акција на берзама Латинске Америке и Кариба....	115
Слика III–12.	Кретање најважнијих берзанских индекса Латинске Америке и Кариба у периоду 2007-2018. година.....	117
Слика III–13.	Број земаља Латинске Америке са дужничком (спољни дуг), валутном и банкарском кризом.....	118

Слика III-14. Јавни дуг земаља Латинске Америке у периоду 2001-2017. година.....	119
Слика III-15. Кретање FTSE 100 индекса у периоду 2004-2018. година.....	120
Слика III-16. Тржишна капитализација берзи акција у Немачкој и Француској.....	122
Слика III-17. Кретање DAX 30 индекса у периоду 2004-2018. година.....	122
Слика III-18. Кретање S&P 40 индекса у периоду 2004-2018. година.....	123
Слика III-19. Реални БДП европских земаља у периоду 2007-2017. година.....	125
Слика III-20. Банкарски кредити приватном сектору у региону Средњег Истока и Северне Африке у периоду 2016-2018. година.....	128
Слика III-21. Тржишна капитализација акција на берзама Средњег Истока и Северне Африке.....	129
Слика III-22. Тржишна капитализација Јужноафричке берзе.....	130
Слика III-23. Дуг земаља Субсахарске Африке са ниским нивоом дохотка.....	132
Слика III-24. Стопа раста БДП Јужне Африке у периоду 2016 –2018. година.....	132
Слика III-25. Тржишна капитализација акција на берзама Источне Азије и Пацифика.....	135
Слика III-26. Структура агрегатне тражње у Кини (као % БДП).....	137
Слика III-27. Дуг развијених земаља, земаља у развоју и Кине у периоду 2001-2018. година (као % БДП).....	138
Слика III-28. Дуг Кине по секторима у периоду 2000-2018. година.....	138
Слика III-29. Раст спољног дуга Мијанмара, Тајланда, Филипина, Малезије, Индонезије, Вијетнама, Лаоса и Камбоце у периоду 2011-2016 година.....	139
Слика III-30. Спољни дуг Мијанмара, Тајланда, Филипина, Малезије, Индонезије, Вијетнама, Лаоса и Камбоце на крају 2016. године (као % БДП).....	139
Слика III-31. Принос на државне обвезнице Јапана.....	140
Слика III-32. Тржишна капитализација акција на берзама Јужне Азије.....	141
Слика III-33. Учешће неперформансних кредита у укупним кредитима у Индији, Кини, ЕУ и САД у периоду 2010-2017. година.....	143
Слика III-34. Јавни дуг Индије у периоду 2012-2018. година (као % БДП).....	143
Слика III-35. Раст реалног БДП Индије у односу на друге азијске земље.....	144
Слика III-36. Кретање најпознатијих берзских индекса у периоду 2014-2018. година.....	145
Слика III-37. Кретање најпознатијих берзанских индекса током 2018. године.....	145
Слика III-38. Кретање глобалног дуга у периоду 2008-2018. година.....	146
Слика III-39. Регионалне вредности <i>Gini</i> индекса из 2015. у односу 1990. годину.....	147
Слика III-40. Стопа раста реалног БДП на глобалном нивоу у периоду 1980-2018. година.....	147
Слика III-41. Просечан годишњи раст БДП по глави становника у земљама у развоју у периоду 1996-2019. година.....	148
Слика IV–1. Структура промета на Београдској берзи у 2016. години по методама трговања.....	166
Слика IV–2. Пораст броја компанија на Београдској берзи у периоду 2004-2007. година.....	167
Слика IV–3. Број акција котираних на Београдској берзи у периоду 2007-2018. година.....	167
Слика IV–4. Број трансакција на Београдској берзи у периоду 2004-2018. година.....	168
Слика IV–5. Укупни годишњи промет на Београдској берзи у периоду 2005-2018. година.....	169
Слика IV–6. Структура промета на Београдској берзи у 2018. години по врстама хартија од вредности.....	169
Слика IV–7. Број чланова Београдске берзе у периоду 2005-2016. година.....	170
Слика IV–8. Учешће страних инвеститора у трговању на Београдској берзи у периоду 2016-2018. година.....	171

Слика IV-9. Тржишна капитализација акција на Београдској берзи у периоду 2004-2018. година.....	172
Слика IV-10. Величина берзи акција у Србији, ЕУ, САД и развијеним берзама света у периоду 2006-2016. година.....	173
Слика IV-11. Промет акцијама на Београдској берзи у периоду 2005-2017. година.....	173
Слика IV-12. Ликвидност акција у Србији, ЕУ, САД и развијеним земљама света у периоду 2005-2016. година.....	174
Слика IV-13. Рацио ликвидности акција у Србији, ЕУ, САД и развијеним берзама света у периоду 2005-2016. година.....	175
Слика IV-14. Учешће тржишне капитализације листираних акција у укупној тржишној капитализацији Београдске берзе у периоду 2007-2017. година.....	177
Слика IV-15. Учешће промета листираним акцијама у укупном промету акцијама на Београдској берзи у периоду 2007-2017. година.....	178
Слика IV-16. Број трансакција акцијама листираним на Београдској берзи у периоду 2007-2017. година.....	179
Слика IV-17. Број акција и број трансакција акцијама котираних на Open Market-у Београдске берзе у периоду 2012-2017. година.....	180
Слика IV-18. Број акција и број трансакција акцијама котираних на МТП Београдске берзе у периоду 2012-2017. година.....	182
Слика IV-19. Број IPO у свету у периоду 2008-2017. година.....	184
Слика IV-20. Оригиналне вредности BELEX15 индекса од октобра 2005. до фебруара 2019. године.....	192
Слика IV-21. Оригиналне вредности BELEXline индекса од октобра 2005. до фебруара 2019. године.....	192
Слика IV-22. Оригиналне вредности BELEX 15 индекса од јануара 2009. до фебруара 2019. године.....	193
Слика IV-23. Оригиналне вредности BELEXline индекса од јануара 2009. до фебруара 2019. године.....	194
Слика IV-24. Оригиналне, прилагођене и прогнозиране вредности BELEX 15 индекса.....	195
Слика IV-25. Оригиналне, прилагођене и прогнозиране вредности BELEXline индекса.....	196

СПИСАК ТАБЕЛА

Табела I–1.	Најпознатији берзански индекси.....	15
Табела I–2.	Величина и ликвидност глобалног тржишта акција на крају 2017. године..	16
Табела I–3.	Најпознатији индексни фјучерси.....	27
Табела I–4.	Актива највећих комерцијалних банака у САД на дан 31.3.2018. године....	32
Табела I–5.	Актива највећих банкарских сектора (као % БДП).....	32
Табела I–6.	Учешће страног капитала у банкама земаља Југоисточне Европе.....	33
Табела I–7.	Бруто премија осигурања по глави становника у 2016. години.....	35
Табела I–8.	Нето актива и број инвестиционих фондова у свету на крају 2017. год.	45
Табела I–9.	Приказ власништва регистрованих предузећа у Централном регистру, депо и клиринг ХоВ а.д. Београд.....	52
Табела I-10.	Резултати примене теста јединичног корена за БДП.....	55
Табела I-11.	Резултати примене теста јединичног корена за тржишну капитализацију.	55
Табела I-12.	Резултати примене теста јединичног корена за годишњи промет акцијама.	56
Табела I-13.	Грејнцеров тест узрочности.....	56
Табела I-14.	Декомпозиција варијансе грешке предвиђања БДП-а.....	57
Табела II–1.	Индекси берзи Источне Азије у периоду 30.6.1997 – 8.5.1998. година.....	85
Табела II–2.	Дуг становништва у односу на расположиви доходак у САД.....	95
Табела III–1.	Глобална тржишна капитализација акција.....	102
Табела III–2.	Промет акцијама на глобалном нивоу.....	102
Табела III–3.	Број трансакција акцијама на глобалном нивоу.....	103
Табела III–4.	Број листираних компанија по регионима.....	103
Табела III–5.	Број листираних обвезница по регионима.....	103
Табела III–6.	Промет обвезницама на глобалном нивоу.....	103
Табела III–7.	Тржишна капитализација акција на берзама Северне Америке на крају 2017. год.....	106
Табела III–8.	Величина берзи Северне Америке: САД, Канада и Бермуди.....	106
Табела III–9.	Рацио промета на берзама Северне Америке: САД, Канада и Бермуди.....	107
Табела III-10.	Промена вредности компанија и берзанских индекса у САД на дан 17.12.2018. године у односу на највиши ниво у претходне 52 недеље.....	110
Табела III-11.	Тржишна капитализација акција на берзама Латинске Америке и Кариба..	113
Табела III-12.	Домаћа тржишна капитализација акција на берзама Латинске Америке....	114
Табела III-13.	Вредност и структура портфолија страних инвеститора у Бразилу.....	114
Табела III-14.	Величина берзи Латинске Америке и Кариба.....	115
Табела III-15.	Рацио промета на берзама Латинске Америке и Кариба.....	116
Табела III-16.	Величина берзи Европске уније.....	120
Табела III-17.	Рацио промета на берзама Европске уније.....	121
Табела III-18.	Јавни дуг европских земаља у периоду 2016-2018. година (као % БДП).....	124
Табела III-19.	Тржишна капитализација берзи Средњег Истока и Северне Африке на крају 2017. год.....	125
Табела III-20.	Величина берзи Средњег Истока и Северне Африке.....	126
Табела III-21.	Рацио промета за берзе Средњег Истока и Северне Африке.....	126
Табела III-22.	Величина најзначајнијих берзи Субсахарске Африке.....	130
Табела III-23.	Рацио промета за најзначајније берзе Субсахарске Африке.....	131
Табела III-24.	Тржишна капитализација берзи Источне Азије и Пацифика на крају 2017.	135
Табела III-25.	Величина берзи Источне Азије и Пацифика.....	136
Табела III-26.	Рацио промета за берзе Источне Азије и Пацифика.....	136

Табела III-27.	Тржишна капитализација акција на највећим берзама Јужне Азије.....	141
Табела III-28.	Величина најзначајнијих берзи Јужне Азије.....	141
Табела III-29.	Рацио промета за берзе Јужне Азије.....	142
Табела IV-1.	Структура тржишта Београдске берзе.....	155
Табела IV-2.	Општи услови за листинг на Београдској берзи.....	155
Табела IV-3.	Посебни услови за листинг на Београдској берзи.....	156
Табела IV-4.	Услови за Open Market Београдске берзе.....	158
Табела IV-5.	Услови за Мултилатералну трговачку платформу.....	158
Табела IV-6.	Примарно трговање хартијама од вредности на Београдској берзи.....	161
Табела IV-7.	Број трансакција реализованих методом минималне цене.....	164
Табела IV-8.	Број склопљених блок трансакција на Београдској берзи.....	165
Табела IV-9.	Број запослених на Београдској берзи.....	170
Табела IV-10.	Тржишна капитализација акција у односу на бруто домаћи производ.....	172
Табела IV-11.	Годишњи промет акцијама у односу на бруто домаћи производ.....	174
Табела IV-12.	Годишњи промет акцијама у односу на тржишну капитализацију акција...	175
Табела IV-13.	Капитализација акција са листинга и укупна капитализација акција.....	176
Табела IV-14.	Промет акција са листинга и укупан промет акција.....	177
Табела IV-15.	Рацио промета компанија листираних на Београдској берзи.....	178
Табела IV-16.	Карактеристике акција са листинга.....	180
Табела IV-17.	Тржишна капитализација акција на Open Market-у.....	181
Табела IV-18.	Годишњи промет акција на Open Market-у.....	181
Табела IV-19.	Тржишна капитализација акција на МТП.....	182
Табела IV-20.	Укупан промет акцијама на МТП.....	182
Табела IV-21.	Новчани ток IPO у свету.....	183
Табела IV-22.	Списак мотива <i>за</i> и <i>против</i> преласка у јавно акционарско друштво.....	185
Табела IV-23.	Основна статистичка обележја узорка.....	186
Табела IV-24.	Утицај одабраних индивидуалних обележја фирми на значај мотива.....	187
Табела IV-25.	Грешка прогнозе BELEX15 индекса помоћу <i>Winters</i> -овог адитивног и <i>Winters</i> -овог мултипликативног модела.....	193
Табела IV-26.	Грешка прогнозе BELEXline индекса помоћу <i>Winters</i> -овог адитивног и <i>Winters</i> -овог мултипликативног модела.....	194
Табела IV-27.	Прогнозиране вредности BELEX 15 индекса за период од марта 2019. до фебруара 2020. године.....	195
Табела IV-28.	Прогнозиране вредности BELEXline индекса за период од марта 2019. до фебруара 2020. година.....	196

УВОД

Тржишта капитала имају значајну улогу у развоју сваке тржишно оријентисане привреде. Она ефикасном алокацијом капитала олакшавају оптималну алокацију инвестиција и тиме подстичу економски раст. Имајући у виду да инвеститори неретко избегавају директна улагања у компаније, јер је уложена средства тешко повући, тржиште капитала, кроз берзанско и организовано ванберзанско тржиште капитала продукује ликвидност, обезбеђује оптимални финансијски микс и повећава ефикасност коришћења информација.

Тржиште капитала добија на значају дерегулацијом, либерализацијом и интернационализацијом финансијских токова. Захваљујући наведеним карактеристикама савремених финансијских токова тржиште капитала је у могућности да се за кратко време прилагоди глобалним захтевима. Захваљујући функционисању тржишта капитала подстиче се квантитет, квалитет и континуитет приликом обављања финансијских трансакција. Сходно наведеном, економска реалност упућује на закључак да је ефикасан економски раст незамислив без интензивног развоја тржишта капитала.

Велики број аутора се бавио анализом тржишта капитала, његовом повезаношћу са реалним сектором и повременим потресима који се дешавају на берзама широм света. Један од најчешће цитираних аутора из ове области је Frederic S. Mishkin који је значајан део свог дела „*The Economics of Money, Banking and Financial Markets*“ из 2007. године посветио управо разматрању основних проблема везаних за финансијска тржишта и институције. Stephen G. Cecchetti и Kermit L. Schoenholtz су у заједничком делу објављеном 2011. године „*Money, Banking and Financial Markets*“ такође изучавали финансијско тржиште, инструменте и институције, при чему су посебну пажњу посветили утврђивању висине каматних стопа. Они су указали на велики значај адекватне регулативе финансијског система. Слично наведеним ауторима, Peter S. Rose и Milton H. Marquis су се 2008. године, у заједничком делу „*Financial Institutions and Markets*“, бавили изучавањем перспектива глобалног финансијског система, каматним стопама и ценама финансијске aktive. Frank J. Fabozzi је у свом делу „*Bond Markets, Analysis, and Strategies*“, које је објављено 2013. године, посебну пажњу усмерио на кредитно тржиште и на компоненте које су од значаја за функционисање овог сегмента финансијског тржишта. Anthony Saunders и Marcia Millon Cornett су 2012. године у делу „*Financial Markets and Institutions*“ анализирали тржиште капитала, односно финансијске инструменте и институције који се на њему налазе. Rangarajan K. Sundaram и Sanjiv R. Das су у делу „*Derivatives: Principles and Practice*“, које је публиковано 2011. године, представили и објаснили основне елементе тржишта деривата које је веома значајно за развијена тржишта капитала.

Први научни радови који су истраживали везу између финансијског и економског раста потичу још од почетка XX века (Schumpeter, 1911). Многи аутори су установили да је финансијски развој битна одредница будућег економског раста (Patric, 1966; Goldsmith, 1969; Shaw, 1973; McKinnon, 1973, King & Levine, 1993). Економски раст земаља у развоју зависи од ефикасног финансијског сектора који мобилише домаћу штедњу и страни капитал и усмерава их у продуктивне инвестиције (Boubakari &

Wouono, 2010). Међутим, у савременим условима пословања на финансијским тржиштима се спорадично јављају финансијске кризе већих или мањих размера. Оне отежавају ток новчаних средстава, доводе до пада финансијских перформанси и економске активности како у појединим економијама, тако и на глобалном нивоу. Проблеми настанка, ширења и превазилажења глобалних финансијских криза такође су предмет бројних истраживања. Неки од аутора сматрају да процеси либерализације и дерегулације финансијског тржишта имају веома важну улогу у настајању глобалних финансијских потреса (Maha, Diacon & Donici, 2013). Глобалне финансијске кризе углавном намећу потребу за појачаном улогом државе у регулисању привредних токова, а нарочито финансијског сектора. Потребно је успоставити финансијски систем који ће омогућити финансирање продуктивних инвестиција, а не зараду на бази шпекулација (Pereira, 2010). Ian Westbrook је у делу „*Strategic Financial and Investor Communication: The stock price story*“, објављеном 2014. године, указао на најважније карактеристике глобалне финансијске кризе и кроз анализу тржишне капитализације акција је сагледао њене ефекте. О еволуцији глобалне финансијске кризе, њеним основним узроцима и мерама које су предузимане како би се она превазишла говорио је и Joseph E. Stiglitz у свом делу „*Free Market, and the Sinking of the World Economy*“ објављеном 2010. године. Mark Zandi је 2009. године у свом делу „*Financial shock: Global panic and Government Bailouts – How We Got here and What Must Be Done To Fix It*“ анализирао другоразредне хипотекарне кредите у САД, што је од велике важности имајући у виду да су они, по бројним ауторима, један од битних узрока настанка глобалне финансијске кризе.

Имајући у виду напред наведено, предмет докторске дисертације је теоријско-методолошко и емпиријско разматрање утицаја светске финансијске кризе на стање и перспективу националних тржишта капитала.

Полазећи од дефинисаног предмета истраживања, основни циљ докторске дисертације је испитивање узрока светске финансијске кризе и анализирање њеног утицаја на тржишта капитала. У складу са дефинисаним основним циљем истраживања изведени су следећи специфични циљеви:

Први специфични циљ истраживања односи се на давање одговара на питање да ли глобалне финансијске кризе настају као последица либерализованог и дерегулисаног финансијског тржишта.

Други специфични циљ истраживања јесте да се испита значај развоја берзе, као услужне финансијске институције која чини основу тржишта капитала, за економски раст.

Трећи специфични циљ истраживања јесте анализа утицаја светске финансијске кризе на национална тржишта капитала.

Четврти специфични циљ јесте испитивање нивоа развијености тржишта капитала у Републици Србији и његове интегрисаности у светске финансијске токове.

Пети специфични циљ јесте сагледавање утицаја светске финансијске кризе на развој Београдске берзе.

У складу са дефинисаним предметом истраживања докторска дисертација је заснована на следећим релевантним хипотезама:

Хипотеза 1: Развој тржишта капитала је у позитивној корелацији са економским растом.

Хипотеза 2: Процеси либерализације и дерегулације финансијских тржишта узрокују глобалне финансијске кризе.

Хипотеза 3: Глобалне берзанске кризе изазивају негативан утицај на показатеље развоја националних тржишта капитала.

У складу са претходно наведеним предметом и циљем дисертације, као и дефинисаним хипотезама истраживања, докторска дисертација је структурирана у четири заокружена и логички повезана дела.

У првом делу докторске дисертације, под насловом „Концепт функционисања тржишта капитала“, биће анализирани основни принципи функционисања тржишта капитала, као и кључни елементи, односно, финансијски инструменти и финансијске институције без којих је функционисање тржишта капитала незамисливо. Такође, биће разматран значај регулативе за развој овог сегмента финансијског тржишта. Посебна пажња биће усмерена на анализу међузависности између развоја тржишта капитала и економског раста, односно истраживаће се узрочно последична веза између индикатора развијености берзе и економског раста. На бази релевантних индикатора и примењене методологије биће испитан значај развоја Београдске берзе за економски раст Републике Србије.

У другом делу дисертације, под насловом „Карактеристике светских финансијских криза“, биће разматрани узроци настанка и начини превазилажења највећих берзанских крахова. У овом делу извршиће се компаративна анализа глобалних финансијских криза насталих 1929. и 2008. године. По бројним ауторима ове кризе имају велики број заједничких карактеристика од којих се као најважније наводе процеси либерализације и дерегулације финансијског тржишта који су им предходили и појачан државни интервенционизам, као решење за настале кризе. Посебан акценат биће стављен на анализу светске финансијске кризе настале крајем 2008. године и на њен утицај на реални и финансијски сектор САД.

Трећи део докторске дисертације, насловљен „Утицај светске финансијске кризе на национална тржишта капитала“, указаће на утицај глобалне финансијске кризе на најпознатије берзе света. Овај утицај ће се утврђивати на основу кретања релевантних показатеља којима се у својим анализама користи Светска банка, а то су: показатељ ликвидности акција (годишњи промет акцијама у односу на бруто домаћи производ) и показатељ величине тржишта акција (тржишна капитализација акција у односу на бруто домаћи производ. Такође, за потребу ове анализе од користи ће бити ближе упознавање са Светском федерацијом берзи (*World Federation of Exchanges* - WFE), као и са регионалним федерацијама и удружењима берзи, а то су Федерација берзи Азије и Океаније (*Asian and Oceanian Stock Exchanges Federation* - AOSEF), Федерација берзи Југоисточне Европе (*Federation of European and Asian Stock Exchanges* - FEAS), Федерација европских берзи (*Federation of European Securities Exchanges* - FESE),

Удружење берзи Латинске Америке (Federacion Iberoamericana de Bolsas - FIAB) и друге.

У четвртом делу докторске дисертације, под насловом „Светска финансијска криза и тржиште капитала у Републици Србији“ биће анализиран развој тржишта капитала у Републици Србији, као и његова интеграција са регионалним и светским тржиштима. Анализираће се финансијски инструменти и финансијске институције овог тржишта и биће представљена организација Београдске берзе, као и методе трговања хартијама од вредности које се примењују на различитим тржишним сегментима. Такође, у овом делу биће разматран и значај развоја регулативе тржишта капитала, имајући у виду да су неадекватна законска решења по бројним ауторима један од разлога неразвијености овог сегмента финансијског система у односу на бакарски сектор у Републици Србији. Поред анализе стања на националном тржишту капитала, посебна пажња биће усмерена на перспективу тржишта капитала у Републици Србији. С тим у вези, у овом делу докторске дисертације биће спроведено и релевантно истраживање које се односи на анализу кретања тржишта Београдске берзе. На основу адекватних статистичких метода биће извршена анализа и предвиђање кретања BELEX 15 и BELEX line индекса. Након тумачења добијених резултата, биће указано и на одређена ограничења и могуће правце будућих истраживања.

У складу са одабраним предметом истраживања, дефинисаним циљевима и постављеним научним хипотезама, а у циљу извођења релевантних закључака, у докторској дисертацији ће бити коришћена квалитативна и квантитативна методологија карактеристична за област друштвених наука.

Сврха квалитативне методологије јесте појмовно одређење и описивање основних елемената дефинисаног проблема применом дескриптивне анализе са циљем да се постави теоријска подлога за емпиријску проверу постављених хипотеза. Поступак теоријског одређивања проблема биће реализован и применом метода анализе и синтезе, уз коришћење иностране, али и доступне домаће литературе која се односи на дефинисану област истраживања. Такође, биће коришћени: метод индукције, са циљем да се полазећи од појединачних елемената, апстракцијом и генерализацијом дође до ширих закључака значајних за разумевање анализираног проблема; метод дедукције, у циљу испитивања исправности формулисаних општих закључака њиховом применом на појединачне елементе; метод компарације, са циљем да се на теоријском плану упореде алтернативни ставови који се срећу у релевантној литератури из предметне области.

У оквиру квантитативне методологије, у докторској дисертацији ће бити примењивани статистичко-економетријски модели који одговарају дефинисаном предмету и циљу емпиријског истраживања, али и одабраним варијаблама. У истраживању ће бити коришћени секундарни извори података (штампане публикације, интернет презентације, базе података водећих финансијских институција и сл.), а обрада прикупљених података извршиће се помоћу Статистичког пакета за друштвене науке (*Statistical Package for Social Sciences – SPSS 20*). Код истраживања мотива за прелазак у отворено (јавно) акционарско друштво у Републици Србији користиће се

Ликертова скала. Анализа корелације између процена значаја различитих мотива биће извршена на бази *Pearson*-овог и *Spearman*-овог коефицијента корелације. У истраживању узрочног односа између развоја берзе и економског раста користиће се *Granger-Causality Test*. Такође, у докторској дисертацији применом метода експоненцијалног усклађивања биће извршено краткорочно прогнозирање кретања берзанских индекса Београдске берзе.

У складу са изабраном проблематиком, дефинисаним циљевима истраживања, постављеним научним хипотезама и примењеном методологијом, од докторске дисертације се могу очекивати резултати који ће допринети ближем упознавању са узроцима настанака светске финансијске кризе, начинима њеног превазилажења, као и са њеним утицајем на национална тржишта капитала. Докторска дисертација би требало да покаже следеће:

1. Везано за прву хипотезу очекује се да анализа у дисертацији потврди да је за економски раст од велике важности постојање развијеног финансијског тржишта, односно тржишта капитала, као његовог кључног сегмента;
2. Везано за другу хипотезу очекује се да закључци дисертације обезбеде довољно доказа који ће указати на то да су велике финансијске кризе настале као последица процеса либерализације и дерегулације тржишта;
3. Код треће хипотезе, на основу садржаних података и њихове адекватне анализе, очекује се да дисертација укаже на велику повезаност берзи, односно тржишта капитала и да се потреси настали на једној берзи веома брзо преносе на остале берзе.

Имајући у виду предмет и циљеве истраживања, као и постављене хипотезе, може се очекивати да допринос докторске дисертације буде вишеструк. У теоријском смислу, дисертација ће обогатити литературу која се односи на област глобалних финансијских криза што ће бити од користи будућим истраживањима која ће се односити на ову проблематику. У апликативном смислу, дисертација ће допринети ближем упознавању са основним карактеристикама и елементима тржишта капитала као и са његовим функционисањем у кризним периодима, што је од велике важности имајући у виду да је у Републици Србији овај сегмент финансијског тржишта недовољно развијен.

ПРВИ ДЕО
КОНЦЕПТ ФУНКЦИОНИСАЊА ТРЖИШТА КАПИТАЛА

I ОСНОВНЕ КАРАКТЕРИСТИКЕ ТРЖИШТА КАПИТАЛА

У савременим условима пословања развој тржишта капитала је важан предуслов успешног развоја привреде. Основна улога тржишта капитала огледа се у прикупљању штедње и обезбеђивању финансијских средстава компанијама која су им неопходна ради ширења пословања, односно инвестирања у производну опрему. Поред тога, приступ тржишту капитала омогућава компанијама да користе финансијске инструменте као средство за управљање ризиком. Тржиште капитала врши трансфер ризика од оних који су мање вољни или способни да га задрже ка онима који га више желе или су више способни да га поднесу (Rechtschaffen, 2009, 14).

Развијеност тржишта капитала може се сагледати на основу квалитета, бројности и разноврсности финансијских инструманата који се на њему налазе. Уколико тржиште капитала одликује већи број разноврсних и квалитетних хартија од вредности може се рећи да је развијеније. Такође, важан показатељ развијености тржишта капитала јесте његова ликвидност, односно могућност сталног трговања. Ликвидност тржишта капитала зависи од његове дубине. Када је дубина тржишта већа онда је и ликвидност посматране хартије од вредности већа. Уколико цене хартија од вредности у потпуности одржавају све расположиве информације за тржиште капитала се може рећи да је ефикасно. У том случају није могуће остварити изнадпросечан принос продајом прецењених хартија од вредности или куповином потцењених хартија од вредности.

Тржиште капитала подстиче акумулацију капитала и заузима важну улогу у постизању дугорочног привредног раста. У развијеним земљама, које одликују ликвидне и веома активне берзе, утврђена је корелациона веза између развоја тржишта капитала и економског раста. То потврђује емпиријско истраживање спроведено на примеру Кине, САД, Велике Британије, Јапана и Хонг Конга (Wong & Zhou, 2011). Међутим, економски раст великих земаља је веома тешко стимулисати помоћу само једног фактора (нпр. берзе). С тим у вези, на примеру Кине се не утврђује значајнија корелациона веза између индикатора развијености берзе и економског раста (Lei Pan, 2018). Код мање развијених земаља значајнија корелациона веза се утврђује само између кретања индикатора ликвидности берзи и стопе економског раста, док је утицај индикатора величине берзе мање значајан (Lazarov, Miteva-Kacarski & Nikoloski, 2016). Међутим, према истраживању Njemcevic (2017) у земљама југоисточне Европе индикатор величине берзе остварује значајнији утицај на економски раст него индикатор ликвидности.

1. Структура тржишта капитала

Развијено тржиште капитала одликује велики број квалитетних хартија од вредности различитих врста и класа. Оно омогућује оптималну рочну трансформацију средстава, диверсификацију улагања, смањење трансакционих трошкова и повећање ефикасности коришћења информација (Јакшић, 2016, 130). Приликом разматрања структуре тржишта капитала могу се користити бројни критеријуми који указују на алтернативне структуре. Према врсти хартија од вредности разликују се тржишта

обвезница и тржишта акција. Другим речима, тржиште капитала обухвата финансијске инструменте који током времена доносе утврђене токове готовине (обвезнице) и финансијске инструменте који обезбеђују учешће у будућој профитабилности компаније (акције) (Alagidede, 2011, 7). Поред тржишта обвезница и акција, развијено тржиште капитала укључује и тржиште финансијских деривата и хипотекарно тржиште.

Према месту и начину обављања трговине, тржиште капитала може бити примарно и секундарно. На примарном тржишту капитала продају се нове емисије хартија од вредности, док се на секундарним тржиштима одвија промет хартијама од вредности које су већ емитоване. Када компаније први пут продају своје акције ради се о иницијалној јавној понуди (*Initial Public Offering* - IPO). Када је *Google*, на пример, одлучио да изађе на тржиште капитала, спровео је IPO. Ова компанија је продала акције на примарном тржишту по највећој могућој цени имајући у виду тражњу инвеститора. Након примарне куповине акција, инвеститори могу продавати акције на секундарном тржишту. На тај начин, они могу остварити капитални добитак или губитак у зависности од кретања цена акција. На тај начин, секундарно тржиште капитала обезбеђује ликвидност учесницима, јер им омогућава да продају финансијске инструменте који су им у поседу и на тај начин повуку уложена средства (Rechtschaffen, 2009, 14). Секундарни промет хартијама од вредности се може обављати преко организованог берзанског тржишта (као што су нпр. NYSE и AMEX у САД) и преко ванберзанског тржишта које се обично назива OTC (*Over the Counter*). Највеће ванберзанско тржиште у САД представља NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation Systems*). Међутим, нису све акције којима се јавно тргује у САД уписане на некој организованој берзи или на NASDAQ-у. Хартијама од вредности којима се нередовно тргује или примарно у неком одређеном делу земље углавном се баве регионални уреди разних брокерских кућа (Mishkin & Eakins, 2005, 244). Промет хартијама од вредности на Београдској берзи одвија се у оквиру регулисаног тржишта и мултилатералне трговачке платформе. Регулисано тржиште представља облик берзанског тржишта, док мултилатерална трговачка платформа представља облик неорганизованог (ванберзанског) тржишта.

Према начину повезивања суфицитарних и дефицитарних јединица, тржиште капитала се може поделити на депозитно-кредитно тржиште и тржиште хартија од вредности. Депозитно-кредитно тржиште је сегмент финансијског тржишта који је одређен финансијским трансакцијама депозитних финансијских институција (банака и штедионица), док је тржиште хартија од вредности знатно сложеније. Оно се односи на сучељавање понуде и тражње за финансијским инструментима у форми хартија од вредности.

Са аспекта порекла учесника у финансијским трансакцијама, тржиште капитала може бити домаће и међународно. Домаће тржиште капитала укључује финансијске трансакције које се обављају између домаћих учесника, односно између учесника који су из земље у којој је трансакција закључена. За разлику од њега, међународно тржиште капитала подразумева трансакције у којима је бар један од учесника трансакције из иностранства. У савременим условима пословања велика и развијена

финансијска тржишта представљају места где се, поред домаћих, обавља и све већи број међународних трансакција. С тим у вези, веома је тешко направити јасну разлику између домаћег и међународног финансијског тржишта са аспекта места трговања (Шошкић и Живковић, 2007, 45).

Сходно наведеним структурама тржишта капитала, може се закључити да су бројни критеријуми на основу којих се може извршити његова класификација. Међутим, доминантно место у финансијској теорији заузима подела са аспекта природе потраживања. У том смислу, уобичајена је подела на власничке и дужничке хартије од вредности. Када компанија има потребу за додатним капиталом она може емитовати хартије од вредности које представљају потврду о учешћу у власништву над имовином компаније (акције), али може емитовати и дужничке хартије од вредности (обвезнице).

2. Алтернативни облици регулисања тржишта капитала

Због великог значаја и важне улоге коју имају, учесници на финансијском тржишту и њихове активности су предмет регулисања, контроле и надзора посебних регулаторних тела. Ова тела креирају правила понашања за емитенте, професионалне посреднике, организаторе трговања, али и инвеститоре. На овај начин регулаторна тела испуњавају своје основне функције од којих се као најважније издвајају: заштита инвеститора, очување интегритета тржишта, дисциплина учесника и смањивање могућности настајања већих потреса на финансијском тржишту (Маринковић, 2011, 18). У циљу обезбеђивања равноправности свих учесника, регулатор настоји да обезбеди интегритет тржишта, односно поштовање уговора закључених између учесника на финансијском тржишту. Уколико неки учесник не жели да изврши своје обавезе онда регулатор обавља функцију заштите тржишне дисциплине, тако што предузима одређене мере против таквог облика недозвољеног понашања. У пракси се углавном испољавају три основна циља регулације финансијског система. Први циљ је усмерен ка обезбеђивању стабилности финансијског система у целини, односно ка спречавању финансијске панике која може угрозити читаву економију. Други циљ се односи на осигурање од монополистичког понашања пружаоца финансијских услуга, а трећи циљ регулације финансијског система односи се на заштиту инвеститора. Да би испуњавали задате циљеве финансијски системи захтевају постојање адекватне законске инфраструктуре и развијене информационе подршке.

Регулација савремених финансијских система се углавном одвија преко три основна нивоа (правца) регулације (Claessens, S., Djankov, S & Klingebiel, D, 2000):

1. регулација и надзор који врши сама компанија,
2. регулација и надзор финансијских тржишта и институција који дефинише и спроводи нека финансијска институција или асоцијација,
3. регулација и надзор финансијског система дефинисан државним законодавним оквиром који спроводи јавно регулаторно тело.

У пракси се углавном издвајају и примењују три система регулације финансијског сектора. Они су настали и примењују се у Сједињеним Америчким Државама, Великој

Британији и Европској унији. Остале земље своје системе регулације финансијског система дефинишу по угледу на неки од ова три система.

Систем регулације финансијског система у САД је, у целини посматрано, веома сложен, односно, одликује га присуство великог броја институција задужених за регулацију. Он се састоји од режима регулације који се примењује на област осигурања, банкарства, хартија од вредности и трговине фјучерс уговорима, као посебне области. С друге стране, систем регулације финансијског сектора у Великој Британији је доста једноставнији. Највише регулаторно тело је Одбор за контролу финансијских услуга (*Financial Services Authority – FSA*). Поред регулације банака покрива и област пословања компанија за осигурање, инвестиционих саветника и менаџера и хипотекарно тржиште. Овакав специфичан облик регулације настао је као одговор на све израженије процесе дерегулације, хомогенизације и конгломеризације сектора финансијских услуга (Маринковић, 2008, 224). Имајући у виду да је традиционални секторски приступ супервизији све мање у стању да одговори на растући тренд конгломеризације финансијског система, модел интегрисане супервизије има све већи практични значај. Као важнији циљеви FSA наводе се контрола системског ризика и унапређење конкуренције што није случај код регулаторних тела осталих земаља. Европска унија, као и САД, при конципирању регулације финансијског система мора водити рачуна о проблемима који произилазе из сложене државне структуре. Кључну улогу у регулацији јединственог европског тржишта хартија од вредности имају два комитета, и то: Европски комитет за хартије од вредности (*European Securities Committee – ESC*) и Комитет тела овлашћених за регулацију хартија од вредности у Европи (*Committee of European Securities Regulators – CESR*) (Маринковић, 2008, 227). Они су у надлежности Европског парламента и Европске комисије. Правила и системи спровођења свих наведених система регулације се стално преиспитују и унапређују због промена нето регулаторних користи које нуде алтернативне јурисдикције.

3. Савремени трендови на тржишту капитала

Промене на финансијским тржиштима углавном настају као последица промена у реалном сектору привреде, али и изражених трендова у политичким и економским односима. Током седамдесетих и осамдесетих година XX века на финансијском тржишту САД појавио се низ финансијских и технолошких иновација које су измениле његову структуру (Berger, Molyneux & Wilson, 2010, 787). Све ове иновације су углавном биле усмерене ка смањењу информационе асиметрије и ка бољем избору инвестиционих пројеката. Такође, извесни број ових иновација усмерен је ка повезивању националних финансијских тржишта. У условима финансијске интегрисаности компанијама је омогућен приступ великом броју инвеститора (Alagidede, 2011, 1).

Веома је тешко идентификовати све трендове који карактеришу савремене финансијске токове, али као најважнији издвајају се:

- Глобализација финансијских тржишта;
- Либерализација и дерегулација финансијских тржишта;

- Техничко-технолошка усавршавања;
- Појава и развој финансијских иновација;
- Секјуритизација.

Глобализација означава процес интеграције националних финансијских тржишта у глобално финансијско тржиште. Представља наставак процеса интернационализације финансијских тржишта који се појавио средином шездесетих година XX века. Захваљујући процесу глобализације инвеститори имају могућност да бирају између великог броја могућих инвестиционих алтернатива. С друге стране, привредни субјекти имају могућност да прикупе средства из више различитих извора. Глобализација је наметнула потребу хармонизације регулативе. Она је један од важнијих разлога оснивања Међународне организације комисија за хартије од вредности (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*) која је кроз одговарајуће директиве дефинисала смернице деловања за своје чланице.

Процеси либерализације и дерегулације финансијских тржишта настали су развојем неолиберализма осамдесетих година XX века. Захваљујући овим процесима учесници на финансијским тржиштима равноправно учествују у „тржишној утакмици“ на светском нивоу што за последицу има подизање ефикасности самих тржишта. Либерализацијом новчаних токова и слободним кретањем капитала дошло је до превазилажења националних граница и успостављања чвршћих веза на глобалном нивоу. Деретулатиони токови имали су за циљ смањивање улоге државе у регулисању финансијских тржишта. Деретулатија и технолошка иновација дозволиле су банкарским организацијама, као што су финансијске холдинг компаније, да остваре растући приход из некаматних извора. Међутим, након појаве глобалне финансијске кризе у великом броју развијених земаља света (нарочито у САД) спроведене су регулаторне реформе. Ове реформе су у значајној мери ограничиле и успориле даљи развој процеса либерализације и дерегулације.

Улога технологије је у развоју финансијских тржишта имала посебан значај. Она је омогућила бржи пренос информација и података. Први рачунари на финансијским тржиштима појавили су се шездесетих година XX века. Међутим, они су решавали углавном техничке проблеме које је стварала обимна документација. Од средине седамдесетих година дошло је до даљег развоја компјутера и рачунарске технологије, а од деведесетих година у употреби се појављују мобилна телефонија и интернет, као и различити *on-line* системи електронског трговања (Ерић, 2003, 112). Овај развој је довео до аутоматизације већине модерних финансијских тржишта. Временом, скоро све берзе света су увеле своје компјутерске системе, како за трговање, тако и за обраду налога. Један од највећих доприноса развоја информационе технологије је непрекидно обављање трансакција и трговања. Помоћу савремене информационе технологије могуће је континуирано пратити трансакције и непрекидно обављати трговину. Технолошке промене везане за телекомуникације и обраду података подстакле су развој финансијских иновација које су измениле банкарске производе и услуге, као и производне процесе. Најзначајнији утицај технологије на банкарски систем остварен је у платном промету. Технологије електронског плаћања и трансфера средстава замениле су плаћања на бази папира.

Финансијске иновације су најзначајнија појава која карактерише савремено финансијско тржиште. Међутим, у литератури се јављају различити приступи о томе које све новине овај појам укључује. Углавном се користи класификација иновација од стране стручњака Банке за међународне обрачуне (*Bank for International Settlements – BIS*) који их сврставају у више група (Јакшић, 2011, 37):

- Иновације у домену трансфера ценовних ризика које су креиране са циљем да се смање ризици везани за промене цена хартија од вредности, девизних курсева и каматних стопа;
- Иновације повезане са инструментима за трансфер кредитног ризика;
- Иновације у циљу повећања ликвидности;
- Иновације ради побољшања кредитирања.

Секјуритизација представља процес креирања хартија од вредности од финансијских инструмената који по својој суштини нису хартије од вредности. Реч је о сложеном процесу у коме се врши својеврсно “препакивање” индивидуалних кредита и различитих инструмената дуга како би се креирала једна или више хартија од вредности, а које се касније износе на тржиште ради продаје трећим лицима. Појава секјуритизације је посебно изражена на секундарном хипотекарном тржишту и код хартија од вредности заснованих на активи. Она представља процес „претварања“ неликвидних кредита и инструмената дуга у ликвидне инструменте којима се може трговати. С друге стране, секјуритизација обезбеђује већи степен ликвидности и за оне који улажу средства, јер уместо да улажу свој новац на орочену штедњу они купују хартије од вредности које касније лако могу продати. Међу свим финансијским иновацијама секјуритизовано кредитирање оставило је највеће последице на структуру и перформансе банкарског сектора у САД (Berger, Molyneux & Wilson, 2010, 787). До настанка финансијске кризе секјуритизација је преовладала код све више врста кредита укључујући и кредите привреди.

На основу свега наведеног може се закључити да тржиште капитала, захваљујући својој сложеној финансијској структури, остварује значајну улогу на савременом финансијском тржишту (како на примарном, тако и на секундарном). Кроз обезбеђивање услова за емитовање различитих врста финансијских инструмената, тржиште капитала ефикасно повезује дефицитарни и суфицитарни сектор. На тржишту капитала долази до успостављања низа власничких и дужничко-поверилачких односа између емитената и инвеститора при чему оно настоји да обезбеди једнак третман за све учеснике. Иако се системи регулације ових односа у извесној мери разликују од земље до земље, сви они су усмерени ка остваривању истог основног циља, а то је заштита интереса учесника. Контрола и надзор на тржишту капитала, као и сам процес трговања, су у великој мери унапређени настанком савремених финансијских трендова. Поред тога што су олакшали функционисање тржишта капитала, савремени трендови на финансијским тржиштима су смањили и његову отпорност на кризна дешавања.

II ФИНАНСИЈСКИ ИНСТРУМЕНТИ ТРЖИШТА КАПИТАЛА

Савремено финансијско тржиште карактерише велики број различитих финансијских инструмената. Управо, бројност и разноврсност финансијских инструмената најбољи су индикатори степена развијености финансијског система. У зависности од тога да ли представљају потраживање или обавезу, финансијски инструменти се називају финансијском активом и пасивом. Њихови купци располажу правом на будуће приходе и с тим у вези за њих представљају финансијску активу. Појам финансијска пасива се везује за емитенте финансијских инструмената, јер за њих представљају одређену обавезу у будућности. У најпознатије финансијске инструменте убрајају су: хартије од вредности, депозити, потраживања, финансијска права, девизе и девизни курсеви и злато и пременити метали (Јакшић, 2016, 6). Највећу и најзначајнију групу финансијских инструмената чине хартије од вредности. Оне представљају писмени документ или исправу која имаоцу даје одређено имовинско право које се може користити само под условом законског власништва над том хартијом од вредности (Ристић, 2004, 47). На тржишту капитала се тргује дугорочним хартијама од вредности, односно хартијама од вредности које имају рок доспећа дужи од годину дана или га уопште немају. Оне се могу поделити у две групе: основне и изведене хартије од вредности (деривати). Основне хартије од вредности су засноване на основним односима који могу постојати између емитената и инвеститора. Изведене хартије од вредности или финансијски деривати представљају стандардизоване уговоре који настају као покриће за терминске трансакције. Њихова вредност зависи од вредности основне активе на бази које су креиране. Најпознатије дериватне хартије од вредности су: опцијски, фјучерс и своп уговори.

1. Основне хартије од вредности

На основу односа који могу постојати између емитента и инвеститора основне хартије од вредности се деле на власничке и дужничке. Власничке хартије од вредности су акције и друге преносиве хартије од вредности истоветне акцијама компанија које представљају учешће у капиталу. Дужничке хартије од вредности су обвезнице и други преносиви секјуритизовани инструменти дуга. Дакле, основне хартије од вредности спадају у групу преносивих хартија од вредности, што значи да се њима може слободно трговати на тржишту.

Као резултат различите склоности инвеститора према ризику, али и могућем приносу који инвестиција може донети, власничке и дужничке хартије од вредности имају различит значај на појединим националним и регионалним финансијским тржиштима. У Канади, САД, Кини, Хонг Конгу и Аустралији власничке хартије од вредности имају веће учешће у структури укупног портфолија од дужничких хартија од вредности. Власничке хартије од вредности у САД у просеку чине око 75% укупног портфолија, а у Канади чак око 80%. С друге стране, у Јапану, Швајцарској и ЕУ у укупном портфолију доминантно учешће имају дужничке хартије од вредности (у Јапану је њихово учешће близу 80%) (Valiante, 2016, 72). Такође, у структури портфолија учесника на финансијском тржишту, у зависности од њихове инвестиционе

стратегије, у различитом проценту су заступљене власничке и дужничке хартије од вредности.

1.1. Власничке хартије од вредности

Акције (*share*), као власничке хартије од вредности, представљају удео у капиталу компаније и доносе акционарима одређена права у складу са бројем акција које су им у поседу. Права акционара обухватају право на управљање, право на удео у добити, као и право прече куповине. Утицај сваког појединачног акционара зависи од броја акција које су му у поседу (правило је: једна акција = један глас). Међутим, у пракси се могу формирати удружења акционара која имају овлашћеног представника преко којег значајније могу утицати на управу компаније. Дивиденда коју сваки акционар добија зависи од укупне добити компаније одређене за поделу акционарима и од броја акција које поседује. Она се може исплатити у готовом новцу или расподелом нових акција (реинвестирање добити). Поред дивиденде, акције могу донети принос и у облику капиталног добитка који представља позитивну разлику између њене куповне и продајне цене (у супротном се остварује капитални губитак). Дакле, укупан принос на акцију или портфолио акција које појединац поседује, обухвата износ свих исплаћених дивиденди и оствареног капиталног добитка. Кретање цена акција говори о успешности и тржишном вредновању пословања компаније. Утврђивањем цене акције и промене у одређеном временском интервалу сазнаје се све што је од значаја за оцену квалитета пословања, ефективност и ефикасност управљања. У случају да компанија уђе у фазу стечаја или ликвидације акционари имају право на део ликвидационе масе.

Акционарска друштва могу бити приватна и јавна. Приватна акционарска друштва се углавном састоје од мањег броја акционара и њиховим акцијама се не тргује на берзи. Јавна акционарска друштва немају ограничења у промету њиховим акцијама, односно њиховим акцијама се може слободно трговати. Свој капитал акционарска друштва могу увећавати путем емисије нових акција. Да би постојећи власници задржали свој власнички удео, потребно је да докупе сразмеран удео у новој емисији акција. Стога им се омогућава да тај процес ураде пре осталих заинтересованих лица, често по нижој цени.

У пракси се доминантно користе две врста акција: обичне (редовне) и преференцијалне (приоритетне). Обичне акције су власничке хартије од вредности чијом продајом се прикупља потребан капитал. Главне карактеристике обичних акција су заостало право потраживања и ограничена одговорност. У случају стечаја компаније акционари имају право на нето профит након плаћања другим подносиоцима захтева (пореске власти, запослени, добављачи власници обвезница и други кредитори) (Alagidede, 2011, 7). Власници ових акција су последњи којима се исплаћује остатак из ликвидационе масе. Преференцијалне акције носе фиксну дивиденду у проценту од номиналне вредности. Због фиксне дивиденде њихови холдери немају право управљања у компанији. У случају ликвидације компаније, преференцијалне акције се исплаћују у висини номиналне вредности из ликвидационе масе пре исплате обичних акција. У пракси се могу срести и конвертибилне акције. Оне су сличне

преференцијалним акцијама јер не омогућавају управљање, али се по одлуци инвеститора могу конвертовати у обичне акције.

Без обзира на врсту, све акција могу имати више класа. Креирање више класа акција представља један од начина на који акционарска друштва могу да користе акције као инструменте контроле власничке структуре. Не постоје универзална правила у погледу дефинисања више класа акција, већ се оне креирају од случаја до случаја. Такође, код акција се могу анализирати и три њихове вредности: номинална, књиговодствена и тржишна вредност. Номинална вредност акције представља основ за израчунавање дивиденде, као и основ за обрачун у случају ликвидације тј. стечаја компаније. Она је уписана на плашту и добија се дељењем укупног капитала који се емисијом акција прикупља и укупног броја емитованих акција. Компанија током свог постојања може издати више емисија акција различитих номиналних вредности. Књиговодствена вредност акције се добија када се књиговодствена вредност компаније подели са бројем акција. Она представља чисту имовину друштва, односно, трајне изворе средстава лоцираних на појединачну акцију. У зависности од успешности пословања компаније књиговодствена вредност акција се може повећати или смањити, а поређење са тренутном тржишном ценом служи као један од фактора који утиче на одлуку да се купи или прода акција (рацио *Price/Book*). Тржишна цена акција је променљива, јер се формира на секундарном тржишту акција. Она је значајан индикатор успешности пословања компаније. С тим у вези, на основу тржишне цене инвеститори могу оцењивати оправданост улагања у акције. Такође, оправданост улагања се може оцењивати и на основу других параметара од којих су најважнији: макроекономска кретања, пословање компаније емитента и утицај политичке стабилности (Београдска берза, Фундаментална анализа).

На основу тржишних цена акција све берзе света израђују и објављују своје берзанске индексе. На основу кретања берзанских индекса могу се пратити промене тржишне вредности одабране групе акција. У Табели I-1. представљени су најзначајнији светски берзански индекси.

Табела I-1. Најпознатији берзански индекси

Регион	Индекси
Америка	DJIA, S&P500, Nasdaq composite index, NYSE composite index и S&P/TSX composite index
Европа, Средњи Исток и Африка	EuroStoxx 50 PR, FTSE 100 Index, DAX index, CAC 40 index и IBEX 35 index
Азија и Пацифик	NIKKEI 225, TOPIX index (Tokyo), HANG SENG INDEX, CSI 300 INDEX, S&P/ASX 200 INDEX и MSCI AC ASIA PACIFIC

Извор: Bloomberg, Markets Stocks

Величина и ликвидност тржишта акција углавном се анализира на основу два индикатора које у својим анализама користи Светска банка. Величина тржишта акција сагледава се из односа тржишне капитализације акција и БДП, а његова ликвидност из односа годишњег промета акцијама и БДП. Највеће и најликвидније берзе акција су лоциране у САД, Источној Азији, Пацифику и Јужној Африци, док су најслабије развијене у региону Средњег Истока и Северне Африке (Табела I-2).

Табела I-2. Величина и ликвидност глобалног тржишта акција на крају 2017. године

	Северна Америка	Л. Америка и Кариби	Европа и Централна Азија	Средњи Исток и Северна Африка	Источна Азија и Пацифик	Јужна Африка
Тр. кап./БДП	163,9%	42,3%	75,9%	52%	111,5%	352,3%
Промет/БДП	195,1%	17,6%	46%	14,9%	124,9%	117,3%

Извор: Worldbank, Indicator

У Србији, промет акцијама представља 0,2% БДП што указује на веома ниску ликвидност тржишта акција котираних на Београдској берзи. Такође, тржишна капитализација акција на крају 2017. године износила је 12% БДП што је веома низак ниво у поређењу са развијеним светским берзама (Београдска берза, Годишњи извештај о пословању, 2017). С тим у вези, може се закључити да тржиште капитала у Србији одликује недовољно развијено тржиште акција.

1.2. Дужничке хартије од вредности

Најзаступљенија врста дужничких хартија од вредности на тржишту капитала су обвезнице (*bond*). Емисијом обвезница емитент се обавезује да у року доспећа плати инвеститору позајмљен износ увећан за камату (Fabozzi, 2013, 11). Емитовањем обвезница, емитент на себе преузима две врсте издатака у будућности: отплату главнице на дан доспећа и периодични трошак на име камате. Обвезница има своју номиналну вредност која представља вредност на коју гласи обвезница. Тржишна цена обвезнице се исказује процентуално у односу на њену номиналну вредност. Уколико је рок доспећа краћи тржишна цена обвезнице је ближа номиналној вредности и обрнуто, уколико је рок доспећа дужи то је тржишна цена мања од номиналне вредности.

Улагање у обвезнице носи различите врсте ризика, а то су: тржишни ризик, ризик реинвестирања, кредитни ризик, ризик ликвидности тржишта, девизни ризик, оперативни ризик и регулаторни или правни ризик (Fabozzi, 2013, 18). Тржишни ризик представља ризик неповољних промена тржишне вредности обвезница у портфолију које су узроковане кретањима тржишних параметара у периоду поседовања обвезница. Кључни параметар представља каматна стопа. Снижење тржишне каматне стопе повећава цену обвезница, док је повећање тржишне каматне стопе смањује. Тржишни ризик се често преплиће са ризиком ликвидности и оперативним ризиком (Јакшић, 2011, 153). Кретање цена обвезница зависи од ликвидности тржишта. На ликвиднијим тржиштима лакше је пронаћи другу уговорну страну па је, с тим у вези, и променљивост цена мања него у условима ниске ликвидности тржишта. Ризик реинвестирања је повезан са ризиком каматне стопе. Он представља вероватноћу да ће новчани ток остварен од првог улагања бити поново инвестиран по стопи приноса која је нижа од приноса првог улагања. С тим у вези, уколико је период доспећа обвезнице дужи ризик реинвестирања је већи. Кредитни ризик је присутан уколико постоји вероватноћа неизвршења обавеза емитента. Уколико је кредитни ризик већи, цена обвезнице ће бити нижа. Ризик девизног курса је присутан када инвеститор који држи своју имовину у једној валути, улаже у обвезнице које доносе плаћања у другој валути. Регулаторни ризик се везује за непостојање законских норми и сл.

Све врсте обвезница подлежу вредновању од стране реномираних рејтинг агенција које им, на бази процене квалитета емитента, додељују припадајући рејтинг. Најпознатије светске рејтинг агенције су *Moody's*, *S&P* и *Fitch*.

Постоје бројни критеријуми за разврставање обвезница, али је назаступљенија подела према типу емитента. На бази овог критеријума обвезнице се могу поделити на (McInish, 2000, 197):

- Државне обвезнице – најсигурније и најликвидније хартије од вредности на тржишту капитала. Носе најнижу каматну стопу која се узима као репер за остале каматне стопе;
- Обвезнице локалних органа власти (муниципалне обвезнице) – емитују их територијалне и локалне заједнице, окрузи и градови у циљу долажења до средстава локалног буџета потребног за финансирање развојних пројеката;
- Стандардне компанијске обвезнице – дужничке хартије од вредности које холдеру доносе камату у тачно одређеним временским интервалима и номиналну вредност о року доспећа;
- Конвертибилне обвезнице, као посебан облик компанијских обвезница, дају могућност холдеру да их замени за одређени број обичних акција по унапред утврђеној конверзионој цени. Власник конвертибилне обвезнице ће искористити ову опцију уколико је тржишна цена акција изнад конверзионе цене;
- Обвезнице са варантом представљају специјални вид компанијских обвезница које дају право на куповину обичних акција по унапред утврђеној фиксној цени. Обвезнице са варантом дају могућност холдеру да у портфолију има и акције и обвезнице, за разлику од холдера конвертибилних обвезница који у портфолију поседују или акције или обвезнице.

За емитенте, задуживање путем обвезница може бити повољније у односу на банкарске кредите јер могу имати нижу каматну стопу. С друге стране, постоје предности и за инвеститоре, јер се емитовањем обвезница повећава одговорност код емитената и детаљно анализира њихова финансијска ситуација. Такође, једна од кључних предности обвезница за инвеститоре јесте утрживост (банка ће много лакше продати обвезнице него потраживања по основу одобрених кредита). Један од потенцијалних недостатака задужевања путем емитовања обвезница јесте морални хазард. Међутим, он је присутан и код задуживања путем комерцијалних банака.

Државне обвезнице

Државне хартије од вредности су се користиле још у средњем веку. У САД више од 99% државних хартија од вредности су каматоносне и могу се поделити на утрживе и неутрживе. Утрживим хартијама од вредности може се трговати неограничен број пута до њиховог доспећа. У ову групу хартија од вредности спадају записи Трезора, ноте, обвезнице и хартије од вредности Трезора заштићене од инфлације. Утрживе хартије од вредности се првобитно продају на аукцијама на којим се као купци могу појавити дилери државним хартијама од вредности, велике банке и појединци. Неутрживе хартије од вредности купац мора да држи све до доспећа или док их Трезор

не откупи. У ову групу спадају хартије од вредности које емитује Трезор различитим државним агенцијама и труст фондовима.

Државне обвезнице су најсигурније и најликвидније хартије од вредности на тржишту капитала. Оне имају висок кредитни рејтинг и носе најнижу каматну стопу која се користи као репер за укупну структуру каматних стопа. Примарни промет државних обвезница не захтева одобрење државне регулаторне агенције, нити услуге инвестиционе банке. Због тога су трошкови емисије државних обвезница знатно нижи у односу на емисије осталих врста хартија од вредности. Главни део трговине државним обвезницама (као и другим државним хартијама од вредности) одвија се на дилерском ванберзанском тржишту. Неки од тих дилера су сектори великих банака, док су други сектори великих брокерских фирми. Трговина државним хартијама од вредности у САД је у просеку двадесет пута већа од уобичајене дневне трговине на Њујоршкој берзи акција (Rose & Marquis, 2011, 134). Секундарна трговина државним обвезницама одвија се пре него што је извршена њихова аукција на примарном тржишту, односно склапају се термински купопродајни уговори пре него што је извршено емитовање обвезница.

Када желе да подстакну економски раст, централне банке купују државне обвезнице. С тим у вези, Европска централна банка је у настојању да опорави економију еврозоне и подигне инфлацију снизила каматне стопе на нула процената (Дугалић, 2017, 14). Интензивније трговање државним обвезницама у Србији почело је тек крајем 2015. године. На крају 2017. године на Београдској берзи (на *Prime Listing*-у) налазило се 70 емисија дугорочних обвезница Републике Србије. Од укупног промета оствареног на Београдској берзи током 2017. године у износу од 553 мил. EUR, промет државним обвезницама чинио је 87,6% (Београдска берза, Годишњи извештај о пословању, 2017, 5). Емитовање ових дужничких хартија од вредности намењено је финансирању буџетског дефицита и доспелих обавеза Републике Србије. Купци краткорочних државних обвезница не могу бити страни инвеститори.

Муниципалне обвезнице

Муниципалне обвезнице су дужничке хартије од вредности које емитују градови и општине. Они их издају ради прикупљања средстава потребних за подмиривање инфраструктурних, комуналних и других потреба од општег интереса. Најчешће су у питању велика улагања у велике пројекте као што су: путеви, канализација, производња енергије, школе, болнице итд. Емитовање муниципалних обвезница омогућава финансирање капиталних инвестиција на дужи рок, што не могу обезбедити алтернативни начини задуживања. С друге стране, због сигурности и приноса које носе, ова врста хартија од вредности је веома привлачна за инвестиционе фондове, комерцијалне банке и осигуравајућа друштва. Инвеститори улажу средства у муниципалне обвезнице и због њихове ликвидности, јер их на секундарном тржишту капитала могу продати и повући уложена средства.

Муниципалне хартије од вредности се деле у две групе. Прву групу чине обвезнице опште обигације. Оне су се појавиле педесетих година прошлог века и

немају средства одређена као осигурање нити је конкретан извор прихода одређен за њихову отплату (Коцић, 2012, 138). То значи да емитент користи сваки могући извор да би их отплатио. Обезбеђене су јемством издаваоца при чему се као конкретна гаранција јавља порески капацитет локалне власти (Miskin & Eakins, 2005, 250). Другу групу обвезница чине тзв. приходовне обвезнице. Ова врста обвезница се појавила касније, када су грађани локалних средина постајали све незадовољнији новим задуживањима и наметима. Како би смањили незадовољство изазвано повећаним порезима, менаџери локалних самоуправа су трагали за алтернативним начинима задуживања. Из тог разлога, дошло је до појаве приходовних обвезница које као гаранцију нуде приходе које ће остваривати пројекат због којег се емитују. Оне омогућују знатно виши принос, али и знатно виши ризик за инвеститора (Ritter, Silber & Udell, 2004, 137). Поред ове две основне врсте муниципалних обвезница у пракси постоје и хибридне обвезнице. Оне поседују карактеристике и обвезница опште облигације и приходних обвезница (Јакшић, 2011, 155).

Највећи купци муниципалних обвезница у САД су пословне банке. Оне поседују више од половине укупног дуга у оптицају. Следећи њихови највећи купци су богати појединци након којих следе осигуравајућа друштва (Mishkin, 2010, 33). Муниципалне хартије од вредности у САД регулисане су од стране MSRB (*The Municipal Securities Rulemaking Board*). То је саморегулишућа организација која је под контролом SEC-а (Rechtschaffen, 2009, 156). Порески режим обично изузима власнике муниципалних обвезница од опорезивања уз образложење да се ради о инвестицијама од јавног значаја. Пореско ослобађање се односи на каматна плаћања, док се капитални добити опорезују. Секундарно тржиште муниципалних обвезница углавном није нарочито активно и спроводи се у целости на дилерском ванберзанском тржишту. Иако хартије од вредности неких великих држава и градова имају натпросечну ликвидност (за ову врсту хартија од вредности), многим муниципалним обвезницама се веома слабо тргује. Као резултат тога, тржишни спредови код муниципалних обвезница су много већи него код државних и корпоративних обвезница (Ritter, Silber & Udell, 2004, 137). Блумбергова база садржи више од 50.000 активних емитената односно више од 1.5 милијарди емисија муниципалних обвезница. Поређења ради, постоји мање од 1.000 емитованих обвезница Трезора и око 5.000 емитованих корпоративних обвезница (Fabozzi, 2013, 182).

Градови и општине у Србији за потребе финансирања својих потреба углавном користе банкарске кредите. Међутим, захваљујући одређеним програмима и пројектима Европске уније направљен је значајан помак у правцу коришћења муниципалних обвезница као алтернативног начина задуживања. Законска подлога за њихово емитовање створена је ступањем на снагу Закона о тржишту капитала, као и изменом и допуном Закона о јавном дугу којим је омогућено да купци муниципалних обвезница могу бити сва правна и физичка лица. Овим изменама омогућено је локалном становништву и компанијама да учествују у финансирању пројеката својих општина. Инвестирајући у ове обвезнице становништво улаже у свој животни стандард, прати напредак инвестиција и има сигурну зараду. У Србији је до сада реализовано пет

емисија муниципалних обвезница (Нови Сад - две транше, Панчево, Стара Пазова и Шабац).

Муниципалне обвезнице имају бројне предности за локалну самоуправу у односу на алтернативне начине задуживања. Оне се емитују у малим апоенима па им је и дисперзија веома широка. Оваква дисперзија не дозвољава злоупотребу поверилачког положаја зарад остваривања других неекономских (углавном политичких) циљева. Поред тога што групишу интересе око јавних послова, употреба муниципалних обвезница омогућава и поделу ризика између њихових холдера и локалних самоуправа.

Компанијске обвезнице

У циљу прибављања финансијских средстава компаније се могу одлучити да емитују обвезнице. Емисијом компанијских обвезница, компаније се обавезују да инвеститорима периодично исплаћују камату и номиналну вредност о року доспећа (Cecchetti & Schoenholtz, 2011, 167). Ове обвезнице су утрживе, односно инвеститори их не морају држати до рока доспећа већ их могу продавати на секундарном тржишту при чему ће остварити капитални добитак или губитак (Fabozzi, 2013, 158). Дакле, ова врста дужничких хартија од вредности, као и државне и муниципалне обвезнице, инвеститорима обезбеђује потребну ликвидност. Међутим, секундарни промет овим обвезницама је веома слаб па чак и када се ради о великим и успешним компанијама (Rose & Marquis, 2012, 638). У односу на државне и муниципалне обвезнице, компанијске обвезнице носе већи принос. Највеће тржиште компанијских обвезница имају САД где на тржишту дугорочног дуга имају доминантну улогу. На посматраном подручју овим обвезницама се углавном тргује преко дилера, односно маркет мејкера на ванберзанском тржишту (Cecchetti & Schoenholtz, 2011, 167).

Постоји неколико врста компанијских обвезница. У Великој Британији најчешће коришћене компанијске обвезнице су обичне или неосигуране. Ова врста обвезница је гарантована кредитном способношћу емитента, односно његовим угледом (Mishkin & Eakins, 2005, 255). Међутим, компанијске обвезнице могу бити и осигуране када се као обезбеђење користи имовина или колатерал. Због веће сигурности ову врсту обвезница одликује нижа каматна стопа у односу на обичне компанијске обвезнице (Saunders & Cornett, 2012, 196). Поред неосигураних и осигураних, компаније могу емитовати и гарантоване обвезнице при чему финансијски слабије компаније могу куповати гаранције како би смањили ризик својих обвезница. У том случају кредитни рејтинг економског субјекта који даје гаранцију служи уместо кредитног рејтинга емитента (Mishkin & Eakins, 2005, 257). Компанијске обвезнице могу бити емитоване са кол опцијом. Ова опција омогућава откуп обвезнице пре рока доспећа (Ritter, Silber & Udell, 2004, 133). Емитент ће ову могућност искористити уколико се ради о обвезници са високом купонском стопом у условима када доминирају високе тржишне каматне стопе, а затим дође до пада каматних стопа (Шошкић и Живковић, 2007, 254). Такође, компанијске обвезнице могу бити и конвертибилне када их купац може заменити за другу врсту хартија од вредности. Ова врста хартија од вредности има значајно учешће на тржишту обвезница у Европи, нарочито у Великој Британији, Француској и Италији. Власник конвертибилне обвезнице има могућност да обвезницу замени за акције

компаније, по унапред утврђеној конверзионој цени, а да ли ће ту опцију искористити зависи од кретања цене акција на тржишту.

Емисијом компанијских обвезница компанија може остваривати бројне предности у односу на алтернативне начине задуживања. Једна од значајнијих предности је што компанија емисијом обвезница прибавља капитал из више извора. Код задуживања путем кредита број извора финансирања је ограничен, што може представљати проблем уколико је потребна већа сума капитала. Такође, финансирање путем обвезница одговара власницима компанија, јер не доводе до промене у структури сопственог капитала (Ерић, 2003, 290). Међутим, компанијске обвезнице имају и одређене недостатке. Оне су дугорочне и изложене ризику каматне стопе. Цене обвезница ће нагло падати уколико се каматне стопе повећавају (Ritter, Silber & Udell, 2004, 142). Поред ризика каматне стопе, ова врста обвезница је у значајној мери изложена и ризику инфлације.

У Србији тржиште компанијских обвезница је веома младо и неразвијено. Велике и успешне компаније нису довољно мотивисане да прикупљају средства на овај начин. С друге стране, Србију карактерише банкоцентричан финансијски систем и компаније услед недостатка финансијских средстава углавном користе банкарске кредите. Уколико се занемаре емисије краткорочних дужничких хартија од вредности компанија које су имале веома кратке рокове доспећа, може се рећи да је развој компанијских обвезница у Србији почео тек средином 2010. године. Као најважније карактеристике компанијских обвезница емитованих у Србији издвајају се веома кратки рокови доспећа и честа примена заштитне валутне клаузуле. Такође, емисије компанијских обвезница у Србији су негарантоване и углавном их купују домаћи инвеститори. Сви наведени разлози, уз неразвијено тржиште капитала и низак ниво корпоративне културе, представљају препреку будућем развоју тржишта компанијских обвезница у Србији.

Хипотекарне обвезнице

Хипотекарне обвезнице су почеле да се користе крајем седамдесетих година XX века. Основа за њихов настанак јесте коришћење класичних хипотекарних кредита одобрених за куповину различитих врста некретнина. На основу хипотекарних кредита могу се емитовати обвезнице при чему појединачни кредити служе као обезбеђење извршења обавезе (секјуритизација). Купци хипотекарних обвезница постају власници дела кредита, док финансијске институције које су одобриле кредит добијају назад средства која могу даље користити. Власници хипотекарних обвезница имају новчане токове усклађене са новчаним токовима хипотекарних зајмова. Шире посматрано, хипотекарне хартије од вредности су финансијски производи који за обезбеђење емитованих хартија од вредности користе пул хипотека (Rechtschaffen, 2009, 152). Оне носе нижи ризик у односу на друге хартије од вредности са фиксним приносом. Међутим, за разлику од већине хартија од вредности са фиксним приносом, вредност хипотекарних хартија од вредности се смањује са снижавањем каматних стопа. Такође, хипотекарне хартије од вредности одликује посебна врста ризика, а то је ризик превремене отплате (*prepayment risk*), тј. ризик да ће хипотекарни кредит бити отплаћен

пре рока чиме се смањује укупна камата. Када су каматне стопе у паду корисници хипотекарних кредита рефинансирају своје обавезе по нижим каматним стопама (Rechtschaffen, 2009, 152).

Хипотекарне обвезнице имају развијено како примарно, тако и секундарно хипотекарно тржиште. На примарном хипотекарном тржишту постоји неколико врста хипотекарних обвезница (Јакшић, 2016, 258):

- опште хипотекарне обвезнице (*mortgage bonds*) – које су обезбеђене укупном имовином компаније,
- специфичне хипотекарне обвезнице (*properiti specific bonds*) – које су обезбеђене хипотеком на једном објекту,
- групне хипотекарне обвезнице (*pooled property bonds*) – које за подлогу имају хипотеку на више објеката исте врсте,
- сертификати о залогу опреме (*equipment trust certificates*) – који су обезбеђени залогом опреме и транспортних средстава.

У циљу смањења ризика од превремене отплате кредита за инвеститора користе се дериватне хипотекарне обвезнице. Најпознатије врсте ових обвезница су колатерализоване хипотекарне облигације (*CMOs*), сегментиране хипотекарне обвезнице (*SMBSs*), приватне преносне хипотекарне заложнице (*PIPs*) и колатералне облигационе обвезнице (*CBOs*).

Тржиште хипотекарних хартија од вредности у САД регулишу три агенције:

- *The Government National Mortgage Association (GNMA)*, позната као *Ginnie Mae*;
- *The Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)*, позната као *Freddie Mac*;
- *The Federal National Mortgage Association (FNMA)*, позната као *Fannie Mae*.

Најстарија од ове три агенције је *Fannie Mae*. Она је основана 1938. године са циљем да сиромашним грађанима и ратним ветеранима реши стамбене проблеме. *Ginnie Mae* је основана тридесет година касније, 1968. године. Од *Fannie Mae* је преузела послове са субвенционисаним хипотекарним кредитима, као и послове ликвидације зајмова. Мало касније, формирана је и *Freddie Mac* чија улога је усмерена на секјуритизацију приватних хипотека. На хипотекарном тржишту САД ова институција је емитовала различите врсте хипотекарних обвезница које је сачињавао пул хипотека одређених карактеристика.

За разлику од развијених светских тржишта капитала, тржиште хипотекарних хартија од вредности у Републици Србији није развијено. Да би се успоставило тржиште хипотекарних обвезница потребно је развијено тржиште капитала и одговарајући регулаторни оквир који би подразумевао формирање и неких нових агенција које би ближе регулисале ову област.

На основу претходно наведеног може се закључити да дужничке хартије од вредности имају велики значај на развијеним светским финансијским тржиштима. Имајући у виду да су мање ризичне од власничких хартија од вредности, оне чине значајан део портфолија великог броја инвеститора, нарочито оних са дефанзивнијом инвестиционом стратегијом. С друге стране, дужничке хартије од вредности

омогућавају емитентима прикупљање потребних финансијских средства путем тржишта и углавном из више извора. Такође, формирањем бројних дужничко-поверилачких односа развија се финансијско тржиште у целини што је, у савременим условима пословања, битна претпоставка и укупног економског развоја земље.

2. Изведене хартије од вредности

У пословању компанија, финансијских организација и појединаца стално је присутан ризик флукуација цена робе, каматних стопа и валутних курсева. У циљу смањења ових ризика дошло је до креирања и употребе финансијских деривата, односно они би требало да омогуће фиксирање цена робе, каматне стопе и курсеве страних валута (Иванишевић, 2008, 365). Управо, нагли раст тржишта финансијских деривата у развијеном свету остварен је захваљујући интересу економских субјеката за њихову примену у циљу заштите свог портфолија од ризика којима су изложени у свакодневном пословању.

Тржиште финансијских деривата почело је да се развија осамдесетих година XX века. Временом, тржиште је постајало све захтевније и потребно је било стално прилагођавање новим потребама учесника на овом тржишту. Ове промене су за резултат имале појаву све сложенијих облика деривата. Развијена тржишта терминских уговора омогућавају осигурање цене/вредности активе која је у подлози терминског уговора. На овај начин постиже се позитиван утицај кроз откривање будућих цена, што доприноси и смањењу променљивости цена, смањењу инфлаторног притиска и сл. Иако су деривати временом постали основни предмет трговине, цене деривата су увек повезане са кретањем понуде и тражње за основном активом на основу које су издати. Наведене особине чине их привлачним за инвеститоре који рачунају на шпекулативну добит, уз максимално обезбеђење од тржишних ризика.

На глобалном нивоу, укупна вредност свих недоспелих деривата крајем 2017. године износила је 531,91 билиона USD (*BIS, Global OTC derivatives market*). Деривати везани за кретање каматне стопе су најзаступљенија врста изведених хартија од вредности. Крајем 2017. године они су представљали око 80% вредности укупног тржишта деривата (крајем 1998. године њихово учешће је било 60%, а крајем 2008. године 70%) (Rangarajan & Sanjiv, 2012, 3). Најразвијеније тржиште финансијских деривата је у САД, Европи и Јапану. У Србији још увек нема трговања опцијским и фјучерс уговорима, али је у скромном обиму присутно коришћење одређених врста свопова.

2.1. Опцијски уговори

Опцијски уговори (*options contracts*) (у даљем тексту само *опције*) су деривативни финансијски инструменти чија вредност потиче из неке основне активе. Опција је уговор по коме купац има право, али не и обавезу, да купи или прода одређену количину акција, индекса на акције, обвезница, индекса на обвезнице, робе, валуте или фјучерс уговора, односно основних хартија од вредности по страјк цени, на дан истека уговореног рока или пре тога (Rangarajan & Sanjiv, 2011, 9). Дакле, инвеститор куповином опције стиче право на уговорену активу, док продавац опције има обавезу

да у одрђеном временском периоду прода уговорену активу купцу по унапред договореној цени. Оне спадају у групу финансијских деривата којима се организовано тргује на секундарним тржиштима. Отворити опцију значи изнети је на тржиште (организовано), и омогућити продају односно куповину опција од стране заинтересованих лица. У оба случаја, понуда тих права везана је за одређене рокове, као и за унапред одређену цену. Реализација права, које опција даје инвеститорима, зависиће од кретања тржишне цене основне активе на коју опција гласи. Закључивањем уговора о куповини или продаји опција дефинишу се: премија (цена опције, представљена као износ новца који купац исплаћује у тренутку куповине опције); цена реализације (цена по којој ће се купо-продајне трансакције обавити уколико се опција реализује) и рок доспећа опције (време у коме власник опције може опцију реализовати).

Опције могу бити куповне (*call option*) и продајне (*put option*). Куповином куповне опције купац стиче право да купи основну активу. Куповином продајне опције стиче се право на продају основне активе. Такође, разликују се два стила опција: амерички и европски. Код америчке опције власник има право да изврши опцију на дан истека уговореног рока или пре тога. Када је у питању европска опција право извршавања опције се може искористити тек након истека уговореног рока. *Chicago Board Options Exchange* (СВОЕ) је прва берза која је у трговање увела финансијске опције. Куповне финансијске опције уведене су у трговање 1973. године, а продајне финансијске опције 1977. године (Јакшић, 2016, 208). У САД, поред СВОЕ, опцијски уговори се налазе на листингу *American Stock Exchange, Philadelphia Stock Exchange, Pacific Stock Exchange* и *New York Stock Exchange*. Код традиционалних опција на акције основна актива је 100 акција, попут *General motors*-а и *IBM*-а. У осталим случајевима, основна актива је корпа акција које представља неки општи индекс акција, као што су S&P 500 или S&P 100.

С обзиром на предмет уговора, опције могу бити финансијске и робне. Финансијске опције су опције на хартије од вредности, девизне опције, опције на каматну стопу, опције на берзанске индексе и друге. Финансијске опције не елиминишу ризик у апсолутном смислу већ га трансферишу другој страни, која је вољна да га прихвати уз ниже трошкове. Међутим, за разлику од финансијских опција, које су, пре свега, инструмент диверсификације и управљања финансијским ризицима, робне опције су повезане са реалном имовином и дају могућност да се неки имовински део прибави или уступи по одређеној цени (Trigeorgis, 1996). У том смислу, робне опције омогућавају алтернативни приступ оцени и рангирању капиталних улагања који за разлику од традиционалних приступа заснованих на дисконтованом новчаном току уважава флексибилност и неизвесност. У робне опције спадају опције на земљиште, грађевинске објекте, пољопривредне производе и слично.

Појава дугорочних опција је резултат финансијских иновација на тржишту опција. Пример ових опција је LEAPS (*Long-Term Equity Anticipation Securities*). То је дугорочна опција са роком доспећа између две или три године која се креира на акције или тржишне индексе на акције. Ове опције се уговарају са неколико уговорених цена по којима се могу искористити. На овај начин се власницима даје већа флексибилност,

односно већи број могућности да се изабере прави тренутак доспећа и одговарајућа цена.

Вредност опције је одређена разликом између тржишне цене на дан доспећа и цене реализације. У том смислу, финансијске опције се као изведени финансијски инструменти битно разликују од основних финансијских инструмената. Базни финансијски инструмент своју суштинску вредност поистовећују са садашњом вредношћу очекиваних новчаних токова које доносе и ризиком њиховог остварења, док финансијске опције вредност црпе из предмета опције на који се односе и вероватноће настанка одређеног догађаја (односа тржишне цене и цене реализације).

На крају 2017. године, укупна вредност свих недоспелих опцијских уговора на светском тржишту износила је 53,2 билиона USD. Од тога, 39,1 билиона USD се односило на каматне опције, 10,7 билиона USD на валутне опције и 3,4 билиона USD на опције које се односе на акције (BIS, Global OTC derivatives market). У САД на дан 31.3.2018. године вредност тржишта опција износила је 48,8 билиона USD при чему каматне опције представљају више од 80% вредности (40,6 билиона USD) (FDIC, Off-Balance Sheet Derivatives).

У Србији још увек није успостављено тржиште опција. Разлози за то су неадекватан законски оквир и чињеница да нису успостављени предуслови у виду општег пословног окружења које је од значаја за трговање терминским уговорима (Миловановић и Ковачевић, 2016, 338). Поред тога, развој тржишта опцијских уговора подразумева постојање добро развијеног тржишта основних хартија од вредности.

2.2. Фјучерс уговори

Фјучерс уговор (*futures contract*) (у даљем тексту само *фјучерс*) се дефинише као серијски уговор по којем се продавац обавезује да ће испоручити одређену финансијску активу или робу на одређени дан, по утврђеној цени коју ће купац платити на дан испоруке. Фјучерсом купац и продавац закључују уговор којим се унапред дефинише цена одређене робе/активе, али се плаћање не врши све до момента испоруке. Фјучерси су у суштини разменљиви форвард уговори са стандардизованим условима. Као и форвард уговори, фјучерси су споразуми уговорних страна о испоруци робе у будућности по цене која је уговорена у тренутку склапања уговора (Rechtschaffen, 2009, 167). Међутим, код фјучерса главни циљ је пренос ризика промене цене. Да би се спречиле екстремне промене цена у једном дану, већина берзи лимитира износ флукуације цена фјучерса. Тржиште фјучерса у САД регулисано је од стране *The Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*.

До седамдесетих година XX века фјучерси су постојали само у области пољопривредних производа. Међутим, поред робних фјучерса који имају дугу традицију, касније су почели да се користе и фјучерси који у својој садржини имају неки финансијски инструмент (финансијски фјучерси). Разликује се неколико врста финансијских фјучерса од којих су најзначајнији:

- *Валутни фјучерси (Foreign Currency Futures)* – уговори који се односе на испоруку назначеног износа стране валуте одређеног дана у будућности у замену за обрачунату исплату у домаћој валути.
- *Каматни фјучерси (Interest Rate Futures)* – уговори који узимају дужничке инструменте као основ за трговину. Код оваквих врста уговора трговац мора испоручити одређену врсту дужничког инструмента да би извршио уговор.
- *Индексни фјучерси (Stock Index Futures)* – уговори који су базирани на вредности основног индекса акција. За ове врсте финансијских фјучерса нема испоруке, али трговци извршавају своје обавезе готовинским плаћањем заснованим на променама у вредности индекса. Код оваквих фјучерса, добици или губици су детерминисани променама у вредности индекса.

Chicago Mercantile Exchange је 1972. године представила прве фјучерсе који су се односили на страну валуту. Валутни фјучерси представљају алтернативу класичним терминским уговорима које нуде комерцијалне банке. Они су креирани првенствено ради оних који су у свом пословању изложени валутном ризику. Иако се послови везани за међународне трансакције и даље могу обављати преко промптног тржишта, уласком у терминске послове учесници на тржишту покушавају да се заштите од курсног ризика. Каматни фјучерси су новијег датума. *Chicago Board Of Trade* је 1975. године представио први каматни фјучерс омогућивши хипотекарним банкама да користе хеџинг у борби против неочекиваних флукуација каматних стопа. Средином 1982. године дневни обим трговине каматним фјучерсима у САД кретао се између 32 и 34 милијарде USD (истовремено дневни обим трговине на промптном тржишту за исти тржишни материјал кретао се између 20 и 22 милијарде долара). Поред *Chicago Mercantile Exchange*, у то време су још неке америчке берзе развијале тржиште фјучерса. Њујоршка терминска берза је 1981. године представила неколико нових фјучерс уговора на валуте, краткорочне и дугорочне обвезнице, уз велику наду да ће наведени уговори бити успешни. Међутим, уговори су били имитација већ постојећих и нису имали велики успех. Терминска берза из Канзаса (САД), *Kansas City Board of Trade (KCBT)*, је 1982. године креирала фјучерс уговор који се базирао на вредности композитног индекса (*The Value Line Composite Index*). Индексни фјучерси прихваћени су веома брзо, посебно на њујоршким терминским берзама.

Наплаћене провизије на фјучерсе на индексе акција су засноване на укупном промету. Провизија за индивидуалне улагаче се креће између 40 и 100 долара по уговору у компанији која пружа комплетну брокерску услугу. За институционалне инвеститоре типична провизија по уговору је мања од 15 долара. Цена трансакције је обично мања од 0.1% од вредности уговора. Укупна провизија за портфолио који се састоји од основних акција би била око 1% од вредности акције. Фјучерс уговори на индексе су уговори који се намирују готовим новцем. У Табели I-3. приказани су најпознатији светски индексни фјучерси.

Табела I-3. Најпознатији индексни фјучерси

Регион	Индексни фјучерси
Америка	Dow Jones mini, S&P 500 mini, Nasdaq 100 mini, Mexican IPC S&P/TSX Composite, S&P/TSX 60, Ibovespa и IBrX-50
Европа, Средњи Исток и Африка	Euro Stoxx 50, FTSE 100, DAX30, CAC 40, FTSE/Athens 20, FTSE/MIB, AEX, OMX Stockholm 30, Swiss Market, OMX Copenhagen 20, Austrian Traded, PSI 20, IBEX 35, WIG 20, Micex, RTS, BIST 30, Tel Aviv 25 и FTSE/JSE Top 40
Азија и Пацифик	S&P/ASX 200, CSI 300, FTSE China A50, Hang Seng, H-Shares, Nifty 50, Sensex, Nikkei225, Topix, KLCI, Straits Times, KOSPI 200, Taiex и SET50

Извор: Bloomberg, Futures

Укупна недоспела вредност фјучерс уговора, заједно са форвардима, у САД на дан 31. март 2018. године износи 45,5 билиона USD (уговори везани за каматну стопу износе 27,3 билиона USD, а уговори везани за валуте 17,7 билиона USD) (FDIC, Off-Balance Sheet Derivatives).

Када је реч о трговини фјучерс уговорима у Србији може се констатовати да ово тржиште још увек није формирано. За развој тржишта фјучерс уговорима неопходна је адекватна законска регулатива, али је пре свега потребно развијено тржиште основне активе на основу које би се они креирали.

2.3. Своп уговори

Своп уговори (*swaps*) (у даљем тексту само свопови) су финансијски дериватни инструменти чија је цена изведена из вредности основне активе (каматне стопе, робе, валуте и итд). Свопови представљају серије периодичних исплата током уговореног временског периода. На финансијским тржиштима се користе од раних осамдесетих година XX века (Saunders & Cornett, 335). Од тада је уследио њихов убрзани развој, али се трговина своповима још увек обавља “ванберзански” (Кожул, 2010, 30).

Финансијске институције, као што су банке и дилери хартијама од вредности, помажу да доведу уговорне стране у своп често уметањем сопственог кредита између уговорних страна које се можда међусобно и не познају. Такође, у своп трансакцијама присутан је ризик да једна од страна неће испунити преузете обавезе. Имајући у виду да у своп трансакцијама учествују компаније различитог кредитног рејтинга постоји могућност да компанија са слабијим кредитним рејтингом неће испунити обавезе. Из тог разлога се захтева гаранција високо рангиране банке.

У зависности од карактеристика своп плаћања разликује се неколико врста свопова: валутни своп, каматни своп, унакрсни валутни своп, робни своп и своп акција. Валутни своп подразумева истовремену куповину и продају две валуте у два различита временска периода при чему обе валуте носе фиксну каматну стопу, односно Ови свопови се најчешће уговарају за период од годину дана. Уговорним странама валутни своп пружа заштиту од курсног ризика. Веома је погодан за компаније које желе да контролишу своју изложеност валутном ризику. Каматни своп представља размену једног каматног тока за други без истовремене размене главнице. Најраспрострањенији типови каматних свопова су купонски и базни своп. Купонски своп представља уговор по основу којег се плаћања по основу фиксних каматних стопа размењују за плаћања по

основу варијабилних каматних стопа. Користи се у ситуацији када једна уговорна страна жели да посао заснован на варијабилној каматној стопи замени за посао заснован на фиксној каматној стопи. Наравно, важи и обрнуто, када друга уговорна страна жели да посао заснован на фиксној каматној стопи размени за посао заснован на варијабилној каматној стопи. Уколико је размена каматних токова заснована на варијабилним каматним стопама и оне се разликују, реч је о базном каматном свопу. Остале врсте каматног свопа су форвард своп, амортизујући своп, сезонски своп итд. Унакрсни валутни своп представља истовремену заштиту уговорних страна од каматног и валутног ризика. Веома је погодан за компаније које желе да контролишу своју изложеност променама каматних стопа и девизног курса. Унакрсни валутни своп подразумева истовремену купопродају две валуте у два различита временска периода. За разлику од валутног свопа, код овог свопа једна валута носи варијабилну каматну стопу, а друга фиксну каматну стопу или обе валуте носе варијабилне каматне стопе. Ако обе валуте носе фиксну стопу ради се о обичном валутном свопу. Унакрсни валутни своп се углавном уговара на период од 2 до 5 година, у ретким случајевима и до 10 година. За разлику од каматних свопова, код ових свопова врши се размена основних износа по истеку своп аранжмана. Код робног свопа учесници се обавезују да врше периодична плаћања за одређену робу при чему се једна страна обавезује да плаћа фиксну цену, а друга променљиву. Међутим, код робног свопа никада не долази до стварне размене робе између уговорних страна. У свопу акција најмање једна страна је везана за један индекс акција, док се друга страна везује за други индекс акција. Ове операције омогућују крајњем кориснику да оствари принос на акције (а да их нема у свом портфолију), да оствари фиксни принос (а да у свом портфолију држи само акције) или да држи портфолио домаћих акција (а прима принос од портфолија страних акција) (Јакшић, 2016, 213).

Свопови имају веома активно и ликвидно тржиште. Најзаступљенија врста свопова су каматни свопови. У САД од укупне вредности свих недоспелих свопова од 105,09 билиона USD, на дан 31.3.2018. године, каматни свопови чине више од 80% вредности (87,6 билиона USD). На исти дан, вредност валутних свопова у САД-у била је 15,8 билиона USD, док су све остале врсте свопова вределе 1,7 билиона USD (FDIC, Off-Balance Sheet Derivatives). На глобалном финансијском тржишту укупна вредност каматних свопова на крају 2017. године износила је 318,9 билиона USD, док је вредност валутних свопова била 25,53 билиона USD (BIS, Global OTC derivatives market).

Сходно наведеном, може се закључити да савремено финансијско тржиште одликује веома сложена финансијска структура. Широка лепеза финансијских инструмената омогућава индивидуалним и институционалним инвеститорима да, у складу са својом инвестиционом политиком, адекватно диверсификују улагања и управљају ризиком. Тржиште акција је, због тешке предвидљивости кретања и могућег високог приноса, одувек било привлачно за инвеститоре (нарочито у САД). С друге стране, обвезнице су, због своје сигурности и обезбеђеног приноса, такође веома заступљене у портфолијима инвеститора. Поред тржишта основних врста хартија од вредности, које је достигло висок ниво квалитета и ликвидности, од осамдесетих година XX века дошло је до развоја тржишта деривата. Иако су цене деривата повезане

са кретањем вредности активе на основу које су креиране, они су данас на развијеним финансијским тржиштима постали основни предмет трговања.

III ФИНАНСИЈСКЕ ИНСТИТУЦИЈЕ ТРЖИШТА КАПИТАЛА

Финансијске институције на тржишту капитала могу прибављати дугорочни капитал продајом акција и дугорочних обвезница, примањем депозита на дуг рок и узимањем дугорочних кредита. Оне своју активност обављају у директним и индиректним финансијским токовима. У директним токовима кључну улогу имају услужне финансијске институције, а у индиректним финансијским токовима финансијски посредници. Услужне финансијске институције имају важну улогу у економском развоју, имајући у виду да обезбеђују да се масовно, континуирано и стандардизовано обављају финансијске трансакције. Финансијски посредници врше трансфер средства од оних који располажу вишком средстава ка онима којима су та средства потребна. За разлику од већине компанија из сектора привреде, финансијски посредници имају финансијске инструменте, како у активи, тако и у пасиви (Rose, 2004, 43). С тим у вези, финансијски инструменти за њих могу представљати како финансијску активу, тако и финансијску пасиву. Финансијски посредници углавном зарађују на основу разлике између више каматне стопе коју имају на активу и каматне стопе коју плаћају на пасиву. У савременим условима пословања практично је немогуће инвестирати новац, а да се инвеститор, на било који начин, не повеже са неком врстом финансијског посредника.

Једна од могућих подела финансијских посредника јесте према начину прикупљања средстава при чему се могу разликовати депозитне и недепозитне финансијске институције. Најтипичнији представник депозитних финансијских институција на тржишту капитала су банке. Оне пружају кредитне услуге, али и све већи број иновативних услуга, као што су саветодавне услуге, покровитељство над емисијама хартија од вредности, осигурање и финансијско планирање (Rose & Marquis, 2011, 439). Такође, одликује их велика повезаност са тржиштем капитала у погледу извора прихода, мобилисања акционарског капитала и управљања ризицима (Boot & Thakor, 2010, 58). Поред банака, у структури финансијског посредовања постоје институције чије пословње није засновано на депозитима. У ову групу спадају осигуравајућа друштва, пензијски фондови и инвестициони фондови.

Да би финансијски посредници могли обављати своје основне функције неопходно је постојање и подршка услужних финансијских институција, као што су: комисија за хартије од вредности, централни регистар хартија од вредности и инвестициона друштва. Ове институције обезбеђују равноправност и заштиту свих учесника на тржишту капитала уз истовремено стварање услова за што бољу међусобну конкуренцију. Кроз интензивирање конкуренције на финансијском тржишту и развој корпоративног управљања, финансијски посредници у значајној мери доприносе развоју тржишта капитала. Такође, промовишу осавремењивање тржишне инфраструктуре и развој финансијских иновација.

1. Финансијски посредници

У последњој деценији XX века, финансијски посредници су, под утицајем процеса глобализације и дерегулације, доживели велику експанзију на финансијским тржиштима. Имајући у виду да потенцијалним инвеститорима умањују трансакционе трошкове, обезбеђују диверсификацију пласмана и потребне информације они имају веома важну улогу у финансијском систему сваке економије (Rose, 2004, 43). Појава недепозитних финансијских институција и раст њихове финансијске снаге су умањили значај индивидуалних инвеститора и депозитних финансијских институција. Они свој финансијски потенцијал формирају из дугорочних недепозитних извора, а средства пласирају на тржиште капитала инвестирајући у разне облике хартија од вредности. Основни принцип њиховог пословања јесте прикупљање средстава малих инвеститора и њихово инвестирање у диверсификоване портфолије хартија од вредности.

У савременим условима пословања све више долазе до изражаја финансијски системи у којима доминира тржиште капитала. То значи да емитенти продају своје хартије од вредности на отвореном тржишту и на тај начин долазе до потребних финансијских средстава. Најбољи пример за то су финансијски системи Велике Британије и САД. Међутим, не треба губити из вида да и данас постоје бројни успешни примери финансијских система у којима доминирају банке. Оваквих примера има у Кини, Јапану и Јужној Кореји, као и у Немачкој (Rose & Marquis, 2011, 50).

У тржишно оријентисаним финансијским системима углавном доминирају недепозитне финансијске институције. Међутим, постоје бројни финансијски системи, како развијених, тако и мање развијених економија, који су засновани на доминатној улози депозитних финансијских институција, односно банака.

1.1. Комерцијалне банке

Комерцијалне банке имају велики значај и важну улогу у финансирању привреде. Оне представљају најважнији извор средстава потребних домаћинствима и привреди, али и локалној самоуправи (градовима, школама, болницама, вртићима и сл.). Комерцијалне банке одобравају кредите потрошачима у већем обиму од било које друге врсте финансијских институција. С друге стране, оне су међу водећим купцима обвезница које емитују државе и локалне самоуправе ради финансирања јавних објеката као што су дворане, стадиони, базени, путеви итд. Поред тога што представљају најважнији извор краткорочног капитала, последњих година постају све значајнији извор дугорочних кредита намењених за финансирање изградње нових постројења и куповину нове опреме. У неким земљама банке поседују више средстава него све остале финансијске институције заједно (Rose, 2004, 3).

Велика Британија се сматра колевком комерцијалног банкарства. На челу британског банкарства се налази *Bank of England* која је основана 1694. године. Представља другу најстарију централну банку на свету (иза шведске централне банке, *Riksbank*, основане 1968. године). Некада је била приватна, али од 1946. године је национализована (постала је власништво државе). Реконструкција банкарског система Велике Британије је почела седамдесетих година XX века. Акт о банкарству (*Banking*

Act), донет 1979. године, је формализовао контролу централне банке над свим финансијским субјектима. Само реномиране банке и финансијске институције за прикупљање депозита су могле да прикупљају депозите од становништва и привреде. Чувена „Велика четворка“ – „*Big Four*“ (НВОС, HSBC, Barclay's и Lloyds TSB) располаже са око 70% укупних депозита, па им овако висока концентрација депозитних средстава омогућује пуну независност од централне банке Енглеске.

У САД је комерцијално банкарство дуго времена било посебно заштићен сектор. Након краха тржишта акција 1929. године, а у страху од сукоба интереса између комерцијалног и инвестиционог банкарства, регулатори у САД су доношењем Глас - Стивал закона (*Glass-Steagall Act*) 1933. године изоловали комерцијално банкарство. Тиме су заштитили комерцијалне банке од конкуренције са инвестиционим банкама, осигуравајућим друштима и брокерским фирмама. МекФаденов закон (*McFadden Act*) из 1927. године заштитио је банке од конкурената изван њихових матичних савезних држава. Регулатива Q Федералних резерви увела је „плафоне“ каматних стопа на већину депозитних рачуна, чиме је ефективно забрањена ценовна конкуренција између банака (Berger, Molyne & Wilson 2010, 786). Све до седамдесетих година XX комерцијално банкарство у САД је било водећи инвестициони механизам за потрошаче. Многи су своја средства држали на штедним рачунима и ороченим депозитним рачунима. Током овог периода комерцијалне банке су биле главни извор обезбеђивања средстава компанијама у САД (Berger, Molyne & Wilson, 2010, 787). Временом, функције комерцијалних банака су се мењале, али су се мењале и функције њених конкурената. Многе финансијске институције су чиниле напор да постану конкуренти комерцијалним банкама, што се интензивирало развојем неолиберализма осамдесетих година XX века. Захваљујући процесу дерегулације финансијског тржишта у САД неколико великих осигуравајућих компанија које се баве пословима са хартијама од вредности, као што су *Merrill Lynch, Dreyfus Corporation* и *Prudential*, се почело бавити пословима комерцијалног банкарства. Како би се избориле са конкуренцијом, комерцијалне банке су биле приморане да почну обављати и послове инвестиционог банкарства, односно послове трговања хартијама од вредности.

Комерцијалне банке у САД могу да послују или на основу националне банкарске лиценце или на основу лиценце савезне државе. Федерални закон даје Канцеларији за контролу валуте (*Office of the Comptroller of the Currency* – OCC) и Бироу Трезора САД, овлашћење да даје националне банкарске лиценце. Такође, закони у свакој држави САД пружају овлашћења владама да дају државне банкарске лиценце, док банкарске комисије у свакој савезној држави деле супервизорску и регулаторну власт над банкама са Федералном корпорацијом за осигурање депозита и Федералним резервама.

Једна од основних карактеристика данашњег банкарског система САД су банкарске холдинг компаније. Овај облик корпоративног власништва банкама може донети бројне предности од којих се као најзначајнија може издвојити избегавање строгих ограничења по питању отварања филијала (холдинг компаније у свом власништву имају више банака.).

Уколико се посматрају само комерцијалне банке које имају активу већу од 300 милиона USD, у САД је крајем 2017. године пословало 1.816 комерцијалних банака. Њихова укупна консолидована актива износила је 15.427 млрд. USD (око 90% целог сектора). Међутим, учача се доминантна позиција четири комерцијалне банке које чине приближно половину ове вредности (Табела I-4).

Табела I-4. Актива највећих комерцијалних банака у САД на дан 31.3.2018. године

Банка	Консолидована актива у млрд. USD
JP MORGAN CHASE BK NA/JPMORGAN CHASE & CO	2.198
BANK OF AMER NA/BANK OF AMER CORP	1.765
WELLS FARGO BK NA/WELLS FARGO & CO	1.717
CITIBANK NA/CITIGROUP	1.407

Извор: FED, Banks

Средином 2018. године пасиву комерцијалних банака у САД чинили су депозити 77,2% (осигурани 41,6 % и неосигурани 35,6 %), сопствени капитал 11,2%, емитоване хартије од вредности 8,4% и други облици задуживања 3,2% (FDIC, All Institutions Graphs and Data Points).

На основу приказаних података о комерцијалним банкама у Великој Британији и САД, учача се да оне имају веома важну улогу у функционисању и финансијских система којима доминира тржиште. Међутим, присутна је значајна концентрација у оквиру сектора при чему се у оба случаја издвајају четири највеће банке.

Посматрано у односу на БДП Велика Британија има највећи банкарски сектор (чак шест пута већи од БДП) (Valiante, 2016, 78). Међутим, на глобалном нивоу комерцијално банкарство је најразвијеније у Кини. На листи највећих банака у свету, рангираних према активи на крају 2017. године, прва четири места заузимају банке из ове земље (*Industrial & Commercial Bank of China* - 3,62 млрд. USD, *China Construction Bank Corp.* - 2,94 млрд. USD, *Agricultural Bank of China* - 2,82 млрд. USD, *Bank of China* - 2,63 млрд. USD) (Fuscaldo, 2017). Величина банкарског сектора у развијеним економијама и најзначајнијим регионима света приказана је у Табели I-5.

Табела I-5. Актива највећих банкарских сектора (као % БДП)

Величина банкарског сектора	ЕУ	САД	Кина	Јапан
	316%	115%	256%	187%

Извор: Valiante, 2016, 74. *просечне вредности за период 2010-2014. година.

На основу овог индикатора величине банкарског сектора може се закључити да највећи банкарски сектор у односу на БДП има Европска унија. Међутим, велики број европских комерцијалних банака обавља послове универзалног банкарства. На пример, у Немачкој комерцијалне банке обављају све врсте банкарских послова укључујући и агенцијске послове, трговину за сопствени рачун, платни промет у земљи и иностранству. Имају водећу улогу код издавања нових емисија хартија од вредности (корпоративне обвезнице, акције, јавне зајмове) и краткорочног кредитирања.

У Србији, на крају 2017. године послује 29 комерцијалних банака, што је за једну мање него на крају 2016. године (НБС, Годишњи извештај о пословању и резултатима рада за 2017. годину, 33). Укупна нето актива банкарског сектора на крају 2016. године

износила је 3.245.982 мил. RSD (26.289 мил. EUR) (Матић, 2017). Међутим, присутна је велика концентрација у оквиру сектора. Три банке чине око 40% укупне нето активе целокупног банкарског сектора (*Banka Inteza* 559.999 мил. RSD, *Komercijalna banka* 374.459 мил. RSD и *Unicredit banka Srbija* 359.135 мил. RSD).

Земље у развоју су вођене процесом финансијске либерализације све више дозвољавале улазак иностраних финансијских институција у банкарски сектор. Бројна емпиријска истраживања, нарочито базирана на искуству земаља Латинске Америке и Источне Европе, показују да треба подржати улазак реномираних иностраних институција на домаће тржиште (Kunt, 2010, 749). Државно власништво у банкама може водити нижем финансијском расту, концентрисанијем кредитирању и нижем економском расту што за резултат има мању отпорност финансијског система на кризна дешавања (La Porta, Silanes & Shleifer, 2002). У Табели I-6. је приказано учешће страног капитала у банкарском сектору земаља Југоисточне Европе (приказано је тржишно учешће и учешће у укупном капиталу банкарског сектора.

Табела I-6. Учесће страног капитала у банкама земаља Југоисточне Европе

		2012. година	
		% тржиште	% капитал
Србија	домаће	33,3	26
	стране	66,7	74
Хрватска	домаће	48,4	9,9
	стране	51,6	90,1
БиХ	домаће	38,9	9
	стране	61,1	91
Ц. Гора	домаће	18,2	10
	стране	81,8	90
Македонија	домаће	58,8	40,7
	стране	41,2	59,3
Румунија	домаће	19	10,1
	стране	81	89,9
Бугарска	домаће	77,4	26
	стране	22,6	74
Албанија	домаће	87,5	10,2
	стране	12,5	89,8

Извор: Димић и Барјактаровић, 2017, 96

У посматраним земљама присутно је доминантно учешће страног капитала у банкарским секторима. У појединим земљама учешће страног капитала се креће и до 90% (Хрватска, БиХ, Црна Гора, Румунија и Албанија).

У активи комерцијалних банака се налазе инструменти различитих степена ликвидности. Најликвиднију позицију представља новац на рачуну код централне банке, док најнеликвиднију позицију чине зграде и опрема. Хартије од вредности које се налазе у активи комерцијалних банака могу бити мање или више утрживе, док се зајмови углавном сматрају неликвидном активом. Структура инвестиционог портфолија комерцијалних банака добрим делом условљена је законским ограничењима, али и одабраном портфолио стратегијом банке. У САД важе ограничења у емитовању и поседовању хартија од вредности од стране комерцијалних банака. Оне

углавном држе државне и муниципалне обвезнице, а у знатно мањој мери корпоративне обвезнице. За разлику од САД, у земљама у којима се примењује систем универзалног банкарства нема ограничења у погледу емисије и поседовања хартија од вредности од стране универзалних банака (Јакшић, 2016, 316).

Имајући у виду наведено, може се закључити да су комерцијалне банке веома важан и незаобилазан учесник на финансијском тржишту. Поред првобитне основне улоге која се огледала у прикупљању депозита и одобравању кредита, данас углавном пружају широк спектар услуга својим клијентима. Међутим, готово у свим земљама присутна је велика концентрација у оквиру банкарског сектора. Више од половине активе целокупног сектора припада малом броју банака што може представљати проблем у условима појаве финансијских криза ширих размера ("*too big to fail*").

1.2. Осигуравајућа друштва

Осигурање представља сегмент финансијског система који је веома битан за дугорочан економски развој. Оно представља удруживање свих оних који су изложени сличним или истим ризицима са циљем да заједнички поднесу штету која ће задесити само неке од њих. Дакле, осигурање се заснива на начелима узајамности и солидарности. Иако осигурање има дугу традицију, прво друштво за животно осигурање *New England Life* основано је 1835. године. Од тада је почело убрзано да се развија. У савременим условима, државе увиђају велики економски и социјални значај осигурања и користе бројне погодности осигурања за своје потребе (нпр. велики износ капитала којим осигуравачи располажу на дужи временски период).

Као основне функције осигурања најчешће се наводе: заштитна, финансијска и социјална функција. Заштитна функција или функција заштите (чувања) имовине реализује се кроз превентивно деловање на узроке настанка штете и кроз процес надокнаде штете која је већ настала. Финансијска функција или функција мобилизације финансијских средстава произилази из временског непоклапања уплата и исплата у осигурању. Акумулирана средства се углавном улажу на дужи временски период. Социјалну функцију осигурање остварује кроз осигурање лица (непосредно) или кроз осигурање имовине (посредно). Ова функција има за циљ очување животног стандарда.

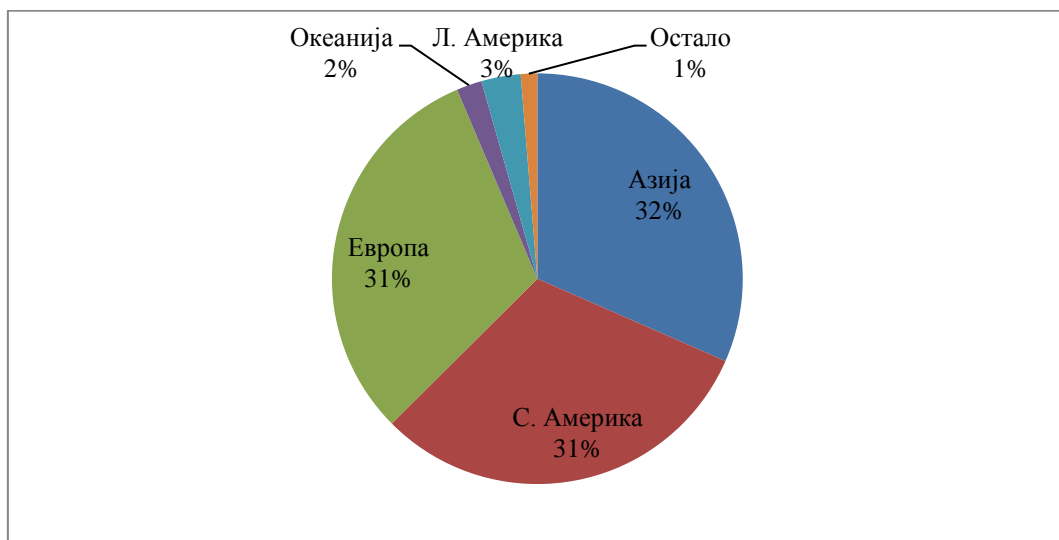
Да би осигурање могло обављати своје основне функције мора се придржавати одређених начела. За све врсте осигурања најважнија су следећа начела (Mishkin & Eakins, 2005, 521):

- осигуравајуће друштво мора имати велики број осигураника и бити у стању да израчуна вероватноћу настанка губитка,
- мора постојати повезаност између осигураника и корисника осигурања,
- осигураник мора обезбедити тачне и потпуне податке и не сме зарадити од полисе осигурања,
- обавеза осигуравајућег друштва према осигуранику се може умањити за износ који му је надокнађен од стране трећег лица.

Осигуравајућа друштва располажу огромним средствима и представљају највеће институционалне инвеститоре у ЕУ. У Европи је на крају 2016. године пословало око 3.500 активних осигуравајућих друштава која запошљавају око 944.000 радника. Током 2016. године осигуравајућа друштва у Европи остварила су приход по основу премија од 1.189 млрд. EUR и уложила 10.112 млрд. евра у привреду. С друге стране, остварена су плаћања по основу одштетних захтева и надокнаде штета у износу од 963 млрд. EUR (European Insurance in Figures: 2016 data).

Према критеријуму висине премије четири највећа европска тржишта осигурања имају В. Британија, Немачка, Француска и Италија. Тржишта осигурања ових земаља у 2016. години чине 65,8% укупне премије осигурања у Европи. Око 62% укупних премија здравственог осигурања земаља ЕУ чине премије здравственог осигурања Холандије и Немачке (European Insurance in Figures: 2016 data).

Укупна премија осигурања у свету у 2016. години износила је 4.732 млрд. USD. Удео појединих делова света у укупној премији осигурања представљен је Сликаом I-1.



Слика I-1. Дистрибуција премије осигурања у свету
Извор: European Insurance in Figures: 2016 data, 12

Европа, Северна Америка и Азија појединачно учествују приближно са по 30% у укупној светској премији осигурања. Државе из осталих делова света остварују учешће од само 6%.

Индекс пенетрације осигурања је показатељ величине и значаја осигурања за националну економију. Израчунава се из односа директне бруто премије и БДП. Према подацима за 2015. годину, у многим европским земљама (нпр. Француска, Италија, Швајцарска и В. Британија) и у неким земљама Азије (нпр. Јапан, Кореја и Сингапур) премије животног осигурања чине више од 5% БДП. У 2016. години просечна пенетрација животног осигурања износила је 4,2%. У Јужној Арфици и Ирској индекс пенетрације животног осигурања је више од 10%. С друге стране, у Латинској Америци индекс је мањи од 2% (изузев Чилеа). Директне бруто премије неживотног осигурања у 2015. години превазилазе 5% БДП само у три земље (Кореја, Порторико и САД).

Најнижи ниво пенетрације неживотног осигурања имају земље Латинске Америке и Азије (European Insurance in Figures: 2016 data)

Највећу премију осигурања по глави становника у свету имају САД. Од европских земаља највиши ниво премије осигурања по глави становника имају В. Британија, Француска и Немачка. Аустралија, Јапан и Кореја имају приближно исти ниво премије осигурања по глави становника који је на нешто нижем нивоу у односу на водеће европске земље. У Табели I-7. приказани су износи бруто премија осигурања по глави становника.

Табела I-7. Бруто премија осигурања по глави становника у 2016. години

Земља	Бруто премија осигурања у милионима USD	Бруто премија осигурања <i>per capita</i> у USD
В. Британија	389.353	5.978
Француска	327.320	4.913
Немачка	294.460	3.605
Италија	151.321	2.492
Шпанија	73.605	1.585
САД	2.703.793	8.426
Аустралија	74.145	3.109
Јапан	407.369	3.204
Кореја	185.646	3.639

Извор: OECD, Gross Insurance Premiums

Осигуравајућа друштва карактерише дефанзивна инвестициона стратегија. У оквиру земаља OECD, осигуравајућа друштва више од половине средстава улажу у обвезнице (изузев у В. Британији). Слична ситуација је у Јужној Африци, Сингапуру, Малезији и земљама Латинске Америке (изузев Ел Салвадора и Никарагве). У Рисији осигуравајућа друштва преферирају ликвиднија средства те стога највише средстава држе у облику депозита код банака (око 2/3 у 2015. години). У структури обвезница доминирају обвезнице јавног сектора у односу на приватни сектор (осим у Канади, Аустрији и В. Британији). У Мађарској чак 79,2% укупних инвестиција осигуравајућих друштава реализованих током 2015. године представљају инвестиције у обвезнице јавног сектора. Инвестиције у некретнине у оквиру земаља OECD чине мање од 10% укупно инвестираних средстава осигуравајућих друштава (OECD, Global insurance market trends, 2017).

У 11 земаља обухваћених извештајем OECD за 2015. годину (од којих је 9 у ЕУ) инвестиције у обвезнице код животног осигурања износе преко 75% укупних инвестиција. У САД 73,4% средстава која се односе на животно осигурање улажу се у обвезнице, док се у акције улаже само 3,6%. Када се ради о средствима везаним за неживотно осигурање стратегија инвестирања је нешто активнија па се 23,4% средстава инвестира у акције (удео које се инвестира у обвезнице приближно је исти као и код осигурања живота). Код улагања средстава животног осигурања само у Данској и Јужној Африци доминирају акције (51,5% и 78,4%, респективно). Ови подаци указује на дефанзивнију стратегију инвестирања средстава која се односе на животно осигурање у односу на неживотно (OECD, Global insurance market trends, 2017).

Према подацима за 2016. годину око 46% укупне имовине осигуравајућих друштава је инвестирано у државне и компанијске обвезнице. Такође, укупна вредност инвестиционог портфолија осигуравајућих друштава износила је 10.112 млрд. EUR што представља 61,9% БДП Европске уније (European Insurance in Figures: 2016 data). Према висини директне бруто премије на крају 2017. године пет највећих осигуравајућих друштава у Европи су AXA (94.220 мил. EUR), Allianz (76.331 мил. EUR), Generali (70.513 мил. EUR), Zurich (45.814 мил. EUR) и Prudential (45.685 мил. EUR).

У Србији послује 21 друштво за осигурање од којих послове осигурања обавља 17 друштава, а послове реосигурања 4 друштва. У оквиру друштава која се баве осигурањем искључиво животним осигурањем се баве четири друштва, искључиво неживотним осигурањем седам друштава, а пословима и животног и неживотног осигурања бави се шест друштава (НБС, Сектор осигурања у Србији, 2017). У структури власништва у осигуравајућим друштвима у Србији учешће имају: Србија 28,6%, Аустрија 23,8%, Словенија 14,3%, Италија, Француска, Хрватска, Холандија, Ирска, Чешка и Русија 33%. Од 21 друштва за осигурање, 15 друштава је у већинском страном власништву.

На крају трећег квартала 2017. године, билансна сума друштава за осигурање и друштава за реосигурање у Србији износила је 1.955 мил EUR. Према овом критеријуму 5 највећих друштава за осигурање су: Generali (25,8%), Дунав (18%), Winer (15,4%), Grawe (11,4%) и ДДОР (8,3%). Укупну премију осигурања у Србији 77,5% представљају премије неживотног осигурања, а само 22,5% чине је премије животног осигурања. Према укупној премији пет највећих друштава за осигурање су: Дунав (27,7%), Generali (21,1%), ДДОР (12,1%), Winer (11%) и Триглав (5,8%). Дакле, два друштва за осигурање располажу са готово половином укупне премије сектора.

Активу друштава за осигурање и друштава за реосигурање у Србији чине: дужничке хартије од вредности (63,6%), некретнине, постројења и опрема (7,9%), потраживања (7,0%), готовина и краткорочни депозити (5,8%), власничке хартије од вредности (0,4%) и остало (15,2%) (НБС, Сектор осигурања у Србији, 2017).

На основу наведеног може се закључити да је сектор осигурања, поред тога што је важан за економски развој, битан и за развој тржишта капитала. Његов значај за развој и функционисање финансијског тржишта процењује се на основу висине техничких резерви и начина њихове алокације. Техничке резерве одређују обим средстава расположив за улагања у разне финансијске инструменте. Ову врсту институционалних инвеститора одликује дефанзивна инвестициона стратегија па је њихово функционисање од великог значаја за развој тржишта дужничких хартија од вредности. Србију карактерише недовољно развијен сектор осигурања, нарочито неживотног, па се његов даљи развој намеће као један од приоритетних циљева у будућности.

1.3. Пензијски фондови

У структури финансијског посредовања пензијски фондови заузимају посебно место при чему остварују значајан раст капитала. Овај раст је углавном настао као последица промене става грађана по питању улагања њихове финансијске штедње.

Појединац преко система пензијског осигурања обезбеђује средства за пензију за задовољење сопствених потреба у старости, када је његова зарађивачка способност на ниском нивоу. Ефикасност овог система је од посебне важности за спречавање сиромаштва у старости и изједначавања потрошње у свим периодима живота. Финансирање пензијског осигурања се може заснивати на доприносима запослених, на доприносима које уплаћује послодавац или на комбинацији ова два начина.

У пракси су заступљени пензијски системи названи по В. Беверицу (*William Beveridge*), пензијски системи названи по О. Бизмарку (*Otto von Bismarck*) и хибридни пензијски системи. По Беверицу пензије се финансирају из државних јавних прихода. Део тих прихода одмах завршава на рачунима пензионера и тако постаје део државних расхода. Овај модел је карактеристичан за англосаксонско подручје. Бизмарков систем подразумева да се у оквиру државног система обезбеди не само минимални праг егзистенције у старости, већ и одржавање прихода. Карактеристичан је за континенталну Европу. Комбинација Бизмарковог и Беверицовог модела представља хибридни систем. Овај систем се примењује у неким Скандинавским земљама.

Најшира подела пензијског осигурања јесте на обавезно и добровољно пензијско осигурање. Светска банка је 1994. године дефинисала тростубни систем пензијског осигурања. Први стуб подразумева обавезно пензијско осигурање засновано на међугенерациској солидарности. У већини земаља, ови пензијски системи су засновани на систему текућег финансирања. Други стуб укључује обавезно приватно осигурање које подразумева обавезне уплате у фонд послодавца за запослене. Ова врста пензијског осигурања је администрирана од стране државе. Послодавац уплаћује дефинисане доприносе као процентуални износ од бруто зараде запосленог. Трећи стуб чини добровољно пензијско осигурање. У овом случају, уплате се врше на добровољној основи при чему се и висина уплате индивидуално одређује.

Пензијски фондови, као институционални инвеститори, кроз пласмане средстава у алтернативне облике финансијске активе повећају дубину и ликвидност финансијског тржишта. Такође, кроз оптимизацију односа између приноса и ризика бројних инвестиционих алтернатива обезбеђују ефикасну алокацију финансијских средстава. Пензијски фондови настоје да диверсификују портфолио, тако да остваре максимални принос за дати ниво ризика, односно минимални ризик за дати ниво приноса. Уколико преферирају активну инвестициону стратегију више ће улагати у власничке и стране хартије од вредности, него у дужничке хартије од вредности, а уколико преферирају пасивну инвестициону стратегију више ће бити заступљене дужничке хартије од вредности. У савременим финансијским токовима је дошло до промене географске структуре пласмана пензијских фондова, односно ови фондови све више инвестирају изван граница земље у којој имају седиште. Разлог за такву инвестициону политику је бољи однос ризика и приноса приликом међународне диверсификације портфолија (Јакшић, 2011, 315).

Пензијски фондови су после осигуравајућих компанија годинама у назад најактивнији институционални инвеститори у тржишно оријентисаним финансијским системима. На европском континенту пензијски фондови учествују са 24% у укупној

вредности инвестиција. Водећу позицију заузимају осигуравајућа друштва са 51%, а затим инвестициони фондови са 11% (Marović i Njegomir, 2015, 32).

Пензијски фондови су најразвијенији у САД и чине приближно 55% имовине свих пензијских фондова земаља ОЕЦД. Укупна актива пензијских фондова у САД представља око 80% БДП ове земље. Када је у питању структура активе, може се истаћи да пензијски фондови у САД немају формалне лимите за учешће акција, као и страних хартија од вредности у укупној алокацији активе. Највећи део своје активе држе у акцијама (око 42%) и обвезницама (око 37%) (OECD, Pension Funds in Figure, 2017).

У Европи, тржиште пензијских фондова је најразвијеније у Великој Британији и њихова имовина представља око 90% БДП земље. У овој земљи се од седамдесетих година XX века користи двостепени систем пензијског осигурања. Први степен покрива основну пензију, док се други степен односи на обавезно осигурање додатне пензије. Ови фондови инвестирају у акције углавном страних емитената којима се тргује на Лондонској берзи. Немачки систем пензијског осигурања састоји се из јавног и приватног (добровољног) пензијског осигурања. За разлику од пензијских фондова у В. Британији, ови фондови највише средстава улажу у обвезнице (55%).

У Јапану постоји велика концентрација средстава код пензијских фондова. До појаве глобалне финансијске кризе, у укупним пласманима јапанских пензијских фондова било је заступљено високо учешће акција, док је учешће дужничких хартија од вредности било знатно ниже. Међутим, данас је структура инвестиционог портфолија пензијских фондова у Јапану знатно другачија у односу на период пре 2008. године. Наиме, акције чине 7% пласмана, обвезнице 34% пласмана, 2% су готовина, а депозити и остали облици финансијских пласмана чине чак 50% структуре портфолија (Јакшић, Тодоровић и Томић, 2018, 217). Управо, основна карактеристика многих пензијских фондова до настанка глобалне кризе 2008. године била је да смелије инвестирају у акције. Разлог примене стратегије примарно оријентисане на акције био је у вишој стопи приноса у односу на стопу приноса која се могла постићи улагањем у обвезнице. Међутим, пласмани у акције показали су знатне ценовне осцилације током кризног периода, тако да је пад цена акција довео до пада покривености пензијских фондова.

Уколико се посматра инвестициона активност пензијских фондова у развијеним тржишним економијама, примећује се да у једној групи земаља постоји високо учешће акција у укупним пласманима фондова (Пољска 82%, Аустралија 47%, САД 42%, Финска 40%). Знатно веће учешће обвезница забележено је у Мађарској 85%, Грчкој 84%, Словачкој 82%, Мексику 79%, Чилеу и Словенији 77%, Луксембургу 65%, Шпанији 66%. Средства највећих пензијских фондова, у периоду 2013-2014. година су се у просеку повећала за 11,6% (кроз процену активе и/или новчаних токова фондова) (*Annual Survey of Large Pension Funds*, 2016, 52). Највећу резерву је акумулирао Фонд социјалног осигурања Сједињених Америчких Држава, а потом Јапански државни пензијски инвестициони фонд (Јакшић, Тодоровић и Томић, 2018, 226).

Највећи државни пензијски фонд САД, *The Social Security Trust Funds*, се састоји из *Old-Age and Survivors Insurance (OASI) Trust Fund* и *The Disability Insurance (DI)*

Trust Fund. OASI исплаћује старосне пензије или накнаде породицама у случају смрти радника. С друге стране, DI исплаћује накнаде у случају инвалидитета радника. Све до доношења Закона о сигурности пензијских надокнада (*Employee Retirement Income Security Act - ERISA*) у САД је важио систем текућег финансирања пензија. Овим законом је основана и федерална агенција која гарантује бенефиције пензијског фонда (*Pension Benefit Guarantee Corporation-PBGC*). Укупна актива овог фонда на крају 2017. године износила је 2.892 млрд USD по чему заузима прво место испред осталих јавних пензијских фондова (*Social Security Administration, 2018*). Пензијски фондови у САД су некада највећи део своје активе улагали у акције. Међутим, након глобалне економске кризе одликује их пасивнија инвестициона стратегија тако да већину активе улажу у инструменте са фиксним приносом, односно обвезнице.

Државни пензијски фонд Јапана *The Government Pension Investment Fund (GPIF)* управља државним пензијским фондом Јапана и представља други највећи пензијски фонд на свету. Актива којом је овај фонд располагао на крају трећег квартала 2017. године износила је 162.672,3 млрд. јена (око 1.227 млрд. EUR). Резервама фонда управља GPIF и *Pension Special Account*. Више од половине резерви улаже у домаће акције (26%) и домаће обвезнице (28%). Око 40% улажу у стране акције (25%) и стране обвезнице (14%), док краткорочна актива представља око 7% портфолија (GPIF, 2017).

Државни пензијски фонд Норвешке *The Government Pension Fund Global* почетком 2018. године има тржишну вредност 8.400 млрд. NK (око 850 млрд. EUR). Овај фонд инвестира у више од 9.000 компанија и има инвестиције у 72 државе. (приближно две трећине своје имовине инвестира у акције, 30,8% инвестира у обвезнице и 2,6% у некретнине) (*Norges bank investment management, 2018*). Државни пензијски фонд Јужне Кореје *The National Pension Service (NPS)* почетком 2018. године располаже активом од 624 трилиона KRW (493 млрд. EUR). У структури портфолија овог фонда доминирају домаће обвезнице (око 46,5%), док је у стране обвезнице тренутно уложено 3,7% активе. У домаће акције овај фонд је уложио 21%, а у акције страних емитената 17,8% своје имовине. Око 10% активе представљају остале инвестиционе алтернативне (*Nacional Pension Service, 2018*).

Међу највеће државне фондове на свету спада и холандски *ABP* пензијски фонд са активом на крају 2016. године од 382 млрд. EUR. Око половине имовине инвестира широм Европе, а једну трећину у САД. У свом портфолију имају државне обвезнице САД (21,32 млрд. EUR), Француске (21,33 млрд. EUR), Италије (10,85 млрд. EUR), Немачке (10,16 млрд. EUR), Велике Британије (8,78 млрд. EUR) и других развијених и мање развијених земаља. Такође, поседују обвезнице Fannie Mae и Freddie Mac и акције познатих компанија попут *Samsung Electronics* (1,56 млрд. EUR) и *Apple* (1,42 млрд. EUR). Овај фонд има уложена средства и у *Bank of America* и *JP Morgan Chase* (акције и обвезнице) (ABP, Annual Report, 2016).

Поред обавезног државног пензијског осигурања, део пензијског система представља и пензијска штедња у приватним пензијским фондовима. *Добровољни пензијски фонд* омогућава удруживање доприноса свих чланова фонда, чиме се прикупља већа сума средстава. Овим средствима управљају професионални портфолио

менаџери који инвестирају у различите врсте хартија од вредности чиме снижавају ризик улагања. Путем инвестирања прикупљених уплата обезбеђује се очување и увећање вредности тих уплата и доприноса, а тиме и касније исплате приватних пензија.

Имовина добровољних пензијских фондова у оквиру земаља OECD на крају 2016. године износила је 38 билиона USD. Око две трећине ових средстава чине добровољни пензијски фондови из САД. Поред САД, ови фондови су доживели велику експанзију у Аустралији, Канади, Данској и Холандији у којима имовина добровољних пензијских фондова превазилази вредности њиховог БДП (OECD, Pension-Markets-in-Focus, 2017).

Алокација средстава приватних пензијских фондова примарно зависи од стопе приноса на тржишту капитала на којем је пензијски фонд уложио средства, као и од вештина портфолио менаџера у погледу избора хартија од вредности. Поред тога, нето реални принос зависи и од менаџерских накнада и провизија, као и од пореског оптерећења. У већини земаља добровољни пензијски фондови највећи део своје имовине улажу у записе и обвезнице (У Чешкој и Мексику чак 88% и 75%, респективно). Нешто мање имовине улажу у отворене инвестиционе фондове, а затим у акције. Веома мали проценат имовине ови фондови држе у готовини, депозитима и другим инвестицијама. У САД добровољни пензијски фондови имају нешто активнију инвестициону стратегију па највише средстава улажу у отворене инвестиционе фондове (33%) и акције (31%), а нешто мање у записе и обвезнице (24%). У Аустралији добровољни пензијски фондови више од половине имовине алоцирају у акције, док мањи део имовине држе у готовини и у облику депозита. У Белгији, Швајцарској, Шведској, Холандија, Луксембург и Естонији више од 50% имовине ових фондова алоцирано је у отворене инвестиционе фондове (OECD, Pension markets in Fokus, 2017).

У Србији је добровољно приватно пензијско осигурање уведено 2005. године Законом о добровољном пензијском фонду и пензијским плановима. На крају четвртог квартала 2017. године нето имовина добровољних пензијских фондова у Србији износила је 36,2 млрд RSD. У односу на исти период 2016. године остварен је раст од 10,36%. Овај раст је последица раста вредности нето уплата у фондове и добити коју су фондови остварили од улагања. У структури улагања имовине фондова највећи удео имају државне обвезнице (83,6%). Средства на кастоди рачунима и орочени депозити банака чине 7%, а акције 8,5% укупне имовине фондова. Улагања у непокретности, инвестиционе јединице отворених инвестиционих фондова и остале хартије од вредности чине 0,3% улагања. Учешће добровољних пензијских фондова у промету на Београдској берзи оствареном у току четвртог квартала 2017. године износило је 10,7% (НБС, Сектор добровољних пензијских фондова, 2017).

На тржишту добровољних пензијских фондова у Србији послују четири друштва за управљање. Ова друштва управљају имовином седам добровољних пензијских фондова, једне кастоди банке и пет банака посредника. Тржишна концентрација у оквиру сектору је веома висока. Посматрано према висини нето имовине фонда, четири фонда заједно имају учешће од 96% (највећи фонд, Дунав, има удео од око 40%).

На основу наведеног може се закључити да су пензијски фондови важни учесници на тржишту капитала. Велике износе средстава које успевају да прикупе ови фондови улажу на тржишту капитала. Тим средствима управљају банке, осигуравајућа друштва или инвестиционе компаније. Као и остали инвеститори, пензијски фондови настоје да диверсификују свој портфолио како би уз дати ниво ризика остварили максимални принос. Међутим, многи системи пензијског осигурања у свету имају проблеме узроковане неповољним демографским кретањима и порастом броја пензионера у односу на запослене. Ово је један од највећих проблема који би требало решавати како се не би угрозили основни принципи рада и дугорочног функционисања пензијских система великог броја земаља.

1.4. Инвестициони фондови

Инвестициони фондови представљају финансијске институције колективног инвестирања које прикупљају новчана средства и улажу их у различите облике финансијске активе. Активом инвестиционих фондова управљају професионални менаџери. За уложена средства у ове фондове улагачи добијају хартије од вредности и стичу власнички интерес у портфолију фонда. На тај начин се ризик пословања директно преноси на акционаре. Основни разлог њиховог оснивања јесте превазилажење проблема са којима се сусрећу индивидуални инвеститори, као што су: недовољан износ капитала, недовољна способност за инвестирање и неинформисаност. Инвестициони фондови обављају ефикасну мобилизацију и оптималну алокацију финансијских средстава, смањују инвестициони ризик (диверсификацијом портфолија), смањују трошкове обављања трансакција (преко ефеката економије обима) и привлаче страни капитал. Нудећи вишу стопу приноса у односу на орочене штедне депозите, уз релативну сигурност и висок степен ликвидности, инвестициони фондови су у многим земљама преузели тржишта другим финансијским посредницима. Такође, искуства указују да развијеност индустрије инвестиционих фондова коинцидира са степеном економске развијености државе. Међутим, у државама у којима банкарски сектор чини окосницу финансијског система инвестициони фондови се спорије развијају (нпр. Јапан и Немачка).

Инвестициони фондови се јављају под различитим именима и у различитим облицима. Уколико је критеријум за поделу рочност хартија од вредности из њиховог портфолија, инвестициони фондови се деле на оне који инвестирају на тржишту новца и оне који инвестирају на тржишту капитала. Инвестициони фондови на тржишту новца се још називају и ликвидни инвестициони фондови. Ови фондови прикупљају средства емитовањем акција, али улагања врше на кратак рок, односно прикупљена средства инвестирају у краткорочне инструменте који су веома ликвидни. Фондови који инвестирају на тржишту капитала инвестирају у дугорочне хартије од вредности (акције и обвезнице). Инвестициони фондови који средства улажу у акције (*Equity funds*) изложени су већем ризику и потенцијално доносе више стопе приноса. Инвестициони фондови који средства улажу у обвезнице (*Bond funds*) настоје да очувају уложени капитал. Разликује се неколико типова ових фондова који се углавном групишу по критеријуму опорезивости обвезница. Фондови неопорезивих

(муниципалних) обвезница и Фондови опорезивих обвезница (Фондови државних обвезница, Фондови компанијских обвезница, Фондови конвертибилних обвезница и Међународни фондови). Постоје и хибридни фондови који представљају мешавину фондова који улажу у акције и фондова који улажу у обвезнице.

У периоду 2000-2008. година инвестициони фондови акција су имали растући тренд и били су водећи међу фондовима. Дугогодишњи раст имовине инвестиционих фондова прекинула је глобална финансијска криза која је за више од 50% смањила вредност акцијских фондова и битно смањила активу и осталих инвестиционих фондова у САД. У периоду кризе је дошло до преусмеравања инвестиција из средстава високог ризика ка фондовима обвезница и фондовима тржишта новца. Међутим, након кризе све врсте инвестиционих фондова имају тенденцију раста вредности њихових актива, изузев новчаних фондова који имају опадајући тренд вредности.

Према начину мобилизације финансијских средстава инвестициони фондови се деле на отворене и затворене. Отворени инвестициони фонд има диверсификовани портфолио акција, обвезница и других хартија од вредности, којим управљају професионални менаџери. Заинтересованим инвеститорима континуирано емитују инвестиционе јединице или уделе и од њих их откупљују када то захтевају. Код ове врсте фондова стално се мења број власника и тржишна вредност капитала. Акцијама ових фондова се не тргује на берзи већ се куповина и продаја обавља у контакту са самим фондом (директна продаја) или у тзв. слободном промету (преко брокера, дилера и банака) (Haslem, 2009, 5). Власник акција отвореног инвестиционог фонда може у сваком моменту да изврши конверзију акција у новац, што представља основни разлог њихове доминације у односу на затворене инвестиционе фондове.

На крају 2017. године укупна имовина отворених инвестиционих фондова у свету износила је 44,3 билиона USD. Више од 45% ове вредности чине отворени инвестициони фондови САД. Имовина европских отворених инвестиционих фондова представља приближно трећину укупне светске нето активе ове врсте фондова, док је заједничко учешће отворених инвестиционих фондова из Азије, Пацифика и Африке око 10% (EFAMA, 2017).

У САД индустрија отворених инвестиционих фондова учествује са приближно 90% у укупној активи инвестиционих фондова. С тим у вези, кретање целокупне индустрије инвестиционих фондова има скоро идентичан тренд као кретање отворених инвестиционих фондова. У периоду 2000-2016. година број отворених инвестиционих фондова у САД је у константном порасту, уколико изузмемо благи пад у периоду настанка глобалне финансијске кризе (2000. године било их је 8.370, а на крају 2016. године 9.511). Ова врста фондова је имала велики пад вредности нето активе крајем 2008. године (са 12.001 млрд. USD на крају 2007. године на 9.621 млрд. USD на крају 2008. године). Међутим, од тада је њихова имовина у континуираном порасту и на крају 2016. године вредност нето активе отворених инвестиционих фондова у САД износи 16.344 млрд. USD (Investment Company Fact Book, 2017).

Затворени инвестициони фондови емитују фиксни број акција које продају путем јавне понуде или иницијалне јавне понуде. Средства уложена у затворени

инвестициони фонд се могу повући само даљом продајом акција фонда, при чему је цена по којој инвеститори продају акције углавном нижа од нето вредности активе фонда. Ови фондови не откупљују своје акције на захтев инвеститора и улажу у мање ликвидну активу. Иако су затворени инвестициони фондови настали пре отворених, мање су атрактивни за инвеститоре. Затворени фондови имају исти број првобитно емитованих акција и не могу се докапитализовати.

Уколико је цена акција фонда изнад NAV-а, акције се продају уз премију, а ако је цена испод NAV-а онда се акције фондова продају уз дисконт. Постојање дисконта или премије код неког фонда је мерило његове популарности. Већи дисконт значи мању популарност и тражњу за тим фондом и обрнуто (Haslem, 2009, 22). Затворени инвестициони фондови имају далеко мањи значај од отворених када је у питању вредност њихове нето имовине. Број затворених инвестиционих фондова у САД је до настанка глобалне финансијске кризе бележио раст од када је у континуираном паду. На крају 2007. године било је 662, а на крају 2016. године 530. Њихова нето имовина на крају 2016. године износила је 262 млрд. USD (Investment Company Fact Book, 2017).

Регистроване инвестиционе компаније *Unit Investment Trusts* (UITs) имају карактеристике и отворених и затворених инвестиционих фондова. Они имају фиксни број акција (као затворени инвестициони фондови) које се могу откупљивати (као код отворених фондова). Они имају унапред дефинисан датум престанка рада у зависности од улагања која су у портфолију. Први UITs појавио се 1961. године и то је био труст обвезница без пореза. Већина средстава тадашњих UITs-а било је уложено у обвезнице. Међутим, крајем деведесетих година XX века средства уложена у акцијске UITs су превазишла средства уложена у опорезиве и неопорезиве трустове обвезница. У периоду 2000-2016. година број UITs у САД је у паду (са 10.072 на крају 2000. године на 5.103 на крају 2016. године). Међутим, њихова нето актива у овом периоду је забележила раст, иако је на крају 2008. године претрпела велики губитак вредности (на крају 2000. године нето актива UITs била је 74 млрд. USD, на крају 2008. године 29 млрд. USD, а на крају 2016. године 85 млрд. USD) (Investment Company Fact Book, 2017). Дакле, тенденција је да временом долази до смањивања броја UITs, али они располажу знатно већом имовином.

Инвестициони фондови чијим акцијама се тргује на берзи (*Exchange Traded Funds* – ETFs) представљају хибридную форму отворених и затворених фондова. Њиховим акцијама се може трговати на берзи. Такође, ови фондови могу емитовати и нове акције и повлачити постојеће. Они имају знатно ниже провизије за управљање од осталих фондова, што их чини веома атрактивним за инвестирање. Њихову имовину чине акције и обвезнице. Већина ETF-ова прати кретање одређеног индекса (S&P 500, NASDAQ, MSCI EAFE). ETF-ови су се појавили почетком деведесетих година XX века комбинујући особине отворених и затворених фондова (Pozen & Vickers, 2011). Први настали ETF је ETF SPDR. Он је везан за амерички индекс S&P 500 и данас представља један од најликвиднијих ETF-ова. Издао га је *Street Global Advisors* 1993. године (Haslem, 2009, 129). У периоду 2000-2016 година број ETF-ова у САД је порастао са 80 на 1.716. Такође, њихова нето актива у овом периоду је порасла са 66 на 2.524 млрд USD (Investment Company Fact Book, 2017). Ови подаци указују да је у САД у

посматраном периоду дошло праве експанзије ове врсте инвестиционих фондова. Институционални инвеститори су у значајној мери утицали на све већу потражњу за ETF-овима. Менаџери институционалних инвеститора, пре свих отворених инвестиционих фондова и пензионих фондова, користе ETF за управљање ликвидношћу.

У Европи највеће учешће у укупној нето активи инвестиционих фондова имају фондови из Луксембурга, око 40%, затим следе фондови из Немачке, Ирске и Велике Британије. Ове четири земље чине око 65% aktive свих европских фондова. Најзаступљенија врста инвестиционих фондова су отворени инвестициони фондови (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - UCITS*). Њихова актива чини приближно три четвртине укупне aktive инвестиционих фондова. У Европи затворени инвестициони фондови имају веће учешће у укупној активи инвестиционих фондова него у САД. Велика Британија се сматра колевком инвестиционих фондова где се јављају у два основна облика: трустови са уделима - *Unit Trust* (тип отворених фондова) и инвестициони трустови - *Investment Trust* (тип затворених фондова).

У Табели I-8. дат је приказ вредности нето aktive и броја свих врста инвестиционих фондова на глобалном нивоу.

Табела I-8. Нето актива и број инвестиционих фондова у свету на крају 2017. год.

Региони	Нето имовина инвестиционих фондова (у млрд. EUR)	Број инвестиционих фондова
Свет	44.296	126.040
Америка	23.510	35.645
Европа	15.169	56.863
Азија и Пацифик	5.438	31.436
Африка	179	2.096

Извор: EFAMA, 2017, 3

Укупна светска имовина којом су инвестициони фондови управљали на крају 2017. године износи преко 44 билиона EUR. На глобалном тржишту инвестиционих фондова доминирају инвестициони фондови из САД са укупном имовином од 23,5 билиона EUR, што чини скоро 50% од укупне aktive којом располажу инвестициони фондови на глобалном нивоу. На другом месту су европски инвестициони фондови који чине око 35% глобалне aktive, док инвестициони фондови из преосталих делова света учествују са око 15 %. Дакле, уочава се велика доминација инвестиционих фондова лоцираних у САД.

Трендови на савременом финансијском тржишту довели су до стварања фамилије фондова (*Funds Family*). Оне у свом саставу имају више инвестиционих фондова и представљају веома значајну финансијску иновацију. Фамилије фондова омогућавају инвеститорима прелазак из једног у други фонд у оквиру фамилије фондова. Средином 2018. године, међу америчким отвореним инвестиционим фондовима, највеће нето aktive имају фамилије фондова *Vanguard Group*, *Fidelity Investments*, *Capital Research & Management*, *Pimco*, *T. Rowe Price*, *JP Morgan Chase & Co* итд. У САД-у, пет највећих фамилија фондова чини приближно половину укупног тржишног учешћа ових фондова.

Три највеће фамилије фондова имају појединачне вредности од преко билион USD, док су имовине осталих фамилија знатно мање (Benjamin, 2018).

Vanguard Group је највећа фамилија фондова која располаже имовином од 3,82 билиона USD. Ова група у свом саставу има 110 фондова и инвестира највише у домаће акције 47,35%. *Fidelity Investments* је друга по величини фамилија фондова у САД. Она у свом саставу има 352 фонда и располаже имовином од 2,1 билиона USD. Има знатан удео у власништву компанија као што су *Google*, *Apple*, *Berkshire Hathaway*. Већински је акционар у више од 700 компанија. У домаће акције инвестира 48,16% имовине. Инвеститори се могу пребацивати из једног фонда у други без накнаде. Највећи од њих *Fidelity Contrafund* (FCNTX) је фонд раста и фокусиран је на тржиште САД са 88% имовине уложене у домаће хартије од вредности. Остатак је инвестиран у инострана тржишта са малим учешћем на тржиштима у развоју. *Capital Research & Management* је трећа по величини фамилија фондова у САД. Имовина ове фамилије вреди 1,73 билиона USD (Harris, 2012).

У Србији је први инвестициони фонд, *Delta plus*, основан 2007. године. Данас, у Србији послује 19 инвестиционих фондова (4 уравнотежена фонда, 5 фонда раста вредности имовине, 7 фондова очувања вредности имовине и 3 затворена инвестициона фонда) (Комисија за хартије од вредности РС, 2018). Уочава се да је потребно значајније подстаћи њихова развој у будућем периоду. За њихов ефикаснији развој и функционисање неопходни су: шира понуда квалитетних власничких и дужничких хартија од вредности, стабилан и стимулативан порески систем, јачање и унапређење системских мера у циљу постизања макроекономске и политичке стабилности, као и пораст нивоа штедње који би подстицао развој нових инвестиционих могућности.

На основу свега наведеног, може се закључити да инвестициони фондови представљају веома важне учеснике на тржишту капитала. У зависности од тога да ли их карактерише активна или пасивна инвестициона стратегија, већину средстава пласирају у акције или обвезнице. Захваљујући убрзаном развоју индустрије инвестиционих фондова временом је настао и одређени број хибридних форми инвестиционих фондова које одликује веома разноврсна портфолио структура.

2. Услугне финансијске институције

Поред финансијских посредника, који представљају главне учеснике и носиоце процеса трговања на финансијском тржишту, велики значај и важну улогу имају и услужне финансијске институције. Оне обављају бројне активности везане за пословање хартијама од вредности, чиме обезбеђују ефикасно одвијање система директног финансирања. У категорију најзначајнијих активности услужних финансијских институција убрајају се уређивање тржишта, извршавање налога за трговање, позајмљивање и чување хартија од вредности, пружање саветодавних услуга и сл. У групу услужних финансијских институција на тржишту капитала убрајају се регулатори тржишта капитала, инвестициона друштва (брокерско-дилерска друштва и инвестиционе банке), централни регистри хартија од вредности, клириншке куће, берзе,

инвестициони саветници и други учесници који стварају услове за складно функционисање тржишта капитала.

2.1. Комисија за хартије од вредности

Прва Комисија за хартије од вредности формирана је у САД-у након велике финансијске кризе настале 1929. године (SEC - *Securities and Exchange Commission*). Најпре, Конгрес САД је 16. јуна 1933. године усвојио Закон о банкама (*Glass-Steagall Act*) који је издвојио банке од финансијских институција које се баве пословима са хартијама од вредности. Затим је 6. јуна 1934. године усвојио и Закон о берзама (*Security Exchange Act*) што је уз претходно дефинисани закон било довољно да се формира Комисија за хартије од вредности и берзе САД. SEC има пет чланова од којих је један председник Комисије. Чланове бира председник, а за њихов избор потребна је и сагласност Сената. На крају 2017. године SEC је имала 4.794 запослених. Седиште SEC је у Вашингтону.

Глобализација и интеграција финансијских тржишта, уз развој информационих технологија, наметнули су потребе да се сва национална тржишта капитала уређују и воде на исти начин. То је био главни разлог оснивања Међународне организације комисија за хартије од вредности (*International Organization of Securities Commissions - IOSCO*). Она је основана 1983. године, а развила се из Интер-америчке регионалне асоцијације која је основана 1974. године. Стални Генерални секретаријат IOSCO налази се у Мадриду, а средином 1986. године одржана је прва годишња конференција изван САД (Париз). Ова организација развија, спроводи и унапређује међународно признате стандарде из области регулативе пословања хартијама од вредности и блиско сарађује са Одбором за финансијску стабилност (FSB) и Групом од двадесет министара финансија и гувернера централних банака (G-20) (IOSCO).

По угледу на SEC формирана је Комисија за хартије од вредности Републике Србије. Основана је 16. фебруара 1990. године као регулаторни орган са циљем регулисања, надзора и унапређивања финансијског тржишта (Дугалић и Штимац, 2011, 110). Комисија има пет чланова, укључујући и председника Комисије, које бира и разрешава Народна скупштина Републике Србије. Комисија доноси одлуке на седницама које води председник Комисије или члан Комисије кога он одреди. Комисија за хартије од вредности је одговорна за законито функционисање тржишта капитала, са циљем заштите инвеститора и обезбеђивање правичности, ефикасности и транспарентности тржишта.

Комисија за хартије од вредности Републике Србије је пуноправни члан IOSCO од 2002. године. Такође, од 2009. године пуноправна је потписница Мултилатералног Меморандума о разумевању IOSCO-а. Повећање броја потписника овог Меморандума доводи до раста и побољшања прекограничне сарадње, што омогућава регулаторима да открију све већи број трговаца инсајдера, манипуланата и евентуалних кривична дела. С тим у вези, у циљу спречавања евентуалних малверзација IOSCO настоји да обезбеди примену Меморандума о разумевању широм света.

2.2. Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности

За разлику од ранијих временских периода када су све хартије од вредности постојале искључиво у материјалном облику на савременом финансијском тржишту оне су представљене у облику електронских записа на рачунима који се воде код централног регистра. С тим у вези, централни регистри представљају веома важне услужне финансијске институције и имају значајну улогу на савременом финансијском тржишту. Ове институције регистују све емитоване хартије од вредности и врше прекњижавање њиховог власништва по разним основама. Да би ефикасно обављали своје основне функције неопходна је њихова адекватна техничко-технолошка опремљеност.

Први централни регистри појавили су се почетком XX века и обављали су послове везане за регистрацију емитованих хартија од вредности. Касније су проширили своју делатност па су поред депозитарних послова почели да обављају и пословне клириншке куће. Централни регистри на савременом финансијском тржишту, поред обављања своје основне делатности која се своди на послове евидентирања издатих хартија од вредности и послове клиринга и салдирања, пружају и додатне услуге које обухватају корпоративне радње, принудну куповину и продају хартија од вредности, позајмљивање хартија од вредности итд.

Централни регистар хартија од вредности Републике Србије основан је 19. новембра 2001. године под својим пуним називом Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности а.д. Београд (у даљем тексту само ЦРХоВ). Као најважнији циљеви ЦРХоВ наводе се: обезбеђење власништва над хартијама од вредности и осигурање права, ефикасан клиринг и салдирање закључених трансакција, односно пренос власништва над хартијама од вредности уз минималне трошкове и примена међународних стандарда и укљученост у међународне институције (Стојковић и Лековић, 2017).

ЦРХоВ се у свом пословању придржава дефинисаних европских и међународних стандарда и принципа усвојених од стране водећих агенција и удружења из ове области као што су: Међународно удружење за услуге са хартијама од вредности (*International Securities Services Association*), Европско удружење централних регистара (*European Central Securities Depository Association*), Европско удружење клириншких кућа (*European Association of Central Counterparty Clearing Houses*) и Удружење националних нумеричких агенција (*Association of National Numbering Agencies*).

Сарадња и интеграција Централних регистара хартија од вредности је важан предуслов њиховог ефикасног функционисања. У условима глобализације и повећане интеграције финансијских тржишта, неопходна је интензивнија сарадња националних централних регистара, нарочито у погледу хармонизације регулативе. Међутим, услед присутних различитости и бројних специфичности замаља, хармонизација регулативе и интеграција централних регистара на међународном нивоу представља веома тежак задатак.

2.3. Инвестициона друштва

Појам инвестиционог друштва укључује брокерско-дилерска друштва и инвестиционе банке. Пружајући бројне инвестиционе услуге и обављајући значајне инвестиционе активности, ова врста услужних финансијских институција заузима важно место у систему директног финансирања. Неке од њихових основних услуга и активности су пријем и пренос налога за трговање, извршење налога за рачун клијента (брокерски послови) и трговање за сопствени рачун (дилерски послови). Међутим, инвестициона друштва могу обављати и друге послове, као што су: управљање портфолијом, инвестиционо саветовање, услуге покровитељства и управљање мултилатералним трговачким платформама. Инвестиционе банке своје активности обављају на примарном финансијском тржишту на којем обављају послове покровитељства, односно пружају услуге везане за продају и дистрибуцију нових емисија хартија од вредности, док брокерско-дилерска друштва делују на секундарном финансијском тржишту на којем тргују већ емитованим хартијама од вредности (Ritter, Silber & Udell, 2004, 255). Може се уочити да инвестициона друштва представљају незаобилазне институције на савременом финансијском тржишту при обављању послова везаних за трговину хартијама од вредности и њихову дистрибуцију.

Брокерско - дилерска друштва

Брокерско-дилерска друштва имају важну улогу у процесу трговања на финансијским тржиштима при чему се могу појавити у улози дилера или брокера. Уколико се на тржишту појављују као дилери налоге за трговање испостављају у своје име и за свој рачун, а уколико наступају као брокери трговину обављају у туђе име и за туђ рачун.

Дилерски послови укључују и послове маркет мејкера који подразумевају истовремено испостављање налога куповине и продаје за исту хартију од вредности, односно ови послови доприносе одржавању ликвидности тржишта и спречавању већих тржишних осцилација у промету одређеном хартијом од вредности (Mishkin, 2005, 580). Маркет мејкери продају хартије од вредности када има је цена у порасту, а купују их када им је цена у паду. На овај начин се обезбеђује континуирана трговина хартијом од вредности која може бити угрожена значајнијом разликом између цене садржане у продајном налогу и цене садржаном у налогу куповине.

Брокерски послови су прави посреднички послови при чему ова друштва за пружене услуге наплаћују провизију. У зависности од развијености тржишта може постојати неколико нивоа посредовања, односно уколико је тржиште развијеније постојаће више нивоа посредовања. Поред брокера који обављају традиционалне послове на берзанском и ванберзанском тржишту, у новије време се све чешће појављују и *forex* брокери који обављају посредничке послове на *Forex Market*-у. На овом тржишту се обавља међународна трговина валутама, али и племенитим металима, сировом нафтом и др.

Пре него што брокерско-дилерско друштво испостави налог за трговање у име и за рачун клијента, у обавези је да провери покривеност тог налога. Покривеност налога за трговање подразумева проверу да ли је клијент обезбедио потребна финансијска

средства уколико жели да испостави налог за куповину, односно да ли је законити власник предметне хартије од вредности уколико жели да испостави налог за њену продају. Испостављањем налога за трговање почиње процес трговања на финансијском тржишту.

На Београдској берзи је крајем 2008. године пословало више од 90 брокерско-дилерских друштава. Међутим, под утицајем глобалне финансијске кризе и значајног пада промета на Београдској берзи, њихов број се из године у годину смањивао. Почетком 2018. године у Србији је пословало само 23 брокерско-дилерска друштва.

Инвестиционе банке

За разлику од брокерско-дилерских друштава која послују на секундарном тржишту капитала, на примарном тржишту се појављују инвестиционе банке. Оне најчешће обављају послове који се односе на организовање, откуп и дистрибуцију емитованих хартија од вредности. Међутим, инвестиционе банке пружају и друге услуге од којих се као најзначајније могу издвојити: услуге консалтинга и управљања активом и пасивом, савети компанијама о инвестиционим стратегијама, помоћ мултинационалним компанијама приликом продора на нова тржишта, заштита од ризика итд.

На примарном финансијском тржишту, инвестиционе банке се могу појавити у улози принципала или агента. Улогу принципала инвестиционе банке остварују када делују за рачун емитента, али користе сопствени капитал и наступају у своје име, а улогу агента када користе туђи капитал и делују у име и за рачун емитента. Због великог ризика са којим се суочавају током пословања, оне углавном не наступају самостално већ формирају конзорцијуме инвестиционих банака. Конзорцијум инвестиционих банака може обављати саветодавну, гарантну и продајну функцију. Саветодавна функција се састоји у давању процена везаних за обим емисије хартија од вредности и услове продаје. Гарантна функција подразумева давање гаранција емитенту да ће емисија хартија од вредности бити продата по планираним ценама и утврђеним количинама. Конзорцијум инвестиционих банака може обављати и продајну функцију. У овом случају инвестициона банка организује примарну продају емитованих хартија од вредности.

Једна од најдинамичнијих услуга које на развијеним тржиштима капитала нуде инвестиционе банке јесте иницијална јавна понуда (*IPO – Initial Public Offering*). При спровођењу *IPO*, инвестициона банка може користити метод чврсте обавезе понуде и метод најбољег напора. У случају употребе првог метода, односно метода чврсте обавезе понуде, инвестициона банка се обавезује да откупи целокупну емисију акција од емитента. Откупљене акције инвестициона банка ће даље препродавати инвеститорима при чему ће потенцијалну зараду остварити на основу разлике у цене. Код метода најбољег напора, инвестициона банка нема обавезу откупа емитованих акција, већ чини „најбољи напор“ да се емитоване акције продају. Код овог метода инвестиционе банке зараду остварију на основу наплаћене провизије. У САД, инвестиционе банке својим корпоративним клијентима пружају саветодавне услуге о

правом тренутку за емисију нових акција, а често и купују новоемитоване акције ради касније препродаје својим клијентима (Rose & Marquis, 2011, 673).

Инвестиционе банке имају важну улогу при коришћењу средстава из *Venture Capital* фондова. Овај капитал представља ризични капитал који је намењен финансирању компанија које су на почетку пословања и носе велики ризик (углавном се ради о високотехнолошким компанијама). Капитал високог ризика се углавном усмерава ка малим и средњим предузећима која су носиоци, односно креатори иновативних производа. С тим у вези, може се рећи да су ови фондови веома значајни за развој сваке земље, јер на директан начин подстичу економски раст.

У Србији је заступљен концепт универзалног банкарства који подразумева да банке поред традиционалних депозитно-кредитних послова обављају и послове инвестиционог банкарства, односно послове везане за трговину хартијама од вредности. Почетком 2017. године послове инвестиционог банкарства у Србији обављало је 13 банака.

Може се закључити да су услужне финансијске институције веома важне за функционисање и развој тржишта капитала. Без адекватне регулације и надзора тржиште капитала не би могло да обавља своје основне функције и било би подложно разним облицима манипулативних активности. Такође, захваљујући ефикасном евидентирању хартија од вредности и прекњижавању власништва над њима, тржиште капитала обезбеђује заштиту интереса свих учесника. Имајући у виду да процес трговања на светским берзама подразумева приступ најсавременијим електронским системима за трговање, за потребе куповине и продаје хартија од вредности неопходно је ангажовање квалификованих инвестиционих друштава.

IV ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА И ЕКОНОМСКИ РАСТ

Основна улога тржишта капитала огледа се у прикупљању штедње и обезбеђивању финансијских средстава компанијама која су им потребна за инвестирање у производну опрему и нова постројења (Boldvin & Viploš, 2010, 548). Подстичући акумулацију она остварују важну улогу у постизању дугорочног привредног раста. Компаније могу доћи до потребних финансијских средстава путем задуживања код комерцијалних банака, али их могу прибавити и продајом обвезница и/или акција на тржишту капитала. Финансијским системима многих земаља доминирају банке. Оне имају доминантну улогу у обезбеђивању кредита и прикупљању штедње. Међутим, иако постоје бројни примери успешних банкоцентричних финансијских система (нрп. Кина и Немачка) у савременим условима се у значајној мери развијају системи којим доминира тржиште. То значи да емитенти продају своје хартије од вредности на отвореном тржишту и на тај начин долазе до средстава која су им потребна. Најбољи пример су финансијски системи Велике Британије и САД. У Србији тржиште капитала још увек није развијено па се компаније углавном ослањају на банкарске кредите.

Како се компаније развијају и шире своје пословање њихове потребе за екстерним финансирањем постају све израженије. У таквој ситуацији компанија се може одлучити

да постане јавна издајући своје акције на организованом тржишту. Међутим, у Србији приватна предузећа још увек нису спремна да се „отварају“ и диверсификују своју власничку структуру. Такође, присутно је неповерење у берзу и неспремност физичких лица да озбиљније инвестирају у акције које су котиране на тржишту Београдске берзе. У САД је присутна доминација домаћинстава (физичких лица) у погледу куповине акција у односу на остале инвеститоре (Rose & Marquis, 2011, 661). То указује да, иако долази до повремених криза на берзама широм света поверење у берзу на овом подручју није озбиљније угрожено. У Србији поверење физичких лица у берзу је још увек на веома ниском нивоу. У Табели I-9. приказано је власништво над предузећима која су регистрована у ЦРХoB.

Табела I-9. Приказ власништва регистрованих предузећа у Централном регистру

Акције у власништву физичких лица (< 5%)	Акције у власништву физичких лица (> 5%)	Акције у власништву правних лица	Друштвени капитал	Акционарски и ПИО фонд	Збирни односно кастоди рачуни	Остало
13%	1%	77%	0%	1%	1%	7%

Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ, ад Београд, збирни приказ власништва

Из приказаних података у Табели I-9 може се уочити да се у власништву физичких лица налази око 14% укупно регистрованих акција, с тим што око 13% чине мањински акционари, односно они који поседују мање од 5% акција компаније. Оваква ситуација је директна последица спровођења Закона о праву на бесплатне акције који је омогућио да се појави велики број малих акционара.

1. Значај развоја тржишта капитала за економски раст

Први радови који су истраживали везу између развоја финансијског система и економског раста потичу још од почетка XX века (Šumpeter, 1911). Многи аутори су установили да је финансијски развој битна одредница будућег економског раста (Gurley & Shaw, 1967; McKinnon, 1973 и King & Levine, 1993). Финансијски систем је изузетно важан јер прикупља штедњу, алоцира капитал, врши корпоративну контролу и смањује ризик управљања. Стога, није изненађујуће што у неким случајевима постоји јака корелација између развоја финансијског система и економског раста (Cecchetti & Schoenholtz, 2011). На основу анализе којом је обухваћено 47 земаља, Rousseau и Wachtel (2000) су дошли до закључка да развијени финансијски сектор има водећу улогу у економском расту. До сличног закључка су дошли и Beck и Levine (2004). Резултат истраживања Tachiwou (2009) такође сугерише да су развој финансијског сектора и економски раст на дуги рок у позитивној корелацији. Развој финансијског сектора прати економски раст који детерминише промене и развој финансијских институција (Brasoveanu, Dragota, Catarama & Semenescu, 2008; Barna & Mura, 2010).

Веза између развоја финансијских берзи и економског раста привлачи пажњу бројних истраживача. У емпиријском истраживању које обухвата 36 афричких земаља је утврђено да се земље које имају берзе брже развијају од земаља које их немају (Ngare, Nyamongo & Misati, 2014). Захваљујући берзи компаније могу брзо и повољно доћи до капитала потребног за инвестиције чиме ће подстицати економски раст. С тим

у вези, истраживање спроведено на примеру Индије показује да тржиште капитала остварује утицај на економски раст (Mishra et al, 2010). С друге стране, Vazakidis & Adamopoulos су утврдили и да економски раст на дуги рок подстиче развој берзе (Vazakidis & Adamopoulos, 2009).

Luintel и Khan (1999) су проучавајући узорак од десет земаља у развоју доказали корелациону везу између развоја берзе и економског раста. На примеру Турске је утврђено да постоји коинтеграциона веза између индикатора развоја тржишта капитала и економског раста (Coşkun, Seven, Ertuğrul & Ulussever, 2017). До сличног закључка је дошао и Adamopoulos (2010) проучавајући ову везу на примеру Ирске. Истраживање које су спровели Levine и Zervos (1998) потврђује и статистички доказује јаку везу између иницијалног развоја берзе и економског раста који након тога следи. Такође, и на примеру Малезије је утврђено да на дуги рок постоји позитивна и статистички значајна веза између развоја берзе и економског раста (Nordin & Nordin, 2016). Неки аутори су узрочну везу између развоја берзе и економског раста доказали само на дуги рок (Atje & Jovanović, 1993; Shahbaz, Ahmed & Ali, 2008; Bahadur & Neupane, 2006; Boubakari & Jin, 2010), док је одређени број аутора везу утврдио и у кратком року (Baboo & Odit, 2009; Aboudou, 2010).

2. Анализа узрочне везе између развоја Београдске берзе и економског раста Србије

У великом броју истраживачких радова величина берзе представља се односом тржишне капитализације акција и БДП-а, док се као показатељ ликвидности користи однос промета акцијама и БДП-а (Boubakari & Ognaligui, 2010; Tachiwou, 2010; Levine & Zervos, 1996). Међутим, за сагледавање ликвидности најчешће се користи однос промета акција и тржишне капитализације акција који је познат као рацио промета (*turnover ratio*).

Међузависност између развоја Београдске берзе и економског раста Србије анализирана је помоћу Грејнцеровог теста узрочности (Granger, 1969). Овај метод се користи при испитивању узрочног односа између две варијабле. Он указује да ако претходне вредности варијабле y значајно доприносе прогнозирању вредности променљиве x онда кажемо да y Грејнцер узрокује x . Супротно, ако претходне вредности варијабле x статистички побољшавају предвиђање варијабле y , онда x Грејнцер узрокује y . Тест се заснива на следећој регресији:

$$y_t = \beta_0 + \sum_{k=1}^M \beta_k y_{t-k} + \sum_{l=1}^N \alpha_l x_{t-l} + u_t \quad (1)$$

$$x_t = \gamma_0 + \sum_{k=1}^M \delta_k y_{t-k} + \sum_{l=1}^N \gamma_l x_{t-l} + v_t \quad (2)$$

Где су y_t и x_t две варијабле, u_t и v_t су међусобно некорелисане случајне грешке, m означава временски период, k и l означавају број помака.

Нулта хипотеза је $\alpha_l = 0$ за свако l и $\delta_k = 0$ за свако k , насупрот алтернативној хипотези да је $\alpha_l \neq 0$ и $\delta_k \neq 0$ за бар неко l и k . Ако је коефицијент α_l статистички

значајан (поуздан), а δ_k није, онда x узрокује y . У супротном случају y узрокује x . Ако су оба коефицијента, и α_1 и δ_k , значајни (поуздани) онда је узрочност обострана. Да би се тестирала хипотеза примењује се F тест који је дат у облику:

$$F = \frac{(RSS_r - RSS_y)/l}{RSS_y/(T-2l-1)} \quad (3)$$

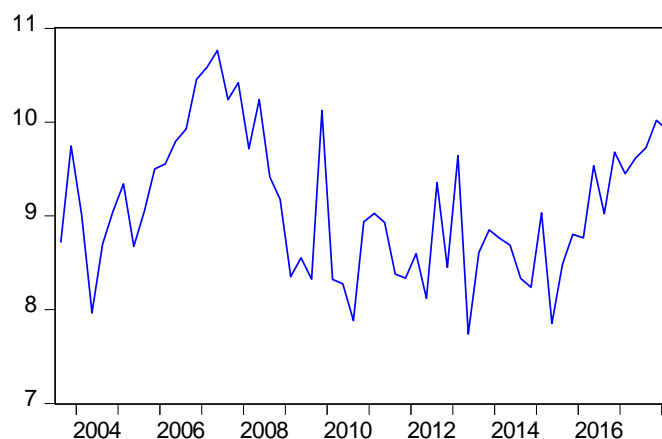
Где је:

- RSS_r - сума квадрираних резидуала са ограничењем,
- RSS_y - сума квадрираних резидуала без ограничења,
- T - број опсервација,
- l - број помака,
- $(T - 2l - 1)$ - број степени слободе.

Заједничка хипотеза за све једначине је $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_l = 0$. Нулта хипотеза је да x Грејнцер не узрокује y у првој регресији и да y Грејнцер не узрокује x у другој регресији (Granger, 1969).

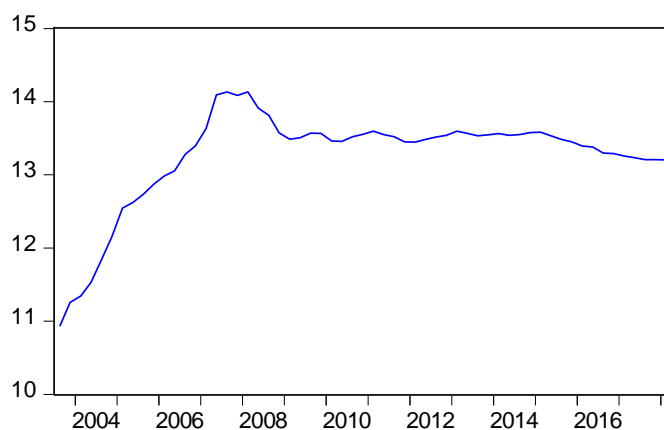
Грејнцеровим тестом се тестира нулта хипотеза (H_0) да не постоји каузална веза. Уколико се (H_0) одбацује уз статистичку значајност, може се закључити да постоји узрочност у тестираном смеру. Затим, тест се спроводи у супротном смеру како би се утврдило да ли узрочност између две варијабле постоји и у том смеру. За сваки пар варијабли постоје две нулте хипотезе које се тестирају. Резултати тестирања су осетљиви на тестиране временске помаке, тако да се мора поновити процедура колико год пута је потребно како би се пронашла одговарајућа дужина помака.

У истраживању су коришћени квартални подаци о оствареном промету акцијама, тржишној капитализацији акција и БДП Србије за период од трећег квартала 2003. године до првог квартала 2018. године. Графички приказ кретања варијабли у логаритамском облику приказан је Сликаом I-2, Сликаом I-3. и Сликаом I-4.



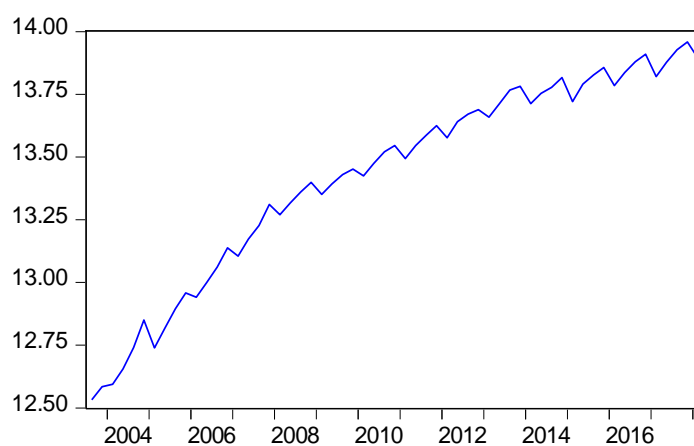
Слика I-2. Промет акцијама на Београдској берзи у логаритамском облику

Извор: Израда аутора на бази података са Београдске берзе



Слика I-3. Тржишна капитализација акција на Београдској берзи у логаритамском облику

Извор: Израда аутора на бази података са Београдске берзе



Слика I-4. БДП Србије у логаритамском облику

Извор: Израда аутора на бази података РЗС Србије

Резултати теста јединичног корена за ове серије података приказани у наредним табелама.

Табела I-10. Резултати примене теста јединичног корена за БДП

$H_0: I(1), H_1: I(0)$		$H_0: I(2), H_1: I(1)$		Детерминистичке компоненте	SW тест
ADF	Бр. доцњи	ADF	Бр. доцњи		
-2.386	0	-5.42*	1	Константа, тренд	6.62

Напомена: * означава статистичку значајност на 1%.

Извор: израда аутора

Табела I-11. Резултати примене теста јединичног корена за тржишну капитализацију

$H_0: I(1), H_1: I(0)$		$H_0: I(2), H_1: I(1)$		Детерминистичке компоненте	SW тест
ADF	Бр. доцњи	ADF	Бр. доцњи		
-3.27	1	-3.976*	0	Константа	1.411

Напомена: * означава статистичку значајност на 1%.

Извор: израда аутора

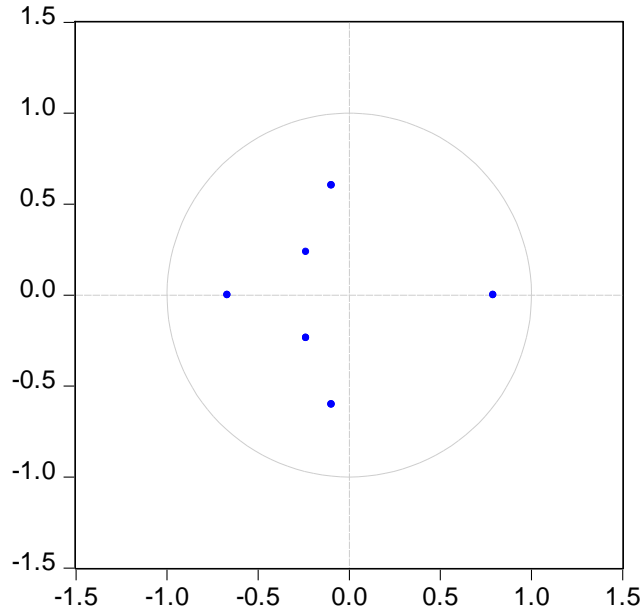
Табела I-12. Резултати примене теста јединичног корена за годишњи промет акцијама

H ₀ : I(1), H ₁ : I(0)		H ₀ : I(2), H ₁ : I(1)		Детерминистичке компоненте	SW тест
ADF	Бр. доцњи	ADF	Бр. доцњи		
-2.09	1	-13.366*	0	Константа	0.413

Напомена: * означава статистичку значајност на 1%.

Извор: израда аутора

Резултати показују да је као одговарајућа детерминистичка компонента одабрана константа, као и да су варијабле нестационарне на нивоу, док након диференцирања постају стационарне.



Слика I-5. Стабилност модела

Извор: израда аутора

Како је оцењен VAR (2) модел, то својства система описује шест карактеристичних вредности придружене матрице, што је приказано на Слици I-5. Уочава се да су вредности знатно мање од јединице, што имплицира стабилност модела.

Табела I-13. Грејнцеров тест узрочности

Нулта хипотеза	χ^2_2	вероватноћа
D(LCAP) не узрокује D(LGDP)	14.35	0.00
D(LTURNOVER) не узрокује D(LGDP)	12.35	0.00
D(LGDP) не узрокује D(LCAP)	2.44	0.29
D(LTURNOVER) не узрокује D(LCAP)	0.72	0.69
D(LGDP) не узрокује D(LTURNOVER)	6.53	0.04
D(LCAP) не узрокује D(LTURNOVER)	4.26	0.12

Извор: израда аутора

Резултати Грејнцеровог теста узрочности су показали да постоји једносмерна узрочност од тржишне капитализације ка бруто домаћем производу, као и од промета у

трговању акцијама ка бруто домаћем производу. На тај начин, установљено је да је тржишна капитализација егзогена варијабла. Прецизније, бруто домаћи производ се у свом кретању прилагођава путањи везе коју формира са тржишном капитализацијом и прометом у трговању. Међутим, утврђена веза није обострана и није довољно јака да би се говорило о берзи као значајном фактору развоја српске привреде. Србију одликује банкоцентричан финансијски систем, док је тржиште капитала неразвијено. На Београдској берзи је тек крајем 2018. године реализован први IPO (први од 1940. године).

Као допуна Гренцер тесту, послужила је декомпозиција варијансе грешке предвиђања која показује колико у укупној променљивости неочекиване промене једне варијабле учествује променљивост осталих варијабли (Табела I-14).

Табела I-14. Декомпозиција варијансе грешке предвиђања бруто домаћег производа

Период	S.E.	D(LGDP)	D(LCAP)	D(LTURNOVER)
1	0.042566	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.051637	84.47434	2.303172	13.22249
3	0.052324	84.02023	3.041817	12.93796
4	0.053953	81.90614	3.305757	14.78810
5	0.054563	80.14434	3.762969	16.09269
6	0.054688	80.14336	3.803686	16.05296
7	0.054749	79.97515	3.997092	16.02775
8	0.054782	79.93545	4.052577	16.01197
9	0.054815	79.83871	4.104496	16.05680
10	0.054822	79.82249	4.124656	16.05285
11	0.054830	79.80299	4.148293	16.04871
12	0.054833	79.79475	4.157765	16.04748

Извор: израда аутора

Резултати декомпозиције варијансе након 12 периода (квартала), показују да преко 79% флукуација у економском расту настаје под утицајем сопственог варијабилитета, док је утицај промета у укупном варијабилитету 16.05%, а тржишне капитализације 4.16%. Из наведеног се може закључити да је за економски раст, али и за развој самог тржишта капитала, много значајнија ликвидност тржишта него његова величина. Ликвидна берза може бити поуздан индикатор будућег дугорочног економског раста. Она обезбеђује потребну ликвидност инвеститорима, омогућава излазећи механизам за *Venture* капитал, даје могућност компанијама да дођу до потребног капитала и пружа информације о квалитету потенцијалних инвестиција.

II ДЕО
КАРАКТЕРИСТИКЕ СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

I КАРАКТЕРИСТИКЕ ФИНАНСИЈСКИХ КРИЗА

Финансијска криза се најчешће повезује са неколико следећих феномена: значајна промена у обиму кредита и ценама финансијске активе; поремећаји у процесу финансијског посредовања и понуди екстерног финансирања; проблеми у билансима економских субјеката (компаније, домаћинства, финансијски посредници) и велики обим државне финансијске помоћи (у форми кредита за ликвидност или рекапитализације). У том смислу, финансијске кризе су типично мултидимензионални процеси који се тешко могу одредити дејством појединачних фактора (Claessens, Kose, Laeven & Valencia, 2014, 5). Финансијска криза се повезује са банкарском паником која углавном креира значајне губитке у производном и финансијском сектору. Такође, она подразумева велике падове на међународним финансијским тржиштима и доводи до оштрог пада економске активности који има потенцијал да изазове економску рецесију (Terazi & Şenel, 2011, 186). Финансијска криза настаје када одређене финансијске институције и/или средства инвестирана у финансијску имовину изгубе највећи део своје вредности. Међутим, иако доводи до губитка великог богатства, финансијска криза не мора увек изазивати и промене у реалној економији (Chtourou, 2015, 146).

Појам финансијска криза углавном подразумева банкарску кризу и кризу девизног курса (Ковачевић, 2010, 575). *Банкарска криза* настаје када банкарски систем неке земље изгуби способност успостављања нормалног трансфера средстава од суфицитарних ка дефицитарним јединицама. Као главни узрок појаве неликвидности и несолвентности банака у прошлости јављало се одобравање ризичних кредита. У савременим условима пословања, промене вредности активе изазване падом тржишних цена хартија од вредности такође могу изазвати неликвидност и несолвентност банака. Уколико се ради о великој банци овај проблем обухвата финансијски систем у целини. Банкарске кризе обично прати и криза поверења па депоненти настоје да повуку средства и из банака које немају проблем са ликвидношћу. Услед велике повезаности националних финансијских тржишта, криза се преноси на банкарске системе других земаља, односно на међународно финансијско тржиште. Овај ток финансијске кризе приказан је Сликаом II-1.



Слика II-1. Зачарани круг финансијске кризе

Извор: П. Кругман, 2010, 94

Финансијски проблеми банака доводе до губитка поверења у ове финансијске институције што за последицу има раст каматних стопа, пад вредности националне валуте и настанак економске рецесије. Утврђивање тачног тренутка када настаје банкарска криза представља веома тежак задатак, с обзиром да се процес развоја кризе разликује од једног до другог појединачног случаја. Неке кризе се развијају постепено, тако што процес започиње малим шоковима који постепено добијају убрзање ширећи се током времена на различите секторе националне или глобалне економије све до тренутка док не поприме системски карактер (као што је био случај у САД). С друге стране, постоје кризе чији се ефекти нагло манифестују и најчешће су последица изненадних шокова (као што је био случај у Мексику након девалвације домаће валуте 1994. године). Негативне последице банкарских криза могу, такође, да се разликују у квантитативном смислу. Неке кризе карактерише потпуни престанак функционисања великог дела банкарског система (као што је био случај у Индонезији крајем 90-их година XX века). У неким земљама, регулаторним мерама и програмима државне помоћи се спречава затварање банака услед неповољних ефеката кризе (као што је био случај у Аргентини 2001. године). Поред тога, неке банкарске кризе узрокују смањење агрегатне тражње, док друге могу да изазову значајне проблеме на дужничком тржишту, у смислу доношења лоших управљачких одлука и одлука о задуживању на нивоу појединачних банака (Laeven & Valencia, 2013, 229). *Криза девизног курса* настаје уколико дође до изненадног пада вредности националне валуте. До овог пада може доћи како у систему фиксног, тако и у систему флукутирајућег девизног курса. У режиму фиксног девизног курса, криза доводи до смањивања девизних резерви, што даље води девалвацији националне валуте. Криза девизног курса изазвана изненадним сељењем капитала у иностранство, у режиму флукутирајућег девизног курса, брзо доводи до дубоке депресијације националне валуте.

Поред банкарске кризе и кризе девизног курса, финансијска криза се може јавити и у облику берзанских крахова. Ови крахови подразумевају нагле падове берзанских курсева услед одређених манипулација и малверзација на берзи. У таквим околностима обично долази до панике међу инвеститорима који почињу све интензивније продавати хартије од вредности. Велики берзански крахови углавном доводе до кризе финансијског система у целини која се преноси и на друге земље.

Динамика макроекономских или финансијских варијабли које доприносе процесу стварања финансијске кризе је екстензивно изучавана. Емпиријске студије су документовале већи број фаза финансијских криза, од почетне фазе (мали финансијски поремећаји) до озбиљних поремећаја на националном, регионалном или глобалном нивоу. Такође, утврђено је да финансијске кризе могу да изазову дугорочне негативне последице у реалном сектору (Claessens, Kose, Laeven & Valencia, 2014, 6).

Kindleberger (1978) и Gorton (1988) сматрају да се финансијска криза јавља на врхунцу пословног циклуса. Они сугеришу да промене у очекиваној профитабилности компанија доводе до смањења кредитирања и банкарске кризе. Међутим, последњих тридесетак година финансијске кризе су постале све чешћа појава па се шпекулативни мехури на савременим финансијским тржиштима могу сматрати редовним појавама.

Креиране су бројне новине са позитивним и негативним дејством на интензивирање финансијских циклуса од којих су најзначајније (Pereira da Silva, 2018):

- Финансијски систем је постао већи по обиму, много више глобалан и међусобно повезан;
- Финансијска глобализација се значајно проширила допуштајући веће локалне неравнотеже и растући јавни и приватни дуг;
- Финансијске иновације су унапредиле систем мерења ризика, створиле су нове производе и омогућиле финансијска достигнућа, али су такође дозволиле да све већа нетранспарентност остане непримећена; и
- Дуги периоди веома ниских краткорочних каматних стопа и веома умерена инфлација су изгледа потврдили потребу потпуне контроле привредног циклуса, али су и подстакли преузимање већег ризика са већим ослањањем на позајмљени, а мање на сопствени капитал.

Глобализација светске привреде либерализовала је међународне токове капитала и обезбедила боље услове за бржи привредни раст и развој. Међутим, она је појачала и осетљивост земаља на утицаје из окружења. С тим у вези, финансијска криза која настане у једној земљи веома брзо се шири и преноси на друге земље.

1. Основна обележја финансијских мехура

У литератури се наводе бројне дефиниције финансијских или шпекулативних мехура које се суштински и не разликују. Финансијски мехури настају када одређена инвестиција достигне вредност која је знатно већа у односу на вредност која је одржива у дугом року, односно мехур настаје када цена неке робе значајно порасте у кратком временском периоду (Maliaris, Kaufman & Evanof, 2012, 43). Према *Pettinger*-у (2013), шпекулативни мехур представља ситуацију када услед раста шпекулативне тражње долази до рапидног раста цене производа или финансијског инструмента који је неодржив у дужем временском периоду (Fetiniuc, Luchian & Gherboveț, 2014, 153). Такође, може се рећи да финансијски мехур настаје када постоји велики обим промета у трговању конкретном хартијом од вредности при нивоу цена који је значајно виши у односу на њену објективну вредност (Gallant, 2009). Такође, финансијски мехур означава кретање цена које није поткрепљено адекватним информацијама у датом тренутку и манифестује се рапидним растом цена (Dimitriadi, 2004, 2627). Мехури се развијају када тржишне цене у дужем временском периоду бележе кретање у смеру који одступа од путање одређене основним или фундаменталним факторима (Sovilj & Stojković-Zlatanović, 2017). Фундаментални фактори су варијабле које могу утицати на кретање цене активе, најчешће акција. У том смислу, уколико резултат добијен применом одређеног модела утврђивања цене значајно одступа од тржишне цене, може се рећи да на датом тржишту постоји шпекулативни мехур.

Шпекулативни мехур се може посматрати као привремени поремећај у функционисању тржишта који је последица претерано велике тражње на тржишту и неоснованог раста нивоа цена на тржишту. Потенцијални купци хартија од вредности уочавају тренд раста цена и формирају притисак на даљи раст цена у циљу релализације натпросечних стопа профитабилности. Финансијски мехур је најчешће

праћен оштрим падом цена и распродајом хартија од вредности. На тржишту акција се најчешће ради о дугорочном порасту цена акција који није заснован на реалном расту добити и дивиденди. Може се рећи да је тржиште акција „у мехуру“ када је утицај стопе раста цена акција на националну привреду већи од утицаја промене девизног курса. Овакав став је карактеристичан за све мехуре из прошлости.

Финансијски мехур је тип инвестиционог феномена који демонстрира и недостатке психологије инвеститора. Инвеститори своја очекивања формирају на нереално високом нивоу тако да је очекивана цена хартије од вредности виша од реалне вредности хартије. Инвеститори улажу новац у ове финансијске инструменте све док не увиде да њихова цена не одражава њихову реалну вредност. С обзиром да мехур нема реалну подлогу, већ је заснован на нереалним очекивањима, у једном тренутку долази до његовог пуцања.

На финансијским тржиштима се јављају две врсте шпекуланата. Прву врсту шпекуланата чине инвеститори који верују да је одређена финансијска актива потцењена. Својим активностима на тржишту они повећавају цену тих финансијских инструмената што ће се дешавати до одређене тачке. Након тог нивоа раст цена почиње да се успорава, док у једном тренутку у потпуности не престане. Ова врста шпекуланата може допринети развоју мехура, али не може довести до ирационалног повећања цена. Опасност настаје појављивањем друге врсте шпекуланата. Њихово понашање на тржишту се може објаснити теоријом под називом “*Greater fool theory*” (Barlevy, 2015, 71). Ова теорија шaljивог назива говори о томе да се мехури на финансијским тржиштима развијају када инвеститори у дужем временском периоду купују одређени финансијски инструмент по цени која је виша од цене коју је платила предходна "највећа будала“ (Lehmann, 2015). Ови шпекуланти својом нерационалношћу угрожавају финансијска тржишта, јер пуцање великих финансијских мехура обично подразумева финансијску кризу.

Bill Conerly (2013) је формирао следећу листу мехура који су забележени у прошлости (Fetiniuc, Luchian & Gherboveț, 2014, 153):

- Роба: злато, шећер, кафа, памук, пшеница;
- Дуг: различити облици државних обвезница;
- Акције: *South Sea* компанија, *British East India* компанија, *Dutch East India* компанија, банке, акције компанија из области железничког превоза, акције компанија високе технологије;
- Некретнине: рудници, земљиште (Француска, Аустрија, Немачка, Флорида, Аризона), хотели, пословне зграде, породичне куће;
- Деривати: робни фјучерси, опције, колатерализоване дужничке облигације, свопови кредитног ризика.

На основу наведене листе мехура може се закључити да постоји неколико облика мехура: тржишни мехур, робни мехур, мехур тржишта акција, кредитни мехур, економски бум/мехур. Као основни узроци настанка шпекулативних мехура, у литератури се најчешће наводе: каматне стопе, вишак ликвидности, психолошки

фактори, морални хазард, финансијске иновације и други узроци (Fetiniuc, Luchian & Gherboveţ, 2014, 156):

Каматне стопе: Ниво каматних стопа утиче на механизме финансијског тржишта и представља значајан фактор у пуцању мехурова. Значајно смањење каматних стопа од стране монетарних власти је најчешће усмерено ка стимулисању економског раста повећањем нивоа задужености инвеститора. Међутим, значајније повећање тражње за кредитима може довести до претераног задуживања које ће повећати ликвидности финансијског тржишта, односно повећати тражњу за финансијском активом. Повећање промета на финансијском тржишту доводи до смањења каматних стопа на банкарске кредите које подразумева и смањење каматне стопе на депозите. Смањење каматне стопе на депозите условиће повећање тражње за алтернативним инвестиционим производима. У целини посматрано, ови ефекти доводе до стимулисања постојећег, али и стварања нових финансијских мехурова. Евентуално повећање каматних стопа довело би до пуцања насталих мехурова. Уколико је мехур значајно нарастао, његово пуцање може довести до настанка финансијске кризе.

Вишак ликвидности: Вишак ликвидности, формиран услед флексибилне политике кредитирања, може да порасте до нивоа који превазилази вредности финансијских инструмената у промету на тржишту. У том случају, долази до настанка „врџег новца“ (*hot money*) што значи да се у циљу улагања вишка ликвидности конкуренција између учесника на тржишту знатно повећава. Повећана улагања инвеститора могу довести до раста цене активе и до постепеног смањења профитабилности инвестиција. Дакле, уочава се да увећани вишак ликвидности може узроковати повећање улагања у ризичне инвестиционе подухвате и стварање шпекулативних мехурова.

Психолошки фактори: Флукуације на финансијским тржиштима су често изазване субјективним факторима везаним за психологију инвеститора. У многим ситуацијама, губици инвеститора на тржишту акција су последица грешака у инвестиционом одлучивању. Једна од најчешћих грешака коју чине инвеститори јесте доношење одлука под утицајем „групног менталитета“, то јест, под утицајем одлука већине. Инвеститори не улажу у складу са претходно одабраним стратегијама већ одлуке доносе на основу понашања других инвеститора на тржишту. Овај утицај се најчешће манифестује на тржишту акција. Према присталицама бихејвиористичких финансија, уколико инвеститор поседује мали број конкретних информација, већа је вероватноћа да прати приступ „групног менталитета“. Што је већи број неинформисаних инвеститора на тржишту, расте и негативан ефекат шпекулативног мехура, чиме се стварају услови за настанак озбиљног пада тржишта акција.

Могу се издвојити два правца одлучивања који су последица „групног менталитета“ (Fetiniuc, Luchian & Gherboveţ, 2014, 156):

- ✓ Куповина у паници: инвеститори уоче повећање цена акција и без спровођења детаљније анализе пословања компаније купују акције у очекивању реализације профита у будућности. У овој фази, инвеститори се руководе општим мишљењем које преовладава на тржишту, у смислу да уколико се чини да је инвестиција исплатива, онда највероватније и јесте тако;

- ✓ Продаја у паници: настаје у ситуацији када шпекулативни мехур пукне, а инвеститори, у намери да лимитирају губитке, продају што је могуће више акција. Притисак на даљу продају акција доводи до краха тржишта акција.

Следећи проблем представља екстраполација психолошких очекивања, у смислу да се будућност пројектује на основу историјских података. Претпоставка коју инвеститори често користе је да, уколико су цене акција расле у прошлости, наставиће да расту у будућности. Инвеститори најчешће овакав вид предвиђања користе за оцену будуће профитабилности улагања у конкретне акције за које постоји очекивање да ће њихове цене расти у будућности. У овом случају, инвеститор очекује да ће успети да акције прода по највишој могућој цени, непосредно пре достизања фазе опадања цене. Међутим, повећање цене по којој се купује акција доводи до смањења стопе приноса на улагање, услед чега инвеститори отпочињу продају акција. Повећана продаја акција има за последицу пад цена акција.

Морални hazard: Банке и други финансијски посредници у неким случајевима послују нерационално, у смислу улагања у ризичне инвестиционе подухвате. Ове институције понекад смањују учешће акционарског капитала у укупној пасиви на изузетно ниске нивое (често и испод 10%). Финансијске институције су нарочито осетљиве на ризик реализације губитака. Уколико финансијске институције изложене ризику доминирају тржиштем постоји велика вероватноћа да ће се тржиште суочити са проблемима, с обзиром да обавезе једне институције представљају активу друге институције. Банкрот једне од великих институција може да изазове „домино“ ефекат. У том случају, финансијско тржиште улази у кризу. Економисти се углавном слажу у погледу оваквог следа догађаја, али неслагање постоји у погледу узрока и механизма за отклањање ових проблема.

Финансијске иновације: Финансијске иновације на тржишту акција олакшавају приступ компанијама које се појављују у улози емитента, као и приступ инвеститорима који су заинтересовани за куповину акција. Сходно томе, акције постају атрактивније за купце. Иновације на тржишту хартија од вредности оптимизирају финансијске токове, али могу да изазову и значајнији раст броја емитената што може довести до кризних дешавања на макрекономском нивоу. С друге стране, појавом финансијских иновација дошло је до повећања међузависности финансијских тржишта, што значи да је олакшан процес преливања негативних ефеката са једног тржишта на друго.

Мехури су по природи хаотични и настају као резултат комбинованог дејства већег броја фактора. Такође, они су и неизбежна последица нерационалности инвеститора приликом процене вредности различитих облика финансијске активе. Развој и пуцање мехура чврсто је повезано са нерационалним очекивањима и психологијом тржишта. За неке инвеститоре се може рећи да су пре пуцања мехура свесни постојања одређених неправилности у ценама на тржишту, али због потенцијалне зараде нису спремни да одустану од ових инвестиција. Психологија и очекивања тржишних учесника могу значајно обликовати тржишна кретања, што моделе фундаменталне анализе чини неадекватним у објашњењу шпекулативних

мехура. С тим у вези, издвајају се два концепта која доприносе разумевању настанка шпекулативних мехура: ефекат стада и нерационални оптимизам (Garber, 2000, 4).

Ефекат стада представља нејасан концепт, с обзиром да полази од претпоставке да су инвеститори налик стаду оваца. Овај ефекат се јавља када инвеститори пасивно мењају своје инвестиционе опције праћењем предводника стада, без улажења у детаљнију анализу исплативости улагања. Међутим, ефекат стада не мора увек да представља последицу нерационалног понашања учесника. Велики приливи средстава на одређено тржиште не морају да представљају потврду деловања ефекта стада, у смислу да мали број инвеститора спроводи детаљне финансијске анализе, а остали „слепо“ прате њихове одлуке. Могуће је да сви инвеститори врше анализе или користе услуге реномираних кредитних агенција, конслатинг компанија и слично. Такође, чињеница да инвеститор нема у структури пословне организације истраживачки одсек, не мора да сугерише да је у потпуности пасиван приликом инвестиционог одлучивања (Garber, 2000, 5).

Нерационални оптимизам је термин који је први употребио Alan Greenspan, председник Борда гувернера Федералних резерви, а односи се на ниво неслагања између нивоа тржишних цена и теоријског нивоа цена. Према овом концепту, оптимизам инвеститора расте у ситуацијама када расту цене акција што може да доведе до прецењивања њихове вредности. Под утицајем овог фактора, вредности берзанских индекса могу да порасту на знатно виши ниво од очекиваног, након чега најчешће уследи велики пад. Уочавање нерационалности је немогуће *ex ante*, већ је могуће тек након пуцања мехура, што значајно умањује вредност овог концепта (Garber, 2000, 6).

Према концепту *Minsky*-ја, могуће је дефинисати пет етапа развоја шпекулативног мехура: реалокација, бум, еуфорија, реализација профита и паника (Fetinius, Luchian & Gherboveț, 2014, 155).

Реалокација (displacement): Ова етапа се односи на појачано интересовање инвеститора за нове парадигме, иновативне технологије или каматне стопе које су на историјском минимуму;

Бум: Цене почињу полако да се повећавају. У првом кораку, цене расту услед промене предмета интересовања инвеститора. Међутим, након тога, све већи број инвеститора улази на тржиште и стопа раста се повећава чиме се стварају услови за креирање бума. Током ове фазе, актива постаје предмет појачане медијске пажње што доприноси повећању броја инвеститора. Предмет трговања се широј јавности представља као јединствена прилика („прилика која се пружа једном у животу“).

Еуфорија: У овој етапи, инвеститори постају неопрезни и занемарују аспект ризичности трансакције, тако да се цена активе значајно повећава у кратком временском периоду. Инвеститори који пропусте инвестициону прилику се третирају као „губитници“, а цене достижу историјске максимуме.

Реализација профита: Ова фаза отпочиње на крају фазе еуфорије. Инвеститори који предвиђају шта ће уследити након еуфорије, почињу да продају активу и реализују огромне профите. Међутим, процена правог тренутка продаје, непосредно пре пуцања

мехура, представља изазован подухват. Пуцање мехура може да буде изазвано и најмањим променама на тржишту, али једном када овај процес отпочне, последице се не могу отклонити.

Паника: У овој етапи, цене почињу да опадају на исти начин како су претходно порасле. Инвеститори и шпекуланти у овој фази желе да што пре изађу са тржишта па продају активу по било којој цени. Понуда предмета трговања се повећава и премашује тражњу, што додатно узрокује даљи пад цене.

Мехур се споро увећава, достижући врхунац тек након неколико година. Након што цене достигну највиши ниво долази до пада, а инвеститори у паници продају хартије што узрокује убрзани пад тржишних цена.

Основна карактеристика мехура је игнорисање ризика од стране већине учесника на тржишту. Наиме, инвеститори свесно занемарују чињеницу да трговање конкретном хартијом од вредности представља шпекулативни подухват који не може да се подржи применом претходно коришћених техника евалуације. Мехуре је тешко проспективно утврдити, с обзиром да се мехури најчешће идентификују ретроспективно, након што се пуцање мехура већ одиграло. Квантитет негативних последица изазваних пуцањем мехура зависи од броја и величине тангираних економских сектора, као и од степена географске распрострањености инвеститора (глобална или локална). Када настане берзанских крах инвеститори постају знатно опрезнији. Међутим, након одређеног временског периода углавном долази до понављања грешака из прошлости. У креирању финансијских мехура који касније доводе до кризе веома важну улогу имају самоувереност и оптимизам инвеститора. На америчком тржишту непосредно пред избијање кризе 2008. године поверење у берзе је било на изузетно високом нивоу. Чак 95% инвеститора је сматрало да је најбоље на дуги рок инвестирати у акције, а чак 90% њих је било убеђено да ће се берза брзо опоравити уколико дође до евентуалног краха (Вучковић, 2009, 221).

2. Узроци финансијских криза

Најважнији узроци финансијских криза су дуготрајна макроекономска неравнотежа и изненадне промене у токовима капитала. У циљу стимулесања привредног раста и подстицања запослености многе земље примењују експанзивну фискалну политику која углавном изазива повећање буџетског дефицита. Када државе немају довољно пореских прихода за финансирање буџетских расхода оне су принуђене да емитују обвезнице. Тржиште капитала у неразвијеним земљама је плитко и неразвијено па држава своје обвезнице често продаје централној банци. У том случају долази до раста новчане масе који се преноси на раст цена. Уколико земља има фиксни или везани девизни курс суочава се са прецењеном вредношћу националне валуте што штети извозу, односно порасту дефицита трговинског биланса. Уколико држава капитал повлачи са домаћег тржишта капитала, путем већих каматних стопа на своје обвезнице, долази до истискивања капитала и умањења обима капитала за финансирање приватног сектора. Прецењена вредност валуте повећава очекивања инвеститора да ће доћи до депресијације, што их приморава да домаћу валуту претворе

у неку чврсту инострану валуту. Ако претварање домаће у инострану валуту добије веће размере настаће притисак на девизне резерве. Један од начина да се спречи смањивање девизних резерви јесте девалвација националне валуте. Дакле, уз прецењену националну валуту по правилу расте трговински дефицит земље који заједно са инфлацијом и буџетским дефицитом може представљати наговештај финансијске кризе.

Уколико се посматрају најчешћи узроци криза у прошлости, на првом месту треба истаћи неодрживи раст цена специфичног облика активе. Бумови на тржишту кредита или финансијске активе најчешће претходе настанку финансијске кризе. Велики број теорија које се односе на узроке криза препознају значај бумова на кредитном тржишту и другим сегментима финансијског тржишта. Међутим, тешко је објаснити зашто настају ценовни мехури или мехури на кредитном тржишту и зашто постају неодрживи, услед чега долази до њиховог пуцања (Claessens, Kose, Laeven & Valencia, 2014, 5). Значајну улогу у развоју финансијских криза у земаљама у развоју имају и структурне неусклађености. Међу овим слабостима, треба нагласити лимитиран развој финансијских тржишта, неадекватан државни апарат, претерану регулацију тржишта, иностране обавезе са валутом деноминације која је снажнија од домаће валуте и страх од примене променљивих девизних курсева (Stoian & Becherescu, 2013). Раст цена одређене активе би требало да доведе до реакције регулаторних органа који надзиру сегмент тржишта на ком се тргује том активом. Како би се спречио настанак кризе у пуном обиму, неопходно је увођење додатног надзора и примена контрацикличних мера на том тржишту. Такође, шпекулативне радње без економске одрживости треба дестимулисати применом посебних мера. Њих обично прате негативни ефекти у смислу стварања панике и вештачког сељења капитала.

По неким ауторима финансијске кризе настају као последица наглог повећања цена активе и/или кредитне активности (Claessens, Kose, Laeven & Valencia, 2014, 6). Нагла повећања цена активе су се јављала и у давној прошлости. У овим ситуацијама цене активе одступају од нивоа који је утврђен применом фундаменталне анализе и испољавају трендове у кретању који су различити у односу на предвиђања применом стандардних модела на перфектним финансијским тржиштима. Мехур, екстреман облик оваквих одступања, може да се дефинише као део укупног узлазног тренда цена активе који се не може објаснити применом фундаменталне анализе (Garber, 2000). Обрасци изражених повећања цена, често праћени падом тржишта, представљају важан елемент финансијске нестабилности, како у развијеним земљама тако и у земљама у развоју. Неки ценовни мехурови су опште познати и детаљно документовани (Тулипманија, Мисисипи мехур и Јужноморски мехур). Током ових периода, цене одређене активе су се нагло повећавале у кратком временском периоду, а затим је долазило до оштрог пада. Нагло повећање кредитне активности представља други заједнички елемент који је претходио финансијским кризама. Повећање леверица, повећаним задуживањем, и улазак у ризичне инвестиционе подухвате, експанзијом кредитне активности, у комбинацији са растом цена активе, често претходе настанку финансијске кризе. И у прошлости, али и у савременим условима пословања, периоди експанзије кредита и екстерног финансирања, праћени крахом кредитног тржишта са

значајним падом цена финансијске активе, су често претходили појави финансијских криза. У том смислу, обрасци промена на финансијским тржиштима земаља Источне Азије, у периоду финансијске кризе током касних 90-их година XX века, су слични онима у скандинавским земљама током ранијих периода финансијске кризе, с обзиром да су банкарски системи у овим земљама били значајно угрожени, као последица изражене експанзије кредитне активности у вези са улагањима у непокретности. Пример САД у касним двадесетим и раним тридесетим годинама XX века укључује одређене елементе карактеристичне за Светску финансијску кризу из 2008. године, као што су нагли раст цена активе, шпекулативне активности на тржишту некретнина и нагло повећање преузимања ризика од стране сектора домаћинства. У релевантној литератури су такође документовани заједнички узрочници, то јест, макроекономске и финансијске варијабле, са сличним обрасцима кретања током ових кризних периода (Claessens, Kose, Laeven & Valencia, 2014, 10).

У најзначајније факторе настанка финансијских криза најчешће се убрајају: асиметричне информације, негативна селекција, морални хазард, сељење капитала, дерегулација и глобална неравнотежа (Stoian & Becherescu, 2013).

Проблем асиметричне информисаности се дефинише као ситуација у којој једна страна у финансијској трансакцији има приступ супериорнијим информацијама у односу на другу страну што може довести до штетног исхода у смислу да неки учесници у трансакцији могу искористити недостатак информација код осталих учесника. Негативна селекција и морални хазард доводе до тога да финансијска тржишта не могу ефикасно да усмеравају финансијска средства ка оним учесницима који их могу најпродуктивније употребити.

Негативна селекција представља неетичко понашање тржишних учесника пре реализације трансакције услед вишка информација који је доступан тим учесницима у односу на друге учеснике. Купац одређене хартије од вредности не може да зна да ли продавац ту хартију продаје због изненадне потребе за ликвидним средствима или због тога што настоји да се ослободи „лоше“ активе.

Морални хазард се јавља у ситуацији када се страна у трансакцији која је заштићена од ризика понаша другачије него у ситуацији када је у потпуности изложена одређеном ризику. У таквој ситуацији појединац или институција не преузима у пуној мери последице својих акција услед чега испољавају ризичније понашање. Обавезу преузимања одговорности за последице свог деловања ови учесници пребацују на трећа лица (углавном на државу).

Сељење капитала се догађа у ситуацији када се финансијска актива или краткорочни капитал, услед одређених догађаја који генеришу економске последице, селе из неке земље. На пример, догађај може бити повећање пореза на капитал или државни мораторијум на исплату јавног дуга, што представља сигнал за инвеститоре да смање активу коју желе да инвестирају у тој земљи. Главни ефекат сељења капитала јесте губитак економског богатства. Такође, у таквим ситуацијама обично долази и до значајног смањења вредности домаће валуте у односу на стране валуте (за променљиви девизни курс реч је о депресијацији валуте, а за режим фиксног девизног курса реч је о

изнуђеној девалвацији валуте у односу на прописани девизни курс). Смањење куповне моћи домаће валуте отежава увоз добара и отплату спољног дуга државе, што може узроковати изненадни прекид у току капитала. Овај прекид представља ситуацију у којој домаћа економија губи приступ међународном тржишту капитала, јер страни кредитори услед флукуација на домаћем финансијском тржишту постају обазривији у погледу позајмљивања домаћим економским учесницима.

Неравнотеже у текућем билансу се све мање сматрају фактором који узрокује макроекономске и финансијске поремећаје. Међутим, чињеница је да је вишак штедње у односу на инвестиције земаља у развоју (пре свега, азијске земље, нарочито Кина) био значајан фактор кретања каматних стопа у свету које су се значајно смањиле у периоду од почетка XXI века до настанка кризе (Stoian & Becherescu, 2013). Ово је био један од важнијих фактора који је подстакао раст кредитног тржишта, смањење премије на ризик и раст цена некретнина у САД у годинама непосредно пре настанка глобалне финансијске кризе 2008. године. Најзначајније учешће у приливима капитала у САД су оствариле европске земље, док су земље са вишковима у текућем билансу (Кина, Јапан, земље ОРЕК-а) имале знатно мање учешће. Ове земље су углавном инвестирале у државне обвезнице и друге мање ризичне хартије од вредности.

Дерегулација спада у ред специфичних фактора који могу условити настанак кризе на финансијским тржиштима. Већина нових финансијских инструмената, који се стварају у процесу финансијских иновација, не подлежу строгој државној регулативи. Управо то и представља разлог зашто се нови инструменти креирају, јер се на тај начин у одређеном временском периоду избегавају регулаторни захтеви и ограничења која се примењују за стандардне финансијске инструменте (Stoian & Becherescu, 2013). У периодима финансијских бумова, може се уочити тенденција ка дерегулацији и ублажавању финансијских ограничења. Већина криза је показала да у овој области постоје значајни недостаци, нарочито у периодима значајнијег раста. У тим периодима, држава у циљу смањења екстремних вредности финансијског и привредног циклуса би требало да наметне додатне контролне механизме у циљу повећања превенције негативних исхода и смањења потенцијалних ризика.

II НАЈПОЗНАТИЈЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ У СВЕТУ

Први финансијски мехур у свету настао је у XVII веку и познат је под називом Тулипманија. Развио се у Холандији где је доживео свој врхунац 1637. године. Након њега, до XX века у свету су забележена још два мехура. Настали су готово истовремено 1720. године у Лондону (јужноморски мехур) и Паризу (мисисипи мехур). До настанка следећег финансијског мехура прошло је доста времена. Он се развио двадесетих година XX века на тржишту акција у САД. У савременој економији забележено је неколико већих финансијских крахова, али је свакако највећи глобална финансијска криза настала 2008. године.

1. Финансијски мехури до XX века

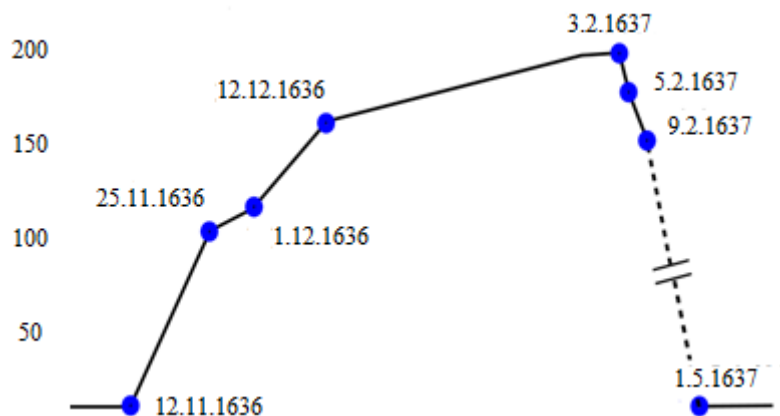
Најпознатији финансијски мехури забележени у свету до XX века су: тулипманија, јужноморски мехур и мисисипи мехур.

1.1. Тулипманија

Тулипманија је назив за пуцање финансијског балона за време холандског златног доба у XVII веку где су уговорне цене за луковице лала достигле невероватно високе износе, а онда су изненада опале. У то време Амстердам је био важна лука и важио за трговачки центар. Имућни холандски трговци су поседовали велика имања и украшавали их прелепим цветним баштама. Најтраженији цветови су биле лале које су трговачким бродовима у Амстердам стигле из Турске. Тридесетих година XVII века лале је напао *mosaic* вирус који им је давао шаре па их је учинио још лепшим. Лале са шарама су биле ретке и веома популарне, па је и њихова вредност расла. Нарочито цењен је био цвет *Semper augustus* који је 1624. године коштао око 1.200 гулдена за шта је могла да се купи омања кућа (Thompson, 2006). У једном тренутку у целој Холандији постојале су само две луковице тог цвета и за њих је нуђено чак 12 хектара земље.

У трговину лалама укључивао се све већи број људи, па је дошло до раста тражње, што је имало последицу и повећање цена. Мехур на тржишту лала почео је да се надувава крајем 1634. године. Било је случајева када су људи продавали сву своју имовину (стоку, кола, куће) како би ушли у ове послове. Луковице лала су достигле толику популарност да су замењивале новац на тржишту. Трговина лалама није била регулисана па је сваки град имао своје тржиште лала. Цвећари су трговали лалама у својим радњама према сопственим правилима и нису постојале никакве гаранције за склопљене уговоре.

Пошто су купци складиштили луковице, спремајући их за сезону узгоја, понуда на тржишту је значајно опала, а тражња не само да се није променила већ се и увећала. Ограничене количине луковица, појава *mosaic* вируса, у комбинацији са богатим тржиштем у златном добу успели су да подигну цену 1637. године за неке луковице на 10.000 гулдена. У то време тулипманија је достигла врхунац. Луковице које су имале почетну цену 60 гулдена су достизале цену од 1.500 гулдена (Garber, 1989). За само месец дана прецењене луковице су увећале цену чак двадесет пута. Када је достигла максимум, вредност једне луковице била је једнака годишњем приходу мајстора занатлије. Међутим, ова ситуација није дуго трајала. Када су власници одлучили да уновче своје профите започет је стрмоглави пад цена. Услед пада цена сви су настојали да се што пре ослободе својих луковица, чиме је пад цена додатно убрзан. У фебруару 1637. године дошло је до пропасти берзе луковица лала (Слика II-2). Многи трговци су изгубили читаво богатства. Од фебруара 1637. године до фебруара 1642. године цене луковице лала опадале су годишње у просеку по стопи 32% (Garber, 1989).



Слика II-2. Индекс цена лала у периоду 12.11.1636 – 1.5.1637. година

Извор: Thompson, 2006, 101

Слика II-2. сумира доступне податке о ценама лала с индексом цена пондерисаним квалитетом у датом временском интервалу. Пошто су предметни цветови лала редовно засађивани у јесен и вађени искључиво у пролеће, предметне цене у овом случају су цене које се јављају у уговорима о будућој испоруци.

1.2. Мисисипи мехур

Мисисипи мехур је шпекулативни мехур који се развио упоредо са британским Јужноморским мехуром. Почетком XVIII века јавне финансије Француске су, након учешћа у ратовима, биле у веома лошем стању. То је приморало војводу од Орлеанса Филипа I да се обрати Џону Лоуу (John Law) да му помогне око сређивања финансијског стања државе. Шкотланђанин Џон Ло је представио финансијску иновацију конверзије јавног дуга у капитал. Он је у Паризу 1716. године да би пружио подршку јавним финансијама основао банку (*Banque Générale*). Систем Џона Лоа представља револуцију у области монетарне економије и први корак у престанку коришћења злата и сребра као средстава плаћања (Меровси). Његова банка је примала депозите у племенитим металима, док су одобравани зајмови у папирним новчаницама. Односно, ова банка је узимала злато и сребро, а заузврат издавала “папирне” банкноте. Банку је као такву прихватила француска јавност, јер је држала званичну валуту Француске. *Banque Generale* је градила своје резерве путем емитовања акција и на основу профита оствареног финансијским управљањем француске владе (Меровси).

Годину дана касније купио је компанију (*Mississippi Company*, касније познату и као *Compagnie des Indes*) која је од Краљевства добила одобрење да колонизује територију Луизијане. Лоова компанија „Мисисипи“ припојила је још неколико трговачких фирми, а 1720. године спојила се с његовом Краљевском банком и тако је настала јединствена приватна компанија која је контролисала већи део француске државне благајне. У јануару 1720. године, на свом врхунцу, Ло је био на челу Система као извршни директор компаније (и директор банке), али и министар финансија који је уживао потпуно поверење. Банкноте банке су наменски заузимале место кованог новца (Jeremy & Larry, 2009, 100).

Супротно Лоуовим очекивањима, инвеститори су желели исплату зараде у чврстој валути (злату и сребру). Као одговор на то, он је увео делимичну исплату у чврстој валути, што заправо значи увођење ограничења на чврсту валуту и скидање француског франка са златног стандарда и његово везивање за акције у Мисисипи компанији. С обзиром да је *Banque Générale* радила на принципу делимичних резерви, вредност папирних новчаница је неколико пута превазишла резерве племенитих метала. Резултат је била висока инфлација и велики пад цена акција компаније „Мисисипи“. Тиме је у јуну 1720. године дошло до краха формираног шпекулативног мехура.

Цене акција Мисисипи компаније удесетостручиле су се 1719. и почетком 1720. године (Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst, 2013). Незванично улично тржиште акција достигло је изванредне висине, а цене су се са 500 у мају 1719. године попеле на 9.000 у јануару 1720. године (Jeremy & Larry, 2009, 100).



Слика II-3. Цене акција *Mississippi Company* (Мисисипи мехур) (у FRF)
Извор: Larry, 2012

У јулу 1718. године, када је закључена почетна понуда, цена акције Мисисипи компаније била је око 250 ливри. Након реструктурирања компаније 1723. године, цена акције (која укључује корекцију повезану с поделом акција и променом обрачунских јединица) износила је 320 ливри. У међувремену је цена акција достигла највишу вредност од 9.525 ливри 2. децембра 1719. године (а вероватно и близу 10.000 ливри тик пре Божића), док је најнижу вредност од око 50 ливри имала у марту 1721. године (Jeremy & Larry, 2009, 108). Систем је пропао због истовременог и драстичног пада тржишне вредности новца и капитала.

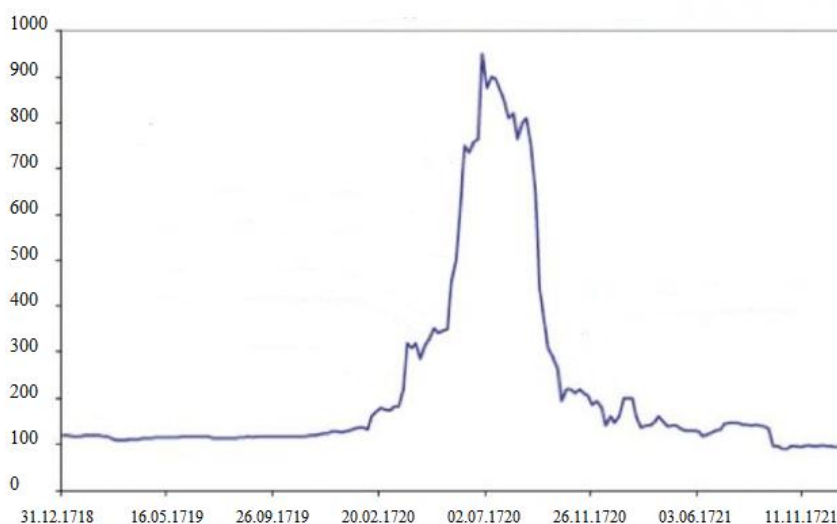
1.3. Јужноморски мехур

Због финансирања рата против Француске, Енглеска је почетком XVIII века направила велики јавни дуг. Двадесетих година овај дуг је износио чак тридесет милиона фунти. Како би могли да га отплаћују, представници енглеског Парламента су одлучили да позајме новац од *South Sea Company*. Овој компанији би заузврат уступили право за трговину у областима Јужне Америке и Мексика. На позајмљених 10 милиона

фунти Енглеска је требала да плати и камату по истеку уговора од 6%. Ова компанија се бавила куповином људи из области Западне Африке, а потом их продавала као робове у земље Јужне Америке и Мексика. Јужноморска компанија основана је 1711. године услед очекивања да ће мир постигнут између Шпаније и Енглеске по окончању Рата за шпанско наслеђе изродити профитабилне трговинске прилике у “Јужним морима” (Voth, N. J., 1). Међутим, компанија све до 1717. године није остваривала профит. “Утрехтским уговором” из 1713. године овој компанији је дозвољено да годишње шаље само један брод са товаром који не превазилази тежину од 500 тона (Larry, 2012). И поред наведених ограничења, ова компанија је била релативно успешна у својој основној делатности. Скоро сваке године испуњавала је постављену квоту од 4.800 робова. Током 1719. године започет је нови програм – конверзија државног дуга у капитал Јужноморске компаније. Носиоци дуга насталог услед зајма 1710. године добили су понуду да своју својину конвертују у акције компаније. Влада се сагласила да ће камату уплаћивати компанији уместо носиоцима дуга. Ова компанија је разменила 1.048.111 британских фунти за новемироване акције и држава јој је уплатила износ годишње камате (Temin & Hans-Joachim, 2005). С друге стране, и носиоци дуга су били у добитку пошто су стари (и неликвидни) зајмови замењени ликвидним акцијама компаније (Voth, N. J., 1). Јужноморска компанија је стекла право да изврши конверзију у марту 1720. године.

Јужноморска компанија је остваривала губитке, али је у стварности створен привид њеног успешног пословања па је владало велико интересовање за акције. У ову манипулацију били су умешани и чланови Парламента. Они су најпре куповали акције од компаније. Затим, када су цене акција довољно порасле, они су продавали компанији њене акције. Компанија би те акције даље продавала по знатно већој вредности. Међутим, ова компанија није је остваривала губитке. Они су се покривали новим емисијама акција за којима је постојала велика тражња која је подизала њихову цену. Велики промет акцијама је довео до тога да је тржишна капитализација *South Sea Company* била око 500 милиона фунти што је било око пет пута више од укупне вредности готовог новца свих земаља тадашње Европе (Sovilj & Stojković-Zlatanović, 2017). Шкотски министар финансија Џон Лоу је купио чак 20.000 акција што је допринело да цена ових акција у мају 1720. године буде 500 фунти, а крајем августа duplo више.

У периоду од почетка јануара до марта 1720. године цена акција ове компаније је порасла са 128 на 255 фунти (Hans-Joachim Voth, 2). Овај раст је настављен све до јуна 1720. године (Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst, 2013). У првој половини 1720. године вредност акција Јужноморске компаније је порасла за око 700%, да би у другој половини исте године њихова вредност опала на ниво од око 50% изнад вредности са почетка године (Malliaris, Kaufman & Evanoff, 2012, 13). Само током септембра акције ове компаније су изгубиле око 60% вредности (Garber, 1990, 51). До краја године цена акција се вратила на почетни ниво од 100 фунти, па чак и испод њене номиналне вредности (Слика II-4).



Слика П-4. Цене акција *South Sea Company* (Јужноморски мехур)

Извор: *Vintage Value Investing, 2016*

Током ове финансијске манипулације пропао је велики број богатих улагача и њихових породица. Након тога, у циљу заштите инвеститора од сличних обмана Парламент је 1720. године усвојио тзв. "Закон о мехуру" (Bubble Act). Овим законом је било забрањено оснивање нових акционарских друштава без дозволе надлежног државног органа. Парламент је распуштен 1721. године и покренута је истрага везана за *South Sea Company* која је доказала умешаност великог броја чланова Парламента. Након кризе, компанија је наставила пословање. Међутим, њена примарна делатност била је управљање дугом Енглеске, док јој је трговина робовима била забрањена.

2. Финансијске кризе XX и XXI века

Током XX и XXI века забележен је велики број локалних и две глобалне финансијске кризе. Прва финансијска криза ширих размера развила се крајем двадесетих година XX века. Ова криза се појавила на тржишту акција, али је за кратко време обухватила целокупан финансијски сектор САД. Такође, ова криза је изазвала бројне негативне последице у реалном сектору и означила прекретницу у економској теорији. Као одговор на ову кризу, дефинисана је строжија финансијска регулатива која је била веома делотворна у сузбијању будућих кризних дешавања. До седамдесетих година XX века у свету није било значајнијих системских поремећаја у банкарству. Финансијска либерализација и дерегулација су условиле бројне финансијске кризе током осамдесетих и деведесетих година.

Поред велике економске кризе настале крајем двадесетих година, као највеће и најзначајније финансијске кризе XX и XXI века најчешће се наводе:

- Крах Волстрита 1987. године
- Криза у Јапану
- Криза у скандинавским замљама
- Криза у Мексику
- Азијска криза
- Криза у Русији

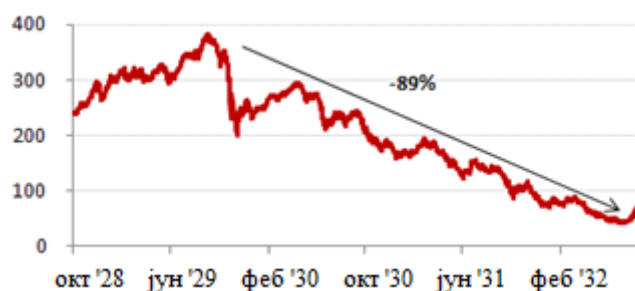
- Криза интернет компанија
- Криза у Аргентини
- Глобална финансијска криза

Ове кризе су изнова покретале дебате о успостављању нове међународне финансијске структуре. Такође, оне су показале да савремена финансијска тржишта карактерише изразита нестабилност (Stoian & Becherescu, 2013, 201).

2.1. Велика депресија 1929-1933. година

Након Првог светског рата у САД је дошло до стварања низа повољних околности које су државу поставиле на место водеће економске, политичке и војне силе у свету. С тим у вези, током двадесетих година дошло је до великог раста тржишта акција. Логична последица повећане тражње за акцијама била је раст њихових цена. Промет акцијама и њихова вредност су расли из године у годину. Током 1921. године промет акцијама износио је 171 мил. USD, а 1929. године 1,1 млрд USD. Вредност нових емисија акција од краја Првог светског рата до настанка кризе тридесетих година била је преко 50 млрд USD (Дугалић и Штимац, 2011, 103). Тржишна капитализација акција листираних на NYSE повећала се са 27,1 млрд USD почетком 1925. године на 89,7 млрд USD у септембру 1929. године.

Међутим, 24. октобра 1929. године појавила се велика паника код инвеститора и настојали су што пре да продају акције. Обимном куповином акција од стране утицајних људи, великих индустријалиста, тржиште је успело да се стабилизује и релативно опорави од овог иницијалног шока. Ипак, велика задуженост инвеститора, компанија и потрошача, несолвентност банака и њихови стечајеви, нефлексибилност златног стандарда и зарада и други негативни трендови узроковали су једну од највећих депресија (Mansharamani, 2011, 125). Од 1929. године до средине 1932. године *Dow Jones* индустријски просек је пао са 386 на 41 поен. Тржишна капитализација акција листираних на NYSE је средином 1932. године износила 15,6 млрд USD. Када је 11. децембра 1930. године затворена *Bank of America* дошло је до домино ефекта. Само током поменутог месеца банкротирало је 352 банке. Пропадање банака представљало је велики проблем и током убрзаног развоја 1920-их година када је број пропалих банака био чак 600 годишње. Током кризе у САД, у периоду од четири године, затворено је око 9.000 банака па је њихов број опао на 40% од почетног (Sovilj & Stojković-Zlatanović, 2017, 146). Пад *Dow Jones* индустријског просека у периоду велике депресије био је 89% (Слика II-5).



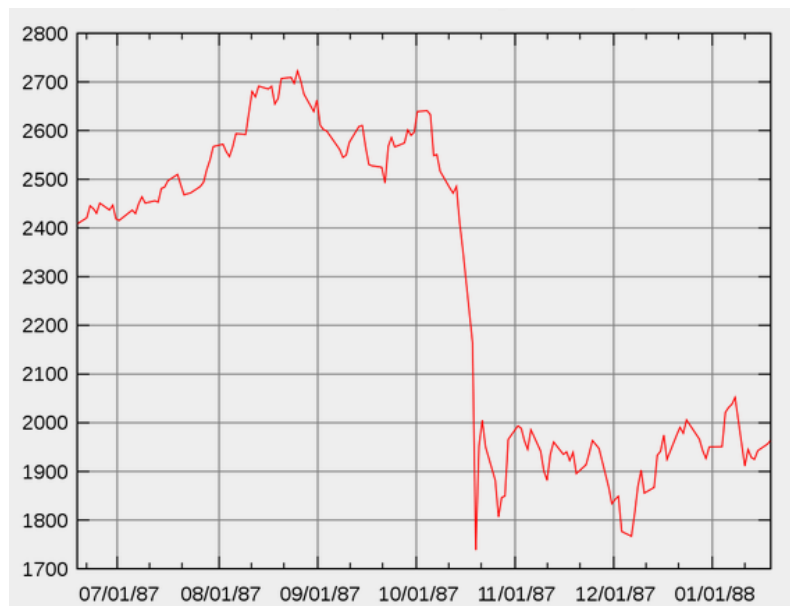
Слика II-5. Кретање DJIA у периоду од октобра 1928. до фебруара 1932. године

Извор: Western, 2004

Криза је довела до великог пораста незапослености у САД која је 1929. године износила 3,2% а 1932. године 24,1% (Western, 2004, 185). Узроци депресије били су велике обавезе из Првог светског рата, стерилизација злата, контракциона монетарна политика (након експанзионистичког периода), протекционизам и превелика продукција житарица и, наравно, крах тржишта акција (Rothermund, 1996, 48). Теоријске расправе о узроцима и последицама Велике депресије довеле су до развоја нове научне дисциплине, савремене макроекономије. Након кризе, државе су са више или мање успеха стимулисале економију монетарном и фискалном политиком, што је отворило врата „кејнзијанске револуције“.

2.2. Крах Волстрига 1987. године

Почетком осамдесетих година XX века у САД-у је био присутан велики оптимизам код инвеститора који је довео до великог раста цена акција. Међутим, 19. октобра 1987. године је дошло до драстичног пада цена акција. Невероватно урушавање тржишта акција скренуло је пажњу јавности на компјутеризовану трговину као никада до тада. Рачунарски програми углавном служе као рутински окидачи за доношење одлука о куповини и продаји огромне количине акција у великим портфељима као што су пензијски планови. Тог "црног понедељка" индекси развијених берзи су изгубили више од 20% вредности за само један дан. Dow Jones индустријски просек је пао за 508 поена.

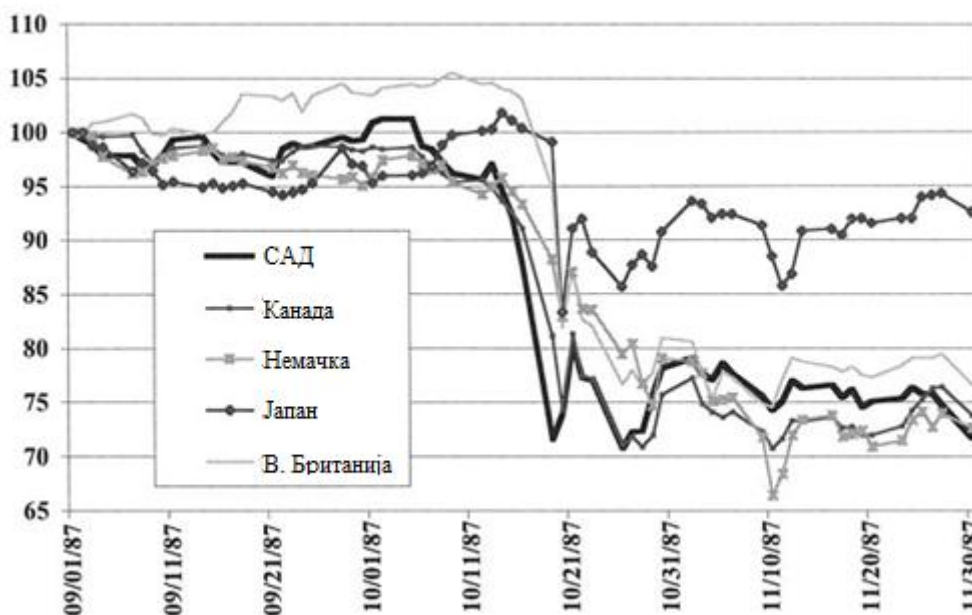


Слика II-6. Кретање DJIA у периоду 19.6.1987 – 19.1.1988. година

Извор: Ritholtz, 2012

У октобру 1987. године урушавање америчког тржишта утицало на велика тржишта акција широм света. Ови случајеви показују да драстична кретања на једном тржишту акција могу значајно утицати на тржишта сасвим различитих величина и структура широм планете.

Промене најпознатијих светских берзанских индекса током берзанског краха насталог 1987. године у САД приказане су Слика II-7.



Слика II-7. Промена најпознатијих берзанских индекса током краха Волстрита 1987. године

Извор: *Forbes & Rigobon 2002, 2226*

Након оштрог пада, најмањи пад претрпео је јапански берзански индекс који се релативно брзо стабилизовао на 90% вредности од 1. септембра 1987. године (остали берзански индекси су били испод 80% своје вредности).

Ова криза је била резултат огромне продаје хартија од вредности проузрокованих програмираном трговином. Уопштено гледано, ова трговина представља фактор стабилности само када је само тржиште релативно мирно. Када тржиште постане „вруће“, компјутеризована трговина лако може постати фактор нестабилности (Waldrop, M. M.). За овакву трговину карактеристично је то што када се цене појединих хартија од вредности спусте испод одређене границе, рачунар одмах издаје налог за њихову продају. Крајњи резултат овакве трговине био је остваривање добити на основу разлике између цена деривата и хартија од вредности који стоје у основи деривата. С обзиром да је цена деривата била потцењена у односу на активу, улагачи су куповали деривате, а продавали активу, што је и довело до слома на берзи (Sovilj & Stojković-Zlatanović, 2017). Криза је потрајала неколико недеља, а онда су улагања почела да расту. Било је потребно три године да би индекс Dow Jones достигао ниво пре слома 1987. године, односно тржиште је уз малу помоћ FED-а успешно пребродило ову кризу. Након ове кризе, на америчком тржишту акција формирао се дугогодишњи узлазни тренд (*Bull Market*) који је трајао приближно дванаест и по година.

2.3. Криза у Јапану

Осамдесетих година XX века на тржишту акција и хипотекарном тржишту у Јапану формирао се финансијски мехур. У посматраном периоду порасло је кредитирање банака концентрисано на секторе некретнина и грађевинарства. Најпре је јапански индекс акција Nikkei 225 остварио значајан раст. Вредност овог индекса се 1985. године кретала око 10.000, а 19. јануара 1989. године Nikkei 225 индекс је износио 38.916 (Franklin & Douglas, 2000).



Слика II-8. Кретање Nikkei 225 индекса у периоду 1980-1995. година

Извор: Weinstein, Kashyap & Hamada, 2011, 20

Реална вредност Nikkei 225 индекса је утростучена у периоду од јануара 1985. до децембра 1989. године. Након тога, овај индекс је доживео стрмоглави пад и са собом повукао тржиште некретнина. Пад цена акција и некретнина је почео у јануару 1990. године. (Kühnlens, 2014, 10). Овај пад је смањио способност високо задужених компанија да измирују своје обавезе по основу узетих кредита. Средином 1992. године индекс Nikkei 225 је био на нивоу од око 20% изнад вредности из јануара 1985. године (Weinstein, Kashyap & Hamada, 2011, 17).

Развоју финансијког мехура знатно је допринео документ под називом *Plaza Accord* који су Јапан и друге развијене земље потписале 1985. године (Western, 2004, 203). Циљ овог документа био је депресијација америчког долара у односу на јапански јен како би САД повећале извоз у ту земљу. Међутим, страна имовина је постала релативно јефтина за јапанске инвеститоре. Имајући у виду да су имали велику акумулирану штедњу, јапански инвеститори преузимали луксузне и ексклузивне некретнине и спортске терене на подручју САД и Европе. Такође, у периоду од 1985. до 1987. године *Bank of Japan* је смањила референту каматну стопу са 5% на 2,5%. Јапан је у то време постао земља презасићена капиталом. Настала је велика кредитна експанзија која је у великој мери била усмерена на тржиште некретнина. Инвеститори су повећаном тражњом стимулисали настајање мехура. Земља и некретнине су се користили као колатерал за узимање нових зајмова и формирао се континуирани процес раста њихових цена. Такође, за шпекулативно инвестирање на тржишту акција користили су се и зајмови. Они су одобравани на основу прецењене земље, некретнина и акција, што је изазвало проблем солвентности банака када је мехур „пукао“.

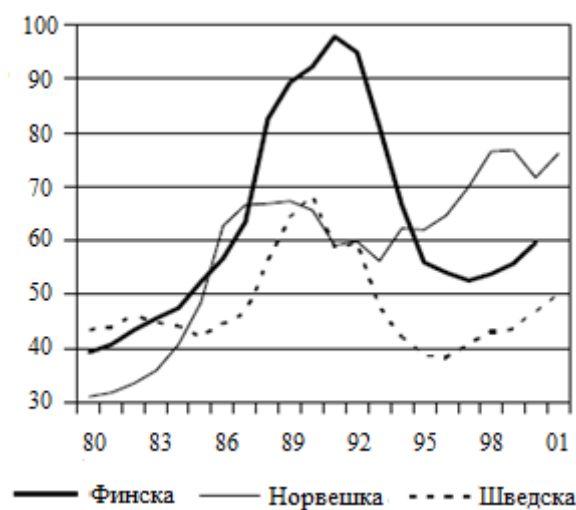
Крајем 1990. године догодио се симултани крах на овим тржиштима што је увело Јапан у економску кризу. Као најзначајнији фактори који су довели до ове банкарске кризе углавном се наводе претерано кредитирање, негативан утицај дефлације активе и

неуспех политике да локализује проблем (Тодоровић, 2013, 219). Период који је уследио након појаве кризе познат је као „Изгубљене деценије“, јер је Јапану за опоравак требало више од 10 година. Стопа раста БДП-а по глави становника у периоду између 1991. и 2000. године у просеку је износила 0,5% (Hayashi & Prescott, 2002). У периоду 1991-2002. година БДП per capita Јапана порастао је само за 7%, док је у САД његов раст за исти период био 22% (Weinstein, Kashyap & Hamada, 2011, 1). Проблем Јапана у посматраном периоду је био мали раст продуктивности који је настао као последица политике која је субвенционисала неефикасне компаније и индустријске гране у опадању. Системска банкарска криза у Јапану наметнула је потребу за реформама које су имале за циљ да стабилизују и реструктурирају банкарски систем.

2.4. Криза у скандинавским земљама

Крајем осамдесетих и почетком деведесетих година XX века Норвешку, Финску и Шведску је задесила банкарска криза. Норвешка је 1986. године била суочена са проблемом пада цене нафте. Ефективни трошкови задуживања у овој земљи су, услед измена пореских закона, ниже инфлације и повећаних каматних стопа, значајно порасли. У Финској и Шведској су такође биле повећане каматне стопе, с тим што је Финска 1990. године била погођена и падом извоза у бивши Совјетски Савез. У јесен 1992. године Финску и Шведску је погодила и валутна криза коју су узроковале осцилације каматних стопа и девизних курсева. Иако су се до тада банкарске кризе већ појавиле, може се рећи да је у овим земљама постојала узајамна повратна спрега између валутних и банкарских криза (Englund, 1999).

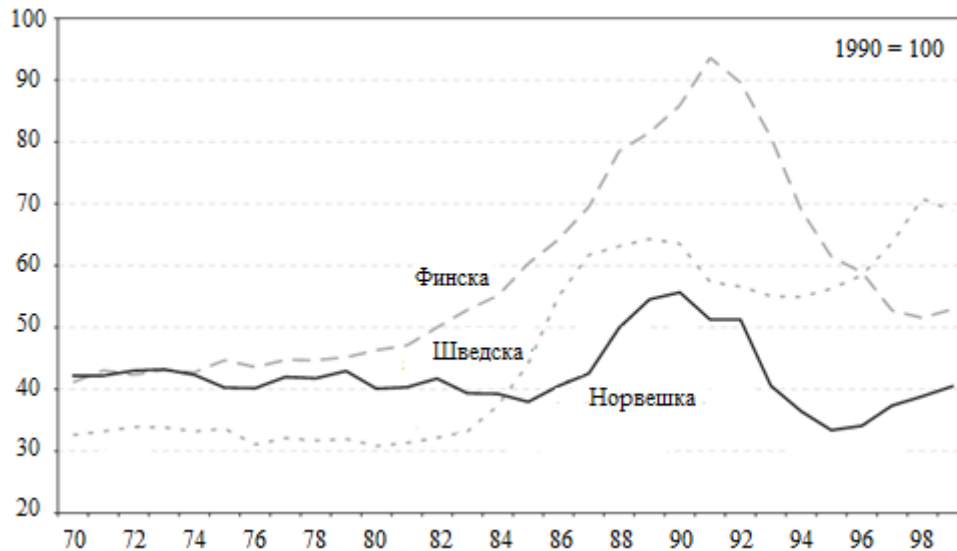
Шок изазван падом цене нафте је спречио дугорочнији економски процват Норвешке. Овај шок је вероватно кључан за објашњење узрока истовременог настанка банкарских криза у ове три државе, пошто су оне погођене истим повећањем каматне стопе који је стигао из Немачке (Thorvald, Jon & Bent, 2004). Финансијском либерализацијом укинута су квантитативне баријере у пословању банака што је довело до повећања обима банкарских кредита у овим земљама (Слика II-9).



Слика II-9. Укупни кредити банака у Финској, Норвешкој и Шведској у периоду 1980-2001. година (као % БДП)

Извор: Moe, Solheim & Vale, 2004, 80

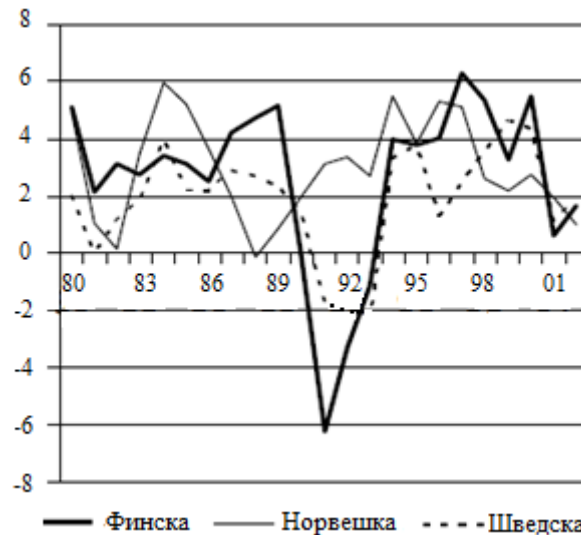
У периоду пре настанка банкарских криза у Финској, Норвешкој и Шведској дошло је до великог раста учешћа банкарских кредита у БДП. Нарочито велики раст забележен је у Норвешкој где је непосредно пред настанак кризе укупан ниво кредита свих банака био веома близу да достигне ниво БДП. Повећаним обимом укупних банкарских кредита дошло је и до повећања обима ризичнијих кредита који су за релативно кратко време постали неперформансни (Тодоровић, 2013, 220). Такође, пораст банкарског кредитирања довео је до раста хипотекарног тржишта (Слика II-10).



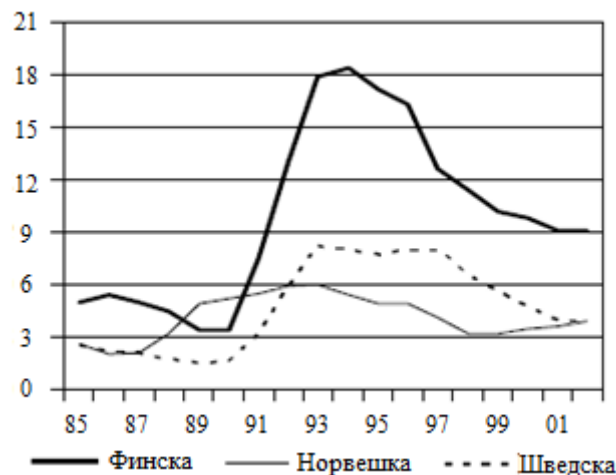
Слика II-10. Индекс цена некретнина у Шведској, Финској и Норвешкој у периоду 1970-1999. година

Извор: Jonung, 2008, 6

Крајем осамдесетих година цене некретнина су опале што је довело до великих губитака на кредитном тржишту. Након насталог проблема у банкарском сектору, у Шведској и Финској су се појавиле и валутне кризе. Оне су условиле прелазак са фиксних на флексибилне девизне курсеве. Пад вредности валуте одвео је многе компаније које су се превише задуживале у страном валути у стечај што је довело до смањења кредитирања од стране банака. Зависност од финансирања из страних извора довела је до проблема са ликвидношћу банака. У Норвешкој је пад вредности валуте био мањи и наступио је након банкарске кризе (Thorvald, Jon & Bent, 2004). Поред брзог решавања насталих проблема у банкарском сектору, ове земље су се у овом периоду ипак суочиле са макроекономским падом. Финска, Норвешка и Шведска су оствариле значајан пад у стопи раста реалног БДП (Слика II-11). Такође, и стопе незапослености су током кризе биле на изразито високом нивоу (Слика II-12). Пад привредне активности резултирао је увећањем банкарских губитака у овим земљама.



Слика II-11. Стопа раста реалног бруто домаћег производа Финске, Норвешке и Шведске у периоду 1980-2002. година
 Извор: Moe, Solheim & Vale, 2004, 80



Слика II-12. Стопа незапослености у Финској, Норвешкој и Шведској у периоду 1985-2002. година
 Извор: Moe, Solheim & Vale, 2004, 80

Искуство нордијских земаља са финансијском либерализацијом у извесној мери доприноси разумевању узрока и последица финансијских криза. Промена смера макроекономске политике и пад вредности имовине изазвали су системску банкарску кризу у Норвешкој, Финској и Шведској. У Норвешкој је било потребно неколико година од почетка економског пада (1987. година) до врхунца банкарске кризе (1991. година), док се у Шведској и Финској криза релативно брже развила (Thorvald, Jon & Bent, 2004). Криза је довела до крупних промена у овим земљама, нарочито у Финској и Шведској, које су им омогућиле да се касније претворе у брзорастуће економије. У поређењу са банкарском кризом у Јапану кризе ових земаља су релативно брзо решене. Финска, Норвешка и Шведска су своје банкарске кризе пребродиле увођењем шеме стопостотног осигурања депозита, давањем гаранција за банкарске кредите, пружањем финансијске помоћи у циљу обезбеђења ликвидности, преузимањем банака које су биле у проблему и продајом неперформансне активе из биланса (Stutts & Watts, 2009, 590).

2.5. Криза у Мексику

Финансијска криза која је 1994. године задесила Мексико позната је као „Текила криза“. Криза се јавила као последица велике девалвације пезоса. У циљу покрића вишка инвестиција у односу на домаћу штедњу, Влада Мексика је подстицала прилив иностраног капитала. Мексико је имао дефицит текућег рачуна још од 1988. године (Kimberly, 2014). У периоду између 1988. и 1994. године трговински дефицит ове земље се све више повећавао што наговештавало проблем са ликвидношћу. У посматраном периоду Мексико је био суочен и са повлачењем страних инвеститора. Ипак, ово се односило на кризу ликвидности у првих 6 месеци по избијању кризе.

Федералне резерве САД су током 1994. године, ради спречавања инфлаторних притисака, почеле подизати каматне стопе. Да би спречио одлив капитала, Мексико је такође повећао домаћу каматну стопу и емитовао краткорочне хартије од вредности деноминирани у доларима тзв. „tesobonos“. Међутим, инвеститори су страховали да Мексико неће бити у стању да плаће ове дугове и наставили су са повлачењем капитала (Слика II-13).



Слика II-13. Стране директне инвестиције и акцијски портфолио у Мексику у периоду 1989-1996. година

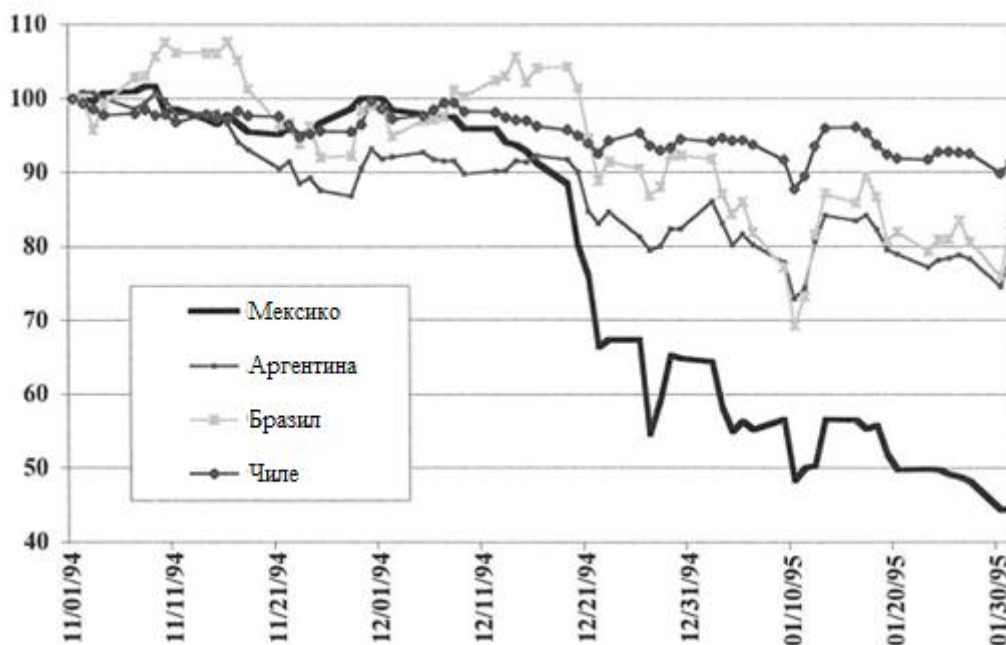
Извор: Van der Molen, 2013

Пошто је пезос достигао девалвацију од 10% (слободно флукутирајући на тржишту), страховања инвеститора довела су до одлива капитала, што је завршило великим задуживањем Мексика код САД и Међународног монетарног фонда (ММФ) (Kimberly, 2014). Уз девалвацију, оживела су очекивања развоја инфлације па су тржишне каматне стопе порасле и до 100%. Пораст каматних стопа је довео до смањења новчаних токова и погоршања биланса домаћинства и компанија. Дужници у земљи нису били у стању да отплаћују дугове банкама. Дугови банака су били деноминирани у страниј валути па је девалвација пезоса повећала дуговања банака исказаним у страниј валути што је довело до продубљивања кризе. Поред тога, земље са тржиштима у настајању, попут Мексика, обично имају изузетно високе и променљиве стопе инфлације, тако да је ризик од инфлације код дуготрајних уговора о

измирењу дуга изузетно висок у односу на оне у развијеним земљама. Претежно су заступљени краткорочни уговори о измирењу дуга, јер подразумевају много мањи ризик од инфлације. Насупрот томе, уговори о измирењу приватног дуга у развијеним земљама као што је САД трају знатно дуже.

Текила криза није настала услед спољног задуживања у виду комерцијалних банкарских кредита, већ се потенцијално може тумачити као спољно задуживање у виду краткорочних улагања страних инвеститора који су откупили мексичке хартије од вредности (и продали их услед страха од финансијске кризе) (Kimberly, 2014). Ова криза је указала на опасност политике чврстих фиксних девизних режима и на значај јаког и разборитог надзора банкарског система ради спречавања финансијских криза, као и на значај управљања финансијском либерализацијом (Mishkin, 1999).

Мексичка криза се брзо проширила и на друге државе (нпр Чиле, Аргентину, Бразил и Филипине) (Меговси, 37). Она је изазвала пад најважнијих берзанских индекса у Латинској Америци (Слика II-14).



Слика II-14. Кретање берзанских индекса у Латинској Америци током Мексичке кризе
*1.11.1994 = 100

Извор: Forbes & Rigobon, 2002, 2225

Слика II-10 приказује кретање најважнијих берзанских индекса Латинске Америке из периода урушавања мексичког тржишта у децембру 1994. године. Велики пад вредности индекса мексичке берзе за собом је повукао и индексе најважнијих берзи Латинске Америке, али је њихов пад био неупоредиво мањи.

Како би изашао из кризе Мексико је затражио помоћ од NAFTA партнера и ММФ-а. САД су посредством ММФ-а организовале пакет међународне помоћи од 48 млрд USD (Stoian & Becherescu, 2013, 202). Мексико је предузео мере смањења јавне потрошње, повећања пореза и смањења укупне потрошње. Спроведене су структурне реформе и либерализација. Повећане су цене електричне енергије и гаса, каматне стопе

су порасле и уведена су ограничења банкарских зајмова. Ипак, Мексико није избегао рецесију. БДП-а је у 1995. години пао за 6.2%, а 500.000 људи је остало без посла. Током 1996. године раст БДП-а Мексика био је 5.2%, а инфлација је са 52% у 1995. години смањена на 15.7% у 1997. години. Мексичка криза је показала да је финансирање дефицита текућег рачуна задуживањем у иностранству на дуги рок неодрживо.

2.6. Азијска криза

У првој половини деведесетих година XX века земље јужне и југоисточне Азије доживљаване су као веома атрактиван простор за инвеститоре. Захваљујући успешној индустријализацији ове земље су озбиљно конкурисале САД и Европи у производњи аутомобила, електронике и других индустријских производа. До деведесетих година азијске земље су свој привредни раст финансирале из домаће штедње. Атрактивност улагања и високе каматне стопе касније су привукле и иностране инвеститоре и кредиторе. Међутим, у другој половини деведестих година прошлог века земље јужне и југо-источне Азије су се суочиле са израженим кризним дешавањима. Криза је најпре погодила Тајланд. Први знаци кризе у овој земљи уочени су 1996. године када је дошло до пада цена некретнина и акција. Бројни кредити банака који су били пласирани у изградњу некретнина, постали су ненаплативи и наговештавали су губитке банака. Такође, реална стопа привредног раста Тајланда је опала са 8.6% у 1995. години, на 6.4% у 1996. години. У том периоду, инострани капитал је убрзано напуштао тајландску привреду (Eicher, Mutti & Turnovsky, 2009, 700). Током 1997. године јачала су очекивања девалвације бата па су шпекулације на девизном тржишту исцрпљивале девизне резерве. Половином 1997. године дошло до девалвације бата што је означило почетак кризе у овој земљи.

До краја јула 1997. године бат је пао за 25% у односу на почетак године, рупија за 9%, рингит за 4%, а пезос за 10%. У августу је бат пао још ниже, девалвирајући за 34% у односу на вредност у јануару. До краја августа рупија је пала за 27%, рингит за 17%, а пезос за 14% у односу на почетак 1997. године. До краја лета комбинована ефективна девалвација валута Тајланда, Индонезије, Филипина и Малезије од око 30% за 3 месеца изузетно је негативно утицала на остале валуте у региону (Corsetti, Pesenti & Roubini, 1999, 352). Сценарио „заразних“ девалвација, где је пад једне валуте повлачио за собом и остале, наставио се и у септембру. Након једне девалвације валута у септембру, бат је био за 42% нижи од своје вредности у јануару, рупија за 37% нижа, рингит за 26% нижи, а пезос за 29% нижи (Corsetti, Pesenti & Roubini, 1999, 351). Тајланд је био принуђен да дефинише план за опоравак финансијског сектора. Он је био саставни део плана општег опоравка земље усаглашеног са ММФ-ом. Централна банка Тајланда је блокирала 48 финансијских компанија које су фактички већ биле у стечају (Corsetti, Pesenti & Roubini, 1999, 349).

Поред Тајланда, криза је највише погодила Индонезију и Јужну Кореју. У изузетно тешко стање запала је Индонезија чија је валута током кризе изгубила 85% вредности (Krugman & Obstfeld, 2009, 691). Криза је обухватила и Хонг Конг, Малезију, Лаос и Филипине (Stoian & Becherescu, 2013, 203). Кина, Индија, Тајван, Сингапур,

Брунеи и Вијетнам су мање погођени кризом иако их је карактерисао пад тражње и поверења у читавом региону (Ungureanu & Burcea, 2010). Промене вредности берзанских индекса у посматраном региону током периода кризе приказане су у Табели II-1.

Табела II-1. Индекси берзи Источне Азије у периоду 30.6.1997 – 8.5.1998. година

Држава	Процентуална промена 30.6.1997/31.12.1997	Процентуална промена 1.1.1998/8.5.1998	Кумулативна промена 30.6.1997/8.5.1998
Тајланд	-29,3	3,7	-26,7
Малезија	-44,8	-2,4	-46,2
Индонезија	-44,6	8,2	-40
Филипини	-33,5	18,2	-21,3
Хонг Конг	-29,4	-6,2	-33,8
Јужна Кореја	-49,5	-0,9	-50
Тајван	-9,3	0,3	-9,1
Сингапур	-23	-7,1	-28,5

Извор: Goldstein, 1998

У другој половини 1997. године берзански индекси у посматраном региону су забележили пад у распону од 30 до 50%. У наредном периоду, у прва четири месеца 1998. године, дошло је до осетне стабилизације берзи. Међутим, имајући у виду драстичан пад у претходном периоду, све оне су у периоду од средине 1997. до средине 1998. године оствариле значајан пад.

Тајландска берза акција је на крају 1997. године у односу на крај 1996. године забележила пад домаће тржишне капитализације у износу од око 75% (Stoian & Becherescu, 2013, 203). Тржиште акција Хонг Конга је у октобру 1997. године такође било у наглом опадању, али се затим делимично опоравило. Пад азијских берзи се у извесној мери пренео и на берзе Северне и Јужне Америке, Европе и Африке (Forbes & Rigobon, 2002). Под теретом Азијске кризе Dow Jones индустријски просек је у августу 1998. године опао са 9.000 на 7.500 поена, али је током 1999. године достигао вредност од 11.497 поена (Western, 2004, 53).

Азијска криза је имала особине економске, финансијске, валутне и дужничке, али је означавала и кризу процеса либерализације (Western, 2004, 224). Многе азијске земље су се ослањале на инострано финансирање, тако да су њихове компаније и банке имале задужења у доларима. Корпоративна и банкарска структура ових земаља се у великој мери ослањала на фамилијарне и личне везе, што је у великој мери утицало на транспарентност пословања посебно у великим компанијама. Оваква привредна структура отежавала је иностраним инвеститорима послове везане за процену ризика пословања и инвестирања. Као и у мексичком случају, банке су узимале краткорочне кредите у иностранству и пласирале их на дужи рок у домаћој валути, чак и у пројекте високог ризика. Ова околност је спречавала земље југоисточне Азије да у циљу одржања извозне конкурентности предузму девалвацију, јер би она преко раста увозних цена могла да изазове високу инфлацију. Поред тога, девалвација би подигла терет дугова у домаћој валути, па би и компаније и банке са добрим перформансама могле да банкротирају. Ни политика виших каматних стопа која би одржала капитал у земљи

није била добро решење, јер би довела до мањег инвестирања и кризе банкарског сектора (Gerber, 2010, 285).

У тренутку настанка кризе све земље, осим Малезије, су затражиле помоћ ММФ-а. Суочена са кризом, Малезија је септембра 1998. године увела мере контроле кретања капитала које су дале релативно добре резултате. У августу 1997. године ММФ је Тајланду одобрио 16 млрд USD помоћи, а одмах затим и додатних 3,9 млрд USD (Stoian & Becherescu, 2013, 203). Иако је ММФ овим земљама обезбедио значајне кредите, оне су под теретом валутне кризе, оствариле оштар пад и ушле у рецесију 1998. године. Азијска криза је завршена крајем 1998. године и већ наредне године већина земаља овог региона бележила је позитивне стопе привредног раста.

2.7. Криза у Русији

Средином 1998. године руска привреда је након неколико година економског пада, као и изражене друштвене неједнакости и сиромаштва, показивала знаке опоравка. Инфлација је од 800% годишње на крају 1993. године, смањена на 6% годишње у јулу 1998. године (Lokshin & Ravallion, 2000). БДП се такође стабилизовао уз благи раст током 1997. године (0,4%, што је био први случај раста БДП-а од почетка реформи), и пад од 0,2% у првих пет месеци 1998. године. Међутим, Руска влада је имала проблем са дефицитом који је изазван неадекватним системом убирања пореза, плаћањем субвенција из времена Совјетског Савеза, као и лоше осмишљеним социјалним програмима. Пошто се буџетски дефицит кретао између 5 и 9% БДП-а у периоду 1994-1997. година, захтеви за задуживањем су били велики (Kimberly, 2014). У августу 1998. године Русија се суочила са финансијском кризом. Криза је настала као последица девалвације руске валуте и немогућности руске владе да исплати дуг домаћим повериоцима по основу краткорочних државних обвезница, тзв. ГКО (Государственное Краткосрочное Обязательство) (Merovci, 36).

Неколико важних догађаја је претходило настанку кризе. Велики шок за Русију представљало је укидања пореза на сировине на захтев ММФ-а 1994. године. Непосредна последица тога било је стварање великог буџетског дефицита. У марту 1998. године објављено је да руско финансијско тржиште није у стању да обезбеди решење за велики јавни дуг (Merovci, 36). Такође, у октобру 1997. године цене робе широке потрошње у свету су почеле да падају и то делом због ниже тражње из Азије. Индекс цена робе широке потрошње је пао на историјски минимум у августу 1998. године (Lokshin & Ravallion, 2000). Руски трговински биланс се нагло погоршао. Нестабилност на азијским финансијским тржиштима у августу 1998. године је подстакла забринутост за евентуални нови циклус девалвација азијских валута. Та брига се проширила и на остала тржишта у настајању и довела до одлива капитала. Напори да се ојача рубља повећали су принос на државне обвезнице и смањиле девизне резерве. Порези су могли да намире само половину трезорских меница које доспевају сваког месеца. Средином августа 1998. године руска влада девалвирала је рубљу за више од 70% и није измиривала дуг према домаћим повериоцима. Банкарски сектор и његова изложеност задуживању у рубљама је такође био један од фактора који је узроковао ову кризу. Комерцијалне банке су због високе каматне стопе у великом

обиму куповале краткорочне државне обвезнице, а све мање зарађивале на одобреним кредитима (Kimberly, 2014).

2.8. Криза интернет компанија

Крајем деведесетих година XX века у САД-у „интернет компаније“ (*Internet startups*) су оствариле убрзани развој који је узроковао велики раст цена њихових акција. То је био период велике неизвесности у вези с просечним стопама раста технолошких компанија која је узроковала висок ниво и волатилност цена њихових акција. Цене технолошких акција су у овом периоду премашивале своју вредност (Pastor & Veronezi, 2006). Иако су тржишне вредности компанија непрестано расле оне су у стварности остваривале веома мале профите. Менаџери „Интернет компанија“ су организовали састанке са потенцијалним инвеститорима и аналитичарима инвестиционих банака на којима су износили планове о будућем развоју компанија, као и развоју технолошког сектора у целини. Давали су нереално оптимистичке оцене о исплативости улагања у технолошке компаније чиме су успевали да доведу у заблуду институционалне инвеститоре, као и аналитичаре инвестиционих банака. Аналитичари су давали предлоге нереално високих цена ових акција и средства су се све више улагала у технолошки сектор. То је изазвало нагли раст цена акција технолошких компанија чији су крајњи купци били индивидуални инвеститори. С тим у вези, они су били крајње жртве пуцања ”интернет мехура“.



Слика II-15. Кретање NASDAQ композитног технолошког индекса у периоду 1994-2004. година

Извор: Colombo, 2012

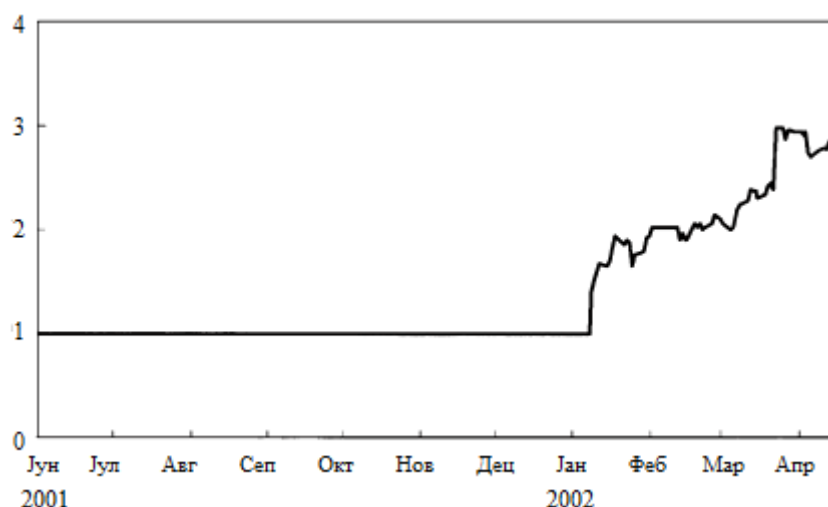
NASDAQ композитни технолошки индекс је 1995. године вредео 1.000 поена. Први прелазак преко 2.000 поена овај индекс је забележио у децембру 1998. године. У марту 2000. године вредност индекса износила је 5.132 поена (Baker, 2009, 43). Међутим, NASDAQ композитни технолошки индекс је од почетка 2000. године до априла 2002. године изгубио око 70% своје вредности, односно пао је са 4.500 на 1.500 индексних поена (Malliaris, Kaufman & Evanoff, 2012, 3). У октобру 2002. године износио је 1.108 поена, што је најнижа вредност од априла 1998. године. У посматраном периоду пад је забележио и *Dow Jones* индустријски просек. Овај индекс је у периоду од јануара 2000. године до марта 2003.

године пао са 11.723 на 7.674 поена (Kühnlenz, 2014, 14). Период између 2000. и 2005. године, односно период када је технолошки сектор доживео је економску рецесију, познат је под називом “*vinter trafic*”. Само неколико компанија из технолошког сектора је избегло утицај интернет мехура. Неке од њих су *Google*, *Yahoo*, *Ebay* и *Amazon* (Меровси, 35). Након прве деценије XXI века ове компаније су доживеле убрзан развој и успеле да преузму водећу улогу у технолошком сектору.

2.9. Криза у Аргентини

Током осамдесетих година XX века Аргентину је потресла финансијска криза праћена хиперинфлацијом. Као одговор на кризна дешавања, почетком 1991. године спроведене су структурне реформе. Реформама је смањен буџетски дефицит, приватизован део јавног сектора, смањене препреке у трговини и спроведена фискална реформа. Током 1992. године Аргентина је увела нову валуту - аргентински пезос, при чему је нови девизни курс утврђен: 1 пезос = 1 USD. Захваљујући валутном одбору инфлација је оборена са 800% из 1990. године на 5% у 1995. години (Mussa, 2002, 20). Уводење валутног одбора је једна од најзначајнијих компоненти стабилизационог програма. Овом програму се приписују велике заслуге у периоду стабилизације аргентинске привреде, али и значајна улога у њеном каснијем колапсу.

До 1997. године привреда Аргентине је бележила раст након чега је дошло до успоравања и преласка у зону негативног раста. Временом буџетски дефицит се повећавао, а влада се све више задуживала у иностранству. Висок проценат банкарских портфеља био је у доларској деноминацији па је до краја 2001. године више од 80% јавног дуга било у страној валути. Због овако високог степена доларизације чак су и критичари чврстог фиксног девизног курса били скептични по питању добрих страна девалвације пезоса (Edwards, 2002). Одлив капитала из Аргентине је у 2001. години достигао ниво од 20 млрд USD. Влада је била принуђена да у јануару 2002. године напусти фиксни девизни курс (Stoian & Becherescu, 2013, 206). Равна линија на Слици II-10 указује на фиксни девизни курс аргентинског пезоса према америчком долару у периоду до почетка 2002. године.



Слика II-16. Курс пезоса према долару током аргентинске кризе

Извор: Pomerleano, Kaufman, & Hunter, 2003, 4

Пезос, који је дуже од деценије имао једнак паритет као и амерички долар, брзо је губио вредност. За неколико недеља девизни курс долара је износио 3 пезоса (Edwards, 2002, 4). Напуштање фиксног девизног курса је довело до слабљења конкурентности домаће привреде, неусклађености макроекономске политике, али и до банкарске кризе. Криза банкарског сектора је проузрокована захтевом владе да финансира њен дефицит. Код банака се јавио страх од могућности конфискације депозита. Уследила је депресијација пезоса и раст инфлације се није могао спречити. Влада је увела низ мера како би спречила колапс. Најзначајније мере биле су ограничење повлачења депозита из банака, контрола кретања капитала, замрзавање цена енергената и увођење двојног курса валуте. Међутим, и поред предузетих мера пезос је наставио да губи вредност (Pugel, 2009, 526).

Укидање валутног одбора почетком 2002. године и урушавање аргентинске привреде отворили су бројна питања о режимима девизних курсева у земљама у развоју. Неки аналитичари сматрају да су режими суперфиксних курсева веома крути и да спречавају корекције, док други тврде да је “истинска” суперфиксност – то јест, доларизација – једини одрживи режим за економије у настајању (Edwards, 2002, 13). Из изложеног се може закључити да су немогућност Аргентине да успостави фискалну равнотежу и опредељење за фиксни курс који је чврсто везан за амерички долар основни узроци колапса привреде 2002. године.

2.10. Глобална финансијска криза

Глобална финансијска криза је настала као последица прекомерног ослањања на позајмљена средства у финансијском систему и велике међусобне повезаности и комплексности биланса банака и небанкарских финансијских институција. Такође, на појаву кризе утицао је и веома дуг период ниских каматних стопа. Ниске каматне стопе су у развијеним земљама изазвале кредитни бум. Међутим, ниске каматне стопе банкама нису доносиле задовољавајуће приносе, па су оне улазиле у ризичније пласмане. Криза је открила присуство великог и до тада неоткривеног системског ризика. Дошло је до наглог губитка поверења у међународни финансијски систем што је узроковало пад ликвидности на међубанкарском тржишту. Ове тенденције су проузроковале структурне поремећаје у многим земљама. Глобални карактер финансијске кризе је показао да су интегрисана финансијска тржишта, поред тога што уживају бројне погодности, изложена и одређеним ризицима који могу изазвати негативне последице по реалну економију (Crăciun & Ochea, 2014).

Један од значајнијих узрочника глобалне финансијске кризе су лоши пласмани банака и инвеститора. Најбољи пример за то је хипотекарно тржиште у САД. Емитовање хартија од вредности чија је вредност изведена према шеми отплате хипотекарног кредита и цени конкретне некретнине је постало веома заступљено на међународном финансијском тржишту. Ова финансијска иновација је омогућила инвеститорима из свих земаља да инвестирају у тржиште некретнина у САД. Највећи део хипотекарних зајмова је одобран по варијабилним каматним стопама, па је са падом цена некретнина и растом каматних стопа дошло до кашњења у отплатама хипотекарних кредита. Када је дошло до тешкоћа у отплати хипотекарних зајмова, у

проблему су се нашле финансијске институције широм света које су у процесу секјуритизације, емитовале хартије од вредности чије обезбеђење су били раније одобрени хипотекарни кредити (*Mortgage-Backed Security-MBS*). Због пада цена некретнина у САД, финансијске институције и друге компаније које су инвестирале у МБС су забележиле огромне губитке. Колапс *subprime* хипотекарног тржишта у САД је прерастао у финансијску кризу која је остварила бројне негативне ефекте, чак и у земљама са слабије развијеним финансијским сектором (Ionuț, 2015).

На већини светских берзи тржиште бикова је престало у периоду између јуна и новембра 2007. године. У Немачкој растуће тржиште акција је престало у децембру 2007. године, а у Индонезији и Малезији у јануару 2008. године. Тржиште медведа се у многим земљама развило након првог квартала 2008. године (Тајван, Мексико, Бразил, Канада, Сингапур, Мађарска, Хрватска и Словачка) (Fojfo & Witkowska, 2017, 125). Током кризе, као последица повлачења инвеститора са берзи, дошло је до смањења прилива капитала и повећања одлива капитала. Крајем 2008. и почетком 2009. године у финансијским системима САД и Европе забележени су велики недостаци капитала. Европа је имала највећи недостатак капитала у пролеће 2011. године за време дужничке кризе појединих земаља еврозоне. Финансијски сектор земаља Азије је током 2008. и 2009. године имао релативно мали недостатак капитала, а почев од 2010. године прилив капитала је у сталном порасту (нарочито у Кини) (Viral, 2016, 37).

Поремећаји у функционисању банака, финансијских компанија, осигуравајућих друштава и пензионих фондова у САД почели су да се јављају средином 2007. године. Међутим, 15. септембра 2008. године пропала је *Lehman Brothers* (банка са „А” рејтингом) што се углавном узима за почетак кризе. Криза берзи и банкарства у четвртом кварталу 2008. године се у многим земљама света прелила и на реални сектор изазивајући рецесију. Продубљивање кризе на финансијском тржишту, успоравање кредитне функције банака и смањење агрегатне тражње смањило је стопу привредног раста на националном и глобалном нивоу. Реални БДП развијених економија, као што су САД и Велика Британија, током 2008. године повећан је веома мало (1,1% у САД и 0,7% у Великој Британији). Земље у развоју, као што су Индија и Кина, наставиле су свој раст и у периоду кризе, али по нешто нижим стопама. Кина је 2008. године остварила раст од 9%, а 2007. године раст од 13%. Индија је 2008. године имала раст од 7%, а 2007. године износио је 9% (Lysne, 2010). Успоравање глобалног привредног раста настало 2008. године последица је смањене тражње на глобалном нивоу и повећане инфлације. Са успоравањем економија Северне Америке, Европе и Источне Азије и њиховим уласком у рецесију снизиле су се цене роба и опали међународни токови трговине. Глобална финансијске криза је била праћена и неповољним макроекономским кретањима што је додатно подстакло водеће светске економије да предузимају што хитније мере опоравка.

Америчке власти су предузеле ванредне мере стабилизације финансијског система укључујући и велике интервенције у циљу одржавања ликвидности и опоравка финансијских институција (Петровић, 2009, 25). Након колапса банке *Lehman Brothers*, САД су најпре обезбедиле велики пакет мера у виду TARP рекапитализације (*Troubled Asset Relief Program* – Програм опоравка проблематичне активе) финансијског сектора

од 750 млрд USD. Имајући у виду да је и почетком 2009. године тржишно колебање још увек било велико, рекапитализација на бази стрес тестова (*Supervisory Capital Assessment Program – SCAP*, Супервизорски програм процене капитала) је у пролеће 2009. године обезбедила банкама додатних 200 млрд USD.

За разлику од САД, регулаторна реакција на кризу у Европи није била добро планирана. Иако су државе и централне банке упумпавањем ликвидности и гаранцијама за активу и пасиву брзо помогле финансијски сектор, може се рећи да није било значајније рекапитализације финансијског сектора. У периоду кризе, бројне недовољно капитализоване банке су у циљу увећања сопственог капитала инвестирале у ризичну активу, односно оне су средствима депозита куповале обвезнице земаља „периферије“ са југа Европе (Acharya & Steffen, 2015). Ово је довело до појаве међузависности кредитног ризика финансијског сектора и сектора државе у еврозони и изазвало двоструку кризу у јесен 2011. године.

III КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА ГЛОБАЛНИХ ФИНАНСИЈСКА КРИЗА НАСТАЛИХ 1929. И 2008. ГОДИНЕ

Финансијске кризе настале у САД-у 1929. и 2008. године имају неколико заједничких карактеристика. Поред глобалног карактера, њихова сличност се огледа и у либерализованом амбијенту који им је претходио и израженом државном интервенционизму који је уследио након њиховог настанка. Ово може указивати на то да процеси дерегулације временом доводе до озбиљних привредних поремећаја. Током тридесетих година XX века, након велике депресије, донети су бројни закони и формирано је неколико важних институција и агенција које уређују финансијски сектор САД. Временом, изнова су јачале либералне идеје које су слободном тржишту и дерегулацији дале водећу улогу. Септембра 2008. године настала је нова финансијска криза која се веома брзо проширила и на остале земље и попримила глобални карактер. Од септембра до децембра 2008. године Dow Jones индустријски просек је пао за 24%, а у јануару и фебруару 2009. године за још 20% (Naas & Lysne, 2010). Као одговор на насталу кризу, Конгрес САД је у јулу 2010. године усвојио закон који представља најинтензивнији систем регулисања финансијског сектора у историји ове земље, тзв. *Dodd-Frank* акт. Овај закон представља враћање *Glass-Steagall* акту из тридесетих година XX века чије су поједине одредбе временом напуштане.

Може се закључити да велике финансијске кризе указују на потребу преиспитивања ефикасности до тада спровођених економских политика. Успостављање макроекономске равнотеже у периоду настанка кризе је од суштинског значаја. При томе, битно је да креатори економске политике приликом конципирања одговарајућих мера државне интервенције на финансијском тржишту узму у обзир и психологију инвеститора. Велика америчка депресија из 1929. године, поред тога што је по својој дубини и простору који је захватила представљала до тада незабележену кризу, за економску науку и политику била је прекретница. Развојем кејнзијанског правца, уз окончање вишевековне доминације либералне економске теорије, дошло је до образовања нове економске дисциплине, савремене макроекономије.

1. Регулаторне промене као одговор на кризу насталу 1929. године

Током читавог XIX века и почетком XX века развијале су се и јачале либералне идеје које су довеле до великих слобода на финансијском тржишту САД. У том периоду, сваки покушај мешања државе био је схваћен као ограничавање предузетништва. У либерализованом амбијенту, праћеном растом тржишта акција током двадесетих година XX века, 1929. године настала је велика економска криза. Као највећи кривци за колапс финансијског тржишта наводе се комерцијалне банке које су, поред редовних активности, обављале и послове везане за хартије од вредности. Криза је условила потпуни заокрет у регулацији банака и усвојен је нови Закон о банкама (*Glass-Steagall Act*). Овај закон је забрањивао комерцијалним банкама, чланицама састава FED-а, да се удружују са компанијама чија је основна делатност трговање или пословање хартијама од вредности (Rose, 2003, 40). Такође, њиме је банкама је изричито забрањивано да улажу капитал у акције нефинансијских компанија. Као резултат доношења *Glass-Steagall* закона, компанија *JP Morgan & Company* подељена је на *JP Morgan*, банка која је задржала право да отвара текуће рачуне, и *Morgan Stanley*, инвестициона банка која је преузела послове везане за хартије од вредности (Ritter, Silber & Udell, 2008, 307).

Два одвојена закона у САД су позната као *Glass-Steagall* закони. Први, из 1932. године који је донет да би зауставио дефлацију. Овај закон је проширио слободу FED-а да операције на отвореном тржишту користи као инструмент монетарне политике користећи, пре свега, државне обвезнице и комерцијалне папире. Други, донет 1933. године донет са циљем да заустави слом комерцијалног банкарства. Један од великих доприноса овог закона је формирање Федералне агенције за осигурање депозита (FDIC). Агенција гарантује депозите до уговореног максималног износа (првобитно 2.500 USD, а данас 100.000 USD по власнику рачуна) (Rose, 2003, 41). Након оснивања FDIC-а 1934. године па до 1981. године број банака које су одлазиле у стечај је смањен са 2.000 на 15 банака годишње (Mishkin, 2005, 494). У то време основано је и низ агенција које регулишу и подстичу промет некретнина укључујући *Federal Housing Association*, *The Federal Home Loan Banks*, *The Federal Savings and Loan Insurance Corporation* и *The Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)*.

Конгрес је 1933. године усвојио Закон о хартијама од вредности, а годину дана касније и Закон о Комисији за берзе и хартије од вредности на основу којег је 1934. године основана SEC. Суштину ова два закона одражавају два принципа, а то су:

- Компаније које емитују хартије од вредности ради продаје на тржишту морају обавештавати јавност истинито о свом пословању, о инвестиционим карактеристикама хартијама од вредности и о ризицима које носи инвестирање у њих;
- Они који тргују и организују трговање хартијама од вредности морају да се односе према инвеститорима поштено и часно, стављајући интересе инвеститора изнад својих интереса.

Поред ових, у циљу даљег регулисања тржишта капитала донети су и други закони који су се односили на инвестиционе компаније, издавање и промет хартија од вредности и инвестиционе саветнике. Рузвелт је прекомерне тржишне слободе сврстао

међу главне узрочнике финансијског колапса насталог 1929. године. Такође, истакао је да треба одустати од похлепног увећавања богатства јер оно доводи до неправедне расподеле.

2. Неолиберални корени глобалне финансијске кризе настале 2008. године

Рузвелтов програм опоравка, тзв. *New Deal*, дао је добре резултате, али је временом дошло до поновног јачања либералних идеја и слабљења регулативе дефинисане тридесетих година XX века. Овај процес се нарочито интензивирао у оквиру неолибералног правца током осамдесетих година. Под утицајем неолибералних идеја дошло је до укидања одредби поједних закона, а пре свега одредби *Gass-Steagall* акта. Међутим, напуштање одредби закона који регулишу финансијско тржиште повећава склоност ризику (Ђурићин, 2009, 261).

У конкуренцији са небанкарским институцијама и њиховим производима традиционално банкарство је временом постајало све мање профитабилно (Gary & Metrick, 2010). Како би поправиле своју конкурентност у односу на друге слабије регулисане институције, комерцијалне банке су извршиле притисак на FED да им се укину нека од ограничења дефинисаних *Glass-Steagall* законом (нпр. водеће комерцијалне банке су годинама тражиле опозив забране инвестиционог банкарства) (Rose, 2003, 40). Комерцијалне банке су шездесетих година почеле да користе холдинг компаније са једном банком као средство за улазак у небанкарске активности. Ово је довело до доношења измена Закона о банкарским холдинг компанијама 1970. године, које FED овлашћују да одређују које су активности дозвољене банкарским холдинг компанијама (Ritter, Silber & Udell, 2008, 308). Одредба која је омогућавала FED-у да регулише пасивне каматне стопе на депозитним рачунима, укинута је дерегулацијом депозитних институција и Законом монетарне контроле 1982. године. Све до 1986. године FED је могао да одређује максималне каматне стопе које су банке плаћале на прикупљене депозите. Овај процес је седамдесетих и осамдесетих година оставио простор банкама да почну обављати небанкарске послове. *Bankers Trust Company of New York* је крајем 1986. године почела да издаје и продаје комерцијалне папире својих клијената. *Citicorp*, *Morgan* и *Bankers Trust* су наредне године почели да издавају и продају регионалне приходне обвезнице, комерцијалне папире, као и хартија од вредности осигуране удруженим хипотекама и потрошачким кредитима. Овим компанијама је, као и *Chase Manhattan*-у и *Security Pacific*-у, 1989. године одобрено емитовање компанијских обвезница посредством њихових филијала. Средином деведесетих година *J.P. Morgan* је након више од педесет година постала прва банка у САД којој је дозвољено емитовање компанијских обвезница на примарном тржишту (Rose, 2003, 41). Доношењем *Gramm-Leach-Bliley* закона 1999. године избрисала се граница између комерцијалних и инвестиционих банака што је приморало инвестиционе банке да преузимају све ризичнија дилерска трговања (Douglas, 2009).

Поред поменутих регулаторних промена, значајну улогу у развоју глобалне финансијске кризе имало је и хипотекарно тржиште САД. Велика експанзија у промету некретнинама на поменутом подручју омогућила је банкама и инвеститорима да креирају другоразредно хипотекарно тржиште (*subprime*). Кредитирање дужника који

немају одговарајући кредитни рејтинг довело је до даљег раста тражње и цена некретнина. Овај сегмент тржишта почео је да стиче свој удео крајем деведесетих година XX века. У периоду 2000 и 2001. година овај сегмент чинио је око 13% свих хипотека, а до 2006. године такве хипотеке чиниле су око једне четвртине свих хипотека издатих у САД (Atack & Neal, 6). Пратећи тражњу, узроковану ниским каматним стопама, цене некретнина су расле, па су многи инвеститори куповали некретнине из спекулативних разлога. Током убрзаног и великог раста *subprime* (секјуритизованог) хипотекарног тржишта квалитет самог тржишта је знатно опао (мерен квалитетом кредита, перформансама, односно карактеристикама кредита, макроекономским условима и слично). Банке су ове кредите секјуритизовале, односно на подлози одобрених зајмова емитовале су високо-ризичне хипотекарне обвезнице и на тај начин продале своја потраживања на тржишту.

Хипотекарно тржиште САД је у годинама пре настанка кризе важило за једно од најразвијенијих и најсигурнијих тржишта. Оно је уз мали ризик обезбеђивало скоро сигурну зараду. У периоду 1998-2006. година просечан раст цена некретнина био је преко 8% годишње, док је у периоду 1930-1998. година овај раст је износио свега 0,7% годишње. Подаци указују да је дошло до стварања мехура на хипотекарном тржишту САД, јер су у периоду 1996-2004. године цене некретнина увећане за око 180% (Levitin & Wachter, 2012, 1177-1252). Пренадуваност хипотекарног тржишта резултирала је пуцањем мехура и крахом тржишта хартија од вредности креираних на основу хипотекарних кредита.

Криза је почела крајем 2006. године када су зајмопримци у САД почели да добијају више променљиве каматне стопе за хипотеке над некретнином. Многи од ових појединаца добили су хипотеке за које би иначе били одбијени због своје лоше кредитне способности у прошлости или тренутног финансијског стања. Како се могло и предвидети, стопе активирања хипотека су почеле нагло да расту (Jeremy & Larry, 2009, 6). Цене некретнина су нагло почеле да падају. Успешне су биле само компаније које нису пословале са стамбеним кредитима и хипотекарним зајмовима. Кредитна криза узрокована другоразредним хипотекарним кредитима покренула је мноштво критика усмерених ка водећим рејтинг агенцијама (Јакшић, 2011, 76). У одсуству одговарајуће регулативе инвеститори су куповали ризичне хартије од вредности чији рејтинг је био прецењен, а касније их продавали на секундарном тржишту хипотекарних кредита. Још од 1999. године зајмодавци таквих кредита били су јасно упозоравани на опасности до којих могу довести овакве активности (Zandi, 2010, 145).

Непосредно пред настанак хипотекарне кризе у САД износ укупног дуга становништва надмашио је њихов расположиви доходак, што је у великој мери отежало отплаћивање хипотекарних кредита. Дуг становништва у односу на расположиви доходак у САД приказан је у Табели II-2.

Табела II-2. Дуг становништва у односу на расположиви доходак у САД

Година	Дуг становништва	Расположиви доходак становништва	Дуг као % расположивог дохотка
1975	736,3	1.187,4	62,0%

1980	1.397,1	2.009,0	69,5%
1985	2.272,5	3.109,3	73,0%
1990	3.592,9	4.285,8	83,8%
1995	4.858,1	5.408,2	89,8%
2000	6.960,6	7.194,0	96,8%
2005	11.496,6	9.039,5	127,2%

Извор: Bellamy & Magdoff, 2009

На основу податак садржаних у Табели II-2 уочава се да је дуг становништва у САД у 2005. години превазишао њихов расположиви доходак. У периоду од 30 година вредност овог индикатора је дуплирана (2005. године износио је 127,2%, а 1975. године био је 62%). Овај недостатак дохотка један је од значајнијих узрочника пада хипотекарног тржишта насталог 2006. године.

Слом тржишта сложених финансијских производа издатих на основу другоразредних хипотекарних кредита настао је из три разлога (Whalen, 2008):

- Администрација САД је настојала да у договору са хиљадама компанија, асоцијација и владиних агенција свима омогући приступ програму “*affordable housing*” и свим грађанима који су заинтересовани омогући стамбено кредитирање;
- Федерални регулатори су активно подстицали велики раст ОТС тржишта деривата и хартија од вредности свих типова институција;
- Постојала је релативна заштита финансијских институција од стране SEC-а и Одбора за финансијско-рачуноводствене стандарде.

Колапс хипотекарног тржишта у САД изазвао је финансијску кризу која је имала глобални карактер. За почетак финансијске кризе узима се 7. септембар 2008. године када су национализоване две финансијске организације које су се бавиле финансирањем стамбене изградње, *Fannie Mea* и *Freddie Mac*. Те установе су имале проблема са управом и књиговодственим неисправностима и раније (Zandi, 2010, 109). Након неколико дана, *Bank of America* је преузела инвестициону банку *Merrill Linch*, док је инвестициона банка *Lehman Brothers* објавила банкрот 15. септембра 2008. године. Банкрот ове инвестиционе банке за собом је повукао и велики пад акција *Reserve Primary* фонда пошто је у свом портфолију имао неосигуране краткорочне хартије *Lehman Brothers-a*. Истог дана FED је за 85 млрд. долара обавио конверзју дуга у акције 79,9% капитала велике компаније из области осигурања *AIG*. *Goldman Suchs* и *Morgan Stenley*, две познате инвестиционе банке морале су да наставе функционисање као комерцијалне банке, док је *Washington Mutual Bank* ушла под надзор *FDIC-a*. Све ово је представљало велики потрес за америчко банкарство што је условило потребу да се спроведу темељне реформе финансијског система САД (Ђуричин, 2009, 261).

FED је усвојио низ мера и механизма којима је помогао пословним банкама, али и инвестиционим банкама и осигуравајућим друштвима које технички не надгледа. Са билионима долара FED је почео откупљивати велики број хартија од вредности, од корпоративних комерцијалних папира преко хипотека организација *Fannie Mea* и

Freddie Mac до америчких државних обвезница. Помоћ државе била је усмерена у три правца: заштита инвеститора, заштита потрошача од монополистичке експлоатације и обезбеђивање стабилности финансијског система (Cecchetti & Schoenholtz, 388).

У циљу решавања кризе и јачања међународног финансијског система, априла 2009. године одржан је Самит G-20 (двадесет најразвијенијих земаља света). Том приликом дефинисан је Акциони план који обухвата реформу три кључне области: регулаторни режим, ефикасан надзор и управљање ризицима. У јуну 2009. године представљен је предлог за свеобухватну реорганизацију финансијског регулативног система САД.

Криза је показала да банке треба да послују под строжијим правилима које спроводе Федералне и државне агенције штитећи уз то своје операције, понуде услуга, положај капитала и начине на који развијају и шире своје установе (Rose, 2003, 33). Једну од кључних улога у овом процесу враћања строжијој државној регулацији одиграо је Пол Вокер (*Paul Volcker*). Вокерово правило (*Volcker Rule*) је део *Dodd-Frank* закона који је Конгрес усвојио 2010. године. Сам поступак усвајања ове нове регулативе на финансијском тржишту САД није био лак. Већим делом 2009. године Пол Вокер, бивши председник FED-а и председник Саветодавног одбора за економски опоравак, залагао се за оштрија ограничења пословања великих банака. Био је против спекулативних активности банака и могућности да користе позајмљен новац у дилерским трговањима и сматрао је да је то основни узрок настанка кризе. Ставови других експерата су били умеренији и указивали су да треба повећати резерве банака, јер се тиме смањује њихов кредитни потенцијал и могућност за стицање енормних профита.

Вокер се залагао за стриктно одвајање комерцијалног од инвестиционог банкарства. Компаније као што су *Citygroup* и *Vells Fargo*, заслужују владину заштиту уколико су комерцијалне банке, па чак и на терет пореских обвезника, јер од њихових кредита зависи привреда и становништво. Међутим, оне се онда морају суздржавати од ризичних улагања, од трговања за свој рачун и од улагања у хец фондове. Оне се не смеју излагати великом ризику. У том смислу, Вокерово правило представља оживљавање *Glass-Steagall* закона, а део је шире дефинисаног *Dodd-Frank* закона. Овај закон указује на неопходност реформе *Wall street*-а и Закона о заштити потрошача. *Dodd-Frank* закон предложен је 2. децембра 2009. године од стране *Barney Frank*-а и *Chris Dodd*-а, а усвојен средином 2010. године. Он представља најинтензивнији систем регулације финансијског сектора у историји САД. На основу њега креирано је мноштво нових агенција и повећан надзор над институцијама које представљају системски ризик. Овим мерама је онемогућено да порески обвезници финансирају спасавање финансијских институција.

Dodd-Frank закон садржи три централне одредбе. Прво, омогућава влади да идентификује ризичне банкарске институције и да их затвара преко новог системског регулатора. То представља крај институцијама које су превелике да би пропале. Друго, *Dodd-Frank* закон чини банке мање опасним, забрањујући им трговање за свој рачун и ризична улагања у хец фондове. Треће, формира Агенцију за заштиту потрошача која

има моћ да креира и спроводи нова правила. Циљ оснивања Агенције јесте сузбијање злоупотреба зајмова, увођење правила трговине сложеним финансијским инструментима и отклањање могућности да слом једне финансијске институције повуче за собом цео систем.

Dodd-Frank закон садржи бројне одредбе релевантне за сектор банкарства. На пример, хец фондови морају бити регистровани код SEC, док банке могу инвестирати само до 3% свог основног капитала у приватне и хец фондове. Велики део ОТС трговања дериватима премештено је на берзе и клириншке куће. Све системски важне институције регулисане су од стране FED-а. Овим законом дефинисано је ограничење да појединачне банке не могу чинити више од 10% FDIC осигураних депозита. Важне новоформиране агенције су Савет за надзор финансијске стабилности (*Financial Stability Oversight Council*), Одељење финансијских истраживања (*Office of Financial Research*) и Биро за заштиту финансијских потрошача (*Bureau of Consumer Financial Protection*). Све нове агенције, али и постојеће које нису имале обавезу да то раде, морају да достављају Конгресу основне извештаје, да представљају резултате и тренутне планове и да их упознају са циљевима у будућности.

На основу наведеног може се закључити да је слаба регулација финансијских токова један од важнијих узрока глобалне финансијске кризе настале 2008. године. Финансијски прописи нису ишли у корак са кретањима на тржишту. Прописи морају штитити јавност, отклањати евентуалне неправилности, успоставити тржишну дисциплину и борити се против погрешних стимулација.

3. Перспектива глобалног финансијског система

У десетогодишњем периоду од настанка глобалне финансијске кризе, свеобухватни регулаторни програм састављен од стране међународне заједнице у значајној мери је допринео јачању глобалног банкарског система. Овај програм је увео нове стандарде који су креирали отпорнији финансијски систем – систем који има мањи леверџ, ликвиднији је и има бољи надзор. Кључни успеси обухватају и реализацију Базелског споразума III о капиталу и ликвидности, као и широко распрострањено усвајање стрес тестирања банкарског сектора. Облици банкарства из сенке повезани с настанком кризе су ограничени, док већина земаља има макропруденцијална тела и алате којима надгледа и спречава ризике по читав финансијски систем. Такође, банкарски надзор је постао интензивнији, а режими за обезбеђивање солвентности банака су побољшани. Међутим, током посматраног десетогодишњег периода краткорочни и дугорочни ризици по глобалну финансијску стабилност су се увећали (IMF, *Global Financial Stability Report*, 2018).

Краткорочни ризици по глобалну финансијску стабилност – оцењени путем процене привредног раста под ризиком (GaR) – повећали су се током 2018. године. Значајније поштравање финансијских услова развијених привреда у наредном периоду значајно би повећало ове ризике. Интензивирање забринутости за отпорност и кредибилност политика земаља у развоју могло би довести до додатних одлива капитала и вероватно до веће глобалне аверзије према ризику. Поред тога, даља ескалација трговинских тензија може довести до пада поверења инвеститора и тако

нанети штету привредној експанзији. Такође, неизвесност политике и пословних политика (на пример, у случају да дође до изласка Велике Британије из ЕУ без споразума или поновне забринутости за фискалну политику у неким високозадуженим земљама Евроне) може имати негативан утицај на сентимент тржишта.

Средњорочни ризици по глобалну финансијску стабилност су се током 2018. године такође увећали. Нагло и јако поштравање финансијских услова могло би открити велики број критичних тачака који се увећао током претходног периода. Код развијених привреда кључне финансијске критичне тачке обухватају нивое високог и растућег левериџа у нефинансијском сектору, погоршавање стандарда повезаних с преузимањем ризика и прецењеном вредношћу имовине на појединим великим тржиштима. Укупан дуг нефинансијског сектора у надлежности системски важних финансијских сектора знатно је увећан током десетогодишњег периода након појаве кризе. Банке су у посматраном повећале капитал и ликвидне резерве, али су и даље изложене високозадуженим компанијама, домаћинствима и државама, својим неликвидним средствима, као и средствима финансирања израженим у страниј валути. Спољно задуживање наставило је да расте код највећег броја земаља чија су тржишта у развоју. То представља посебан изазов земљама које се суочавају с ризицима спољног финансирања и трговинским шоковима, јер им недостаје довољна количина резерви или јака база домаћих инвеститора да ублаже удар екстерних шокова. Такође, земље чија су тржишта у развоју требало би у будућности да очекују додатне притиске повезане с одливом капитала.

Увећани краткорочни и средњорочни ризици по глобалну финансијску стабилност указују на потребу повећања његове отпорности. При томе, треба водити рачуна да програм финансијске регулаторне реформе не уназађује постојеће реформе. Уназађивање реформи би глобални финансијски систем могло учинити мање стабилним и безбедним. Тренутна финансијска стабилност захтева нове макропруденцијалне алате за решавање критичних тачака ван банкарског сектора. Макропруденцијална тела морају располагати одговарајућим сетом алата за спречавање свих системских ризика. Такође, регулатори и супервизори треба да воде рачуна о новим ризицима, укључујући и евентуалне претње по финансијску стабилност које произлазе из сајбер безбедности, финансијских технологија и осталих институција и делатности изван оквира пруденцијалних прописа. При томе, уложени напори реформе финансијског сектора морају бити предмет међународне координације.

Може се закључити да је креаторима политике приоритет да благовремено и ефикасно ангажују алате макропруденцијалне политике. Све већи дуг у страниј валути код привреда чија су тржишта у развоју захтева активнију употребу алата који ублажавају валутна неслагања. Ти алати обично обухватају ограничавање приступа дефицитарним јединицама дугу деноминованом у страниј валути путем критеријума за испуњење услова или потребног регулаторног одобрења или ограничавање изложености кредитора дефицитерним јединицама из нефинансијског сектора који се задужују у страниј валути путем додатних пондера ризика. Усвајање коефицијената покрића ликвидности с диференцираним девизним курсом могло би обезбедити додатне резерве у страниј валути које би се користиле у случају одлива капитала.

Регулатори би требало да наставе да побољшавају доступност података и развијају нове алате којима се решава појава критичних тачака изван банкарског сектора.

Напори усмерени ка уклањању недостатака сета макропруденцијалних алата требало би да се усредсреде на области у којима има више критичних тачака, а то су (IMF, Global Financial Stability Report, 2018):

- Корпоративни сектор: Код највећег броја земаља прекомерно увећање леверица у нефинансијском сектору обично се решава посредно путем оквира односа кредита према процењеној вредности непокретности и сличним ограничењима нивоа дуга која намећу банке кредитори. Веома су ретки макропруденцијални алати који утичу на потражњу за кредитима уз посредовање путем тржишта капитала. Код привреда које одликује велики пораст корпоративног дуга такође се може десити да власти морају да развију алате за ограничавање кредита код кога се посредује путем небанкарских кредитора. Привреде с тржиштима у развоју морају да развију обухватнији комплет инструмената да би ограничиле излагање ризику девизног курса у корпоративном сектору, што би могло да обухвати и захтеве девизних резерви, пондере валутног ризика и захтеви заштите од ризика;
- Сектор становништва: Пошто је леверица сектора становништва висок, у многим земљама и у порасту, требало би размотрити подешавање и ширење одговарајућих алата који ограничавају приступ становништва кредитирању;
- Небанкарски финансијски сектор: Регулатори би требало да имају за циљ побољшање и усклађивање пруденцијалних режима. Постоји потреба да се успостави глобални стандард капитала и ојачају режими обезбеђивања солвентности, узимајући у обзир могућност развоја систематског ризика.

У будућем периоду државе које су оптерећене великим нивоом јавног дуга би требало да побољшају одрживост дуга и фискалне резерве, а оне које имају висок или растући леверица нефинансијског сектора требало би да ублаже актуелне критичне тачке путем комбинације макроекономских и пруденцијалних политика. Да би се додатно повећала отпорност банака, микропруденцијалне политике треба да имају за циљ да пруже подршку банакама у борби против ризика угрожавања њихове солвентности и ликвидности. Такође, регулатори би требало да наставе да надзиру банкарско кредитирање високозадужених приватних нефинансијских компанија и држава, као и излагања нетранспарентним и неликвидним средствима (IMF, Global Financial Stability Report, 2018).

Десет година након појаве глобалне финансијске кризе напредак глобалног финансијског система је очигледан, али се програм реформе мора спровести до краја. Свеобухватни програм који је креирала међународна заједница довела је до настанка нових међународних стандарда, смерница и добрих пракси. Актуелни програм регулаторне реформе осмишљен је тако да надомести слабост која је довела до глобалне финансијске кризе, а предузете мере су допринеле мањем леверицу, већој ликвидности и бољем надзору финансијског система. Спровођење мера усмерених ка капиталу, ликвидности и систематском прегледу било је успешно, а смањене су и

бројне критичне тачке. Међутим, појавили су се нови ризици, јер финансијски систем усваја нове прописе и долази до структурних промена. Раст кредитног посредовања које врше небанкарске финансијске институције није на одговарајући начин усклађен са способношћу регулатора да прате ризике и поступају у складу с прописима и надзором по потреби. Такође, ризици могу да расту и током здравих периода, као што је актуелни период ниских каматних стопа и потиснуте нестабилности, а могу се преселити и у нове области.

III ДЕО

**УТИЦАЈ СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА РЕГИОНАЛНА
ТРЖИШТА КАПИТАЛА**

I СТРУКТУРНА ОБЕЛЕЖЈА ГЛОБАЛНОГ ТРЖИШТА КАПИТАЛА

Глобално тржиште капитала може се поделити на три велика регионална тржишта: Америка, ЕМЕА регион (*Europe, Middle East and Africa - EMEA*) и Азија са Пацификом. Анализом стања на овим регионалним тржиштима капитала и њиховим међусобним поређењем може се доћи до информација о развијености тржишта капитала у појединим деловима света.

Табела III-1. Глобална тржишна капитализација акција

Регион	2013	2014	2015	2016	2017
Америка	28.299	30.269	27.943	30.964	36.486
Азија и Пацифик	18.521	21.082	23.141	24.442	31.266
ЕМЕА	18.224	16.477	15.877	15.641	19.409
Укупно	65.044	67.828	66.961	71.047	87.161

Извор: WFE, Годишњи извештај о пословању за 2017. год.

*у млрд USD

Глобална тржишна капитализација на крају 2017. године је за 22,6% већа у односу на тржишну капитализацију 2016. године. Највећу тржишну капитализацију акција имају америчке берзе после којих следе берзе из региона Азије и Пацифика. Берзе акција лоциране на простору ЕМЕА региона имају скоро дупло мању тржишну капитализацију у односу на берзе лоциране на подручју Америке. Међутим, берзе Азије и Пацифика су на крају 2013. године имале тржишну капитализацију на нивоу који био приближно исти као берзе ЕМЕА региона. Последњих година остварен је значајан раст тржишта акција у региону Азије и Пацифика, нарочито у току 2017. године.

Вредност трговања акцијама и број закључених трансакција у 2017. години су у паду од 2,6% и 5,1%, респективно, у односу на 2016. годину (WFE, Годишњи извештај о пословању за 2017. годину). Вредност промета акцијама на глобалном нивоу представљена је у Табели III-2.

Табела III-2. Промет акцијама на глобалном нивоу

Регион	2013	2014	2015	2016	2017
Америка	37.438	43.623	46.063	43.951	41.872
Азија и Пацифик	19.906	23.674	53.715	30.806	30.244
ЕМЕА	11.582	13.593	13.941	11.745	12.135
Укупно	68.926	80.890	113.719	86.502	84.251

Извор: WFE, Годишњи извештај о пословању за 2017. год.

*у млрд USD

Промет акцијама остварен на берзама Америке током 2016. и 2017. године чини приближно половину оствареног глобалног промета акцијама у том периоду. Уочава се доминација берзи из региона Азије и Пацифика током 2015. године, које су оствариле промет акцијама у износу од 53.715 млрд. USD, што је чинило око 47% укупног глобалног промета акцијама. С тим у вези, тада је остварен и рекордан број трансакција у овом региону (Табела III-3). Пад глобалног промета акцијама током 2017. године узроковале су берзе са америчког континента имајући у виду да је 2017. године на овом континенту било 5.720.729.000 закључених трансакција акцијама што је за 15,9% мање него у 2016. години. Број закључених трансакција акцијама у другим деловима света био је у порасту у односу на 2016. годину (Азија и Пацифик 0,04%, ЕМЕА 1,9%).

Табела III-3. Број трансакција акцијама на глобалном нивоу

Регион	2013	2014	2015	2016	2017
Америка	4.461	5.836	6.464	6.803	5.721
Азија и Пацифик	6.615	8.002	15.510	11.938	11.956
ЕМЕА	1.336	1.510	1.798	1.879	1.896
Укупно	12.412	15.348	23.772	20.620	19.573

Извор: WFE, Годишњи извештај о пословању за 2017. год. *у мил. USD

Укупан број компанија листираних на светским берзама крајем 2017. године износио је 50.220 што је за 1,5% више него на крају 2016. године (Табела III-4).

Табела III-4. Број листираних компанија по регионима

Регион	2015	2016	2017
Америка	10.203	9.971	9.832
Азија и Пацифик	25.401	25.390	26.661
ЕМЕА	14.226	13.615	13.727
Укупно	49.830	48.976	50.220

Извор: WFE, Годишњи извештај о пословању за 2017. год.

У погледу броја компанија на листингу доминирају берзе Азије и Пацифика. На овим берзама се налази више од 50% од укупног броја листираних компанија на глобалном нивоу. На основу приказаних података уочава се да се на простору Америке налази најмањи број листираних акција у односу на друге регионе. Међутим, не треба губити из вида да се на америчким берзама листирају веома велике компаније које имају тржишну вредност од по неколико стотина милијарди USD (компанија *Amazon* средином 2018. године вредела је чак билион USD).

Када се посматра тржиште обвезница, структура глобалног финансијског тржишта изгледа нешто другачија. Најразвијенија тржишта обвезница, у погледу броја листираних обвезница и оствареног годишњег промета, налазе се у ЕМЕА региону.

Табела III-5. Број листираних обвезница по регионима

Регион	2017. год.	промена у односу на 2016. год.
Америка	4.132	2%
Азија и Пацифик	43.603	10%
ЕМЕА (без <i>Deutsche Borse</i>)	105.082	0,2%
Укупно	152.817	2,8%

Извор: WFE, Годишњи извештај о пословању за 2017. год.

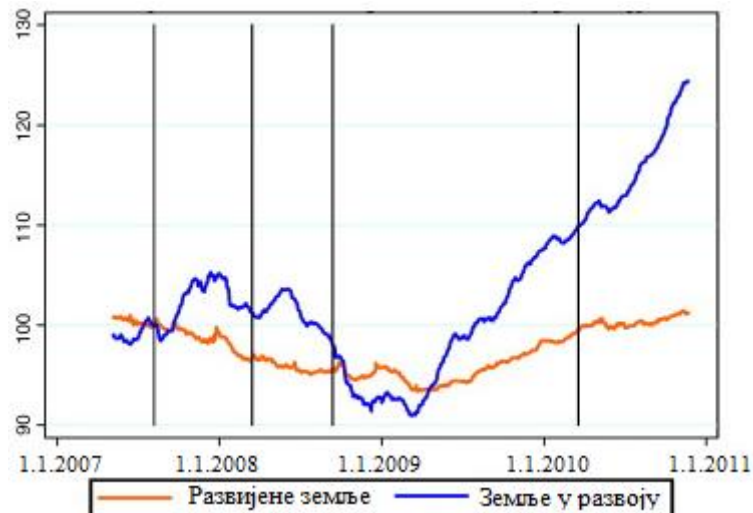
Табела III-6. Промет обвезницама на глобалном нивоу

Регион	2017. год	промена у односу на 2016. г
Америка	663.641	-2,7%
Азија и Пацифик	2.889.431	-20,1%
ЕМЕА (без <i>Deutsche Borse</i>)	21.308.955	-0,2%
Укупно	24.862.027	-3,1%

Извор: WFE Годишњи извештај о пословању за 2017. год. *мил. USD

Од три посматрана региона, обвезнице су најмање заступљене на америчком финансијском тржишту. Укупан број обвезница листираних на светским тржиштима на крају 2017. године је у порасту у односу на крај 2016. године (2,8%). Промет обвезницама остварен током 2017. године је забележио пад од 3,1% у односу на претходну годину. Највећи пад забележен је на берзама Азије и Пацифика, иако је дошло до пораста броја листираних обвезница.

Глобална финансијска криза је кроз токове капитала значајно утицала на структуру глобалног тржишта капитала. На Сликама III-1. и III-2. приказана је динамика токова капитала током развоја глобалне финансијске кризе. Вертикалним линијама извршени су пресеци који се везују за четири важна догађаја током развоја глобалне финансијске кризе. Први пресек је на дан 7.8.2007. године када су се тржишта капитала први пут суочила са озбиљним проблемом ликвидности. Друга вертикална линија је постављена на дан банкрота *Bear Stearns*-а (15.3.2008), а трећа на дан банкрота *Lehman Brothers*-а (15.8.2008). Четврта вертикална линија је постављена на дан 15.3.2010. године када се развила европска дужничка криза.

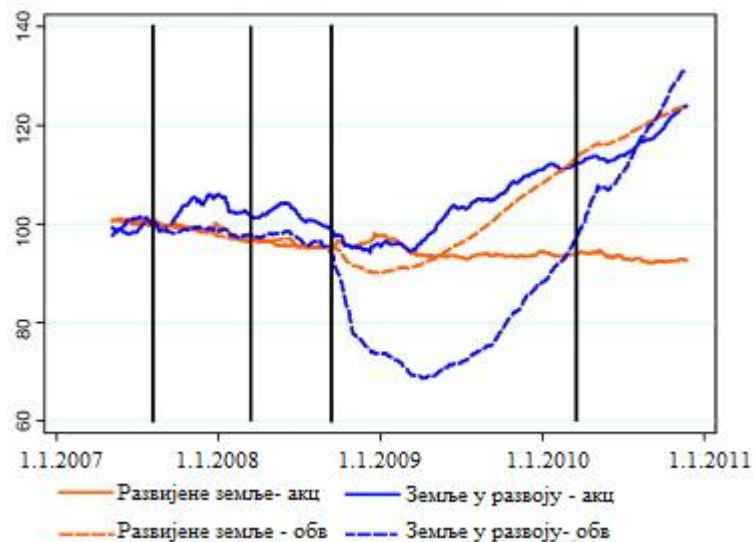


Слика III-1. Нето токови капитала у развијеним земљама и земљама у развоју у периоду 2007-2011. година

Извор: Fratzscher, 2012

На Слици III-1. се уочава значајна разлика у диманици токова капитала земаља у развоју и развијених земаља. Укупно гледано, земље у развоју су имале значајне одливе капитала у периоду након појаве кризе ликвидности у августу 2007. године. Од земаља у развоју, европске земље су имале највеће нето одливе капитала и најспорије су се опоравиле. За разлику од њих, земље у развоју Латинске Америке су боље прошле и брже су се опоравиле (Fratzcher, 2012). Међутим, од почетка 2009. године нето токови капитала у земљама у развоју бележе континуирани раст. С друге стране, САД су на врхунцу кризе имале мале промене у токовима капитала. Остале развијене земље су у овом периоду забележиле драстичне падове у нето токовима капитала.

На Слици III-2 су приказани нето токови капитала у развијеним земљама и земљама у развоју посебно за акције и обвезнице. Банкрот *Lehman Brothers* је узроковао значајно смањење улагања у обвезнице земаља у развоју (за око 30% у року од 4-5 месеци). Међутим, улагање у ове хартије од вредности се удвостучило у периоду од марта 2009. године до новембра 2010. године. Привреде са тржиштима у развоју су и након десет година од настанка кризе веома осетљиве на ефекте преливања. С тим у вези, крајем 2018. године привреде са тржиштима у развоју (не рачунајући Кину) се на средњорочном нивоу суочавају са одливом портфолија дужничких инструмената (IMF, Global Financial Stability Report, 2018).



Слика III-2. Нето токови капитала у развијеним земљама и земљама у развоју у периоду 2007-2011. година по врстама хартија од вредности

Извор: Fratzscher, 2012

На основу приказане структуре глобалног тржишта капитала може се закључити да су највећа тржишта акција, у погледу величине тржишне капитализације, лоцирана на подручју Америке. С друге стране, приметан је убрзани раст акцијског тржишта у региону Азије и Пацифика. Са прометом од преко 40 билиона USD, америчка тржишта акција представљају око 50% укупног глобалног промета овим хартијама од вредности. Међутим, током 2015. године у региону Азије и Пацифика остварен је промет акцијама који је у великој мери надмашио износе остварене на америчком континенту. На бази запажених кретања током 2015, 2016 и 2017. године може се закључити да су тржишта акција у региону Азије и Пацифика близу да по величини промета и тржишне капитализације стигну америчка тржишта акција. С тим у вези, током 2017. године у поменутом региону закључено је дупло више трансакција акцијама него у Америци. У погледу броја листираних акција уочава се доминација азијских и пацифичких тржишта на којима се налази више од половине укупно листираних компанија у свету. Такође, значајно је приметити да се у ЕМЕА региону налази више листираних акција него у Америци. У ЕМЕА региону су листиране неупоредиво мање компаније у односу на Америку и велики број акција листираних на берзама овог региона има ниску ликвидност. ЕМЕА регион одликује доминантно трговање обвезницама у односу на остатак света. У овом региону је листирано приближно 2/3 укупно листираних обвезница у свету. Током 2017. године у ЕМЕА региону је остварено више од 80% укупног светског промета дужничким хартијама од вредности.

Током развоја глобалне финансијске кризе постојала је велика међузависност између водећих тржишта акција. Велики пораст повезаности кретања након глобалне финансијске кризе забележен је између САД и Кине, Немачке и Кине, као и Велике Британије и Кине (Jiang, Yu & Hashmi, 2017). Позитивна корелација између тржишта акција САД, Британије, Немачке, Јапана и Хонг Конга осетно се повећала након периода настанка кризе, док са кинеским тржиштем акција ове берзе бележе супротан тренд. Што се тиче Немачке, Јапана и Хонг Конга, утицај кризе на ова тржишта био је

јачи. јер ове земље представљају отвореније економије. Када је у питању Кина, степен отворености није висок и кинеско тржиште акција у одређеној мери надгледа влада, те криза није много погодила њену привреду у односу на САД. Резултати истраживања такође сугеришу да су Хонг Конг и Јапан, као економије готових производа које су оријентисане ка извозу, биле под јаким утицајем САД током кризе (Jiang, Yu & Hashmi, 2017).

II КЉУЧНИ ЕФЕКТИ СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА ТРЖИШТА КАПИТАЛА АМЕРИКЕ

Развијеност тржишта капитала на подручју Америке, као и у осталим деловима света, значајно се разликује од земље до земље. Ефекти светске финансијске кризе на тржиштима капитала Америке могу се сагледавати на основу праћења кретања индикатора величине и ликвидности берзи акција лоцираних на подручју Северне и Јужне Америке.

1. Кризна дешавања на тржишту капитала Северне Америке

Регион Северне Америке, у целини посматрано, одликује веома развијено тржиште капитала. Поред САД, у овом региону се налазе берзе Канаде и Бермуда. У Табели III-7 дат је приказ тржишне капитализације акција на берзама Северне Америке.

Табела III-7. Тржишна капитализација акција на берзама Северне Америке на крају 2017. год.

Држава	Тржишна капитализација *у млрд. USD
САД	32.120,70
Канада	2.367,05
Бермуди	2,72

Извор: World Bank, MCAP, North America

На основу приказаних података уочава се да берзе САД чине више од 90% вредности тржишта акција Северне Америке. Такође, показатељи величине и ликвидности берзи акција показују да је тржиште акција доста развијеније у САД него у Канади, док је у области Бермуда лоцирано доста мање тржиште.

Табела III-8. Величина берзи Северне Америке: САД, Канада и Бермуди (у процентима изражен однос тржишне капитализације акција и БДП)

Год.	Просечан износ	САД	Канада	Бермуди
2003	122,3	123,9	102	69,3
2004	131,6	133	115,1	41,2
2005	129,6	129,8	126,8	43,6
2006	140,2	141,2	129,3	50
2007	138,6	137,6	149,3	46,3
2008	77,6	78,7	66,7	31,3
2009	106,1	104,6	122,3	23,4
2010	117,3	115,5	134,6	26,7

2011	101,4	100,8	106,9	22,2
2012	115,3	115,6	112,9	26,9
2013	141	144	114,7	26,3
2014	148,2	151,4	116,9	-
2015	135,5	138,3	102,6	-
2016	145,6	146,9	130,3	-
2017	163,9	165,7	143,2	

Извор: World Bank, MCAP, North America (% of BDP)

Берзе акција у региону Северне Америке су до настанка светске финансијске кризе 2008. године бележиле раст од када је уследио драстичан пад тржине капитализације акција. На подручју САД индикатор величине берзи је пао са 137,6% на крају 2007. године на 78,7% на крају 2008. године. На крају 2013. године овај индикатор је превазишао вредност из периода од пре настанка глобалне финансијске кризе да би на крају 2017. године износио 165,7%. Ови подаци указују да подручје САД карактерише веома велико поверење у берзе и да се након евентуалних берзанских карахова ова тржишта брзо опорављају. Тржиште акција у САД од 2009. године карактерише растући тренд (*Bull Market*). Слично се може констатовати и за берзе Канаде. Након пада вредности индикатора величине са 149,3% на крају 2007. године на 66,7% на крају 2008. године, берзе Канаде су близу да поврате вредност индикатора величине берзи из периода пре настанка финансијске кризе.

Имајући у виду да индикатор величине берзи акција укључује и вредност БДП, односно да до промене вредности овог индикатора може доћи и под утицајем промене ове варијабле, веома је важно сагледати и друге индикаторе. Један од најважнијих индикатора које се користи при сагледавању развијености берзи акција добија се из односа годишњег промета акцијама и тржишне капитализације акција и познат је као рацио промета (рацио ликвидности). На подручју Северне Америке забележена је велика вредност индикатора ликвидности на крају 2008. године. Овај енормни раст је последица великог пада вредности берзи акција након настанка финансијске кризе у јесен 2008. године. Процентуалне вредности овог индикатора за приказане су у Табели III-9.

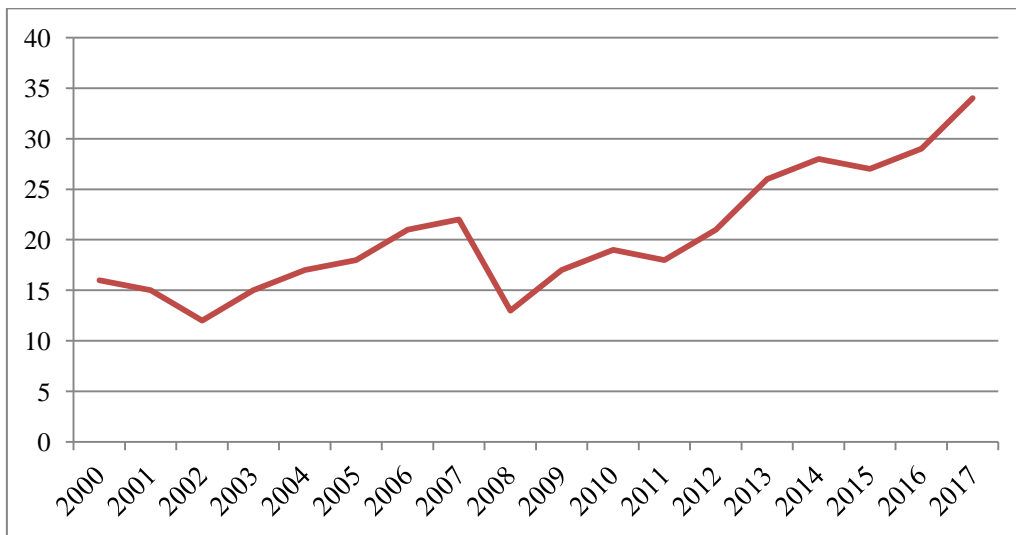
Табела III-9. Рацио промета на берзама Северне Америке: САД, Канада и Бермуди (у процентима изражен однос годишњег промета акцијама и тржишне капитализације акција)

Год.	Просечан износ	САД	Канада	Бермуди
2003	108,7	112,5	55,7	1,7
2004	113,4	117	60	3,5
2005	145,1	151,7	62,9	3,2
2006	149,6	156,3	72,7	5,8
2007	202,9	215,1	79,8	5,9
2008	383,3	407,6	145,4	5,3
2009	213,8	227,5	79,5	2,3
2010	193,1	208,4	64,7	6,8
2011	241,9	262,4	77	1,5
2012	162,1	173,3	65,4	2
2013	131,6	138,3	62,6	3
2014	141,6	148	64,1	1,5

2015	158,7	165	68,8	0,8
2016	92,3	94,7	57,5	8,1
2017	111,8	116,1	54,1	1,4

Извор: World Bank, Turnover Ratio (%), North America

Тржишна капитализација берзи Северне Америке на крају 2007. године износила је 22,11 билиона USD, а на крају 2008. године 12,63 билиона USD (*World Bank, MCAP, North America*). С друге стране, пад вредности акција изазвао је код инвеститора страх и потребу за ослобађањем акција, што је резултирало повећаним прометом ових хартија од вредности у периоду настанка кризе. Годишњи промет акција у 2007. години износио је 44,6 билиона USD, а у 2008. години 48,75 билиона USD. Промет акцијама остварен 2008. године је уједно и највиши ниво промета акцијама на берзама Северне Америке (*World Bank, Stock Traded, North America*). На Слици III-3 приказано је кретање тржишне капитализације акција на берзама Северне Америке.



Слика III-3. Тржишна капитализација акција на берзама С. Америке (у бил. USD)

Извор: World Bank, MCAP, North America

На основу приказаних података може се закључити да се тржиште акција Северне Америке, након великог пада 2008. године, у великој мери опоравило. Током 2013. године вредности тржишне капитализације акција превазишле су износе са краја 2007. године. На крају 2017. године тржишна капитализација анализираних берзи износило је 34,45 билиона USD, што је за око 50% више него у години која је претходила кризи.

У периоду након настанка глобалне финансијске кризе на тржишту акција САД развили су се и одређени мехури. Након великог пада током периода кризе, индекс S&P 500 бележи растући тренд од 9. марта 2009. године. Такође, тржишне капитализације компанија *Apple* и *Amazon* су у другој половини 2018. године у једном тренутку биле изнад билион USD. Тржишна капитализација компаније *Apple* је за 183 трговачка дана порасла за 100 млрд. USD и почетком августа 2018. године постала је прва компанија чија је тржишна вредност била изнад билион USD. Месец дана касније, тржишна капитализација компаније *Amazon* такође је достигла ниво од једног билиона USD. Раст

тржишне вредности ових компанија у десетогодишњем периоду након појаве глобалне финансијске кризе приказан је Сликаом IV-4.



Слика IV-4. Тржишна капитализација компанија *Apple* и *Amazon* у периоду септембар 2008 – јул 2018. година (у млрд. USD)

Извор: MarketWatch, First to \$1 trillion: Amazon or Apple?

Крајем 2008. године заједничка тржишна вредност компанија *Apple* и *Amazon* била је мало изнад вредности 100 млрд. USD. Међутим, од тог периода акције ових компанија оствариле су велики раст, што је резултирало да заједничка тржишна капитализација ових компанија у другој половини 2018. године буде приближно 2.000 млрд. USD. Поред ове две највеће технолошке компаније у САД и остале компаније из овог сектора су оствариле значајан раст своје вредности. Крајем 2018. године присутан је спорији раст па чак и пад њихове вредности. На Слици III-5 приказано је кретање вредности акција SPDR ETF-а, односно ETF-а који прати кретање вредности акција компанија из технолошког сектора које су укључене у S&P 500 индекс.



Слика III-5. Вредност SPDR ETF технолошког сектора у периоду 2000-2018. година (у USD)

Извор: MarketWatch, Technology Select Sector SPDR ETF

SPDR ETF-a је од настанка глобалне финансијске остварио значајан раст. Важно је уочити да је у октобру 2018. године вредност акције овог ETF-а била на приближно истом нивоу као 2000. године. Ово поређење може бити значајно имајући у виду да се 2000. године десила криза на NASDAQ-у коју су узроковале акције компанија из технолошког сектора. Такође, средином децембра више од половине акција које сачињавају S&P 500 се налазе у „тржишту медведа“ (пад цене акција од преко 20% у односу на највећу цену у протекле 52 недеље). Међутим, најважнији амерички индекси претрпели су само корекцију (пад вредности од преко 10% у односу на највећу вредност у протекле 52 недеље) (Табела III-10).

Табела III-10. Промена вредности компанија и берзанских индекса у САД на дан 17.12.2018. године у односу на највиши ниво у претходне 52 недеље

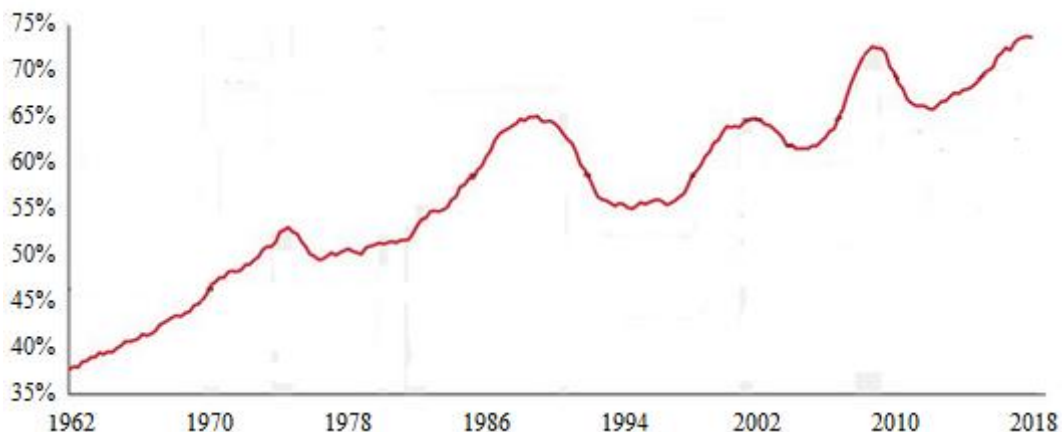
Компаније	Промена вредности
NETFLIX	-38%
Facebook	-36%
Dow Dupont	-33%
Citigroup	-33%
Abbvie	-33%
IBM	-32%
Apple	-30%
WELLS FARGO	-30%
PHILIP MORRIS	-27%
Bank of America	-26%
Amazon	-26%
3M	-26%
AT&T	-24%
THE HOME DEPOT	-22%
Google	-21%
Берзански индекси	Промена вредности
DJIA	-12%
S&P500 index	-13%
Nasdaq Composite Index	-12%

Извор: MarketWatch, All the biggest stocks that are now in a bear market

На основу приказаних података се уочава да се средином децембра 2018. године петнаест највећих компанија (у погледу њихове тржишне капитализације) које улазе у индексну корпу S&P500 индекса налазе у тржишту медведа. Међутим, најпознатији берзански индекси још увек трепе само корекцију.

Поред забележених падова вредности акција у претходном периоду, присутан је и песимизам код инвеститора у погледу будућег кретања тржишта. Крајем 2018. године, индикатор који указује на очекивани пад тржишта акција у наредних шест месеци, *Bearish Sentiment*, забележио је највећу вредност у последњих шест и по година. Вредност овог индикатора 14.12.2018. године износи 48,9% (American Association Of Individual Investors). С друге стране, САД се суочавају и са бројним макроекономским проблемима који уз наведени песимизам могу изазвати нове поремећаје на финансијском тржишту највеће светске економије.

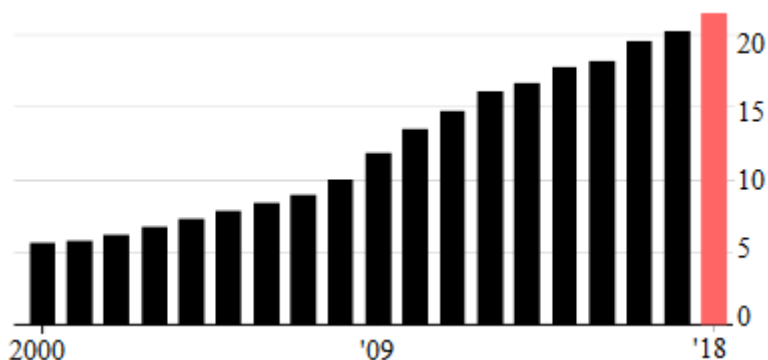
Након глобалне финансијске кризе у САД је присутан значајнији пораст дуга нефинансијских компанија који је тренутно близу нивоа од 75% БДП (Слика III-6).



Слика III-6. Дуг нефинансијских компанија у САД у периоду 1962-2018. година (као % БДП)

Извор: BIS, Credit to the non-financial sector

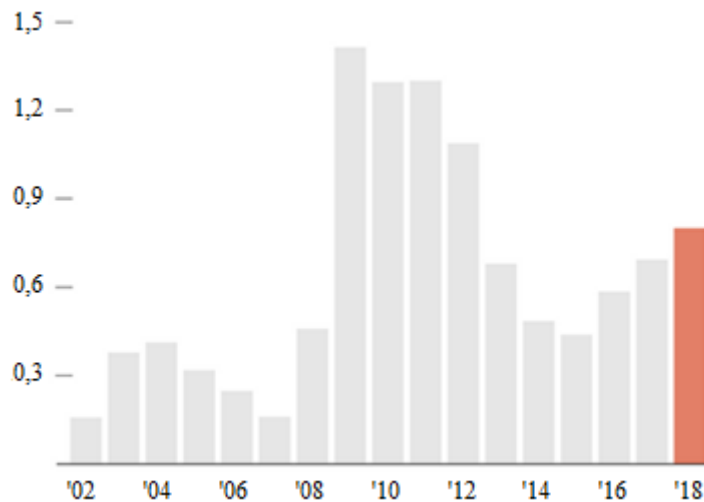
Просечан ниво дуга нефинансијских компанија у САД у периоду 2000-2008. година био је 64,8% БДП, док је његова посечна вредност у периоду 2008-2018. година 69,3% БДП. С тим у вези, од 2008. године у САД је присутано континуирано снижавање рејтинга корпоративног дуга (и финансијских и нефинансијских компанија). Такође, и укупни јавни дуг САД бележи континуирани раст (Слика III-7).



Слика III-7. Јавни дуг САД у периоду 2000-2018. година (у бил. USD)

Извор: Tanzi, Bloomberg

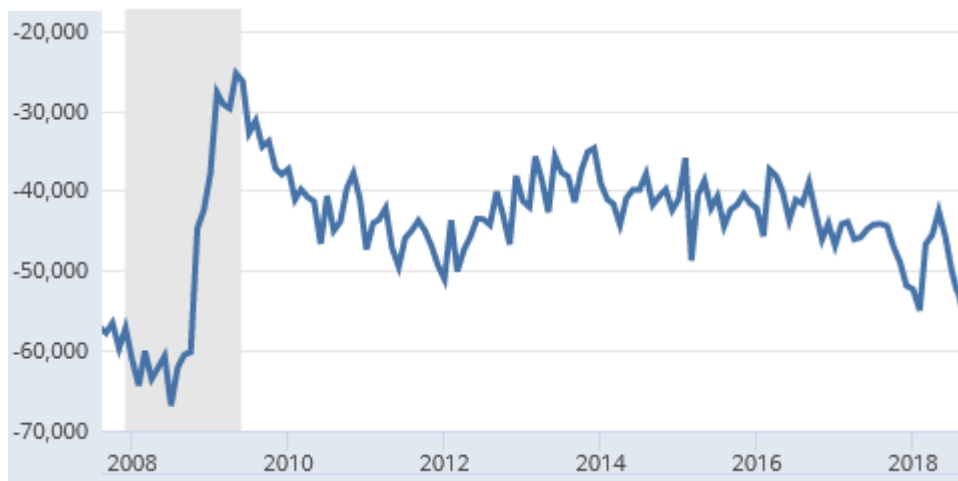
Крајем 2018. године укупни јавни дуг САД износи 21,85 билиона USD. Ово је дупло већи износ у односу на укупни јавни дуг са почетка 2008. године (10 билиона USD) или тростуко већи износ од дуга са почетка 2003. године (6,8 билиона USD). Поред растућег јавног и приватног дуга, САД се суочавају и са повећањем буџетског дефицита (Слика III-8).



Слика III-8. Годишњи буџетски дефицит САД у периоду 2002-2018. година
*у бил.USD

Извор: *New York Times, Budget Deficits Are Projected to Balloon Under the Bipartisan Spending Deal*

Током октобра и новембра 2018. године САД су оствариле буџетски дефицит у износу 305,39 млрд. USD. Само у новембру 2018. године остварен је дефицит у износу од 205 млрд. USD што је за 66 млрд. или 48% више него у истом месецу претходне године. Ови износи указују на значајан раст буџетског дефицита крајем 2018 године, јер је периоду новембар 2017 – септембар 2018. година укупан буџетски дефицит САД износио 778,99 млрд. USD (*U.S. Department Of The Treasury*). Такође, поред буџетског дефицита САД бележе и раст трговинског дефицита (Слика III-9).



Слика III-9. Трговински дефицит САД у периоду 2008-2018. година (у мил. USD)

Извор: *FRED, Economic Data*

У октобру 2018. године трговински дефицит САД износио је 55,5 млрд. USD, што је највиши ниво у последњих десет година. У првих десет месеци 2018. године укупан трговински дефицит САД износио је 503 млрд. USD, што је знатно више него у истом периоду претходне године када је износио 451 млрд. USD. Овај дефицит је последица неповољног односа између увоза и извоза робе, док се у сектору услуга остварује суфицит. Највећи део овог дефицита се остварује у трговини са Кином, који се увећао од тренутка приступања Кине Светској трговинској организацији 2001. године. У 2017.

години извоз робе из САД у Кину био је 129,89 млрд. USD, док је увоз робе из Кине у САД износио 505,47 млрд. USD (*U.S. Census Bureau*).

Поред извесних макроекономских проблема, након периода рецесије и благог опоравка привреде, САД током 2016, 2017. и 2018. године бележе нешто веће кварталне стопе раста реалног БДП (Слика III-10).



Слика III-10. Раст реалног БДП САД у периоду 2014-2018. година
(промена у односу на претходни квартал)

Извор: Bureau of Economic Analysis of USA

Током 2016, 2017. и 2018. године САД су оствариле значајне стопе раста реалног БДП-а. У односу на претходни квартал, стопа раста реалног БДП у другом кварталу је била 4,2%, док је у трећем износила 3,5%.

На основу свега наведеног може се закључити да се тржиште капитала САД у великој мери опоравило од глобалне финансијске кризе што потврђују високе вредности релевантних берзанских показатеља. Међутим, у периоду након 2008. године САД су суочене са пораста јавног и приватног дуга, као и са све већим износима буџетског и трговинског дефицита, што уноси извесну дозу песимизма код инвеститора.

2. Утицај кризе на тржиште капитала Јужне Америке

У региону Латинске Америке и Кариба берзе са највећом тржишном капитализацијом акција налазе се у Мексику, Бразилу, Аргентини, Чилеу, Перуу и Колумбији (Табела III-11).

Табела III-11. Тржишна капитализација акција на берзама Латинске Америке и Кариба

Земља	Укупна	Домаћа	Страна	% Промена 2017 - 2016
Мексико	1.025.897,18	417.020,52	608.876,66	21,54%
Бразил	955.817,44	954.628,53	1.188,91	25,50%
Аргентина	369.023,66	110.589,14	258.434,52	29,43%
Чиле	297.897,58	294.558,78	3.338,80	40,38%
Перу	162.812,08	99.009,42	63.802,66	142,32%
Колумбија	121.944,66	121.041,59	903,07	17,56%

*Извор: FIAB, 2018 *у мил. USD*

На основу података садржаних у Табели III-11. уочава се да берза акција из Мексика има највећу тржишну капитализацију акција захваљујући листингу акција страних компанија. Поред ње, значајан број акција страних компанија присутан је и на берзи у Аргентини. На овим берзама тржишна капитализација акција страних емитената је на крају 2017. године била чак и изнад тржишне капитализација акција домаћих компанија. На основу података преузетих са сајта Светске банке, берзе са највећом домаћом тржишном капитализацијом у овом региону налазе се у Бразилу, Мексику, Чилеу, Колумбији, Аргентини и Перуу (Табела III-12).

Табела III-12. Домаћа тржишна капитализација акција на берзама Латинске Америке

Држава	Тржишна капитализација *у млрд. USD
Бразил	954,72
Мексико	417,02
Чиле	294,68
Колумбија	121,48
Аргентина	108,74
Перу	99,22

Извор: Worldbank, MCAP, Latin America

Највећу домаћу тржишну капитализација акција у овом региону има Бразил. Тржиште капитала ове земље одликује разноврсна структура инвеститора, која укључује индивидуалне и институционалне инвеститоре, финансијске институције, приватна и јавна предузећа и стране инвеститоре (Tessari & Meyer-Cirkel, 2017, 13). На берзи Бразила доминирају страни инвеститори, углавном из Америке и Европе. Њихово учешће се временом повећало. На крају 2005. године учешће страних инвеститора износило је 32,8%, док је 2015. године њихово учешће било 52,8% (Tessari & Meyer-Cirkel, 2017, 13). У Табели III-13. дат је приказ вредности и структуре портфолија страних инвеститора у Бразилу.

Табела III-13. Вредност и структура портфолија страних инвеститора у Бразилу

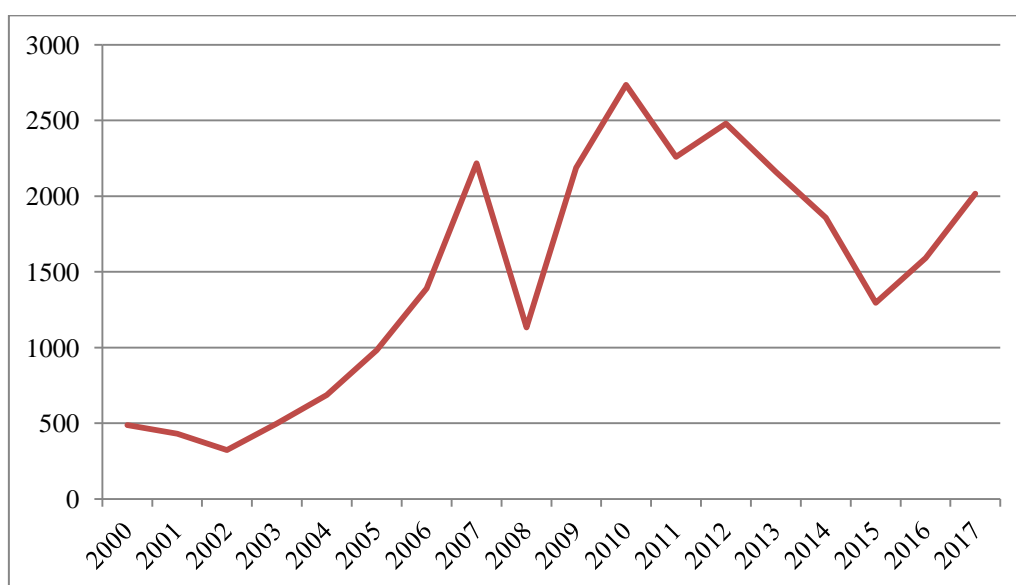
Година	Укупна вредност портфолија	Обвезнице	Акције	Деривати	Остало
2005	28,64	2,56	25,59	0,19	0,30
2006	73,27	4,77	63,73	2,13	2,63
2007	104,64	18,17	85,20	0,82	0,47
2008	197,26	42,63	149,08	2,04	3,51
2009	134,59	42,29	82,58	3,23	6,49
2010	280,48	81,01	186,50	2,57	10,39
2011	359,37	111,07	240,85	3,51	3,94
2012	420,63	144,75	265,11	4,98	5,79
2013	413,35	161,59	241,38	3,79	6,59
2014	344,76	143,55	179,27	6,81	15,12
2015	401,20	172,97	170,48	37,81	19,94

Извор: Tessari & Meyer-Cirkel, 2017, 33. *у млрд USD

Вредност портфолија страних инвеститора на бразилском тржишту капитала се у посматраном периоду знатно увећала. Такође, у структури портфолија дуго времена су доминирале власничке хартије од вредности у односу на дужничке. Међутим, 2015. године обвезнице су у структури портфолија страних инвеститора по први пут имале

доминацију у односу на акције. Домаћи инвеститори, пензиони и инвестициони фондови су слабо активни на тржишту акција. Они своја средства пласирају у сигурнију и ликвиднију имовину, као што су државне обвезнице и репо трансакције (Joopkuu, 2012, 7). Бразил одликује развијено тржиште дужничких хартија од вредности. Тржиште државних обвезница у овој земљи се убрзано развијало од средине деведесетих година. Од свих земаља у развоју, ова земља има највеће и најликвидније тржиште државних обвезница (Tessari & Meyer-Cirkel, 2017, 5).

Вредност тржишне капитализације акција на берзама посматраног региона у периоду 2000-2017. година имала је променљиво кретање (Слика III-11). Након благог опоравка тржишта током 2009. и 2010. године уследио је поновни пад вредности акција на овим берзама. Ипак, на крају 2017. године вредност тржишне капитализације акција на берзама Латинске Америке и Кариба износи 2,02 билиона USD, што је осетно повећање у односу на 2016. годину.



Слика III-11. Тржишна капитализација акција на берзама Латинске Америке и Кариба (у млрд. USD)

Извор: World Bank, MCAP, Latin America & Caribbean

Глобална финансијска криза је остварила значајан утицај на величину берзи акција на подручју Латинске Америке и Кариба. У целини посматрано (42 државе овог региона), на крају 2008. године остварен је пад од око 55% у односу на крај 2007. године. Међутим, већ наредне године вредност овог индикатора се значајно повећала и достигла приближно исти ниво као пре настанка глобалне финансијске кризе. У неким земљама, у Чилеу и Мексику на пример, вредност овог индикатора на крају 2009. године била је већа него на крају 2007. године (Табела III-14).

Табела III-14. Величина берзи Латинске Америке и Кариба (у процентима изражен однос тржишне капитализације акција и БДП)

Год.	Просечан износ	Бразил	Мексико	Чиле	Аргентина	Перу
2004	37,9	49,4	22,3	117,9	24,7	27,1
2005	41,9	53,2	27,6	111	23,9	31,7

2006	50,4	64,1	36,1	112,7	22	45,1
2007	68,1	98	38,1	122,6	19,8	67,9
2008	30,1	34,9	21,3	73,4	11	31,4
2009	62,9	80,2	39,3	133,8	13,7	59,3
2010	61,8	70	43,2	156,4	15,1	70,1
2011	43,5	47	34,9	107,1	8,2	47,7
2012	48,7	49,8	44,2	117,3	6,3	53,3
2013	41,5	41,3	41,7	95,2	9,6	40,2
2014	35,8	34,4	37	89,4	11,4	39,2
2015	29,8	27,2	34,9	78,5	9,6	29,9
2016	37,3	42,2	33,5	86	11,7	42,2
2017	42,3	46,4	36,3	106,4	17,1	46,9

Извор: World Bank, MCAP, Latin America and Caribbean, (% of BDP),

Као последица великог пада тржишне капитализације акција и повећаног промета акција у условима кризе, индикатор ликвидности акција на посматраном подручју је на крају 2008. године достигао највишу историјску вредност.

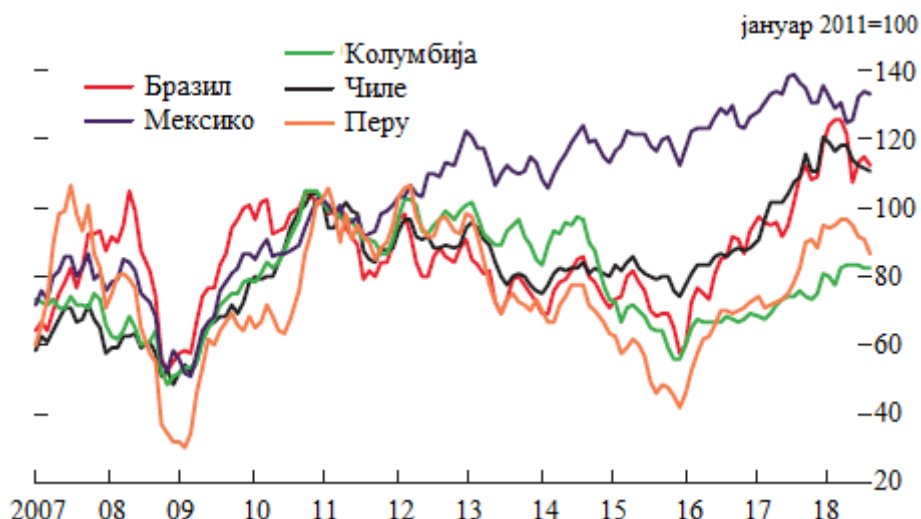
Табела III-15. Рацио промета на берзама Латинске Америке и Кариба
(у процентима изражен однос годишњег промета акцијама и тржишне капитализације акција)

Год.	Просечан износ	Бразил	Мексико	Чиле	Аргентина	Перу
2004	25,7	34,4	25,8	11,2	11,2	5,8
2005	26,9	36	22,8	15	11	7,1
2006	29,4	39,3	23,5	16	6,6	10,3
2007	36,9	47,1	29,6	21,2	8,5	11,6
2008	67,2	96,3	36,3	21,9	8,4	9,7
2009	37,6	52,9	22	16,1	3,3	4,1
2010	41,4	58,8	24,5	16,9	4	3,9
2011	45,3	67,1	24,4	19	5,6	6,3
2012	43,2	67,7	22,8	14,8	4,3	5,1
2013	45,6	72,5	31,1	15,5	4,2	3,9
2014	45,2	76,3	26,7	11,6	5,9	4,1
2015	46,5	85,6	25,8	10,3	4,8	2,6
2016	42,5	73,6	28,2	11,3	5,3	2,8
2017	40,9	67	26	12,9	5,4	5,7

Извор: World Bank, Turnover Ratio (%), Latin America and Caribbean

У целини посматрано (42 државе овог региона), на крају 2008. године индикатор ликвидности је остварио раст већи од 80% у односу на крај 2007. године. Овај раст је био најизраженији на берзи у Бразилу (раст од преко 100%). Наредне, 2009. године је дошло до смањења обима трговања акцијама на берзама Латинске Америке и Кариба што је условило враћање вредности индикатора ликвидности на ниво од пре настанка глобалне финансијске кризе.

На Слици III-12. је приказано кретање најважнијих берзанских индекса земаља Латинске Америке и Кариба у периоду након глобалне финансијске кризе.

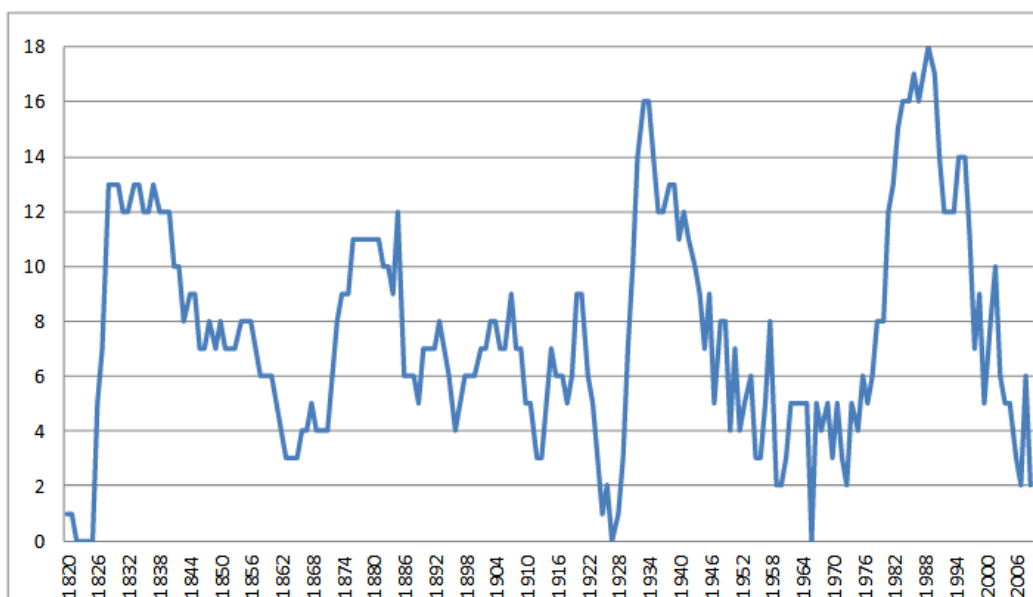


Слика III-12. Кретање најважнијих берзанских индекса Латинске Америке и Кариба у периоду 2007-2018. година

Извор: IMF, *Outlook for Latin America and the Caribbean: An Uneven Recovery*

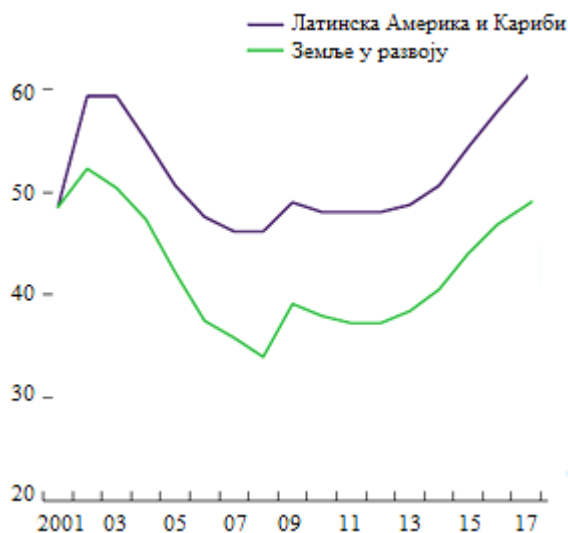
На основу Сликe може се закључити да је у периоду након глобалне финансијске кризе највећи раст остварио индекс мексичке берзе. С друге стране, индекси акција Колумбије и Перуа, иако бележе раст у последње три године, на крају 2018. године имају ниже вредности него 2011. године. Тржишта акција у Бразилу и Чилеу оставрила су благи пораст у посматраном периоду.

Настанком глобалне финансијске кризе крајем 2008. године, у Латинској Америци је дошло до значајног пада страних директних инвестиција. У првом кварталу 2009. године оне су опале за 42%, у односу на први квартал 2008. године. Иако је пад страних директних инвестиција у посматраном региону био велики, нису све земље Латинске Америке забележиле њихов пад. У неким земљама је током анализираниог периода дошло чак и до њиховог повећања (Blanco, 2010). Међутим, ово није једина и највећа финансијска криза са којом су се суочавале земље Латинске Америке. Пре ње, ове земље су претрпеле бројне финансијске кризе (дужничке, валутне и банкарске) које су углавном настале као последица значајног прилива страног капитала (Осампро, Ј. А.). Током ових криза велики број земаља Латинске Америке, а у неким случајевима и све земље, биле су суочене са бројним негативним последицама (Слика III-13).



Слика III-13. Број земаља Латинске Америке са дужничком (спољни дуг), валутном и банкарском кризом
Извор: Осатро, Ј. А.

У поређењу са искуствима из периода дужничке кризе осамдесетих и финансијске кризе из касних деведесетих година, пут опоравка ових земаља од утицаја глобалне финансијске кризе настале 2008. године је краће трајао. Већина земаља Латинске Америке се од глобалне финансијске кризе опоравила у кратком року (León & Mayo, 2015, 23). Другим земљама (попут Мексика и Костарике) требало је више времена да се врате у стање од пре кризе. У том смислу, може се рећи да је криза остварила веома хетероген утицај на земље Латинске Америке и Кариба што се може објаснити локалним карактеристикама сваке земље. Криза је имала озбиљнији утицај на северу, а начин њеног ширења ка југу зависио је од односа који су пре кризе имале северне земље са јужним земљама. На пример Мексико и већина Карибских земаља више зависе од економије САД па су и директније и дубље погођене кризом (León & Mayo, 2015, 30). Десет година од настанка глобалне финансијске кризе, Венецуела и Аргентина се сучавају са валутним кризама односно са високом инфлацијом. На крају 2017. године Венецуела је забележила инфлацију од 2.818%, док се пројекције за 2018. и 2019. годину изражавају милионима (2.500.000% за 2018. годину и 10.000.000% за 2019. годину). У Аргентини, инфлација на крају 2017. године била је 24,8%, док је очекивана инфлација на крају 2018 године 40,5% (IMF, Outlook for Latin America and the Caribbean: An Uneven Recovery). Такође, као један од важнијих проблема овог региона који у будућности може представљати кочницу његовом просперитетнијем развоју јесте јавни дуг (Слика III-14).



Слика III-14. Јавни дуг земаља Латинске Америке у периоду 2001-2017. година (као % БДП)

Извор: IMF, *Outlook for Latin America and the Caribbean: An Uneven Recovery*

Ниво јавног дуга земаља Латинске Америке је након појаве глобалне финансијске кризе у сталном порасту. Посматрано у односу на БДП дуг земаља овог региона је на знатно вишем нивоу него у осталим земљама у развоју. Такође, поред бројних интерних проблема који се везују за овај регион, развој ових земаља у будућности ће у значајној мери зависити и од даљег економског развоја Кине као главног трговинског партнера овог региона.

III ДЕКОМПОЗИЦИЈА УТИЦАЈА СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА ЕМЕА РЕГИОНА

Декомпозиција утицаја глобалне финансијске кризе на тржиште капитала ЕМЕА региона обухвата анализу тржишних кретања на берзама Европе, Средњег Истока и Африке.

1. Анализа последица кризе на тржишту капитала Европе

Глобална финансијска криза је у значајној мери утицала на водеће европске банке и берзе при чему су највећи пад забележиле акције банака. Европски берзански индекси су нагло опали након што је највећа немачка банка, *Deutsche Bank*, објавила податак о кварталном губитку од 4,8 млрд. USD (Тодоровић, 2015, 209). Криза се брзо осетила и у земљама изван еврозоне, нпр. Великој Британији. Централна банка Енглеске је почетком јануара 2009. године, у циљу ублажавања рецесије, снизила референтну каматну стопу на 1,5%. Сличну монетарну политику водиле су и централне банке других земаља. Снижавање каматне стопе је било усмерено ка стимулацији привредне активности и снижавању трошкова задуживања.

Поред банкарског сектора, финансијска криза је захватила и водеће европске берзе. Највеће тржиште акција у Европи има Велика Британија. Лондонска берза је по висини тржишне капитализације четврта берза на свету, а прва у Европи (Podmajerska,

2016, 26). Да би се сагледао утицај кризе на тржиште акција Велике Британије на Слици III-15 је приказано кретање FTSE 100 индекса.



Слика III-15. Кретање FTSE 100 индекса у периоду 2004-2018. година

Извор: Trading Economics, FTSE 100

У посматраном периоду, FTSE 100 индекс је имао минималну вредност у марту 2009. године када је вредео 3.512,10 GBP. Највећи дневни пад FTSE 100 индекс је забележио 10. октобра 2008. године. У односу на претходни дан, овај индекс је остварио пад од 8,85% или у апсолутном износу 381,7 GBP. Међутим, 24. новембра исте године FTSE 100 индекс је имао и историјски највећи дневни раст у износу од 9,84% или у апсолутном износу 372 GBP (Podmajerska, 2016, 26). На основу приказаних података јасно се уочава утицај глобалне финансијске кризе, али се тржиште акција Велике Британије у знатној мери опоравило. Највишу историјску вредност FTSE 100 индекс забележио је у мају 2018. године када је вредео 7.877,45.

У оквиру Европске уније, највеће берзе акција, мерено односом тржишне капитализације акција и бруто домаћег производа, налазе се у Шпанији, Холандији и Француској. Уколико се посматра апсолутни износ тржишне капитализације акција долази се до нешто другачијег закључка. Највеће тржишне капитализације у оквиру ЕУ имају берзе акција Француске и Немачке. Затим следе, берзе из Шпаније, Холандије и Италије (World Bank, Market capitalization of listed domestic companies, European Union).

Табела III-16. Величина берзи Европске уније
(у процентима изражен однос тржишне капитализације акција и БДП)

Год.	ЕУ	Аустрија	Немачка	Франц.	Холанд.	Италија	Шпанија	Мађарска	Пољска
2003	66,2	21,6	43,1	73,4	85,4	39,2	80,1	19,5	17
2004	67,8	29,2	42,4	73,4	82,8	43,9	87,9	27,5	27,6
2005	69,4	39,9	42	79,8	87,4	43,1	82,9	28,8	30,7
2006	86,4	57,4	54,5	104,4	107,3	52,8	104,6	36,4	43,2
2007	86,3	60,8	61,2	102,9	113,9	48,7	121,7	33	49,3
2008	39,5	17,7	29,6	50,4	41,5	21,8	58	11,7	17
2009	51,4	28,5	37,8	72,2	65,2	30	95,7	23	34,3
2010	50,8	32,2	41,8	72,2	79	25,2	81,8	21,2	39,8

2011	39,4	19,8	31,5	54,3	66,5	19	69,3	13,3	26,1
2012	49	25,9	41,9	67,4	78,5	23,2	74,5	16,2	35,5
2013	58,9	27,4	51,6	81,9	94,4	28,9	82	14,6	39
2014	52,5	21,9	44,7	73,2	89,4	27,3	72,1	10,4	31
2015	-	25,1	50,8	85,8	96,1	-	65,7	14,4	28,9
2016	-	30,9	49,3	87,5	109,9	-	56,9	17,9	29,4
2017	-	36,2	61,5	106,5	133,2	-	67,8	22,7	38,4

Извор: World Bank, МСАР (% of GDP), European Union

На основу података садржаних у Табели III-16 уочава се велики пад индикатора величине берзи акција у оквиру Европске уније. Као последица значајног пада вредности акција, овај индикатор је на крају 2008. године био за око 55% мањи него на крају 2007. године. Као последица повећаног промета акцијама и пада њихове вредности на берзама ЕУ, крајем 2008. године је дошло до енормног повећања вредности индикатора ликвидности акција. Наредне године ликвидност акција на посматраним берзама опала је испод нивоа од пре настанка глобалне финансијске кризе (Табела III-17).

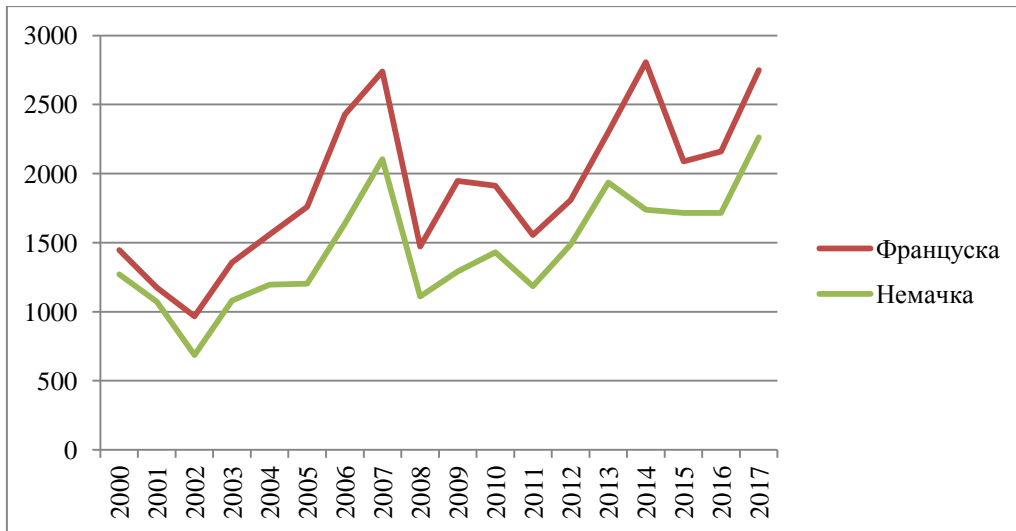
Табела III-17. Рацио промета на берзама Европске уније

(у процентима изражен однос годишњег промета акцијама и тржишне капитализације акција)

Год.	ЕУ	Аустрија	Немачка	Франц.	Холандија	Италија	Шпанија	Мађарска	Пољска
2003	73,4	21,3	94,3	81,3	110,3	119,1	85,1	53,2	21
2004	77,8	29,5	98,9	84,9	116,7	114	91,5	49,9	25,2
2005	77,8	34,3	107,1	72,3	100,3	132,2	102,2	68	27,9
2006	87,2	43	119,1	83	115,6	117,8	113,3	73,9	35,8
2007	118,3	54,6	154,6	105,7	161,2	206,4	126,6	102,4	42,6
2008	196,2	128,6	377,2	163,4	249,7	265,2	182,1	149,3	56,9
2009	90,7	45,2	138,3	66	96,9	141,3	89,1	90,6	37,5
2010	87,3	38,8	104,5	70,6	84,3	124,4	117,3	95,5	36,4
2011	101,9	45,5	132,9	85,6	87	196,2	109,4	83,4	52,9
2012	73,5	22,3	84,1	59,4	64,1	162,4	86,9	52,8	33,9
2013	61,7	22,5	67,8	48	58,3	125,1	81,9	54,7	35,5
2014	86,6	29,7	73	56	60,5	350	99,9	49	34,2
2015	-	33	84,2	-	-	-	124,3	42,1	38,2
2016	-	32,8	74,9	-	-	-	97,8	40,5	35,1
2017	-	26,3	63,6	-	-	-	82,6	-	33,7

Извор: World Bank, Turnover Ratio (%), European Union

На основу сагледавања промена у висини тржишне капитализације акција на берзама Немачке и Француске, као водећим берзама у оквиру ЕУ, може се закључити да се ова тржишта још увек нису у довољној мери опоравила од кризе настале 2008. године. Након дужег и благог опоравка, ове берзе су 2011. године претрпеле поновни пад вредности. Пад тржишне капитализације је највећим делом узрокован дужничком кризом у еврозони (Слика III-16).



Слика III-16. Тржишна капитализација берзи акција у Немачкој и Француској (у млрд. USD)

Извор: World Bank, MCAP, Germany and France

Тржишна капитализација берзи у Немачкој и Француској на крају 2017. године је достигла износ са краја 2007. године, што може указивати да се европске берзе веома споро опорављају од иницијалног шока насталог 2008. године. Ради прецизнијег сагледавања утицаја глобалне финансијске кризе на берзе Немачке и Француске, на Слици III-17. и Слици III-18. приказана су кретања главних берзанских индекса ових земаља.



Слика III-17. Кретање DAX 30 индекса у периоду 2004-2018. година

Извор: Trading Economics, DAX 30

Главни берзански индекс Немачке је 2008. године претрпео пад, али се није спустио испод најниже вредности у посматраном периоду. Такође, уочава се значајније повећање вредности овог индекса у наредном периоду. У јануару 2018. године са вредношћу од 13.559,60 поена овај индекс забележио је историјски максимум.



Слика III-18. Кретање САС 40 индекса у периоду 2004-2018. година
 Извор: *Trading Economics, САС 40*

Најпознатији берзански индекс Француске је под утицајем глобалне финансијске кризе доживео велики губитак вредности. Такође, и у наредном периоду овај индекс није успео да се врати на ниво од пре слома насталог током 2008 године. Према истраживању Viral (2016), Француска највише доприноси постојећем системском ризику у Европи. У случају појаве нове финансијске кризе, Француска, Велика Британија и Немачка би испољиле највећи недостатак капитала. Међутим, посматран у односу на БДП, недостатак капитала у Немачкој је доста мањи него у Француској и Великој Британији.

Глобална финансијска криза је у многим европским земљама изазвала рецесију. То је имало импликације на банкарски систем, на реалну економију и на економску динамику. У циљу решавања проблема изазваних кризом, европске земље су биле приморане да увећавају свој дуг што је довело до погоршања њихових буџетских биланса (Chougrou, 2015, 146). Након 2008. године у Европи је дошло до успоравања привредног раста што је знатно оптеретило фискалне системе. На великом удару нашле су се земље чланице Евроzone. Европска централна банка је са циљем одржавања ниске инфлације водила рестриктивну монетарну политику. Ово је додатно отежало ситуацију земаља које су имале велики дуг (нпр. Португал и Грчка). Земље Евроzone лоциране у јужном делу Европе су биле више погођене дужничком кризом. У северним земљама раст јавног дуга био је знатно умеренији (*Public finances in EMU 2011*, 25). Јужне земље Евроzone одликује дефицит текућег биланса и углавном се суочавају са проблемом његовог финансирања што у крајњем случају може узроковати кризу јавног дуга и финансијску нестабилност. Када финансијска тржишта препознају да јавни дуг постаје неодржив долази до повећања каматних стопа и депресијације девизних курсева. У таквим ситуацијама, државама је често ограничен приступ финансијским тржиштима (Gaspar, 157). У Табели III-18. дат је приказ јавног дуга европских земаља.

Табела III-18. Јавни дуг европских земаља у периоду 2016-2018. година (% БДП)

	2016	2017	април 2018
Европа	68,8	67,3	66
Евروزона	88,9	86,6	81,5
Велика Британија	88,2	87	86,3
Белгија	105,7	103,2	101
Кипар	107,1	99,3	97
Грчка	183,5	181,9	191,3
Италија	132	131,5	129,7
Португал	129,9	125,6	121,2

Извор: *Regional Economic Outlook, Europe*

Просечан ниво јавног дуга европских земаља у априлу 2018. године износи 66% БДП и присутно је веома мало смањење у односу на претходне две године. Земље Евроzone и Велика Британија су 2016. године имале приближно исту вредност овог индикатора, али је у наредне две године у оквиру Евроzone његова вредност значајније смањена у односу на Велику Британију. Земље у оквиру Евроzone које имају јавни дуг изнад 100% БДП су Грчка, Италија, Португал, Кипар и Белгија.

Глобална финансијска криза је остварила значајан утицај на земље Европске уније, поготову на њене новије чланице попут Чешке, Естоније, Летоније, Литваније, Мађарске, Пољске, Словеније, Словачке, Румуније и Бугарске (Terazi & Şenel, 2011, 187). Одлив капитала из земаља источне Европе током периода кризе продубио је кризу у овом региону. Ове земље су у значајној мери зависне од прилива страног капитала па је смањени прилив страног капитала, у условима њихове високе спољне задужености, довео до депресијације домаћих валута и смањења девизних резерви.

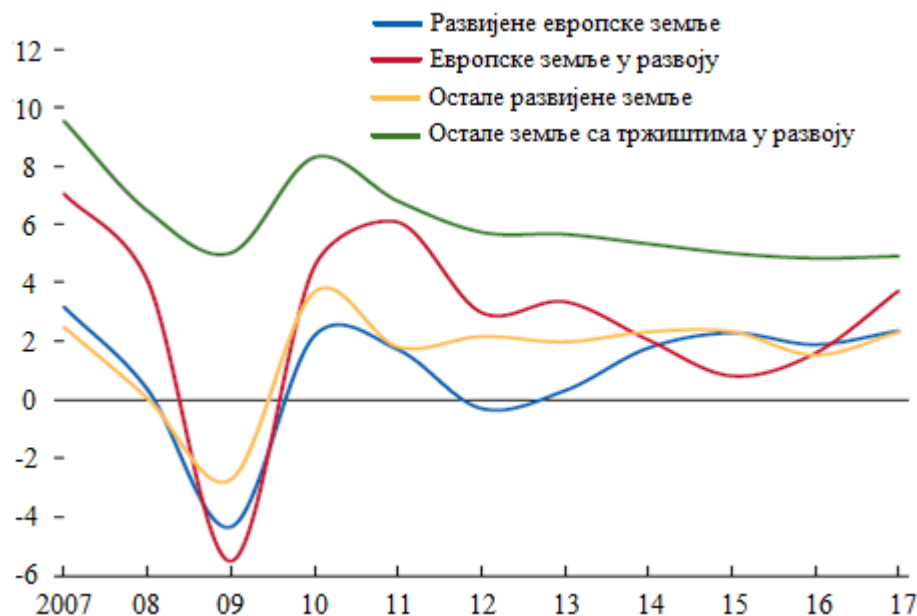
На земље источне Европе глобална финансијска криза је утицала преко неколико канала од којих су најважнији (Јоуџ, 2015):

- преко спољно-трговинских односа (смањење спољашње тражње резултирало је значајним падом извоза),
- путем стварања кризе поверења која је резултирала смањеним приливом страних директних инвестиција у ове земље,
- путем смањења економске активности на тржиштима Западне Европе што је условило смањени прилив дознака,
- ове државе су биле приморане да се позајмљују по вишим каматним стопама, док је приватни сектор морао да се бори са општим мањком ликвидности.

Такође, важна одлика банкарских система земаља источне Европе јесте постојање банака у страном власништву. Ово власништво се рангира од половине, у неким земљама попут Пољске, па све до потпуног страног власништва у земљама попут Естоније и Чешке. Ово чини банкарске системе земаља источне Европе веома рањивим на промене у кредитној политици страних банака (Toporowski, 2010).

У целини посматрано, може се рећи да регулаторна реакција на колапс финансијског система у Европи није била задовољавајућа. Иако су државе и централне банке гаранцијама за активу и пасиву, као и убризгавањем ликвидности, брзо помогле финансијски сектор не може се рећи да је било његове значајније рекапитализације. Такође, у Еврозони напори усмерени ка решавању проблема неперформансних кредита

донекле су уродили плодом, али су и даље присутни. На тржиштима у развоју где је дошло до пораста неперформансних кредита требало би уложити додатне напоре у циљу јачања банкарских система (Global Financial Stability Report, 2018). Настанком глобалне финансијске кризе европске земље су доживеле већи пад привредне активности него остале земље света (Слика III-19).



Слика III-19. Реални БДП европских земаља у периоду 2007-2017. година
*процентуалне промене на годишњем нивоу

Извор: *Regional Economic Outlook, Europe*

На Слици се уочава да су европске земље током 2009. године доживеле већи пад у стопи реалног БДП у односу на остале земље (нарочито, европске земље у развоју). На крају 2009. године европске земље у развоју и европске развијене земље су имале ниже (негативније) стопе раста реалног БДП у односу на остале земље (развијене земље света и земље са тржиштима у развоју). Међутим, Европске земље у развоју су успеле за релативно кратко време да се врате на више стопе раста у односу на развијене земље и приближе се стопама раста осталих земаља са тржиштима у развоју.

2. Разматрање утицаја кризе на тржиште капитала Средњег Истока и Африке

Највеће тржиште акција у региону Средњег Истока и Северне Африке има Саудијска Арабија (Табели III-19).

Табела III-19. Тржишна капитализација берзи Средњег Истока и Северне Африке на крају 2017. год.

Земља	Тржишна капитализација у млрд. USD
Саудијска Арабија	451.378,8
УАЕ	239.387,4
Израел	231.048,8
Катар	130.610,1
Иран	108.634,7
Мароко	67.048,5
Египат	46.546,1

Извор: *World Bank, MCAP, Middle East & North Africa*

Берзе УАЕ и Израела имају доста нижу тржишну капитализацију у односу на Саудијску Арабију, али знатно изнад берзи Катара и Ирана. У посматраном региону тржишна капитализација акција чини око половине бруто домаћег производа ових земаља (Табела III-20).

Табела III-20. Величина берзи Средњег Истока и Северне Африке (у процентима изражен однос тржишне капитализације акција и БДП)

Год.	Просечан износ	Египат	Израел	Иран	УАЕ
2003		-	55,3	17,9	20,4
2004		-	67,8	22,4	37,5
2005		-	86	16,1	67,9
2006		87	105	13,6	32
2007		106,7	131,5	12,5	48,9
2008		52,8	49,9	12	34
2009	53,2	48,3	91	14,3	54,5
2010	51,5	38,5	97,4	17,8	45,4
2011	37	20,7	60	18,4	26,7
2012	35,9	21,2	62,9	15,2	27
2013	57,7	21,4	69,5	74	46,2
2014	51,4	22,9	65	26,8	50
2015	51,6	16,6	81,5	23,2	54,7
2016	51,8	10	67,3	26	61,1
2017	52	19,8	65,9	24,7	62,6

Извор: World Bank, МСАП (% of BDP), Middle East & North Africa

Глобална финансијска криза је највише погодила израелску и египатску берзу, што потврђује кретање индикатора величине берзи акција. Највећи пад вредности овог индикатора претрпела је израелска берза (са 131,5% на крају 2007. године на 49,9% на крају 2008. године). За разлику од израелске берзе која је већ током 2009. године у извесној мери успела да стабилизује своје тржиште, египатска берза и у наредним годинама бележи пад вредности. Најликвидније берзе акција у региону Средњег Истока и Северне Африке су лоциране у Саудијској Арабији, Египту и Израелу (Табела III-21).

Табела III-21. Рацио промета за берзе Средњег Истока и Северне Африке (у процентима изражен однос годишњег промета акцијама и тржишне капитализације акција)

Год.	Просечан износ	С. Арабија	Египат	Израел	Иран	УАЕ
2003	16,2	-	-	25,4	14,2	3,8
2004	35,1	-	-	33	26,4	7,7
2005	41,1	-	-	34,6	19,8	22,3
2006	35,1	-	51,7	39,1	13	28,4
2007	36,5	-	44,2	42,4	18,6	37,7
2008	73,7	-	111,5	89,1	30	66,3
2009	45,6	105,1	81,5	42,1	28,7	47,6
2010	41,3	56,9	44,2	47,6	19,6	21
2011	46,6	86	32,5	48,8	13,5	16
2012	67,4	136,9	28,9	31,4	16,6	17,7
2013	38,9	77,5	20,7	27,3	12,8	11,9
2014	60	117,4	37,7	23,6	20	71

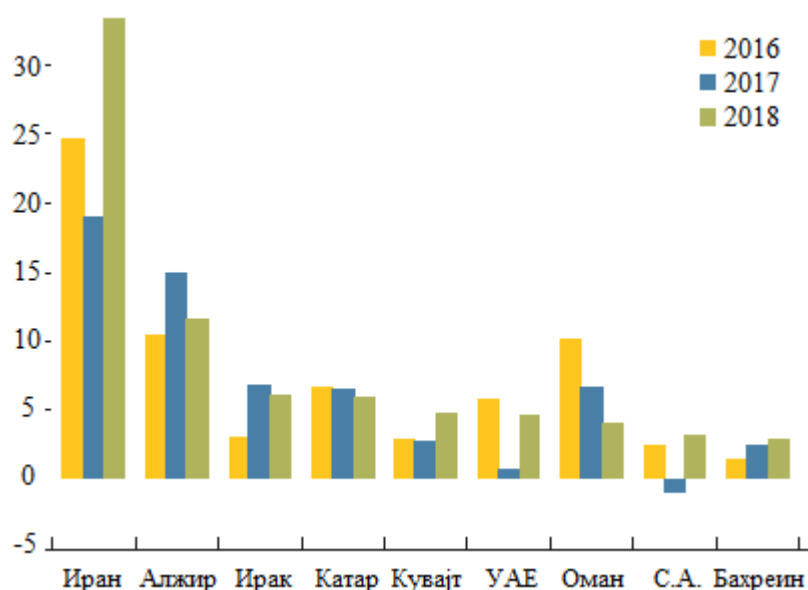
2015	47,9	103,8	26,7	23,1	9,4	29,4
2016	38,7	77,5	39,2	23,4	17,3	23,2
2017	28,5	48,4	30,7	29,9	10,8	18

Извор: World Bank, Turnover Ratio (%), Middle East & North Africa

На крају 2008. године индикатор ликвидности акција који се односи на 21 берзу из посматраног региона износио је 73,7%. Ово је највиши ниво индикатора ликвидности у посматраном периоду и последица је повећаног промета акцијама и пада тржишне капитализације акција крајем 2008. године. Ово указује да се глобална финансијска криза брзо пренела на берзе Средњег Истока и Северне Африке. У годинама које су уследиле након настанка кризе присутно је промелјиво кретање вредности овог индикатора.

Анализа утицаја глобалне финансијске кризе на тржиште капитала Средњег Истока и Африке требало би да уважава специфичности исламског финансијског система. Исламски финансијски сектор се заснива на финансијским институцијама и хартијама од вредности које постоје у арапској економији. На првом месту налази се исламска банка. Прве банке ове врсте настале су шездесетих и седамдесетих година, а данас их има преко 100 које послују у око 20 арапских земаља. Највећи број исламских банака послује у Бахреину, Саудијској Арабији, Египту, Судану и УАЕ, док остале арапске државе имају од једне до пет исламских банака. Извори средстава исламске банке су акције и депозити. Исламске банке не користе дуг као извор финансирања нити издају корпоративне обвезнице, али могу да издају исламске обвезнице под називом Сукук. Исламска банка послује као конвенционална банка и склапа уговоре без камате, што ствара велику разлику између исламских и пословних банака у погледу њиховог пословања. Највећа исламска банка је Ал-Раџи банка (*Al-Rajhi*) из Саудијске Арабије (Nid. al Rashid, 2009, 55). Следећа исламска финансијска институција је позната под називом Такафул и обавља послове осигурања. Своје пословање ова институција је започела у Судану и на Арапском полуострву. Касније, њено пословање се проширило и на остале арапске земље попут Јордана и Туниса. Овакве институције постоје и у Сирији и Палестини. Саудијска Арабија има највећи број Такафул фирми, а за њом следе Бахреин, Судан, Катар, Тунис и Јордан. Трећа исламска финансијска институција јесте Исламски инвестициони фонд. Овај фонд обухвата више типова фондова и њиме управљају углавном исламске банке. Исламски фонд се разликује од традиционалног фонда по томе што инвестира само у исламске хартије од вредности попут акција и Сукук-а. Такође, није им дозвољено да инвестирају у хартије од вредности компанија које производе робу и услуге које нису у складу са исламским Шеријатом (Nid. al Rashid, 2009, 61). Исламски инвестициони фондови су релативно мање осетљиви на тржишне промене у периодима кризе у односу на остале врсте инвестиционих фондова. Самим тим, инвестирање у исламски инвестициони фонд може послужити и као добар инструмент обезбеђења у периоду кризе (Kassim & Saqinah, 2012). Четврти део исламских финансија чине исламски финансијски инструменти. Њима се тргује углавном у државама Персијског Залива, али и у Катру и Бахреину. Познате су као Сукук или исламске обвезнице, имају различит рок доспећа и везују се за одређене пројекте или групу пројеката (Nid. al Rashid, 2009, 64).

У региону Средњег Истока и Северне Африке банке имају доминантну улогу у кредитирању привреде. Такође, банке лоциране у овом региону углавном имају високе коефицијенте адекватности капитала.



Слика III-20. Банкарски кредити приватном сектору у региону Средњег Истока и Северне Африке у периоду 2016-2018. година

**просечан годишњи раст изражен у %*

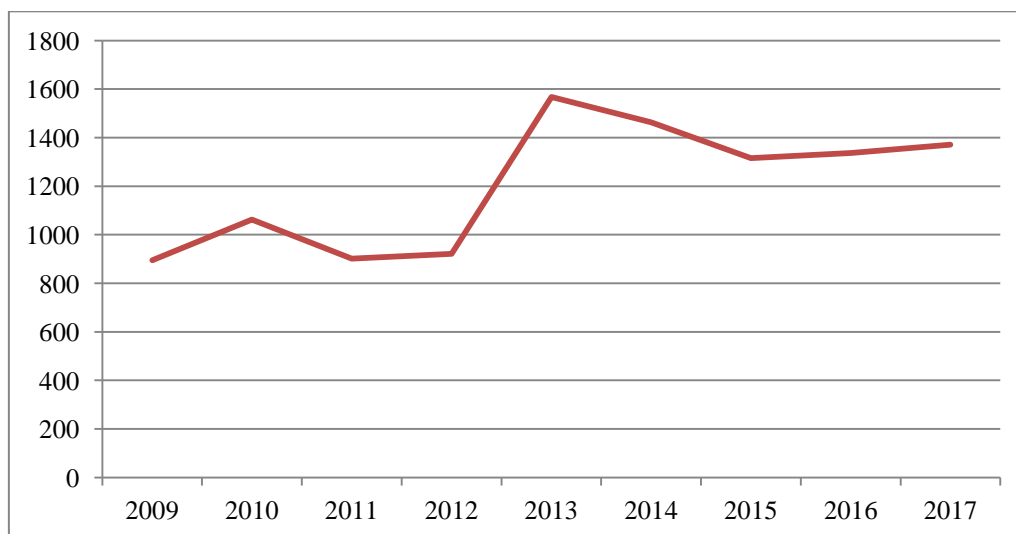
Извор: IMF, Regional Economic Outlook, Middle East & Central Asia

Банкарски кредити представљају значајан извор финансирања приватног сектора у посматраном региону. У периоду 2016, 2017. и 2018. година, ови кредити су у Ирану расли годишње преко 20% у просеку, док је у Алжиру њихов просечни годишњи раст у посматраном периоду био изнад 10%. Међутим, у региону Средњег Истока (заједно са Централном Азијом) је у периоду 2000-2017. година остварен веома низак ниво приватних инвестиција. Мерено у односу на БДП, у овом региону је реализовано, после Субсахарске Африке, најмање приватних инвестиција у свету. Такође, већина земаља овог региона се крајем 2017. године суочава са нивоом јавног дуга који је изнад 50% БДП. С друге стране, у овом региону су лоциране земље које представљају највеће светске произвођаче нафте. С тим у вези, као последица одлуке о смањењу производње нафте, земље извозници нафте су у периоду 2016-2018. година успеле да превазиђу проблеме буџетског дефицита који их је задесио током 2014-2015. године (IMF, Regional Economic Outlook, Middle East and Central Asia). Ипак, овај регион прате бројне мањкавости које спречавају значајнији и убрзанији привредни, али и укупни друштвени развој. Значајније инвестирање у инфраструктуру и образовање, као и смањивање улоге државе, представља неопходан услов за просперитетнији развој овог региона. Поред тога, потребно је значајније развити тржиште капитала које представља важан сегмент савременог финансијског тржишта.

Попут берзи Средњег Истока, и берзе са подручја Африке спадају у ред веома младих тржишта. Почетком XX века у Африци су постојале само четири берзе: Јужна Африка, Египат, Зимбабве и Намибија. Почетни импулс развоју берзи на овим континенту дало је велико откриће минералних сировина. Берзе су обезбеђивале

повезивање рудника са њиховим финансијерима које је било потребно ради финансирања развоја рударске индустрије (Alagidede, 2011, 10). Берзе у Свазиленду, Уганди, Намибији, Мозамбику, Камеруну, Малавију, Боцвани, Гани, Алжиру и Судану су основане током реформи финансијског сектора спроведених осамдесетих година XX века под покровитељством Светске банке и ММФ-а. Иако је примарни циљ ових реформи био побољшање економске ефикасности јавних предузећа оне су у значајној мери допринеле и развоју тржишта капитала. Берза у Камеруну је основана 2001. године, у Капе Вердеу 2005. године и Либији 2007. године. Рванда има само ванберзанско тржиште основано 2008. године. У целини посматрано, афричке берзе (са изузетком Јужноафричке берзе) одликује веома ниска ликвидност. С тим у вези, показују слабу корелацију са развијеним тржиштима капитала (Alagidede, 2011, 13). Банке играју кључну улогу у повезивању штедиша и корисника финансијских средстава. Многе комерцијалне банке се баве традиционалним банкарским пословима, док велике комерцијалне банке обављају и друге послове (гарантују обвезнице, креирају девизно тржиште и тржиште каматних стопа и обављају послове везане за трговину хартијама од вредности) (Alagidede, 2011, 13).

На основу наведеног може се закључити да анализирање вредности тржишне капитализације акција на берзама овог региона у периоду пре 2008. године и нема неку економску оправданост.

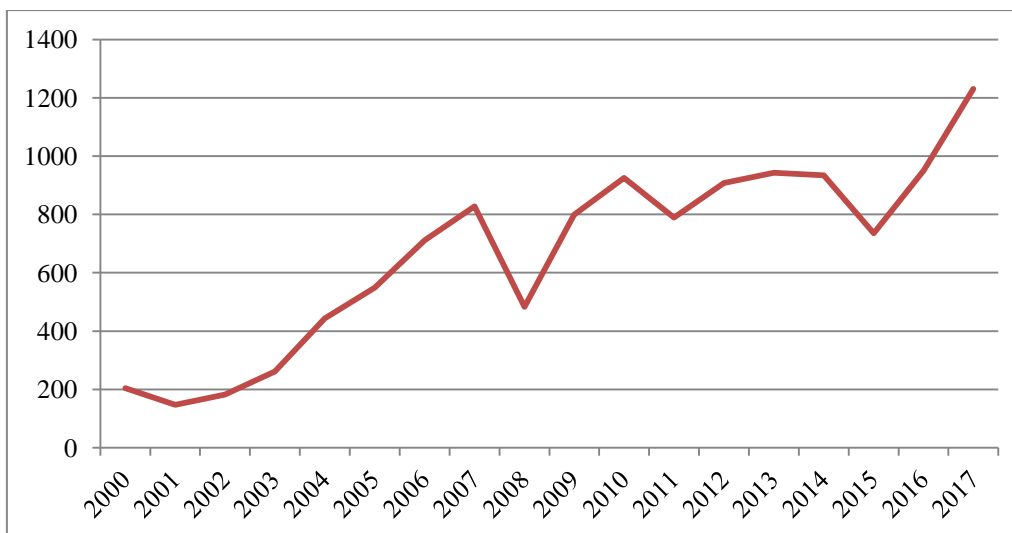


Слика III-21. Тржишна капитализација акција на берзама Средњег Истока и Северне Африке (у млрд USD)

Извор: World Bank, MCAP, Middle East & North Africa

У периоду након појаве глобалне финансијске кризе, берзе Средњег Истока и Северне Африке су оствариле значајнији раст тржишне капитализације само у току 2013. године.

На Слици III-22. је приказано кретање тржишне капитализације акција на Јужноафричкој берзи. Имајући у виду да се ради о убедљиво најразвијенијој берзи у области Субсахарске Африке, анализом приказаних података могу се извући закључци о утицају кризе на цео регион.



Слика III-22. Тржишна капитализација Јужноафричке берзе (у млрд. USD)

Извор: World Bank, MСAP, South Africa

Тржишна капитализација акција на берзи у Јужној Африци је на крају 2008. године износила 483 млрд. USD, што је за око 40% мање него на крају 2007. године. Ово тржиште се у наредном периоду опорављало што за резултат има вредност тржишне капитализације од 1,23 билиона USD на крају 2017. године што је за око 50% више од износа са краја 2007. године. Може се закључити да је глобална финансијска криза остварила значајан утицај на величину берзи из региона Субсахарске Африке, али је овај утицај ипак мањи него у осталим деловима света. Након значајнијег пада вредности индикатора величине берзи овог региона крајем 2008. године, уследио је опоравак тржишта.

Табела III-22. Величина најзначајнијих берзи Субсахарске Африке (у процентима изражен однос тржишне капитализације акција и БДП)

Год.	О. Слоноваче	Маурицијус	Нигерија	Јужноафр. Република
2004	12,6	33,2	18,1	193,3
2005	13,7	37	19,9	213,2
2006	23,3	70,5	22,6	261,7
2007	40,8	97,2	51	276,9
2008	29,3	46,7	23,1	168,1
2009	25,2	72,1	19	268,8
2010	28,8	77,5	13,7	246,5
2011	24,8	68,1	9,5	189,3
2012	-	61,5	12,2	229
2013	37,8	73,7	15,7	257
2014	33,1	68,3	11	266
2015	37,7	61,9	10,4	231,7
2016	34	62,2	7,4	322
2017		73	9,9	352,3

Извор: World Bank, MСAP (% of BDP), Sub-Saharan Africa

Од 48 берзи из региона Субсахарске Африке, Јужноафричка Република има најликвидније тржиште акција. Ова берза има доминацију у посматраном региону да се кретање збирног индикатора ликвидности израчунатог за све берзе Субсахарске

Африке готово у потпуности поклапа са кретањем овог индикатора који се односи само на берзу из Јоханесбурга. Вредност тржишне капитализације акција на крају 2017. године износила је приближно 3,5 БДП Јужноафричке Републике. Остале берзе из региона Субсахарске Африке имају знатно мања тржишта акција (Табела III-22). Јужна Африка је једина земља која има успостављено тржиште деривата у Субсахарској Африци (South Africa Futures Exchange - SAFEX). Тржиште фјучерс уговорима је успостављено 1987. године након чега је 1992. године уведена и трговина опцијским уговорима (Alagidede, 2011, 40).

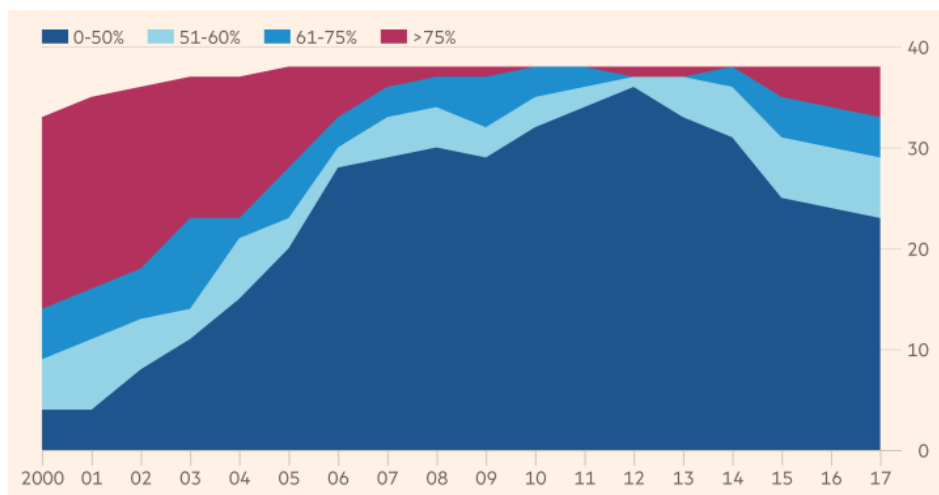
Табела III-23. Рацио промета за најзначајније берзе Субсахарске Африке (у процентима изражен однос годишњег промета акцијама и тржишне капитализације акција)

Год.	Субсахарска Африка	Обала Слоноваче	Маурицијус	Нигерија	Јужноафричка Република
2004	18,6	2,4	5,4	10,6	18,9
2005	19,5	1,5	6	8,8	20,3
2006	23,4	2,6	3,2	10,9	24,4
2007	29,6	2	5,2	20,4	31,1
2008	40	4,1	7,5	34,8	42
2009	25,6	3,9	5,2	13,9	27,2
2010	28,3	3,2	4,7	10,1	30
2011	27	1,9	6,5	9,9	28,6
2012	24,8	-	4,1	-	25
2013	24,4	3,1	3,6	-	24,6
2014	24,6	3,4	5,3	8,2	26,3
2015	29,7	4,2	6,4	8,2	31,8
2016	36,2	4,4	4,4	5,4	38,4
2017	25	-	4,6	5,9	25,7

Извор: World Bank, Turnover Ratio (%), Sub-Saharan Africa

За нека релативно ликвиднија финансијска тржишта у Африци, на пример финансијска тржишта у Египту и Нигерији, ефекат кризе је био појачан због прецењене вредности акција и ограничене диверсификације акција у периоду пре настанка кризе (Louis, Leonce & Rajhi Taoufik, 2009, 5). Глобална финансијска криза негативно је утицала на економије ослоњене на индустријализацију и економије у развоју са широком производном основом, чија су тржишта капитала глобално интегрисана (Jeroh, 2013).

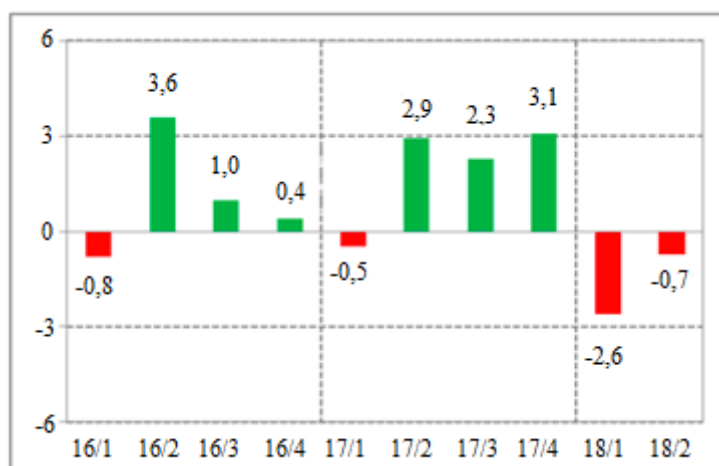
Афричке земље су суочене са веома високим нивоом дуга. У Субсахарској Африци дуг је на крају 2017. године достигао ниво од 45,9% што је близу лимита од 50% који је постављен од стране ММФ-а (Reid, С.). За разлику од претходних криза када су ММФ и Светска банка имале важну улогу у финансирању дуга, кредитори су углавном привредни субјекти и државне финансијске организације који су мање склони отписивању и реструктурирању дуга (Reid, С.). На Слици III-23. приказан је ниво дуга земаља са ниским нивоом дохотка из области Субсахарске Африке у односу на њихов БДП.



Слика III-23. Дуг земаља Субсахарске Африке са ниским нивоом дохотка (као % БДП)
 Извор: *Financial Times, African nations slipping into new debt crisis*

На основу приказаних података уочава се пораст земаља чији дуг представља више од половине БДП, односно да је све мање земаља које успевају да одрже дуг испод прописаног максималног нивоа од 50%. Током 2014, 2015 и 2017. године у појединим земљама Субсахарске Африке ниво дуга је достигао износе веће од 75% БДП.

Јужна Африка се суочава са неповољним макроекономским кретањима. Ова земља је у прва два квартала 2018. године забележила негативну стопу раста БДП-а. Највећи допринос овом паду дали су пољопривреда, транспорт и трговина (Слика III-24).



Слика III-24. Стопа раста БДП Јужне Африке у периоду 2016–2018. година
 Извор: *Writer, S.*

У првом кварталу 2018. године Јужна Африка је имала негативну стопу раста БДП у износу од -2,6, а у другом кварталу је износила -0,7.

У целини посматрано, на Афричком континенту финансијска тржишта су углавном слабо развијена док у неким државама готово и не постоје. Недовољно развијени финансијски системи у Африци и релативно слаба веза са глобалном економијом нису изоловали овај континент од утицаја глобалне финансијске кризе.

Почетком кризе био је присутан оптимизам да криза неће имати негативног ефекта на афричке земље. Такав оптимизам имао је своје корене у претпоставки да афрички финансијски системи нису чврсто интегрисани у глобални финансијски систем, као што су финансијски системи развијених земаља света. Такође, нису изложени ризику који произилази из сложених финансијских инструмената креираних на међународном финансијском тржишту. Свакако да што је земља либерализованија већи је фаворит за усмеравање глобалног капитала на њу, али је у исто време и склонија финансијским шоковима који произилазе из глобалне финансијске структуре (Alagidede, 2011, 44). Афрички финансијски центри, Египат, Нигерија и Јужна Африка, претрпели су највећи пад у приливу страног капитала у периоду између 2007. и 2009. године. С друге стране, прилив страних директних инвестиција је био имун на појаву кризе. Главни примаоци страних директних инвестиција биле су земље извознице нафте и природних ресурса попут Анголе, Нигерије и Чада. Слаби законски и регулаторни оквири, недовољно развијене и прилично отежане инвестиционе процедуре, као и обимна бирократија, углавном дестимулишу инвеститоре од улагања у овај регион (Alagidede, 2011, 57).

У многим афричким земљама тржиште обвезница је плитко и слабо развијено, а у неким државама и не постоји. У Западној Африци, Нигерија је једина земља која има секундарно дужничко тржиште. У централној и источној Африци тржиште државних обвезница није довољно развијено. Одсуство функционалног тржишта дуга у Субсахарској Африци је последица одсуства здраве тржишне структуре, недовољног броја институционалних инвеститора, ниског нивоа домаће штедње и недовољног присуства страних инвеститора (Alagidede, 2011, 3). Интеграција афричких земаља у светску економију могла би да буде добро решење за афричка тржишта капитала. Међутим, овај процес би могао да представља проблем за афричка тржишта слабо развијених земаља.

IV ПОСЛЕДИЦЕ СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА АЗИЈЕ И ПАЦИФИКА

Глобална финансијска криза није заобишла ни Азију. Анализа последица глобалне финансијске кризе на тржиште капитала Азије и Пацифика обухвата праћење ефеката кризе на тржишту капитала Источне Азије и Пацифика и сагледавање кризних кретања на тржишту капитала Јужне Азије.

1. Ефекти кризе на тржишту капитала Источне Азије и Пацифика

Економско „отварање“ Кине крајем седамдесетих година XX века се поклопило са индустријским пререструктурирањем већег дела Источне Азије. Многи производни капацитети ових земаља су се у потрази за нижим трошковима производње и повољнијим политичким окружењем преселили у Кину. За релативно кратко време, Кина је постала веома погодна дестинација за стране директне инвестиције. Приступање Кине Светској трговинској организацији крајем 2001. године покренуло је нови талас страних директних инвестиција (Zheng & Tong, 2010). Међутим, због растуће интегрисаности у глобалну економију Кина је у великој мери изложена и глобалним кризним дешавањима. Почетком четвртог квартала 2008. године кинеска

економија је, као резултат изненадног смањења извоза у САД и Европску унију, претрпела оштар пад БДП-а. Стопа раста БДП-а је пала са 11,5 % у последњем кварталу 2007. године на 6,6% у последњем кварталу 2008. године. За велику земљу која се налази у фази развоја и која пролази кроз брзу економску и друштвену трансформацију остваривање одрживог раста је кључно за стварање радних места и одржавање друштвене стабилности (Zheng & Tong, 2010). Кинеске власти су у новембру 2008. године брзо реаговале серијом снажних и одлучних мера. Мере су биле усмерене ка стимулисању домаће тражње како у погледу потрошње и инвестиција, тако и у погледу мера помоћи компанијама које се баве извозом (Zheng & Tong, 2010). Од 2008. до 2013. године укупан дуг у оптицају у кинеској економији порастао је са 125% на 240%. Велики део овог дуга настао је задуживањем локалних самоуправа. Оне су креирале финансијске инструменте за специјалну намену (нпр. улагања у инфраструктурне пројекте) и задуживале се код небанкарских финансијских институција (Viral, 49).

Економије Кореје, Тајвана, Хонг Конга, Макаа и земаља чланица ASEAN-а су погођене глобалном финансијском кризом, али и падом трговине са Кином. Оне су биле принуђене да предузму мере стимулисања својих економија и јачања трговинских односа са Кином. Услед опадања извоза, слабије домаће тражње и несмотреног инвестирања током периода кризе, дошло је и до опадања економије Хонг Конга. Влада Хонг Конга је брзо одговорила на кризу предлагањем мера за стабилизацију финансијског тржишта, подршком компанијама и стварањем нових радних места. Економија Макаа је такође појавом кризе доживела озбиљан пад. Нарочито због своје велике зависности од индустрије игара на срећу (Zheng & Tong, 2010).

Вредност акција компанија које се налазе на аустралијском тржишту капитала је у децембру 2008. године опала за 3,4 млрд. USD. Ово представља највећи пад у историји овог тржишта (Kennedy, 2009). Као одговор на финансијску кризу, Централна банка Аустралије (*Reserve Bank of Australia – RBA*) је приступила снижавању каматне стопе. Иако је средином октобра 2008. године аустралијски банкарски систем био у добром стању, само четири банкарске групе, које су међу 10 највећих у Аустралији, имале су рејтинг AA и више. Влада Аустралије је била принуђена да делује у правцу обезбеђења стабилности финансијског система и осигурања кредита привреди.

Глобалне финансијске турбуленције су у последњем кварталу 2008. године погодиле и економију Индонезије. Криза је у великој мери погодила финансијско, али и робно тржиште овог региона (Suparman, 2014). Слабљење извоза извршило је притисак на стабилност платног биланса и резултирало немиром на тржишту новца. Платни биланс је почео да акумулира високи дефицит. Цене акција и државних хартија од вредности су нагло опале. Ризик који се проширио на индонежанске хартије од вредности довео је до одлива страног капитала са берзи. Утицај глобалне кризе на економију Индонезије био је интензиван и током 2009. године (Praptiningsih, 2011).

У погледу величине тржишне капитализације акција највеће тржиште акција у региону Источне Азије и Пацифика има Кина. Уз њега, издвајају се берзе акција Јапана и Хонг Конга, након којих следе берзе Републике Кореје и Аустралије. Остале берзе

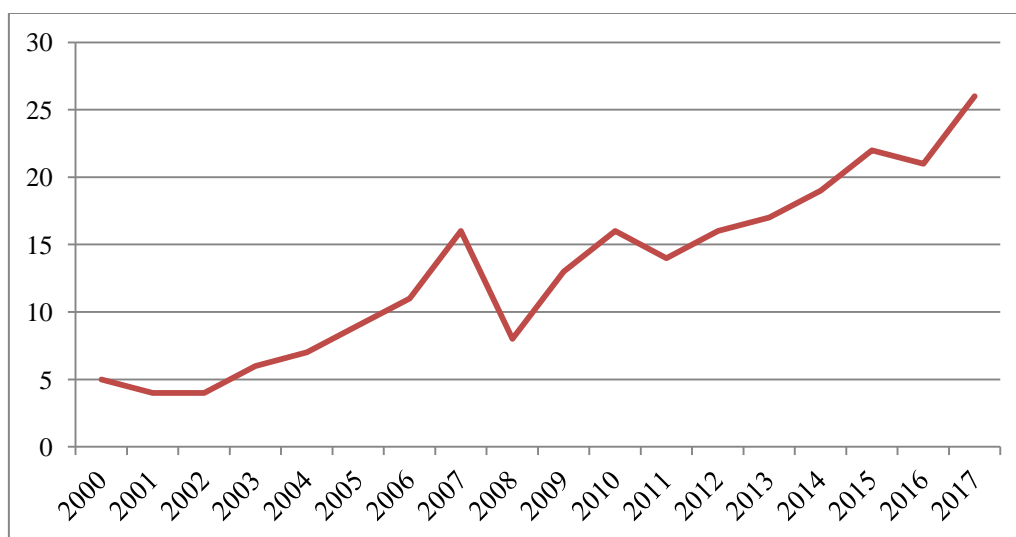
региона Источне Азије и Пацифика имају знатно мање вредности тржишне капитализације у односу на поменуте берзе.

Табела III-24. Тржишна капитализација берзи Источне Азије и Пацифика на крају 2017. год.

Земља	Тржишна капитализација акција *у млрд. USD
Кина	8.711,27
Јапан	6.222,83
Хонг Конг	4.350,51
Република Кореја	1.771,77
Аустралија	1.508,46
Сингапур	787,26
Тајланд	548,79
Индонезија	520,69
Малезија	455,77

Извор: World Bank, MCAP, East Asia & Pacific

На основу анализе кретања тржишне капитализација акција за најразвијеније берзе региона Источне Азије и Пацифика може се закључити да је овај регион, након првобитног шока 2008. године, релативно брзо успео да поврати поверење у берзе акција. Вредности тржишне капитализације на крају 2017. године износи 26,46 билиона USD, што је знатно више у односу на годину која је претходила кризи. На крају 2007. године износила је 16,04 билиона USD (Слика III-25). Осим благих падова током 2011. и 2016. године ове берзе су након појаве глобалне финансијске кризе у континуираном успону.



Слика III-25. Тржишна капитализација акција на берзама Источне Азије и Пацифика (у бил. USD)

Извор: World Bank, MCAP, East Asia & Pacific

Величина најзначајнијих берзи акција из региона Источне Азије и Пацифика приказана је у Табели III-25. Анализом је обухваћено 37 берзи посматраног региона, али су у табели приказани подаци за 7 најважнијих тржишта акција. На основу

сагледавања индикатора величине, највеће тржиште акција налази се у Хонг Конгу. За њим следе берзе Сингапура, Аустралије, Јапана, Тајланда, Кине и Републике Кореје.

Табела III-25. Величина берзи Источне Азије и Пацифика
(у процентима изражен однос тржишне капитализације акција и БДП)

Год.	Просечан износ	Тајланд	Јапан	Кина	Хонг Конг	Аустралија	Сингапур	Реп. Кореја
2003	71	78,2	66,4	30,9	442,8	125,4	153,1	48,4
2004	75,5	66,7	73,9	22,9	509,4	126,6	190,1	56
2005	86,4	65,4	96,2	17,6	581	115,9	201,9	80
2006	102,7	63,2	101,8	41,6	886,1	146,6	260	82,5
2007	133,1	75	95,9	126,1	1.254,5	152,1	299,6	100
2008	60,8	35,4	61,8	38,7	606	64,8	137,8	47
2009	92,3	62,8	63,2	69,9	1076,9	136,1	250,1	92,5
2010	95,6	81,4	67,2	66	1185,9	127,3	273,8	99,8
2011	71,2	72,4	54	45,1	908,6	86,2	217,1	82,8
2012	75,7	98	56,1	43,2	1078,3	90,2	264,6	96,5
2013	82,6	84,3	88,1	41,1	1124,7	87,2	246,1	94,6
2014	90,1	105,9	90,3	57,3	1109,3	88,3	244,3	85,9
2015	100,4	87,4	111,7	74	1029,4	88,2	215,6	89
2016	95,2	106,4	100,3	64,4	995,1	105,3	215,6	88,9
2017	111,5	120,6	127,7	71,2	1.274,1	114	243	115,7

Извор: World Bank, МСАП (% of BDP), East Asia & Pacific

Анализом вредности овог индикатора у периоду пре и након настанка глобалне финансијске кризе може се извући закључак о њеном утицају на ова тржишта. На основу посматрања збирне вредности индикатора величине берзи, прорачунатог за 37 највећих берзи акција региона Источне Азије и Пацифика, закључује се да су ова тржишта на крају 2008. године остварила пад од преко 50% у односу на 2007. годину. Највећи пад у овом периоду забележила је Кина (око 70%). С друге стране, значајно је приметити да су се ова тржишта већ наредне године вратила својим развојним путевима. Крајем 2017. године многе развијене берзе овог региона су достигле вредности овог индикатора из периода пре 2008. године. У Табели III-26. у процентима су приказане вредности индикатора ликвидности берзи акција из региона Источне Азије и Пацифика.

Табела III-26. Рацио промета за берзе Источне Азије и Пацифика

Год.	Просечан износ	Тајланд	Јапан	Кина	Хонг Конг	Аустралија	Сингапур	Реп. Кореја
2004	92,3	101,3	97,2	114,2	46,9	70,2	51	122,8
2005	89,1	72,5	94,9	97,6	39,9	76,2	45,3	167,1
2006	100,7	69,2	119,2	101,2	44,1	78,4	48,4	160,5
2007	127,1	57,2	152,1	140,8	75,9	105,8	70,7	170,8
2008	178,8	102,8	199,3	219,5	118	122,8	95,5	252,2
2009	128,1	71,5	117	219,2	61,3	66,7	52,7	201,9
2010	118,8	80,1	111,6	205	54,9	77,8	47,2	149,3
2011	126	80,2	129,6	195,6	63,6	94,2	45,9	194,2
2012	86,9	61,3	96,2	136	38	65,3	34,1	134,4
2013	107,3	98,7	133,9	194,9	40,9	57,7	37,4	107,7
2014	107,9	72,2	110,7	199,2	44,9	54,6	26,6	105,8

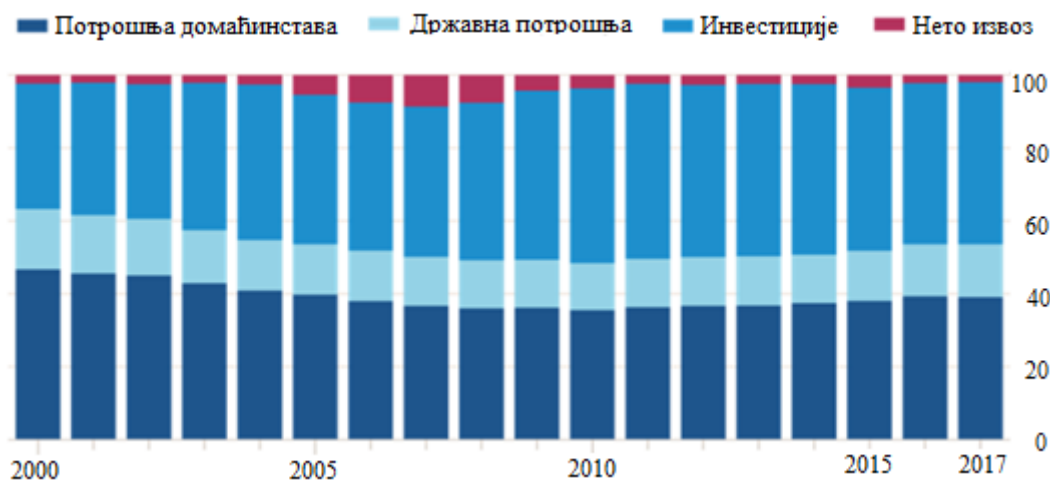
2015	222	77,8	113,8	480,3	65	63,2	30,9	149,8
2016	138,2	80,9	105,4	249,9	40,9	59,8	31,9	126,1
2017	112,1	61,9	92,8	197,1	43,4	53,6	27,9	112,4

Извор: World Bank, Turnover Ratio (%), East Asia & Pacific

Настанком глобалне финансијске кризе дошло је до повећаног обима трговања акцијама и пада њихове вредности. С тим у вези, уочава се знатно виша вредност индикатора ликвидности берзи акција на крају 2008. године у односу на претходни период. Међутим, земље Источне Азије су знатно више под утицајем интерних криза него оних које долазе ван региона (Qunfeng, Seyed & John, 2016).

Банке пацифичког дела Азије су добро поднеле период кризе, односно претрпеле су само мање губитке. Показатељи адекватности капитала банака током кризног периода су били високи, проблематички кредити мали, а однос кредита и депозита на прихватљивом нивоу. Отпорност банкарских система пацифичког дела Азије делимично је произлазила из релативно традиционалних модела банкарског пословања. Пасиву банака углавном чине депозити, док се у активи налазе одобрени кредити који се држе до доспећа (*originate-and-hold*). Улагање банака у сложене финансијске инструменте је ограничено (Maliaris, Kaufman & Evanof, 2012, 143).

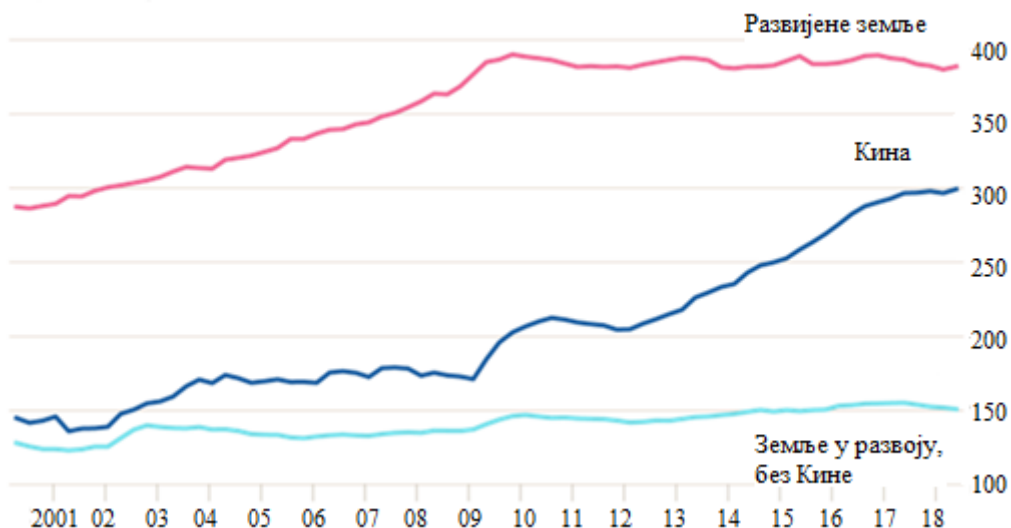
Током финансијске кризе 2008. године власти Кине су наложиле локалним самоуправама да изграђују путеве, мостове и финансирају остале јавне радове како би подстицале економију и запосленост (Cunran, E.). У структури агрегатне тражње у Кини доминирају инвестиције (Слика III-26).



Слика III-26. Структура агрегатне тражње у Кини (као % БДП)

Извор: Wolf, M.

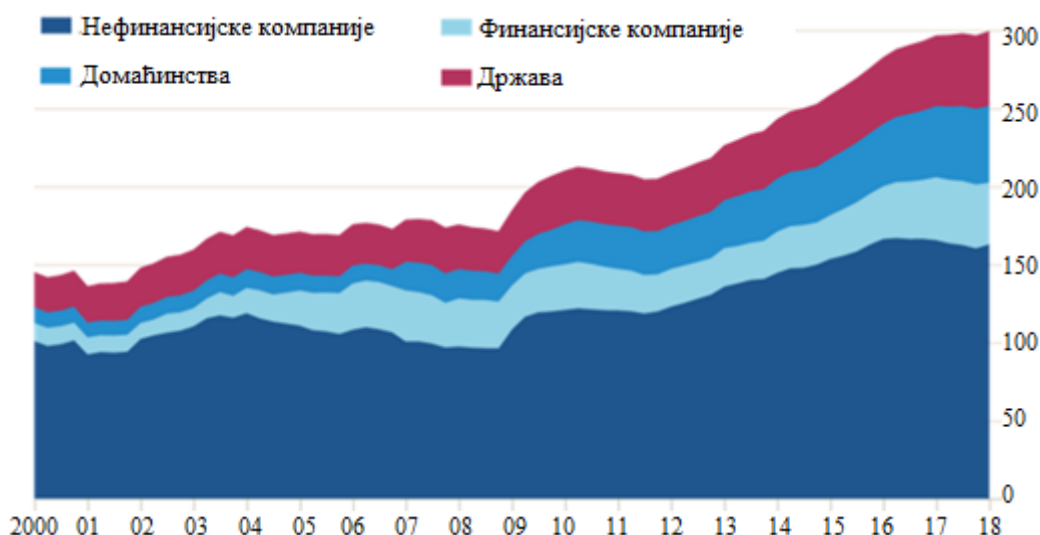
Оваква политика допринела је да се након глобалне финансијске кризе укупан дуг Кине приближи нивоу задужености развијених земаља (Слика III-27).



Слика III-27. Дуг развијених земаља, земаља у развоју и Кине у периоду 2001-2018. година (као % БДП)

Извор: Wolf, M.

Између 2004. и 2008. године укупни дуг Кине био је између 170 и 180% БДП. Међутим, након појаве глобалне финансијске кризе дошло је до његовог знатног повећања. Током 2017. године укупни дуг Кине је порастао за 14% у односу на 2016. годину и достигао ниво од 266% БДП. Крајем 2018. године јавни и приватни дуг Кине износи 34 билиона USD што је приближно нивоу од три БДП (Cuihan, E.). У структури укупног дуга Кине највећи пораст забележиле су нефинансијске компаније (Слика III-28).



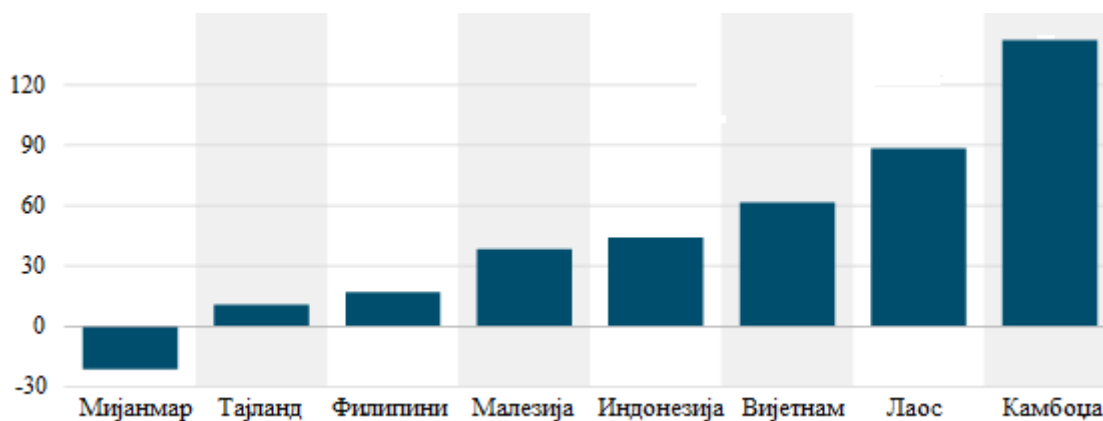
Слика III-28. Дуг Кине по секторима у периоду 2000-2018. година (као % БДП)

Извор: Wolf, M.

У периоду након глобалне финансијске кризе дуг нефинансијских компанија забележио је значајан раст и крајем 2018. године је на ниву изнад 150% БДП Кине. У структури укупног дуга, овај дуг чини више од половине укупног дуга Кине. Знатно увећање дуга нефинансијских компанија ствара све веће проблеме приликом његове отплате. Само у новембру 2018. године, због немогућности измирења обавеза по основу

емитованих обвезница, банкрот је пријавило пет компанија што је више него у последње четири године заједно (Bloomberg, China Sees Bankruptcies Surge; Bondholders May Get Less Back).

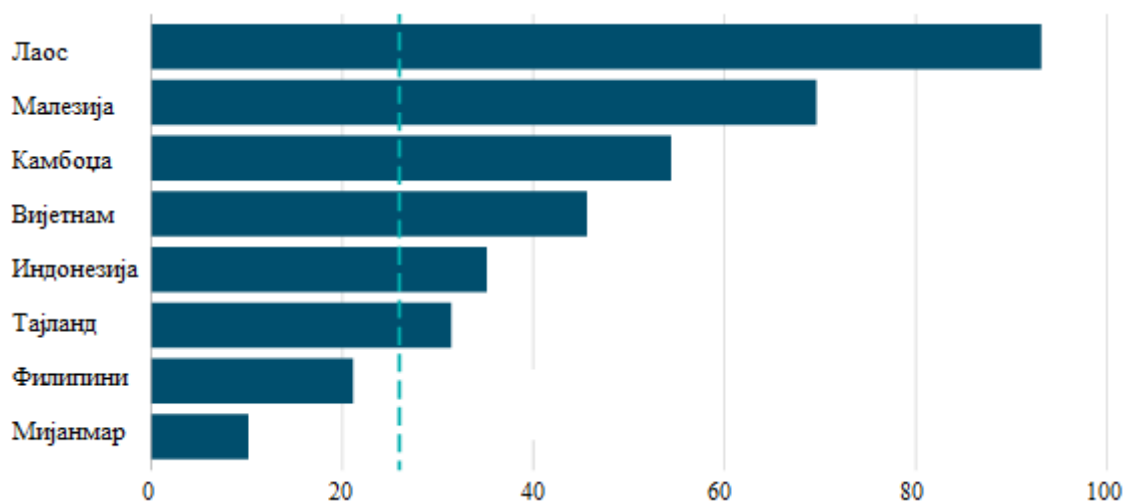
Такође, и друге земље овог региона су суочене са проблемом дуга који се знатно увећао након глобалне финансијске кризе (Слика III-29).



Слика III-29. Раст спољног дуга Мијанмара, Тајланда, Филипина, Малезије, Индонезије, Вијетнама, Лаоса и Камбоџе у периоду 2011-2016 година (у %)

Извор: NIKKEI Asian Review, Southeast Asia's foreign debt spirals

У периоду 2011-2016. година највећи раст спољног дуга у посматраном региону имала је Камбоџа (142%). Међутим, у односу на бруто домаћи производ највеће оптерећење спољним дугом има Лаос (Слика III-30). У односу на просечан ниво спољног дуга земаља у развоју (26% БДП), земље Југоисточне Азије имају висок ниво спољне задужености.

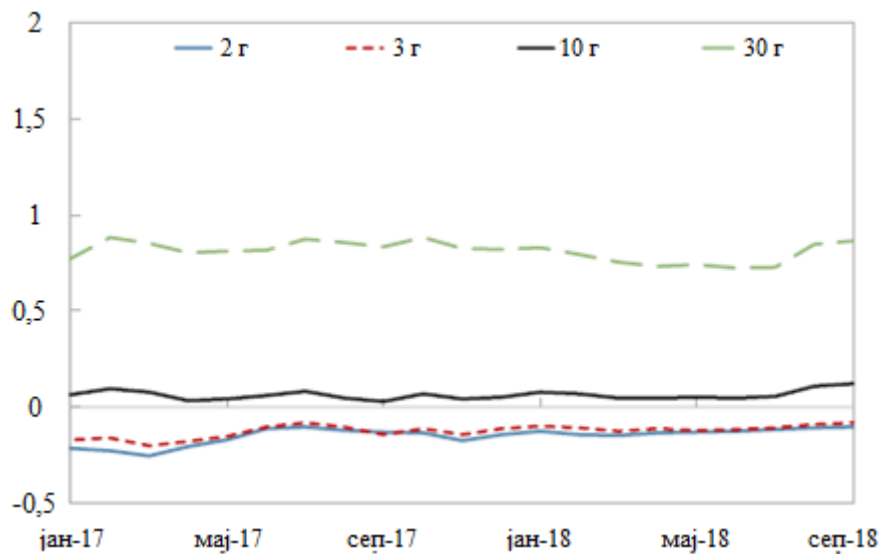


Слика III-30. Спољни дуг Мијанмара, Тајланда, Филипина, Малезије, Индонезије, Вијетнама, Лаоса и Камбоџе на крају 2016. године (као % БДП)

Извор: NIKKEI Asian Review, Southeast Asia's foreign debt spirals

Поред поменутих земаља овог региона, потребно је посебно истаћи Јапан који крајем 2018. године има ниво јавног дуга од око 236% БДП што је највиши ниво оптерећености јавним дугом на свету. Међутим, ради финансирања овог дуга влада

Јапана емитује обвезнице које купује централна банка Јапана и други институционални инвеститори (East Asia Forum). Ове обвезнице носе веома мале приносе па се може рећи да ова земља, бар за сада, лако сервисира овај дуг (Слика III-31).



Слика III-31. Принос на државне обвезнице Јапана
*у процентима

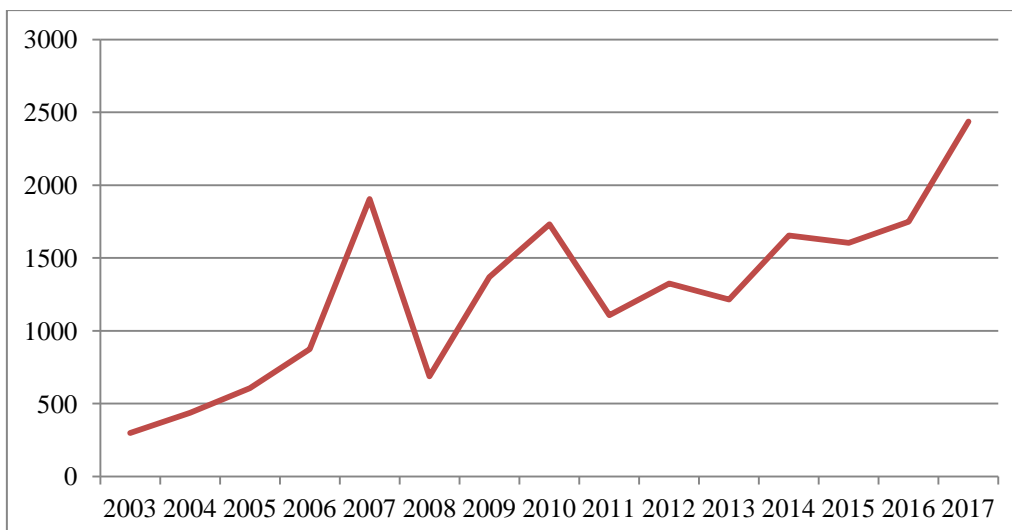
Извор: IMF Country Report No. 18/333, Japan

На Слици III-31. се уочава да двогодишње и трогодишње државне обвезнице Јапана носе негативан принос, док је принос на десетогодишње обвезнице мало изнад нуле. Принос на тридесетогодишње обвезнице Јапана је мањи од 1%. Међутим, поред велике оптерећености јавним дугом, ова земља трпи велику оптерећеност и дугом нефинансијских компанија који крајем 2018. године износи 147% БДП (IMF Country Report No. 18/333, Japan). Према Viral (2015) Јапан и Кина су земље које највише доприносе постојећем системском ризику у Азији. У случају појаве нове финансијске кризе у овим земљама би се испољио највећи недостатак капитала.

На основу претходно наведеног може се закључити да се у региону Источне Азије и Пацифика налазе веома активна тржишта акција која су углавном успела да се опораве од негативних утицаја глобалне финансијске кризе. Међутим, ове земље се суочавају са озбиљним макроекономским проблемима који се пре свега огледају у високим нивоима јавног и приватног дуга.

2. Кризна кретања на тржишту капитала Јужне Азије

На основу анализе кретања тржишне капитализације акција на берзама у региону Јужне Азије може се уочити да су настанком глобалне финансијске кризе крајем 2008. године ове берзе имале значајан пад. Под утицајем глобалне финансијске кризе берзе су забележиле пад од скоро 65%, и то са 1.905 млрд. USD тржишне капитализације на крају 2007. године на 687 млрд. на крају 2008. године. На крају 2017. године тржишна капитализација акција на берзама Јужне Азије износила је 2.437 млрд. USD, што може указивати да су ова тржишта капитала изашла из кризног периода. Пад вредности акција на берзама Јужне Азије током период кризе приказан је Сликком III-32.



Слика III-32. Тржишна капитализација акција на берзама Јужне Азије (у млрд. USD)

Извор: World Bank, MCAP, South Asia

Са тржишном капитализацијом акција од 2,332 млрд. USD на крају 2017. године, тржиште акција Индије је најзначајније у посматраном подручју (Табела III-27).

Табела III-27. Тржишна капитализација акција на највећим берзама Јужне Азије

Држава	Тржишна капитализација акција у млрд. USD
Индија	2.331,57
Бангладеш	86,18
Шри Ланка	18,96

Извор: World Bank, MCAP, South Asia

Имајући у виду да се у региону Јужне Азије индијско тржишта капитала у великој мери издваја у односу на остала тржишта, промена вредности индикатора величине и ликвидности берзи акција посматраног региона готово се у потпуности поклапа са вредностима ових индикатора у Индији (Табела III-28. и Табела III-29).

Табела III-28. Величина најзначајнијих берзи Јужне Азије (у процентима изражен однос тржишне капитализације акција и БДП)

Год.	Просечан износ	Индија	Шри Ланка
2004	53,4	55,4	17,7
2005	60	68,4	23,4
2006	75,6	89	27,5
2007	130	151,5	23,3
2008	46,1	54,5	10,5
2009	83,6	98,7	22,7
2010	86,3	98,5	35,1
2011	49,6	55,2	29,8
2012	67,5	69,1	24,8
2013	59,9	61,3	25,3
2014	74,8	76,6	29,8
2015	70,8	72,6	25,8
2016	67,6	69,2	23
2017	83	89,8	21,7

Извор: World Bank, MCAP (% of BDP), South Asia

На крају 2008. године уочава се значајан пад индикатора величине берзи акција у региону Јужне Азије. Просечан износ индикатора величине берзи прорачунат за 8 држава овог региона је на крају 2008. године био мањи за 65% у односу на крај 2007. године. С друге стране, као последица повећаног промета акцијама и пада тржишне капитализације акција, индикатор ликвидности акција је у том периоду бележио високе вредности (Табела III-29).

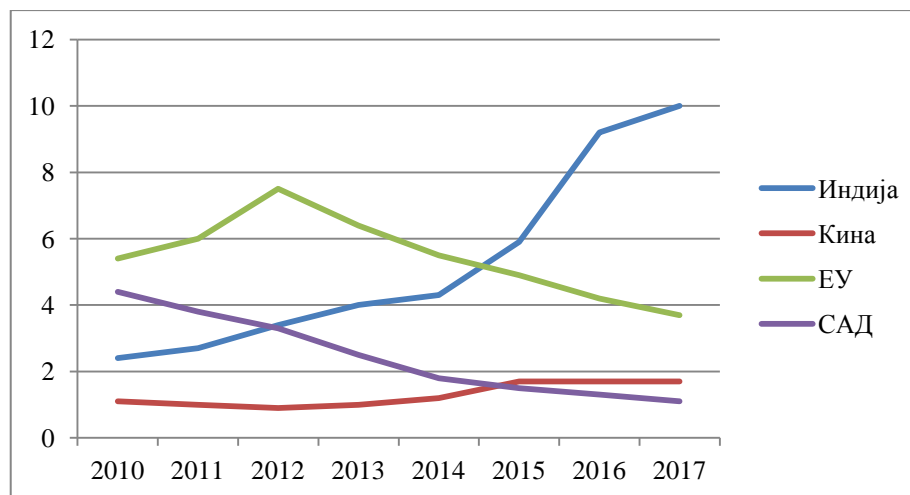
Табела III-29. Рацио промета за берзе Јужне Азије

(у процентима изражен однос годишњег промета акцијама и тржишне капитализације акција)

Год.	Σ	Индија	Шри Ланка
2003	26,6	97,5	26,6
2004	100,5	101,3	15,3
2005	102,8	83,9	18,9
2006	90,7	79,6	12,6
2007	65,6	62,9	12,8
2008	142,8	143	22,6
2009	81,1	83,5	13
2010	63,9	66,2	25
2011	60,8	65	24,7
2012	48,2	48,8	9,9
2013	46,6	47,2	8,1
2014	46,3	46,9	11
2015	50,3	50,9	8,6
2016	50	50,6	6,5
2017	50,4	50,9	4

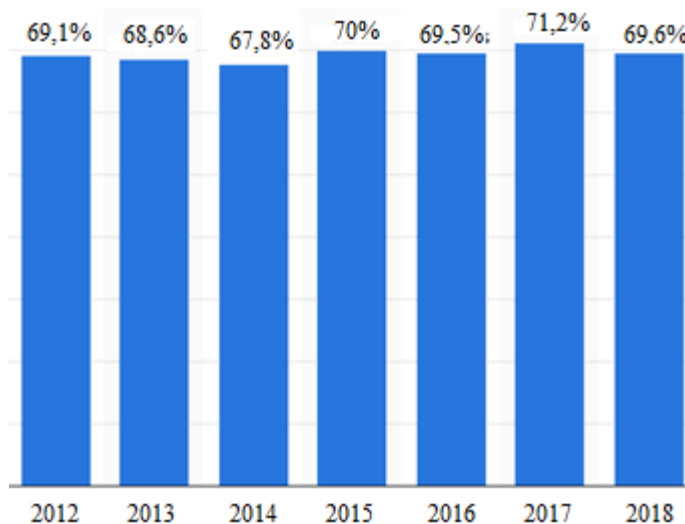
Извор: World Bank, Turnover Ratio (%), South Asia

Појачане турбуленције у глобалном финансијском систему су утицале и на финансијско тржиште Индије. У периоду пре настанка кризе Бомабајски берзански индекс *Sensex* се повећао са 13.072 крајем марта 2007. године на 15.644 крајем марта 2008. Такође, и сви други индикатори тржишта капитала, попут тржишне капитализације акција, оствареног промета акцијама и односа цена и зараде, у периоду пре кризе су били добри (Kishore, Ray & Patra, 2011, 140). Укупан коефицијент адекватности капитала комерцијалних банака био је 12,7% што је знатно изнад прописаног минимума у Индији од 9% и прописаног минимума од стране Базелског споразума од 8% (Kishore, Ray & Patra, 2011, 141). До средине септембра 2008. финансијски систем Индије био је у великој мери изолован од кризних дешавања на међународном финансијском тржишту. Међутим, настанком кризе у САД и ширењем кризе неповерења, новчана тржишта су доживела пад ликвидности. Како се глобална криза ликвидности продубљавала приливи капитала у Индију су опадали. Настанком глобалне финансијске кризе индијским компанијама је смањен приступ екстерним изворима финансирања, смањена је домаћа ликвидност и дошло је до пада цена акција на тржишту капитала Индије. Домаћи ентитети су се усмеравали на кредите домаћег банкарског система чиме је притисак на ликвидност додатно појачан (Kishore, Ray & Patra, 2011, 142). С тим у вези, Индија је суочена са високим учешћем неперформансних кредита у укупним кредитима (Слика III-33).



Слика III-33. Учешће неперформансних кредита у укупним кредитима у Индији, Кини, ЕУ и САД у периоду 2010-2017. година
 Извор: World Bank, Bank nonperforming loans to total gross loans

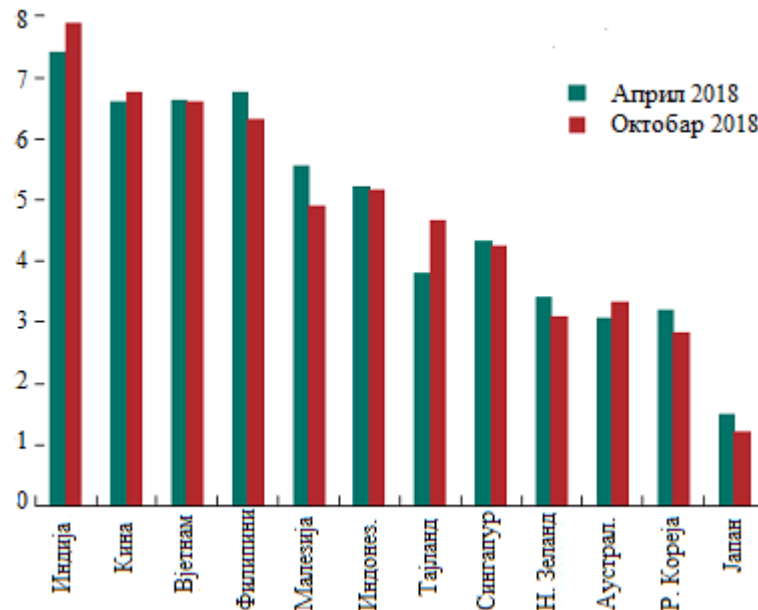
За разлику од ЕУ и САД, у Индији је у посматраном периоду дошло да значајног повећања учешћа неперформансних у укупним кредитима, нарочито након 2014. године. Ово учешће на крају 2017. године износи 10% што је знатно више него у другим великим и важним економијама. Према Demirguc-Kunt и Detragiache критеријумима за идентификацију кризе у банкарском сектору, овај ниво неперформансних кредита може указивати на потенцијалну банкарску кризу у Индији. Према наведеним ауторима банкарска криза постоји када је удео неперформансне активе у укупној активи изнад 10% (Тодоровић, 2015, 61). Такође, као и велики број других земаља, Индија има проблем са високим нивоом јавног дуга (Слика III-34).



Слика III-34. Јавни дуг Индије у периоду 2012-2018. година (% БДП)
 Извор: Statista, National debt of India in relation to gross domestic product

На основу приказаног може се закључити да је ниво јавног дуга Индије током посматраног периода на нивоу од приближно 70% БДП. Такође, уочава се да не постоје значајније осцилације по годинама, односно да се не испољава повећање његове вредности у односу БДП. Међутим, по пројекцијама за Индију очекује се смањење вредности овог индикатора у наредном периоду (Statista, National debt of India in relation

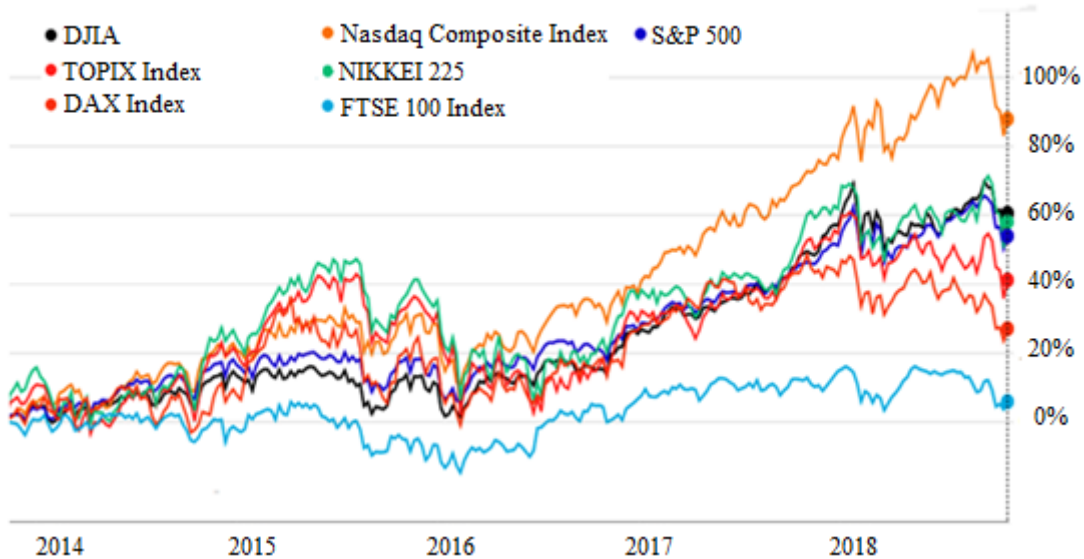
to gross domestic product). Поред тога, ова земља остварује значајне резултате на пољу привредног раста (Слика III-35).



Слика III-35. Раст реалног БДП Индије у односу на друге азијске земље
Извор: IMF, *Regional Economic Outlook, Asia & Pacific Region*

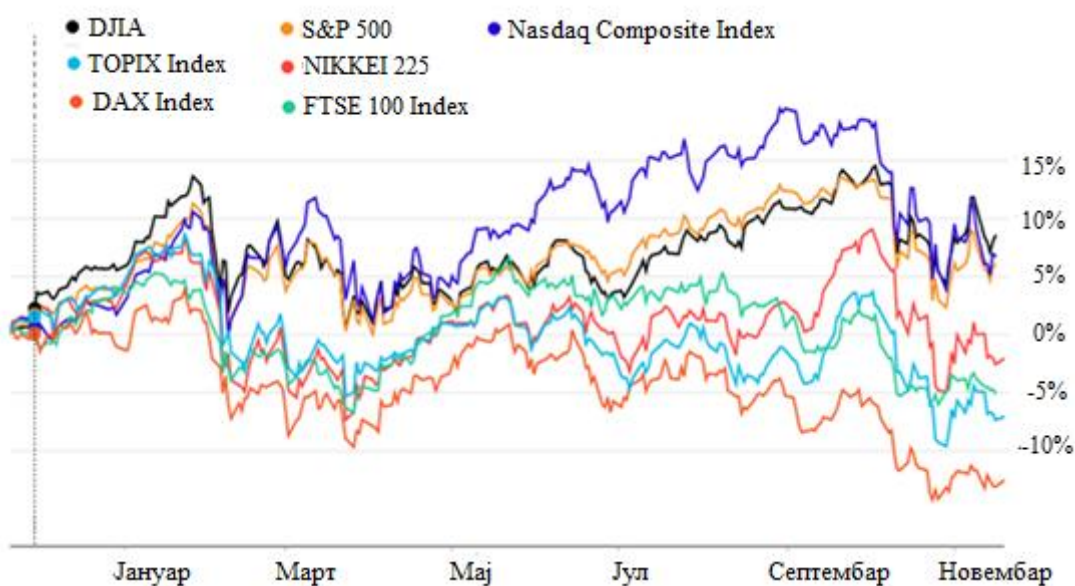
У односу на остале азијске земље, Индија је током 2018. године остварила знатно више стопе раста реалног БДП. У априлу 2018. године Индија је, у односу на април 2017. године, остварила раст реалног БДП од приближно 7,5%. У октобру 2018. године раст је у односу на исти период претходне године достигао ниво од скоро 8%. Такође, и током 2015. и 2016. године Индија је остваривала више стопе раста реалног БДП у односу на друге азијске земље (8,2% и 7,1%, респективно) (IMF, *Regional Economic Outlook, Asia and Pacific Region*). Такође, веома је значајно имати у виду да је у остваривању досадашњег економског раста Индије, али и Кине, доминанту улогу имала продуктивност рада информационих и комуникационих технологија.

На основу свега приказаног може се закључити да су се све важне светске берзе опоравиле од слома насталог 2008. године. У периоду 2014-2018. година најважнији светски индекси су углавном забележили раст (нарочито током 2016. и 2017. године). Највећи раст у посматраном периоду остварили су индекси берзи САД: NASDAQ Composite Index, S&P 500 и DJIA (Слика III-36).



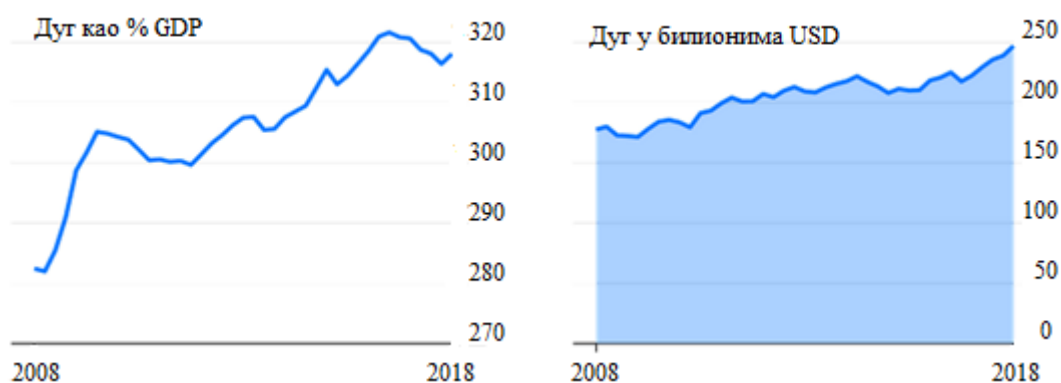
Слика III-36. Кретање најпознатијих берзских индекса у периоду 2014-2018. година
 Извор: Bloomberg, Indicators

NASDAQ Composite Index је од почетка 2014. године до средине 2018. године остварио раст од 100%, односно дуплирао је своју вредност. У фебруару 2009. године индекс је вредео 1.639 поена, док је у септембру 2018. године износио приближно пет пута више (8.046 поена) (NASDAQ Composite- 45 Year Historical Chart). Најважнији индекси берзи Азије и Пацифика остварили су нешто мањи раст у односу на САД. Индекс Nikkei 225 је у посматраном периоду порастао за 58%, док је ToPIX индекс остварио нешто мањи раст (41%). Најмањи раст у периоду 2014-2018. година забележиле су европске берзе акција. DAX индекс је у посматраном периоду порастао за само 27%, док је раст FTSE 100 индекса био свега 5,75%. Успорени раст тржишта акција Велике Британије након 2016. године последица је одлуке ове земље да иступи из ЕУ. Међутим, током 2018. године присутна је стагнација водећих светских индекса.



Слика III-37. Кретање најпознатијих берзанских индекса током 2018. године
 Извор: Bloomberg, Indicators

Након променљивог кретања током првог квартала, водећи светски индекси су бележили раст током другог и трећег квартала 2018. године. Међутим, уочава се опадајући тренд током последњег квартала 2018. године који ће највероватније условити да неки од индекса на крају 2018. године остваре вредности које су испод нивоа са краја 2017. године. Закључно са трећим кварталом 2018. године, највећи раст остварили су индекси са подручја САД (DJIA, S&P 500 и Nasdaq Composite Index). Пад водећих светских индекса у последњем кварталу 2018. године могући је наговештај нових значајнијих потреса на глобалном тржишту капитала. Десет година након настанка глобалне финансијске кризе готово сви региони света, или водеће земље тих региона, суочавају се са неком врстом макроекономских проблема. Пораст нивоа јавног, али и приватног, дуга је присутан у великом броју земаља. Поред нискоразвијених земаља из области субсахарске Африке и бројних земаља у развоју, са овим проблемом се све више суочавају и развијене земље. Ниво укупног дуга на глобалном нивоу приказан је Сликаом III-38.

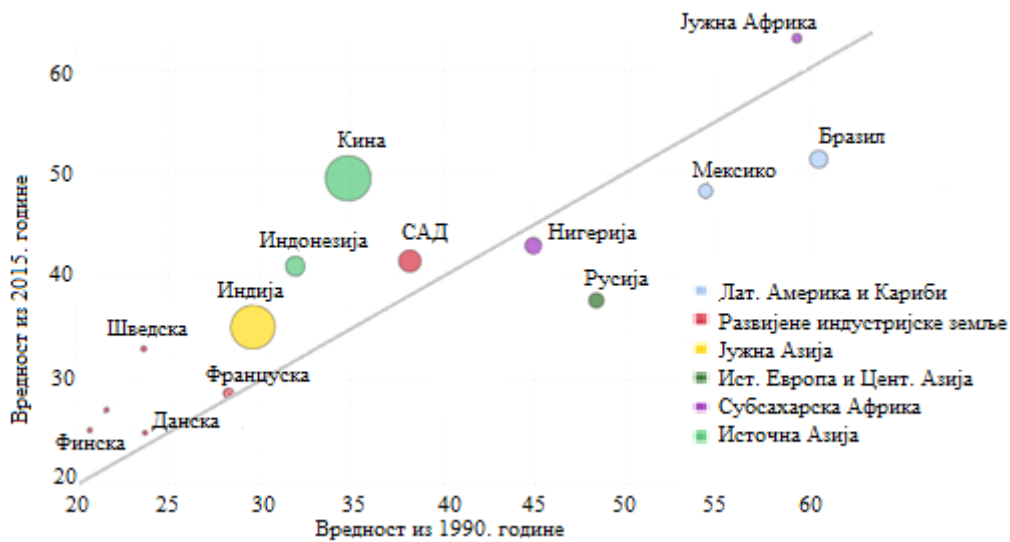


Слика III-38. Кретање глобалног дуга у периоду 2008-2018. година

Извор: Bloomberg, \$250 Trillion in Debt: the World's Post-Lehman Legacy

У тренутку банкрота Lehman Brothers укупни глобални дуг износио је 173 билиона USD. У десетогодишњем периоду након колапса ове институције глобални дуг је порастао на 250 билиона USD што представља приближно 315% глобалног БДП. У структури глобалног дуга, јавни дуг је у овом периоду порастао за 30 билиона USD, дуг финансијских компанија за 3 билиона USD, а дуг нефинансијских компанија за 28 билиона USD (Chappatta, B., Bloomberg).

Глобални дуг нефинансијског сектора крајем 2018. године износи рекордних 184 билиона USD или приближно 86.000 USD по глави становника што представља дупло већи износ од просечног нивоа дохотка по глави становника (Dmitrieva, K., Bloomberg). Ово може представљати један од проблема приликом његовог сервисирања у наредном периоду. С друге стране, у савременим условима све више је присутан и проблем неједнаке расподеле дохотка. На Слици III-39. су приказане вредности *Gini* индекса за најважније земље света из 2015. године и њихово поређење са износима из 1990. године.

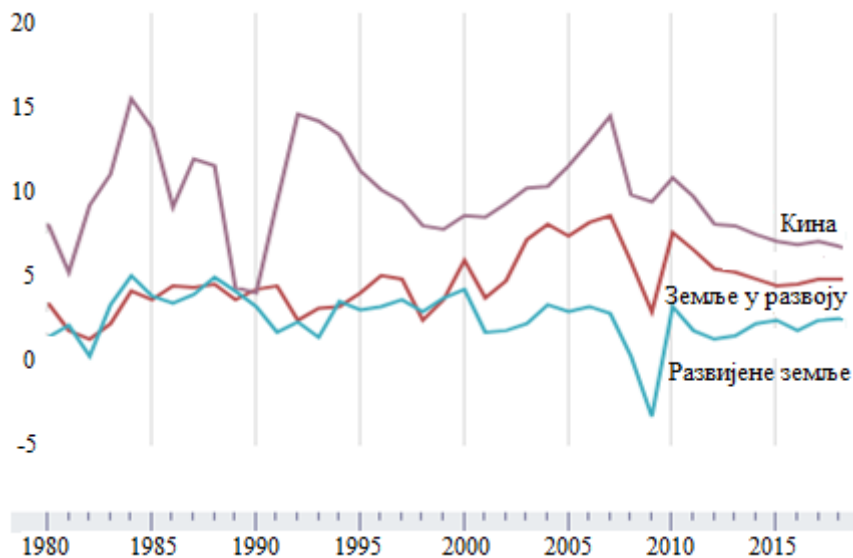


Слика III-39. Регионалне вредности *Gini* индекса из 2015. у односу 1990. годину

Извор: *World Economic Forum*

*виши ниво *Gini* индекса представља већу неједнакост

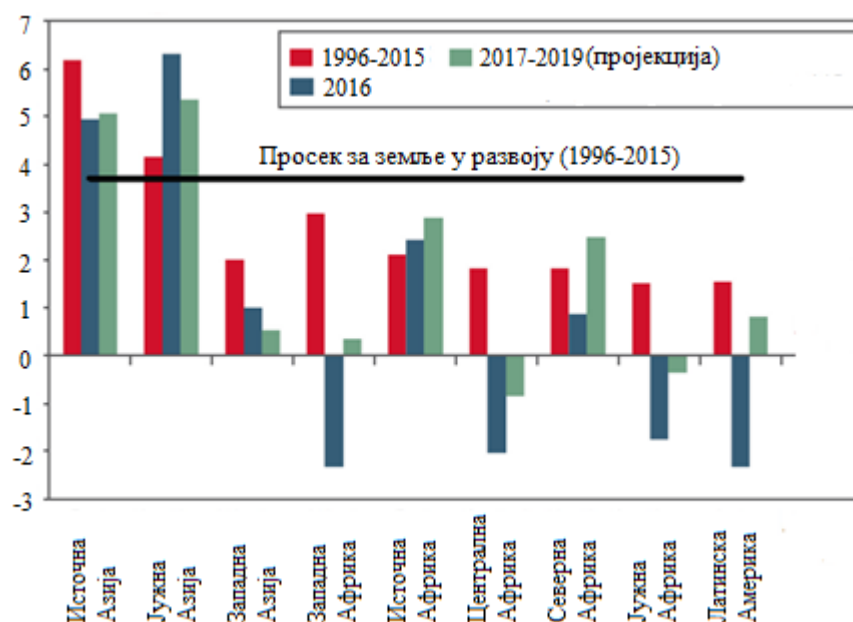
На Слици III-39. се уочава да је вредност *Gini* индекса у САД, Кини, Индији и Индонезији у 2015. години на вишем нивоу него 1990. године. Имајући у виду да ове четири земље чине приближно 45% укупне светске популације, овај податак може указивати на проблем растуће неједнакости у расподели дохотка у свету. Такође, и у скандинавским земљама, које иначе одликује ниска вредност *Gini* индекса, присутно је његово повећање у посматраном периоду. На глобалном нивоу, највећа неједнакост у расподели дохотка присутна је у Јужној Африци и неким земаљама Латинске Америке (Мексико и Бразил). Такође, готово све земље се суочавају и са ниском стопом раста БДП-а (Слика III-40).



Слика III-40. Стопа раста реалног БДП на глобалном нивоу у периоду 1980-2018. година

Извор: *IMF Data Mapper, Real BDP growth*

Развијене земље након изласка из рецесије остварују веома ниске стопе раста БДП, док Кина бележи све мање стопе раста али су оне још увек на знатно вишем нивоу у односу на земље у развоју и развијене земље света. Према процени ММФ-а и у наредном периоду треба очекивати слична кретања која ће Кину у овом погледу још више приближити земљама у развоју, а све то за резултат имати даље смањивање раста глобалног БДП. Имајући у виду да се уочава тенденција смањења стопе раста реалног БДП у земљама у развоју, корисно је сагледати кретање нивоа БДП по глави становника у овим земљама (Слика III-41).



Слика III-41. Просечан годишњи раст БДП по глави становника у земљама у развоју у периоду 1996-2019. година

Извор: United Nations, *World Economic Situation and Prospects 2018*

На основу Сlike III-41. може се закључити да је највећи просечан раст БДП по глави становника остварен у региону Источне и Јужне Азије. С друге стране, најнеповољније кретање остварио је регион Латинске Америке и региони Западне, Јужне и Централне Африке. Регион Источне и Северне Африке у посматраном периоду остварио је значајан раст БДП по глави становника (нарочито Источна Африка). Што се тиче апсолутног износа БДП не треба губити из вида да САД и Кина представљају приближно 40% глобалног БДП. На крају 2017. године глобални БДП износио је 80,68 билиона USD. Од ове вредности САД чине 24,4%, док Кина има удео од 15,4%. Поред ове две водеће економије, значајније учешће остварује Јапан (6,13%), Немачка (4,63%), Велика Британија (3,3%), Индија (3,27) и Француска (3,25%). Учешће осталих земаља у глобалном БДП је испод 3%. износио је 80,68 билиона USD. Од ове вредности САД чине 24,4%, док Кина има удео од 15,4%. Поред ове две водеће економије, значајније учешће остварује Јапан (6,13%), Немачка (4,63), Велика Британија (3,3%), Индија (3,27) и Француска (3,25%). Учешће осталих земаља у глобалном БДП је испод 3% (World Bank, BDP).

IV ДЕО
СВЕТСКА ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА У
РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ

I РАЗВОЈ И МЕЂУНАРОДНА САРАДЊА БЕРЗИ НА ПОДРУЧЈУ БИВШЕ СФРЈ

Берзе лоциране на подручју бивше СФРЈ спадају у ред релативно младих тржишта. Оне су првобитно основане крајем XIX и почетком XX века. Након Другог светског рата и спроведене својинске трансформације имале су дуг прекид у свом пословању. Услови за реоснивање берзи на посматраном подручју створени су тек крајем осамдесетих година. Велики допринос поновном развоју берзанског пословања на посматраном подручју дао је спроведени процес приватизације, који је допринео да се на овим тржиштима за релативно кратко време појави велики број акција. Период убрзог развоја тржишта капитала на овом простору прекинула је глобална финансијска криза настала у јесен 2008. године.

Берзе бивших СФРЈ република чине значајне напоре усмерене ка интензивирању међусобне сарадње, али и њиховом заједничком интегрисању у глобално финансијско тржиште. Висок ниво повезаности и интегрисања берзи битна је претпоставка њиховог развоја. Велика корист од интеграције огледа се, пре свега, у подизању ликвидности тржишта (Lee, 2007). У савременим условима пословања развијају се и опстају само велике и јаке берзе, док мале и слабије развијене берзе свој развој заснивају на хартијама од вредности малог броја квалитетних емитената.

1. Историјски развој регионалних берзи

Идеје о оснивању берзи на простору бивше СФРЈ постојале су се пре XIX века, али до њиховог оснивања није могло доћи без одговарајуће регулативе. Доношењем Закона о јавним берзама 1886. године створили су се услови за оснивање Београдске берзе. Она је основана 21. новембра 1894. године, али је са редовним радом почела 3. јануара 1895. године. Настанком Краљевине СХС јавиле су се потребе да се оснују и друге берзе (Дугалић и Штимац, 2011, 373). Тада су основане Загребачка берза (1919), Љубљанска берза (1924) и берза у Скопљу (1928). У периоду између два светска рата Београдска берза се сврставала међу водеће берзе у Европи. Нажалост, 28. марта 1941. године одржан је последњи састанак Управног одбора Београдске берзе. Формално је постојала све до 1953. године када је у тадашњем систему управљања укинута као непотребна и сувишна институција (Мићковић, 2006, 10). Сличну судбину имале су и остале берзе у региону. Берза у Љубљани је престала са радом 1942. године, а Загребачка берза је уз велике потешкоће успела да се одржи све до 1945. године.

Крајем осамдесетих година XX века започете су темељне реформе, али југословенско тржиште капитала дуго није могло да оствари свој развој. Услови за његово реоснивање створени су доношењем конкретног сета закона 1989. године. На основу Закона о хартијама од вредности основана је Комисија за хартије од вредности која је била одговорна за промет и квалитет хартија од вредности на простору читаве тадашње Југославије. Београдска и Љубљанска берза су реосноване 1989. године као Југословенско тржиште капитала, док је берза у Загребу обновила свој рад 1991. године. Касније су основане и остале регионалне берзе: Монтенегро берза (1993), Македонска берза (1995), Сарајевска берза (2001) и Бањалучка бера (2001).

Београдска берза је све до 2002. године представљала тржиште новца, односно тржиште краткорочних хартија од вредности, углавном благајничких и комерцијалних записа. Тек 2003. и 2004. године берза је добила обележја тржишта капитала. Као резултат интензивнијег трговања акцијама, Београдска берза је 2004. године израдила свој први берзански индекс (Belexfm). Касније, овај индекс је замењен и данас постоји у модификованом облику који носи назив Belex line. Од 2005. године Београдска берза објављује свој свој други берзански индекс, Belex 15, који прати кретање цена најликвиднијих акција на тржишту.

2. Интеграциони процеси берзи Југоисточне Европе

У савременим условима пословања међусобно повезивање националних финансијских тржишта постаје све израженије. Процес финансијске глобализације подразумева интензивирање сарадње усмеране ка усаглашавању активности везаних за организацију и технологију рада, услове трговања, контроле тржишта и начин управљања ризицима и сл. (Јакшић, 2011, 34). С тим у вези, глобализација намеће потребу замене националне финансијске регулативе међународном, односно укључује усаглашавање домаће регулативе са међународним стандардима и принципима. Хармонизација регулативе је веома битан елемент сарадње и међусобног повезивања националних финансијских тржишта.

Међународна асоцијација тржишта капитала (*International Capital Market Association – ICMA*) и Европски форум хартија од вредности (*European Securities Forum – ESF*) су 2005. године основали Европску федерацију финансијских тржишта (*European Financial Markets Federation – EFMF*) са циљем јачања међусобне сарадње између националних финансијских тржишта и бројних удружења из ове области. С тим у вези, као основни циљ Европске федерације финансијских тржишта издваја се размењивање искустава и идеја између учесника на тржишту капитала на глобалном нивоу. Поред EFMF, постоје и друге организације које доприносе јачању међусобне сарадње и интеграцији националних тржишта капитала. За берзе бивших СФРЈ република међународна удружења од значаја за развој и интеграцију су Светска федерација берзи, Федерација европских берзи и Федерација Евро-Азијских берзи.

Светска федерација берзи (*World Federation of Exchanges- WFE*) представља међународно удружење најразвијенијих светских берзи које унапређује њихову међусобну сарадњу и успоставља међународне стандарде у берзанском пословању. Постоје две категорије повезаности или сарадње између WFE и берзи: дописни чланови и чланови. Почетком 2018. године WFE има 68 пуноправних и 32 дописна члана из целог света међу којима нема берзи са подручја Југоисточне Европе (осим берзе из Букурешта која има статус дописног члана). Дакле, све берзе са подручја бивше СФРЈ су изгубиле статус који су имале у овој веома важној организацији.

Федерација европских берзи (*The Federation of European Securities Exchanges- FESE*) је удружење које представља, координира и штити интересе европских берзи. Примарни циљ ове федерације је да унапреди европско тржиште хартија од вредности и координира све активности са Европском комисијом и другим важним међународним организацијама. Разликују се три категорије чланства у FESE: пуноправно чланство,

придružено чланство и дописни чланови. Крајем 2018. године FESE има само једног придružеног (Московска берза) и једног дописног члана (берза из Тел Авива) што значи да су берзе са подручја бивше СФРЈ углавном изгубиле статус који су имале у овој организацији. Љубљанска берза је искључена из ове организације 2015. године, док је Загребачка берза у међувремену добила статус пуноправног члана (од 2015. године Загребачка берза је већински власник Љубљанске берзе).

Федерација Евро-Азијских берзи (*The Federation of Euro-Asian Stock Exchanges- FEAS*) је удружење берзи са простора Азије, Европе и Африке. Циљ ове федерације је да допринесе сарадњи, развоју, подршци и промоцији тржишта капитала у посматраном региону. Све берзе са простора бивше СФРЈ су 2011. године имале статус пуноправног члана у Федерацији Евро – Азијских берзи (осим Љубљанске берзе која је била једна од берзи оснивача ове организације). Међутим, крајем 2018. године само берзе из Београда, Скопља и Бања Луке имају статус пуноправног члана у FEAS-у што значи да су остале берзе у међувремену изгубиле чланство у овој организацији. За Љубљанску берзу се може рећи да нема чланство у FEAS-у због географског положаја Словеније.

У циљу значајнијег развоја и интегрисања српског тржишта капитала, Београдска берза је средином 2018. године постала део Иницијативе за одрживи развој тржишта капитала (*SSEI – Sustainable Stock Exchanges Initiative*). Овај пројекат се реализује под окриљем *UN* и усмерен је ка развоју транспарентности пословања и одрживог развоја тржишта капитала.

3. Регионална сарадња Београдске берзе

Почетком 2006. године Београдска берза је потписала први значајнији споразум који је указивао на интензивнију међународну сарадању, Меморандум о сарадњи који је потписала са Бечком берзом. Годину дана касније, као резултат овог Меморандума, потписан је Споразум о креирању и коришћењу индекса SRX. Београдска берза и *Bayerische Hypo-und Vereinsbank Bank AG Munich* су средином 2007. године потписали Уговор о купопродаји лиценце за индекс Belex 15 на основу којег је креиран „*Open End-Index Certificate*“. Ово је први производ на индексе који је у власништву Београдске берзе, а који је листиран на Франкфуртској и Штутгартској берзи. Акције листиране и котиране на Београдској берзи, осим што чине индексну корпу BELEX15 и BELEXline индекса, саставни су део и регионалних индекса. Као најважнији регионални индекси могу се издвојити: *STOXX Eastern Europe TMI Index*, *STOXX Balkan TMI*, *STOXX Sub Balkan TMI*, *STOXX Sub Balkan 30*, *STOXX Balkan 50 Equal Weighted Index*, *Dow Jones FEAS Composite Index*, *SRX*, *SEELinX* и *SEELinX EWI*.

Регионална сарадња Београдске берзе заснована је на низу билатералних споразума. Један од првих и најзначајнијих таквих споразума је Меморандум о партнерству потписан у Скопљу крајем 2007. године. Потписнице овог споразума биле су Београдска, Љубљанска, Загребачка и Македонска берза. Средином наредне године ове берзе су, као резултат потписаном Меморандума, у Загребу организовале први *Regional SEE Capital Market Day* са циљем да се компаније из региона ближе упознају и

што боље представе потенцијалним кредиторима, односно регионалним и међународним инвеститорима.

Директори четири најважније регионалне берзе (Љубљана, Загреб, Скопље и Београд) су почетком 2011. године у Загребу потписали Анекс Меморандума о сарадњи чиме је такође дефинисана заједничка сарадња. Као примарни циљеви ове сарадње постављени су заједнички развој и хармонизација активности на успостављању даљинског чланства, хармонизација критеријума за пријем хартија од вредности на највиши ниво тржишта (листинг) и постављање инфраструктурних могућности за међуграничне (*cross border*) трансакције. Као важни циљеви издвајају се и подизање свести о важности реформе пензионог система за тржиште капитала и успостављање регионалног тржишта обвезница и спровођење низа пројеката који су усмерени ка организовању едукативних активности у области нових производа.

Представници берзи из региона Југоисточне Европе су 28. марта 2012. године у Сарајеву, уз подршку Америчке агенција за међународни развој (USAID) и Већа за регионалну сарадњу (RCC), потписали Платформу о заједничкој сарадњи. Циљ Платформе је везан за сарадњу регионалних берзи усмерену ка унапређењу тржишта Југоисточне Европе имајући у виду сличне проблеме са којима се суочавају. Током 2013. године продубљена је сарадња са домаћим и регионалним медијским сервисима, при чему треба посебно издвојити успостављање сарадње са регионалним провајдером пословних вести *SeeNews* из Софије.

На Инвестиционом самиту Западног Балкана одржаном 22. фебруара 2016. године у Лондону, у седишту EBRD, Београдска берза је потписала апликацију за чланство у *SEELink* пројекту. Крајем 2008. године и оперативно је приступила *SEELink*-у као прво тржиште које се прикључило пројекту (уз три берзе које су га основале).¹ Крајем 2016. године овај линк укључивао је преко 80 акција са српског тржишта.

У домену инвестиција, све економије Западног Балкана подржавају Регионалну агенду реформи у области инвестиција (*Regional Investment Reform Agenda - RIRA*) коју је дефинисао Савет за регионалну сарадњу (*Regional Cooperation Council - RCC*) и при чему заједно промовишу овај регион као јединствену инвестициону дестинацију страним инвеститорима. Финансијским секторима земаља региона Западног Балкана углавном недостаје разноврсност понуде за финансирање различитих пословних подухвата. Осим банкарских кредита, не постоји значајнији и шири спектар финансијских услуга, а средства у небанкарским финансијским институцијама (попут лизинга, факторинга, осигурања, микрофинансијских институција итд.) износе само око 10 одсто од укупног финансијског тржишта. Истраживање RCC Балкан барометра показало је да већина фирми финансира инвестиције из сопствених средстава (55%), док много мањи проценат користи кредите домаћих (9%) и страних банака (6%), а незнатан је број корисника алтернативних средстава за финансирање (Свирановић, *Regional Cooperation Council*).

¹ SEELink д.о.о. је предузеће основано у Скопљу од стране Бугарске, Македонске и Загребачке берзе. Његов циљ је повезивање тржишта капитала у региону без капиталних спајања и аквизиција, искључиво путем технолошког повезивања.

Поред бројних споразума, велики допринос развоју регионалне и међународне сарадње Београдске берзе дају и Међународне конференције. Према подацима из 2017. године највише међународних конференција до сада је организовала Љубљанска берза (35). После ње, следи Загребачка берза са 28 организованих конференција. Ове две берзе од 2014. године организују и заједничке инвеститорске конференције (*Investicijske dane*). Средином 2018. године организовани су пети по реду *Investicijski dani Zagrebačke i Ljubljanske burze*. Корисно је напоменути да се од 2015. године Љубљанска берза налази у власништву Загребачке берзе. Дотадашњи власник Љубљанске берзе био је CEESEG AG, холдинг компанија коју су формирале Бечка и Прашка берза. Београдска берза је крајем 2018. године организовала 17. Међународну конференцију. Од 2011. године, паралелно се Међународним конференцијама, она организује и Регионалне инвеститорске конференције на којима се представници инвестиционих друштава директно сусрећу са менаџментом водећих регионалних компанија.

На основу претходно презентираних података може се закључити да је регионално тржиште капитала релативно младо и углавном неразвијено. Такође, ове берзе су тек у процесу приступања одређеним међународним удружењима која су од значаја за њихов даљи развој и интеграцију.

II ТРГОВАЊЕ ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ НА БЕОГРАДСКОЈ БЕРЗИ

Београдска берза организује трговање финансијским инструментима које обухвата послове организовања јавне понуде хартија од вредности и повезивања понуде и тражње хартија од вредности, као и послове објављивања информација о понуди, тражњи и тржишној цени хартија од вредности и других података значајних за трговину хартијама од вредности. Она обавља и послове утврђивања и објављивања курсних листа хартија од вредности и друге послове у складу са Законом (Правила пословања Београдске берзе, чл. 3). Трговина акцијама и обвезницама на Београдској берзи се одвија у оквиру електронске платформе BELEXFIX. Осим за трговање хартијама од вредности, овај систем се кориси и за контролу процес трговања и дистрибуцију информација.

На Београдској берзи тренутно се налазе само акције и обвезнице, мада је Правилима пословања предвиђено и трговање дериватима, депозитним потврдама, верантима за куповину акција или обвезница и других хартија од вредности које дају право на куповину акција и обвезница, као и трговање другим финансијским инструментима. Берзански састанци се одржавају сваког радног дана у период од 9h до 14h. Они представљају време у којем се организују појединачни берзански састанци по врстама хартија од вредности и методама трговања (Правила пословања Београдске берзе, чл. 2).

До краја 2011. године, Београдска берза је обављала послове у складу са Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, а од тада их обавља у складу са Законом о тржишту капитала. Овај закон је ступио на снагу 21. новембра 2011. године и увео стриктно издвајање листинга као најквалитетнијег

сегмента тржишта Београдске берзе од осталих делова тржишта који не представљају листинг. Из тог разлога, Београдска берза је 26. априла 2012. године дефинисала нова општа акта и прилагодила структуру тржишта захтевима новог закона.

1. Структура тржишта Београдске берзе

Хартије од вредности које су некада биле укључене на берзанско тржиште, у складу са Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, након ступања на снагу Закона о тржишту капитала укључене су на регулисано тржиште, односно *Listing* регулисаног тржишта (*Prime Listing* и *Standard Listing*). Хартије од вредности које су некада биле укључене на ванберзанско тржиште, Београдска берза укључила је на *Мултилатералну трговачку платформу* или на *Open Market*. Касније је дошло до формирања још једног сегмента тржишта у овире листинга, а то је *SMart Listing*.

Табела IV-1. Структура тржишта Београдске берзе

BELEX				
Регулисано тржиште				МТП
Prime Listing	Standard Listing	SMart Listing	Open Market	
Акције	Акције	Акције	Акције	Акције
Обвезнице	Обвезнице		Обвезнице	Обвезнице
LISTING				

Извор: Београдска берза, Организација тржишта

Компаније које желе да укључе своје хартије од вредности на тржиште Београдске берзе у обавези су да објаве и доставе берзи Проспект. Он садржи све релевантне информације о компанији, њеним пословима, руководству и финансијским извештајима. Пуну одговорност за тачност и истинитост података наведених у проспекту сноси компанија. Међутим, велики број компанија чије акције су се током процеса приватизације котирале на Београдској берзи нису иновирале проспект и поред одговарајућих симбола њихових акција била је ознака БП (без проспекта).

1.1. Листинг

Задатак листинга је да обезбеди да се на тржишту нађу што квалитетнији финансијски инструменти. Он инвеститорима обезбеђује потврду о кредибилности информација које компаније објављују путем финансијских извештаја (Живковић, 2007, 62). Да би се компанија појавила на листингу мора испунити одређене опште и посебне услове које је берза дефинисала у складу са одговарајућим законима (Табела IV-2. и Табела IV-3).

Табела IV-2. Општи услови за листинг на Београдској берзи

Општи услови	Prime Listing	Standard Listing	SMart Listing
Минимални износ капитала	3 мил EUR	2 мил EUR	1 мил EUR/500.000 EUR
Интернет презентација	Српски/Енглески	Српски/Енглески	Српски/Енглески
Мишљење ревизора	Позитивно мишљење или мишљење са резервом	Позитивно мишљење или мишљење са резервом	Позитивно мишљење или мишљење са резервом

Извор: Правилник о листингу Београдске берзе

Табела IV-3. Посебни услови за листинг на Београдској берзи

Посебни услови	Prime Listing	Standard Listing	SMart Listing
Free float	Најмање 25% акција	Најмање 25% акција	Најмање 25% акција
Дивиденде	Исплаћене за приоритетне акције	Исплаћене за приоритетне акције	
Ликвидносни критеријуми	<p>Просечни дневни промет најмање 500.000 RSD;</p> <p>Просечан дневни број трансакција најмање 5;</p> <p>Закључен уговор о обављању послова маркет мејкера;</p> <p>Више од 1.000 акционара;</p> <p>Акције дистрибуиране у јавности у слободном промету (free float) чија је укупна вредност најмање - 2 милиона EUR.</p>		

Извор: Правилник о листингу Београдске берзе

Одлуку о испуњености општих и посебних услова за пријем на листинг доноси Комисија за Листинг. Прве компаније на листингу Београдске берзе појавиле су током 2007. године. Биле су то акције компанија „Тигар“ а.д. Пирот, „Енергопројект Холдинг“ а.д. Београд и „Сојапротеин“ а.д. Бечеј и биле су укључене на Листинг А, садашњи *Prime Market*. Наредне године на Листинг А укључене су и акције „Металс банке“ а.д. Нови Сад. Међутим, услед одређених недозвољених пословних активности овог издаваоца које су резултирале увођењем привремене принудне управе од стране Народне банке Србије, Комисија за листинг донела је решење о њиховом искључењу са листинга и пребацивању на ванберзанско тржиште (акције „Металс банке“ а.д. Нови Сад су биле на листингу од 22.8.2008. до 7.11.2008. године). Акције компаније „НИС“ а.д. Нови Сад укључене су на *Prime Market* Београдске берзе крајем 2010. године, а почетком 2011. године на овом сегменту тржишта појавиле су се и обичне акције компаније Аеродром „Никола Тесла“ а.д. Београд. Акције компаније „Тигар“ а.д. Пирот биле су на *Prime Listing*-у до 6. септембра 2013. године када је Комисија за листинг Београдске берзе донела решење о искључењу ових акција са *Prime Listing*-а и њиховом укључењу на *Open Market* („Тигар“ а.д. Пирот је био прва компанија која се појавила на листингу Београдске берзе). Такође, током 2018. године на овом сегменту тржишта десиле су се две крупне промене. Најпре су 18. јуна 2018. године делистиране акције компаније „Сојапротеин“ а.д. Бечеј (пребачене су на *Open Market*), а 13. новембра 2018. године су на *Prime Listing* укључене су акције Fintel Energije а.д. Бечеј.

Крајем 2018. године на *Prime Listing*-у Београдске берзе налазе се следеће акције:

- (NIS) – „НИС“ а.д. Нови Сад;
- (AERO) – Аеродром „Никола Тесла“ а.д. Београд;
- (ENHL) – „Енергопројект холдинг“ а.д. Београд; и
- (FINT) – „Fintel Energija“ а.д. Бечеј.

Прва акција на *Standard Market* (некадашњи Listing B) појавила се 2008. године. То су биле акције компаније „Алфа Плам“ а.д. из Враћа које су на овом сегменту тржишта биле до јуна 2017. године. Крајем маја 2009. године на *Standard Market* укључене су акције компаније „Металац“ а.д. Горњи Милановац, а крајем 2009. године појавиле су се акције „Комерцијалне банке“ а.д. Београд. Акције издаваоца „Јединство“ а.д. Севојно укључене су на овај сегмент тржишта у јануару 2014. године.

Крајем 2018. године на *Standard Listing* Београдске берзе налазе се следеће акције:

- (JESV) – „Јединство“ а.д. Севојно;
- (KMBN) – „Комерцијална банка“ а.д. Београд; и
- (MTLC) – „Металац“ а.д. Горњи Милановац.

На *SMart Listing* се могу укључити само акције или депозитне потврде на акције. Међутим, према подацима са краја 2018. године на овом сегменту тржишта Београдске берзе до сада није било листираних хартија од вредности.

На основу наведених критеријума за листинг акција и спроведене анализе које обухвата сва три сегмента листинга Београдске берзе, може се закључити да се ради о веома квалитетном сегменту тржишта на којем се налази само седам листираних акција (4 на *Prime Listing*-у и 3 на *Standard Listing*-у). С тим у вези, за ове акције се користи термин „листиране“ на берзи, док се за остале акције каже да су „котиране“ на берзи.

За листирање дужничких хартија од вредности емитенти поред општих услова морају испуњавати и додатне услове. За укључење на *Prime Listing* додатни услови су да вредност емисије буде најмање 10 мил. EUR и да рачун емитента није био у блокади у претходних пола године, а за пријем на *Standard Listing* да вредност емисије не буде мања од 1 мил. EUR и да рачун емитента није био у блокади у претходна два месеца (Правилник о листингу Београдске берзе, чл. 12 и чл. 16). Крајем 2018. године на *Prime Listing*-у од дужничких хартија од вредности налазило се 61 емисија обвезница Републике Србије и једна емисија обвезница EBRD. Обвезнице EBRD укључене су на тржиште 13. децембра 2016. године и представљају прве обвезнице неке наднационалне међународне институције које су листиране на Београдској берзи. За разлику од *Prime Listing-a*, на *Standard Listing*-у крајем 2018. године није било листираних дужничких хартија од вредности.

Београдска берза у великој мери брине о заштити инвеститора и о обезбеђивању равноправног положаја свих учесника на њеном тржишту. С тим у вези, у случају да утврди мање или веће неправилности у трговању листираном хартијом од вредности неког издаваоца, Београдска берза може донети одлуку о привременој или трајној обустави трговања (Правилник о листингу, чл. 36 и 38). Берза ће привремено обуставити трговање листираном хартијом од вредности у случају да накнадном контролом утврди нетачности у документацији или уколико дође до већих поремећаја у пословању емитента. Такође, до привремене обуставе трговања неком хартијом од вредности може доћи уколико се очекује објављивање информације која може значајније утицати на њену тржишну цену. С друге стране, берза може донети одлуку и о трајном искључењу хартија од вредности са листинга. Берза ће ову одлуку донети у случају да је емитент престао да испуњава услове за листинг или је ушао у поступак

стечаја или ликвидације. До делистирања хартија од вредности може доћи и на захтев емитента када изрази жељу да своје хартије од вредности укључи на други сегмент регулисаног тржишта (нпр. *Open Market*).

1.2. *Open Market*

Законом о тржишту капитала предвиђено је формирање новог сегмента тржишта Београдске берзе, *Open Market-a*. Идеја је била да се из великог и углавном неликвидног ванберзанског тржишта издвоје акције задовољавају минималне критеријуме ликвидности. Ове критеријуме берза је утврдила *Одлуком о разврставању хартија од вредности укључених на ванберзанско тржиште на сегменте и тржишне сегменте Београдске берзе*. На *Open Market* пребачене су акције са ванберзанског тржишта које нису имале ознаку „БП“ (без проспекта) и акције којима се трговало у претходних 6 месеци. Такође, за укључење на овај сегмент тржишта потребно је и испуњавање услова предвиђених Правилима пословања Београдске берзе (чл. 64). Поред тога што емитент не сме бити у поступку стечаја или ликвидације, неопходно је испуњавање и услова садржаних у Табели IV-4.

Табела IV-4. Услови за *Open Market* Београдске берзе

Услови	Open Market
Минимални износ капитала	300 хиљ. EUR
<i>Free float</i>	15% акција
Ликвидносни критеријуми	Основ за искључење: 180 дана без трговања

Извор: Правила пословања Београдске берзе, чл. 64

За укључење дугорочних дужничких хартија од вредности издаваоца на *Open Market*, потребно је да вредност емисије не буде мања од 200 хиљ. EUR. Међутим, крајем 2018. године на овом сегменту регулисаног тржишта налазе се акције 25 компанија. Иако је у раније периоду на *Open Market-у* било трговине муниципалним и корпоративним обвезницама на крају 2018. године није забележено присуство обвезница.

1.3. Мултилатерална трговачка платформа

Уколико хартија од вредности не испуњава услове да буде укључена на листинг или *Open Market*, она се укључује на Мултилатералну трговачку платформу која представља нисколиквидан део тржишта Београдске берзе. Услови за пријем на овај сегмент тржишта Београдске берзе приказани су Табелом IV-5.

Табела IV-5. Услови за Мултилатералну трговачку платформу

Мултилатерална трговачка платформа BELEX
Услед искључења са регулисаног тржишта
Уколико се датом ХоВ није трговало дуже од 180 дана
На захтев члана берзе

Извор: Правила пословања Београдске берзе, чл. 68

Крајем 2018. године на Мултилатералној трговачкој платформи се котира 553 акције и две емисије муниципалних обвезница (Шабач и Стара Пазова).

На основу приказане структуре тржишта може се закључити да Београдску берзу одликује велики број акција које се углавном котирају на мултилатералној трговачкој платформи. С друге стране, на регулисаном тржишту, које захтева испуњење минималних критеријума ликвидности, налази се мали број акција, што указује да је на српском тржишту капитала присутан проблем недовољног броја квалитетних хартија од вредности. Поред акција, на Београдској берзи се налазе и државне обвезнице. Трговина државним обвезницама представља трговину велике вредности, али се углавном обављају малим бројем трансакција.

2. Процес трговања хартијама од вредности на Београдској берзи

Трговина хартијама од вредности на Београдској берзи се обавља у оквиру електронског система за трговање који се назива BELEXFIX. Овај систем је заснован на комуникацији са његовим корисницима путем FIX протокола којем овлашћени корисници приступају путем корисничког имена и шифре (Правила пословања Београдске берзе, чл. 2). Налози за трговање се испостављају у BELEXFIX преко овлашћених чланова берзе. Испостављени налози се бележе у електронску Књигу налога где се може видети и њихов тренутни статус. Налог за трговање који члан берзе испоставља на берзи у своје име, а за рачун клијента, може бити испостављен искључиво на основу налога клијента. Члановима берзе није дозвољено да испостављају налоге за трговање којима се врши било какав вид злоупотреба на тржишту. Такође, забрањено им је испостављање налога на основу привилегованих информација. Уколико се утврди да се чланови и брокери чланова берзе не придржавају дефинисаних правила берза може донети одлуку о њиховом привременом или трајном искључењу.

Да би трговање било могуће налози за трговање морају бити покривени у потпуности (100%). Покривеност куповних налога подразумева обезбеђена новчана средства депонована на наменском рачуну за трговање, а покривеност продајних налога подразумева проверу власништва над хартијом од вредности која је предмет трговине (Дугалић и Штимац, 2011, 58). За покривеност налога за трговање у потпуности је одговоран члан берзе који га је испоставио.

По критеријуму активности налози за трговање могу бити активни и неактивни. Активни налози су унети у BELEXFIX по ценама у оквиру дозвољене зоне флукуације и виде се на Главној табли, док су неактивни налози су унети у BELEXFIX по ценама изван дозвољене зоне флукуације и не виде се на Главној табли. Апсолутна зона флукуације износи +/- 20% за хартије од вредности на листинзима регулисаног тржишта, +/- 30% за хартије од вредности на *Open Market*-у, +/- 50% у трговању акцијама на мултилатералној трговачкој платформи и +/- 40% у трговању осталим хартијама од вредности на мултилатралној трговачкој платформи.

Налози за трговање могу бити:

- По условима цене: лимит и тржишни;
- По трајању налога: дневни, до опозива и до дана;

- Посебни налози: све или ништа, налог са скривеном укупном количином, стоп налог, налог на отварању, маркет мејкер налог, налог за блок трговање, налог на затварању, све или ништа тренутно, налог за минимално извршење, налог за промену налога и налог за повлачење.

Лимит налози обавезно садрже цену и рангирају се на одговарајућој страни тржишта, док тржишни налози немају наведену цену и не рангирају се на Главној табли. За куповне лимит налоге највиша цена се рангира прва на Главној табли, док се за продајне лимит налоге најнижа цена рангира прва. Дневни налог се аутоматски поништава након завршеног трговања уколико је неупарен или делимично упарен. Међутим, клијент може дати налог који ће бити активан до одређеног дана у будућности, али тај период не може бити дужи од 90 дана (налог до дана). Налог до опозива траје док га клијент не опозове. Временски период и код ове версте налога не може бити дужи од дефинисаног лимита од 90 дана. Налози за трговање из групе посебних налога се не могу користити ако њихова употреба није изричито утврђена одлуком Управног одбора берзе или Правилима пословања, те термин налог за трговање не укључује налог из ове групе.

Када дође до упаривања налога, односно када се трансакција закључи на берзи, израђује се закључница која се евидентира у електронској Књизи закључница. Закључница се даље прослеђује клириншкој кући, односно централном регистру, да би се извршио клиринг и салдирање склопљене трансакције. Захваљујући развијеном систему за трговање, контролу и информисање, Београдска берза важне податке из процеса трговања може дистрибуирати и у реалном времену путем информационог сервиса: *Belex info*, *SMS* поруке, *WAP* апликација, *Data Feed* и *BSE Web Site*.

2.1. Методе примарног трговања

У примарном трговању хартијама од вредности на Београдској берзи се користе три метода трговања: метод пропорционалне продаје, метод континуиране продаје и метод вишеструке цене.

Метод пропорционалне продаје се користи у примарној продаји хартија од вредности која се реализује у току једног или више берзанских састанака, а најкасније до рока наведеног у јавном позиву за упис и уплату хартије од вредности. Све трансакције закључене применом ове методе закључују се по цени која се утврђује одлуком издаваоца.

Налози куповине реализују се у целости само уколико је збир количина свих налога куповине једнак или мањи од количине из налога продаје. Уколико је збир количина свих налога куповине већи од количине из налога понуде, врши се редуцирање количина куповних налога пропорционално учешћу појединачних налога у укупном збиру свих налога куповине (Дугалић и Штимац, 2011, 60). Уколико је збир налога куповине мањи од понуде, преостали износ из налога понуде може се поново понудити на следећем берзанском састанку.

Метод пропорционалне продаје састоји се из следећих фаза (Јеремић, 2008, 8):

- пријем налога – период када чланови берзе испостављају налоге за трговање,

- аукција – временски тренутак распореда количина по испостављеним налозима куповине, у складу са правилима методе,
- закључивање трансакција.

Метод континуиране продаје се састоји из јединствене фазе континуиране продаје. Све трансакције закључене применом овог метода реализују се по јединственој цени која се утврђује одлуком издаваоца. Када је тражња за одређеном хартијом од вредности већа од понуђене количине као критеријум за продају се користи време испостављања налога у електронски систем за трговање. Често се дешава да последње испостављени налог за који постоји одређена количина акција која се нуди није могуће испунити у потпуности. У том случају, закључује се трансакција са количином једнаком расположивој количини из налога продаје.

Метод континуиране продаје се састоји из две фазе (Јеремић, 2008, 61):

- јединствена фаза континуиране продаје, односно пријема налога,
- закључивање трансакција – чланови берзе испостављају налоге за трговање.

Метод вишеструке цене се користи у примарној продаји хартија од вредности која се организује у току једног или више берзанских састанака, у складу са одлуком о издавању хартије од вредности чија се продаја организује овим методом, а најкасније до рока утврђеног у јавном позиву за упис и уплату хартије од вредности (Дугалић и Штимац, 2005, 61).

За разлику од претходна два метода примарне продаје код овог метода цена се не утврђује одлуком издаваоца, већ на берзанском састанку у складу са одлуком о издавању хартије од вредности. Ова одлука садржи минималну цену и максималну дисконтну или каматну стопу.

Метод вишеструке цене обухвата три фазе:

- пријем налога – период у којем чланови испостављају налоге за трговање,
- аукција – временски тренутак утврђивања цене, у складу са правилима метода,
- закључивање трансакција.

До почетка 2018. године на Београдској берзи забележена је само једна примарна продаја хартија од вредности (Табела IV-6).

Табела IV-6. Примарно трговање хартијама од вредности на Београдској берзи

Датум	Симбол	Цена	Обим	Промет RSD	Промет EUR	Бр трансакција
6.11.2012	NSBN01	10.000	146.500	1.465.000.000	12.910.242	9

Извор: Београдска берза, Примарно трговање

На Београдској берзи је 6.11.2012. године реализована примарна продаја прве серије обвезница Ерсте банке а.д. Нови Сад. Ова продаја представља прво и једино примарно трговање неким финансијским инструментом на организованом тржишту још од 2003. године. На аукцији је понуђено укупно 210.000 комада обвезница, појединачне номиналне вредности 10.000 RSD, што представља вредност целокупне емисије од 2.100.000.000 RSD. Међутим, у примарној трговини власнике је стекло 146.500 обвезница, односно 69,76% укупног обима понуђене емисије, уз укупну вредност промета од 1.465.000.000 RSD.

2.2. Методе секундарног трговања

На Београдској берзи се користе два стандардна метода секундарног трговања, метод преовлађујуће цене (МПЦ) и метод континуираног трговања (МКТ) и два тзв. нестандартна метода, метод минималне цене и блок трговање. Оба стандардна метода су варијанте аукцијског система трговања, односно системи трговања координисани налозима (Маринковић, 2008, 54).

Метод преовлађујуће цене користи се у трговини мање ликвидним хартијама од вредности, а то су углавном оне које се котирају на мултилатералној трговачкој платформи. Овај стандардни метод секундарног трговања састоји се из фаза: предотварања, аукције, трговања и трговања на затварању. У фази предотварања врши се испостављање налога за трговање од стране чланова берзе. Ова фаза се састоји од подфазе пријема налога и подфазе која се назива рандом период. Током прве подфазе могу се испостављати како налози за трговање, тако и налози за модификацију и повлачење. У подфази пријема налога види се и дубина тржишта. У рандом периоду је ограничен пријем налога и приказ информација. У том периоду могу се испостављати само налози за трговање, али не и за повлачење. Такође, не може се видети дубина тржишта. Рандом период траје од 1 до 300 секунди, а његову дужину у BELEXFIX у одређује неконтролисана процедура. Рандом период се завршава *black out*-ом. Тада се монитори зацрне и на бази испостављених налога утврђује се преовлађујућа цена и наступа аукција. Преовлађујућа цена је цена по којој се остварује највећи обим промета, мерен количином предметне хартије од вредности. Уколико се највећи обим промета може остварити по више цена за преовлађујућу се узима она која је ближа индикативној, односно, она која од ње мање одступа. Ако постоје две такве цене онда се узима виша цена за преовлађујућу. Овако утврђена цена представља индикативну цену за наредни трговачки дан. Уколико су испостављени само тржишни налози онда ће се налози реализовати по индикативној цени, јер ће у овом случају она бити и преовлађујућа. Индикативна цена је код првог трговања утврђена решењем о пријему на листинг берзе, а за наредна трговања то је цена утврђена на претходном берзанском састанку.

Фаза трговања представља временски тренутак у којем се закључују трансакције по утврђеној преовлађујућој цени, док фаза трговања на затварању обухвата временски период у оквиру којег се испостављају налози по преовлађујућој цени и закључују трансакције.

Метод континуираног трговања уведен је на Београдску берзу у марту 2003. године ради трговања државним обвезницама које су емитоване у циљу измирења обавеза по основу старе девизне штедње грађана. Он се користи при трговини квалитетнијим и ликвиднијим хартијама од вредности на Београдској берзи. Метод континуираног трговања чине следеће фазе: предотварање, отварање, трговање на отварању, континуирано трговање, затварање и трговање на затварању.

Процес трговања код овог метода почиње фазом отварања тржишта. Ова фаза се састоји од неколико подфаза и идентична је са фазом предотварања код метода преовлађујуће цене. Завршетак фазе представља трговање на отварању, што је

истоветно аукцији и упаривању налога код другог стандардног метода секундарног трговања. Разлика је у називу цене по којој се трансакције закључују. Код овог метода назива се цена на отварању, а не преовлађујућа цена. Специфично за разматрани метод је пристизање нових налога у BELEXFIX током читавог периода предвиђеног за трговање, а у оквиру којег се упарују налози продаје и куповине (Дугалић и Штимац, 2011, 65). Ако неки налог остане неупарен смешта се у Књигу налога и чека одговарајући налог на супротној страни тржишта. Управо фаза континуираног трговања представља период континуираног испостављања и упаривања налога за трговање. Тржиште се затвара фазом затварања која представља тренутак утврђивања цене на затварању.

За разлику од метода преовлађујуће цене, код којег преовлађујућа цена претходног дана представља индикативну цену за наредни трговачки дан, код метода континуираног трговања индикативна цена је цена на затварању претходног дана, а то је просечна пондерисана цена која је постигнута у фази континуираног трговања. Због могућих манипулација ценом на затварању поступак утврђивања ове цене се мења. Последња фаза код метода континуираног трговања је трговање на затварању и у оквиру ове фазе врши се пријем налога по утврђеној цени на затварању и закључују се трансакције по тој цени.

Време трајања појединачних фаза трговања у оквиру метода трговања, односно време почетка, дужину трајања и крај појединих фаза, утврђује директор берзе за свако појединачно тржиште, односно хартију од вредности (Правила пословања Београдске берзе, чл. 39).

Појава несинхроног трговања значајно ограничава апликативност анализираног метода трговања на Београдској берзи. Уобичајна појава на тржиштима земаља у развоју јесте да се појединим акцијама не тргује један или више дана. Овакав амбијент доводи до појаве несинхроног трговања (*nonsynchronous trading*) чије последице могу бити: прекинуте временске серије података, привид негативне корелисаности и појава виртуалних цена (Stojković & Radivojević, 2010). Несинхроно трговање се најчешће повезује са утврђивањем цена хартија од вредности у једнаким временским интервалима (на крају дана, недеље, месеца и сл.), иако су се оне заправо формирале у различитим временски интервалима. Ово ствара значајан проблем приликом економетријских анализа потребних за доношење инвестиционих одлука, јер узрокује привидне коваријансе. У контексту решавања овог проблема неопходно је присуство маркет мејкера.

Поред два стандардна метода секундарног трговања, метода преовлађујуће цене и метода континуираног трговања, на Београдској берзи користе и два тзв. нестандартна метода трговања, а то су: метод минималне цене и блок трговање.

Метод минималне цене се користио у трговању акцијама које су се продавале преко Акцијског фонда. Ради се о трговању организованом изван BELEXFIX-а. Испостављањем налога, супротног већ испостављеном налогу на тржишту, члан берзе прихвата услове који су садржани у већ понуђеном налогу. Код овог метода учесници аукције испостављају искључиво налоге са ограниченом ценом и то по количинској

клаузули 'све или ништа' (Маринковић, 2008, 58). Берза је интерним правилима регулисала да се овај метод може користити само ако је понуђена количина, која је наведена у продајном налогу, минимум 10%, а највише 15%, од укупног броја акција неког издаваоца. У продајном налогу наведена је и минимална цена, која уједно представља и почетну цену аукције. Налог се испоставља најмање 15 дана пре аукције. Минималну цену одређује Акцијски фонд.

Напоменуто је да се на страни понуде налази искључиво један налог, али на страни тражње их може бити неколико. Уколико на страни тражње постоји само један налог трансакција се закључује по цени из куповног налога, која је најчешће једнака оној која је наведена и у продајном налогу. Уколико на страни куповине постоји више налога иде се у нови круг аукције у којем се испостављају нови налози тражње који сада садрже вишу цену од претходне. Позив службеника берзе члановима берзе на испостављање нових налога, врши се у временским размацама од 2 минута. Лицитирањем цена се повећава до оног нивоа када ће остати само један налог куповине. Тада се трансакција закључује по тој цени. Аукцијска цена представља индикативну цену за наредни берзански састанак за трговање том акцијом.

На Београдској берзи у трговању акцијама овом методом минимална цена је обично била и аукцијска, тј. ретко се дешавало да се иде у други круг аукције у којем би се повисила цена. Обично је био случај да се на страни куповине нађе само један налог и да се трансакција закључује по цени која је наведена у њему, а која је, у већини случајева, једнака цени из налога понуде. Број трансакција закључених овом методом приказан је у Табели IV-7.

Табела IV-7. Број трансакција реализованих методом минималне цене

Год.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Број	2	16	40	52	21	5

Извор: Београдска берза, Метод минималне цене

Од укупног броја трансакција закључених методом минималне цене на Београдској берзи приближно 2 трећине је реализовано током 2007 и 2008. године. Највише трансакција ове врсте забележено је током 2008. године (52). Последња трансакција применом метода минималне цене обављена је 25.5.2010. године. Овај метод трговања се користио до завршетка процеса приватизације у Србији. Агенција за приватизацију престала је са радом почетком 2016. године.

На основу Закона о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације, 2016. године је основан Акционарски фонд који окупља сва државна и друштвена предузећа која су већ приватизована, а у којима грађани Србије имају право на бесплатне акције, као и све акције пренете из Акцијског фонда. Грађани имају право на накнаду из Акционарског фонда по основу новца добијеног од продаје предузећа из његовог портфолија, тј. од других прихода, као што су дивиденде, а одлуку о подели те накнаде доноси Влада Србије. Законом је предвиђено да се акцијама овог фонда може трговати (пошто су сви грађани који имају право на бесплатне акције, уједно и акционари Фонда), али Акционарски фонд још увек није листиран на Београдској берзи. Циљ оснивања Акционарског фонда јесте да сви

грађани добију бесплатне акције једнаке вредности. Бесплатне акције свих државних фирми пребацују се у Акционарски фонд, а грађани добијају акције Акционарског фонда, што значи да сви добијају исти проценат у власништву свих предузећа у којима имају право на бесплатне акције. Акције још увек није могуће продати, јер је Акционарски фонд затворено акционарско друштво и не налази се на берзи.

Блок трговање се користи у трговању које се обавља изван BELEXFIX-а. Ради се о претходно договореном трговању. Блок трговину обављају институционални инвеститори, финансијске организације, правна и физичка лица која желе да тргују великим делом акцијског капитала компаније. Ово је трговина високих вредности и великих количина (Дугалић и Штимац, 2005, 66). Највећи број светских берзи ову трговину посебно третира из неколико важних разлога. Поред тога што велики налог може покупити сву ликвидност на другој страни тржишта и што може доћи до склапања трансакција по различитим ценама, постоји реална могућност да трансакција не буде у потпуности извршена. Такође, велики налози се могу користити и у манипулативне сврхе, док мали налози могу изгубити могућност трговине

Блок трговањем крупни налози избегавају лоше услове под којима би дошло до њиховог извршења. Код крупних трансакција, потенцијални учесници се устручавају да испоставе налоге, јер је реализација мало вероватна, а потом може доћи и до лоше реализације (Маринковић, 2007, 71). Велики налози, уколико се не би приступило Блок трговању, ће у BELEXFIX-у покупити сву ликвидност на другој страни и доћи ће до склапања трансакција по различитим ценама. Постојала би и реална могућност да трансакција не би била у потпуности извршена.

У Табели IV-8. дат је преглед блок трансакција реализованих на Београдској берзи у периоду 2004-2017. година.

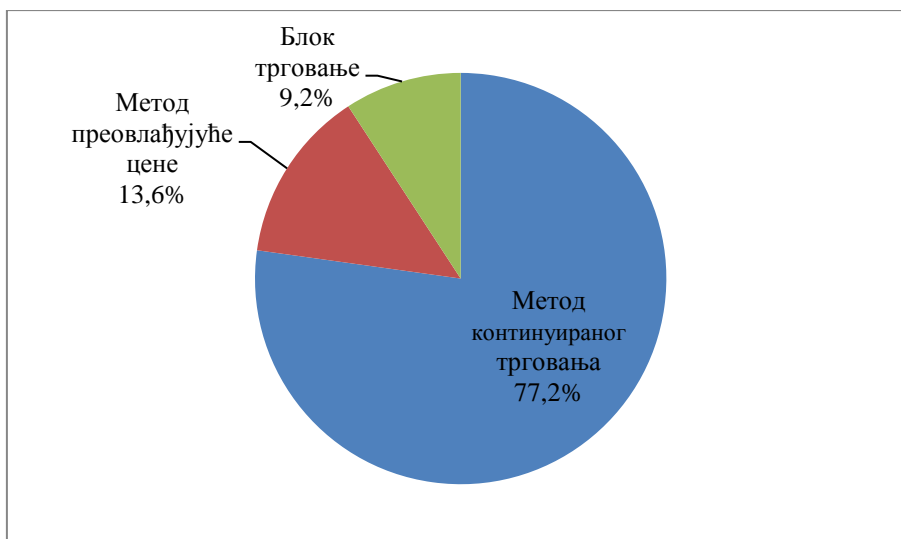
Табела IV-8. Број склопљених блок трансакција на Београдској берзи

Год.	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Бр.	86	157	107	114	111	63	87	80	31	27	27	49	17	19

Извор: Београдска берза, Блок трговање

Највише трансакција методом блок трговања закључено је у периоду 2005-2007. година. У овом четворогодишњем периоду блок трговањем закључено је 489 трансакција што је за 89 више него у наредних 9 година (период 2008-2017. година). Током 2016. и 2017. године овим методом је закључено свега 36 трансакција.

Допринос појединих метода секундарног трговања у остваривању промета на Београдској берзи приказан је Сликом IV-1.



Слика IV-1. Структура промета на Београдској берзи у 2016. години по методама трговања

Извор: Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2016. годину

На основу Сlike IV-1. може се закључити да се око 3 четвртине промета на Београдској берзи остварује коришћењем метода континуираног трговања.

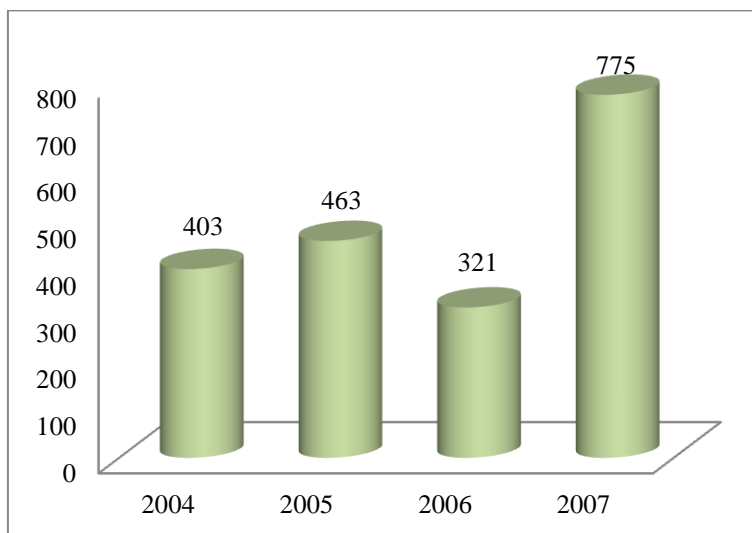
Процес трговања хартијама од вредности заступљен на Београдској берзи веома је сличан трговању на берзама у региону. На Загребачкој берзи трговина се обавља унутар и изван тзв. Књиге понуда. Редовна трговина и трговина у посебном режиму примењују се у трговини која се одвија унутар Књиге понуда, док се блок трговина и јавна аукција спроводе изван ње. На берзи у Љубљани користи се непрекидно (континуирано) трговање за ликвидније хартије од вредности, док је за мање ликвидне хартије од вредности резервисано аукцијско трговање. Бањалучка берза је, по организацији трговања, доста слична Љубљанској, док је Београдска берза у том погледу слична Загребачкој берзи.

На основу приказаних података може се закључити да Београдску берзу одликује развијен систем за трговање. Међутим, да би се процес трговања одвијао у складу са интересима и очекивањима берзе и њених чланова потребни су и квалитетни финансијски инструменти. У том погледу, српско тржиште капитала одликује мали број квалитетних хартија од вредности. С тим у вези, може се закључити да је секундарно трговање акцијама и обвезницама на Београдској берзи недовољно развијено, док примарно трговање акцијама не постоји.

III УТИЦАЈ СВЕТСКЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА ПОКАЗАТЕЉЕ РАЗВОЈА БЕОГРАДСКЕ БЕРЗЕ

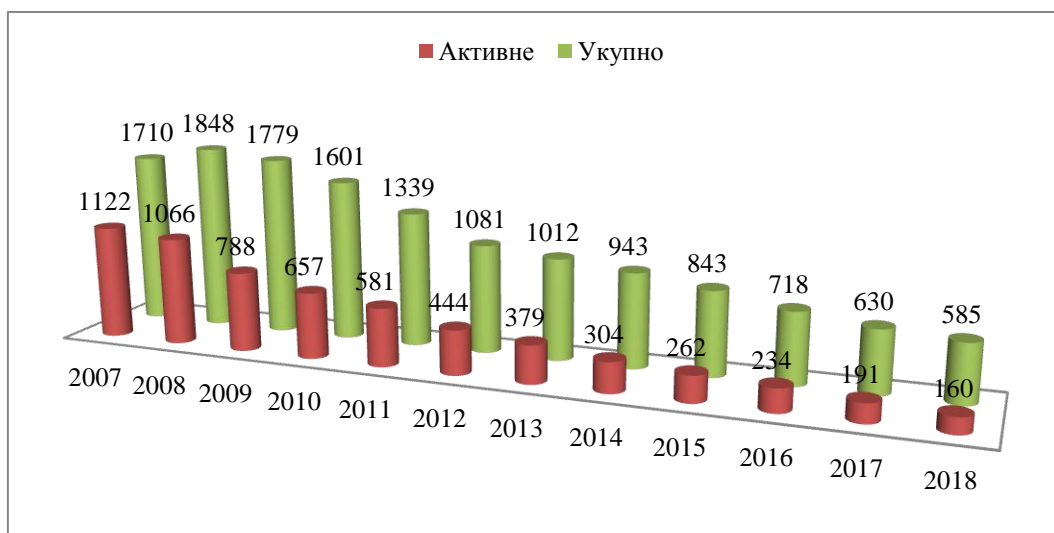
Веома важну улогу у развоју берзи у региону Југоисточне Европе одиграла је приватизација. Њом се стварају услови за инострану улагања, при чему законом треба обезбедити потпуну равноправност и сигурност свих потенцијалних инвеститора, домаћих и страних (Веселиновић, 2003, 229). У погледу броја акција које се котирају на берзи могу се разликовати два модела утицаја приватизације на тржиште капитала. Први модел подразумева приватизацију предузећа уз обавезан излазак на берзу (нпр.

Србија и Чешка). Ове берзе карактерише велики број акција које имају веома ниску ликвидност. Други модел подразумева да се у почетку на берзи налази мали број акција који се касније, како се тржиште развија, повећава. Овај модел карактеристичан је за Словенију, Пољску и Мађарску (Марјановић, 2004, 63). На Београдској берзи се током спровођења процеса приватизације у Србији за релативно кратко време појавио велики број компанија. У периоду 2004-2007. година на берзу је изашло приближно 2.000 компанија. Слика IV-2. приказан је пораст броја компанија по годинама.



Слика IV-2. Пораст броја компанија на Београдској берзи у периоду 2004-2007. година
Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању за 2004, 2005, 2006 и 2007. годину

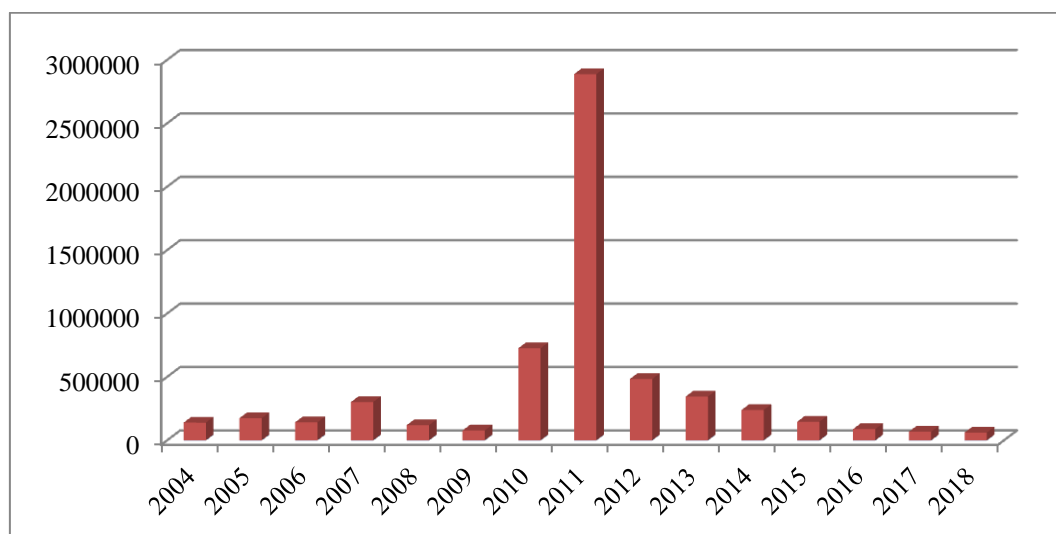
Међутим, број компанија чије се акције котирају на Београдској берзи се у периоду након појаве глобалне економске кризе драстично смањило. Смањивање броја акција котираних на Београдској берзи, као и однос између активних и неактивних акција, приказани су Слика IV-3.



Слика IV-3. Број акција котираних на Београдској берзи у периоду 2007-2018. година
Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2007-2018. године

На крају 2018. године на Београдској берзи се налазило 585 акција од којих је 160 било активно. Као последица смањивања броја акција којима се тргује, уследио је и

значајан пад броја закључених трансакција на берзи. Број трансакција закључених на Београдској берзи у периоду 2004-2018. година приказан је Сликом IV-4.



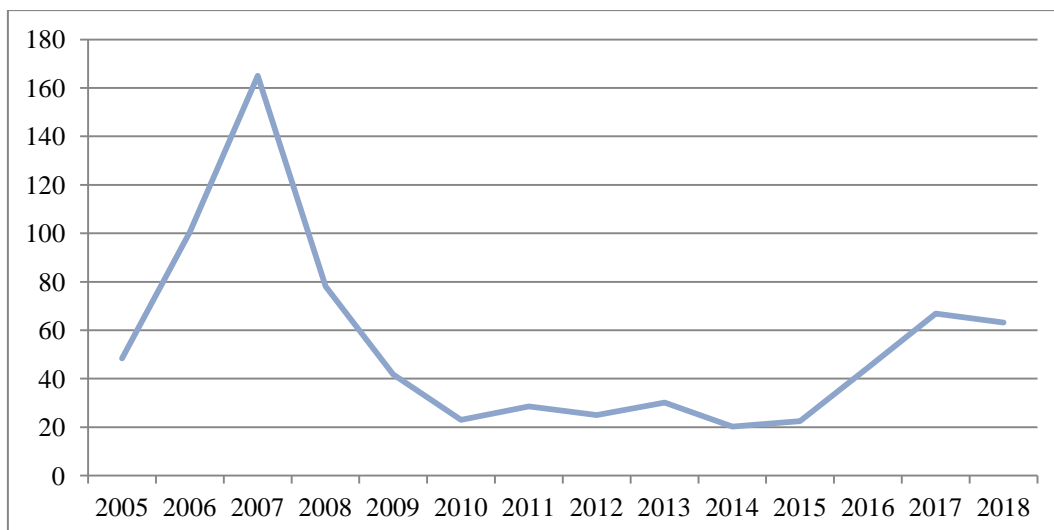
Слика IV-4. Број трансакција на Београдској берзи у периоду 2004-2018. година

Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2004 до 2017. године

На основу приказаних података може се закључити да је након 2007. године, односно настанком глобалне финансијске кризе, дошло до значајног пада броја трансакција на Београдској берзи. Огроман пораст броја трансакција током 2010. и 2011. године резултат је листирања двеју великих јавних компанија, „НИС“ а.д. Нови Сад и Аеродром „Никола Тесла“ а.д. Београд. Посматрано у односу на претходну годину, број закључених трансакција је 2010. године порастао за око 840 %, а 2011. године за приближно 300%. Током 2011. године закључено је рекордних 2.887.538 трансакција. Међутим, од 2011. године број закључених трансакција је у константном паду. Укупан број трансакција закључених током 2017. године био је приближно 67 хиљада, а током 2018. године закључено је око 60 хиљада трансакција.

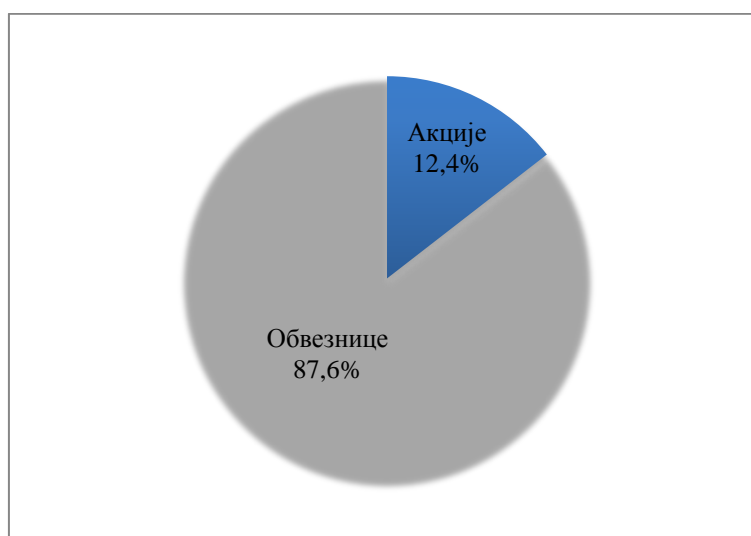
Током 2018. године на Београдској берзи остварен је укупан промет од 63,19 млрд RSD што представља пад у односу на претходну годину. Пораст укупног промета на Београдској берзи током 2015, 2016 и 2017. године узрокован је знатно повећаним прометом државних обвезница. Само током 2015. године у промет је укључено 68 емисија обвезница Републике Србије. На крају 2016. године било је присутно 81 емисија ових обвезница, а на крају 2017. године 68 емисија.

Сликом IV-5. приказан је укупни годишњи промет на Београдској берзи у периоду од 2005. године до краја 2017. године.



Слика IV-5. Укупни годишњи промет на Београдској берзи у периоду 2005-2018. год.
Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2005 до 2018. године *у млрд RSD

На бази приказаних података јасно се уочавају негативни ефекти глобалне финансијске кризе од чијег настанка је трговање на Београдској берзи у великом паду. Структура укупног промета оствареног на Београдској берзи током 2018. године приказана је Сликом IV-6.

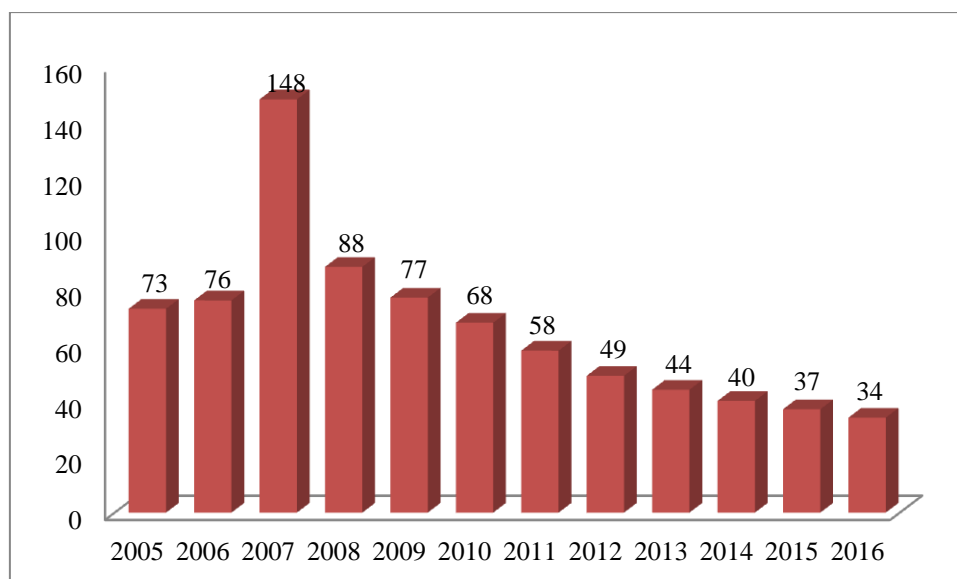


Слика IV-6. Структура промета на Београдској берзи у 2018. години по врстама хартија од вредности

Извор: Београдска берза, Годишњи извештај о пословању, 2018

Закључује се да у укупном промету оствареном на Београдској берзи током 2018. године обвезнице учествују са чак 87,6%. Насупрот овом тренду, у периоду 2007-2011. године промет акцијама чинио је око 85% укупног оствареног промета на Београдској берзи (Стојковић и Маринковић, 2012). С друге стране, не треба губити из вида чињеницу да промет обвезница на Београдској берзи представља трансакцију високе појединачне вредности, односно да у структури укупног броја трансакција акције учествују са чак 99,7%, а обвезнице са само 0,3%.

Као последица смањеног обима трговања акцијама и броја закључених трансакција драстично се умањило и број инвестиционих друштава која су у чланству Београдске берзе (Слика IV-7).



Слика IV-7. Број чланова Београдске берзе у периоду 2005-2016. година

Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2005 до 2016. године

На крају 2007. године у Србији је пословало 148 инвестиционих друштава која су у чланству Београдске берзе, а на крају 2016. године свега 34 инвестициона друштва. Крајем 2018. године на Београдској берзи је пословало 30 инвестиционих друштава (Београдска берза, Списак чланова)

Као последица све слабијег пословања Београдске берзе дошло је и до смањивања броја запослених на берзи (Табела IV-9).

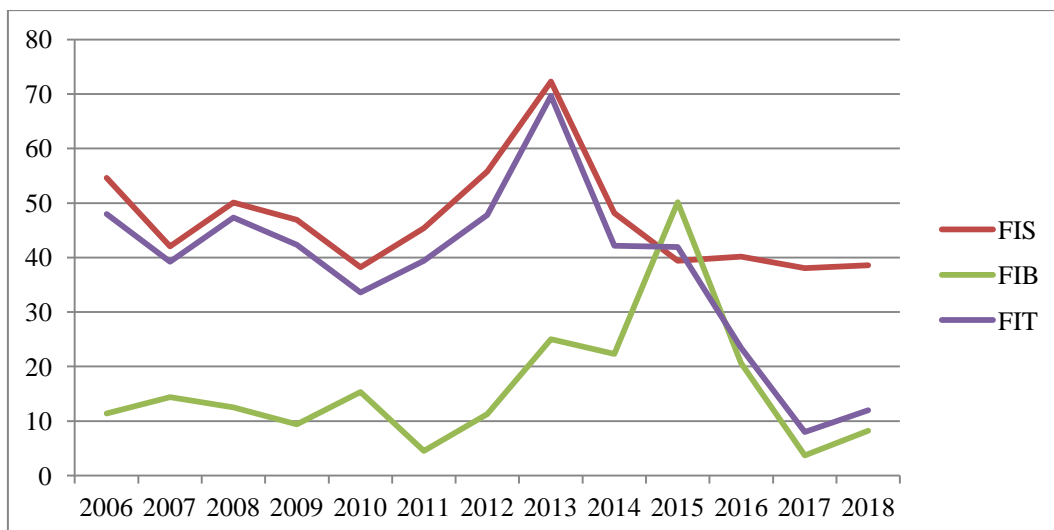
Табела IV-9. Број запослених на Београдској берзи

Година	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Број запослених	42	39	27	33	31	24	22	21

Извор: Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2017. годину

Број запослених на Београдској берзи на крају 2017. године је дупло мањи од броја запослених на крају 2010. године.

Велика повезаност Београдске берзе са дешавањима на светским тржиштима резултат је и значајног учешћа страних инвеститора на њеном тржишту. Учешће страних инвеститора у трговању на Београдској берзи се прати уз помоћ три индикатора: учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама (*Foreign Investors Shares – FIS*), учешће страних инвеститора у укупном промету обвезницама (*Foreign Investors Bonds – FIB*) и учешће страних инвеститора у укупном промету (*Foreign Investors Total – FIT*). Вредности ових индикатора представљене су Слика IV-8.



Слика IV-8. Учешће страних инвеститора у трговању на Београдској берзи у периоду 2016-2018. година

Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2006 до 2018. године

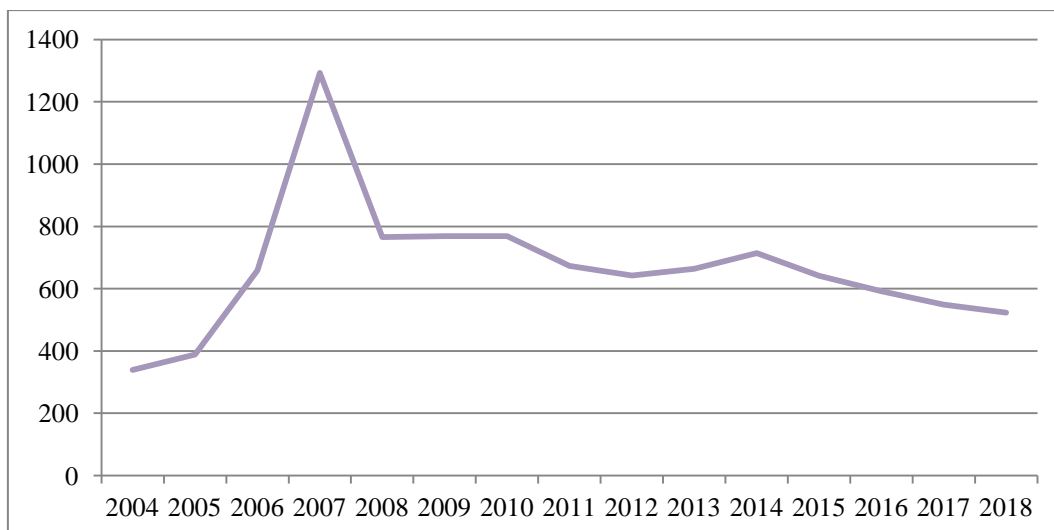
Учешће страних инвеститора у трговању акцијама на Београдској берзи у последње три године износи приближно 40%, док се њихово учешће у трговању обвезницама знатно смањило. У 2017. години вредност FIB индикатора износила је 3,73%. Током 2018. године дошло је до повећања вредности овог индикатора и износио је 8,24%.

Може се уочити да се Београдска берза, након појаве глобалне финансијске кризе, суочава са бројним проблемима у пословању. Од 2015. године државне обвезнице чине више од три четвртине укупног промета на берзи. Остварени пад тржишта акција у посматраном периоду довео је до смањења броја закључених трансакција на берзи што је за резултат имало смањење броја учесника у трговању (чланова берзе) и броја запослених на Београдској берзи.

1. Величина и ликвидност тржишта Београдске берзе

Величина и ликвидност тржишта Београдске берзе биће анализирана помоћу већ коришћених индикатора за процену величине и ликвидности берзи акција. С тим у вези, на само почетку анализе потребно је сагледати висину тржишне капитализације берзе и износе оствареног промета акцијама по годинама.

Као последица великог броја компанија које су током процеса приватизације излазиле на берзу, као и убрзаног развоја тржишта капитала у том периоду, тржишна капитализација акција на Београдској берзи имала је раст све до 2007. године. На крају 2007. године износила је рекордних 1.292,5 млрд. RSD (Слика IV-9).



Слика IV-9. Тржишна капитализација акција на Београдској берзи у периоду 2004-2018. година (у млрд. RSD)

Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2004 до 2018. године

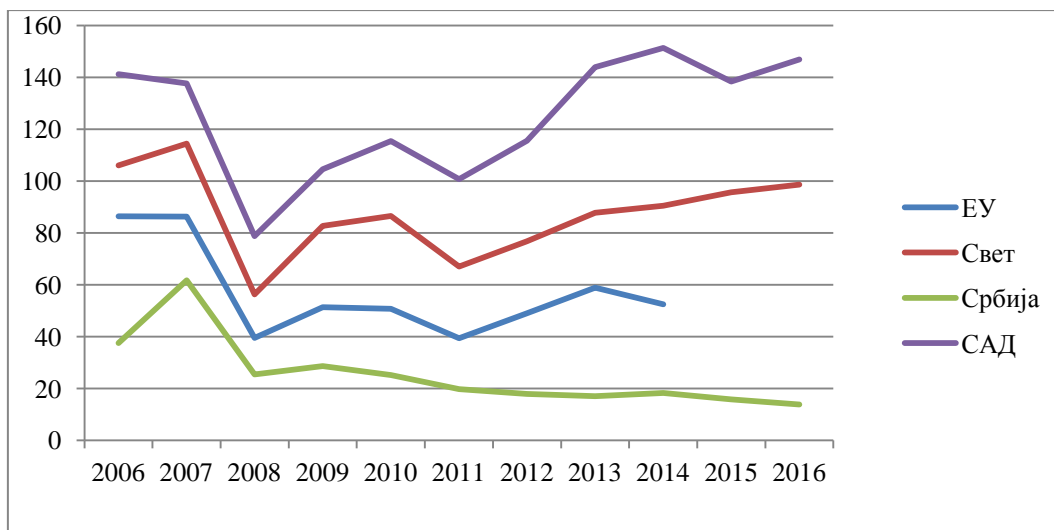
Појавом глобалне финансијске кризе уследио дуготрајан пад тржишне капитализације акција на Београдској берзи. На крају 2018. године тржишна капитализација износила је 522,73 млрд. RSD. Негативни ефекти кризе би били још већи да није дошло до листирања великих јавних компанија „НИС“ и „Аеродром“ које имају веома велику тржишну вредност. Како би се реалније сагледала величина тржишта Београдске берзе, представљене су вредности индикатора величине берзи акција који се добија из односа тржишне капитализације акција у бруто домаћег производа (Табела IV-10).

Табела IV-10. Тржишна капитализација акција у односу на бруто домаћи производ

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ЕУ	86,4	86,3	39,5	51,4	50,8	39,4	49	58,9	52,5		
Свет	106,1	114,4	56,3	82,7	86,6	67,1	76,8	87,8	90,5	95,7	98,6
Србија	37,6	61,8	25,5	28,7	25,2	19,8	17,9	17,1	18,3	15,8	13,9
САД	141,23	137,61	78,75	104,57	115,5	100,8	115,56	144	151,39	138,34	146,86

Извор: World Bank, за Србију прорачун аутора

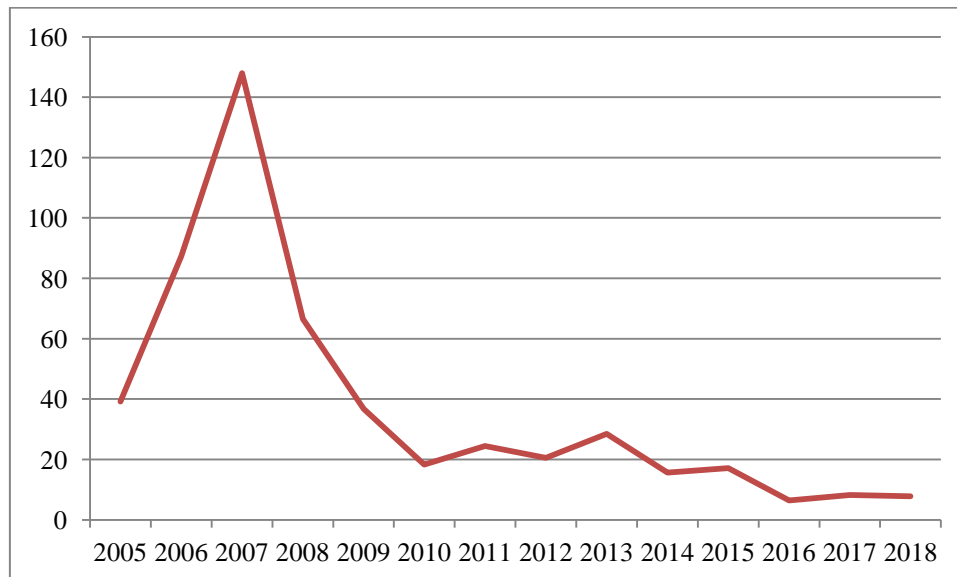
На основу Сlike IV-10. уочава се велики заостатак Београдске берзе за берзама ЕУ и осталог дела развијеног света. Међутим, присутна је њихова велика повезаност и међузависност тако да се сва кретања у свету веома брзо преносе и на остала тржишта. То потврђују промене вредности индикатора величине берзи пре настанка глобалне финансијске кризе, када су све берзе биле у успону, и промене вредности овог индикатора у периоду који је уследио након 2008. године, када је дошло до великог пада тржишта.



Слика IV-10. Величина берзи акција у Србији, ЕУ, САД и развијеним берзама света у периоду 2006-2016. година

Извор: World Bank, за Србију прорачун аутора

У посматраном периоду, слично кретање забележио је и укупни годишњи промет акцијама. На годишњем нивоу у посматраном периоду рекордни обим промета акцијама остварен је 2007. године у износу од 148 млрд. RSD. Након те године уследио је велики пад обима трговања акцијама. У 2016. години износио је свега 6,46 млрд. RSD, што је најмањи промет акцијама од реоснивања тржишта акција у Србији (Слика IV-11).



Слика IV-11. Промет акцијама на Београдској берзи у периоду 2005-2017. година (у млрд. RSD)

Извор: Годишњи извештаји о пословању Београдске берзе од 2005. до 2017. године

Може се констатовати да је у посматраном периоду дошло је до великог пада ликвидности на Београдској берзи. Ликвидност неког тржишта се процењује на основу брзине и континуираности процеса трговања који се на њему одвија, односно, под овим појмом подразумевамо могућност сталног трговања. Постоје и друга схватања појма ликвидности тржишта, али се она суштински много и не разликују. На пример, за

тржиште се може рећи да је ликвидно када су ниски спредови између куповне и продајне цене (Ritter, Silber & Udell, 2008, 100). Затим, за неки финансијски инструмент се може рећи да је ликвидан када се брзо, лако и уз ниске трошкове може претворити у новац (Cecchetti, Schoenholtz & Kermit, 2011, 307). Неки аутори сматрају да ликвидност активе представља лакоћу којом се њоме тргује (ликвиднија је она актива која се у кратком року може скупље продати) (Брили, Мајерс, и Маркус, 2010, 39). Дакле, постоје неколико алтернативних објашњења појма ликвидности, али сва она јединствено указују да већи обим трговине мора имплицирати већу ликвидност. С тим у вези, оба индикатора који се користе при процени нивоа ликвидности акција укључују остварени годишњи промет акцијама.

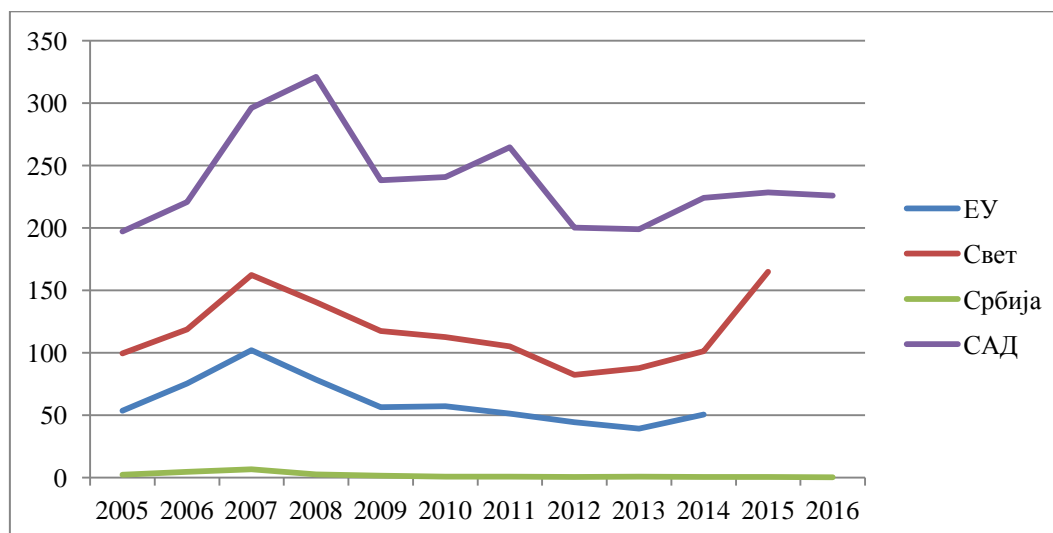
Вредности годишњег промета акцијама у односу на бруто домаћи производ приказане су у Табели IV-11.

Табела IV-11. Годишњи промет акцијама у односу на бруто домаћи производ

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ЕУ	53,6	75,2	102	78,3	56,4	57	51,3	44,4	39,3	50,4		
Свет	99,5	118,6	162,1	140,5	117,4	112,4	105,1	82,3	87,6	101,2	164,7	
Србија	2,3	4,6	6,5	2,6	1,4	0,6	0,7	0,6	0,7	0,4	0,4	0,2
САД	197	220,7	296	321	238	240,7	264,5	200,2	199	224	228,5	225,9

Извор: World Bank, за Србију прорачун аутора

Уочава се да је ликвидност акција била највиша током 2007. године. На свим берзама овај индикатор је бележио убрзан раст до настанка глобалне финансијске кризе од када је уследио интензиван пад. Ради прегледности и лакшег поређења, добијене вредности овог индикатора приказане су и графички (Слика IV-12).



Слика IV-12. Ликвидност акција у Србији, ЕУ, САД и развијеним земљама света у периоду 2005-2016. година

Извор: World Bank, за Србију прорачун аутора

Када се упореде вредности овог показатеља са износима које достиже у ЕУ и САД уочава се енормна разлика. У развијеним светским економијама укупни годишњи промет акцијама на берзама превазилази вредност њиховог бруто друштвеног производа. Дакле, вредности овог показатеља који се односи на тржиште акција у

Београду не могу се озбиљније поредити са вредностима које има ЕУ и свет. У најуспешнијој, 2007. години, овај показатељ ликвидности износио је 6,5%.

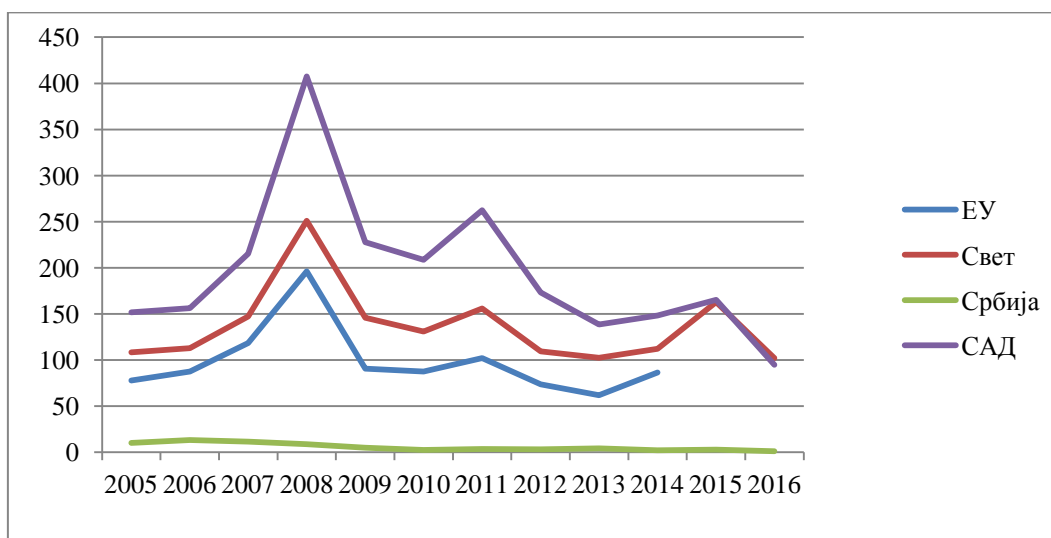
Други индикатор ликвидности тржишта акција добија се из односа годишњег промета акцијама и тржишне капитализације акција. Познат је као коефицијент обрта или „брзина промета“ (Маринковић, 2011, 7). У литератури се може срести и под називом рацио ликвидности (Марјановић, 2004, 66) или рацио промета. У Табели IV-12. приказане су процентуалне вредности овог коефицијента.

Табела IV-12. Годишњи промет акцијама у односу на тржишну капитализацију акција

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ЕУ	77,8	87,3	118,3	196,2	90,7	87,3	101,9	73,5	61,7	86,5		
Свет	108,3	112,9	147,1	250,9	145,9	130,8	155,7	109,2	102,4	112,1	162,8	102,1
Србија	10,1	13,3	11,5	8,7	4,8	2,4	3,6	3,2	4,3	2,2	2,7	1,1
САД	151,7	156,3	215,1	407,6	227,5	208,4	262,4	173,3	138,3	148,0	165,1	94,7

Извор: World Bank, за Србију прорачун аутора

На основу података садржаних у Табели IV-13. уочава се да Београдску берзу карактерише веома низак ниво ликвидности акција. Релативни заостатак за развијеним светским берзама се јасније може уочити када се вредности рација ликвидности прикажу графички (Слика IV-13).



Слика IV-13. Рацио ликвидности акција у Србији, ЕУ, САД и развијеним берзама света у периоду 2005-2016. година

Извор: World Bank, за Србију прорачун аутора

И на основу кретања овог индикатора може се закључити да акције које се налазе на тржишту Београдске берзе одликује низак ниво ликвидности. Поред тога, од 2007. године ликвидност тржишта акција је у значајнијем паду. Благи пораст ликвидности током 2011. године резултат је листирања компаније „Нис“ (2010. године) и „Аеродром“ (2011. године). Када се ове вредности индикатора ликвидности упореде са вредностима које остварују на берзама унутар ЕУ и на развијеним светским берзама долази се до разочаравајућих резултата (рацио промета на развијеним светским берзама у процентима изражен износи преко 100%, а у САД и до 400%). Такође, и у периоду пре 2004. године вредности индикатора ликвидности на развијеним светским берзама

нису биле испод 100% (тржишна капитализација компаније се у току године бар једном „обрне“ кроз промет акција). У периоду 1994-2003. година, са изузетком Аустрије, сва развијена тржишта капитала у свету имала су вредност овог индикатора у распону 90-170% (Марјановић, 2004, 65). Дакле, може се закључити да величина тржишта акција Београдске берзе није сразмерна потребама трговања.

2. Анализа тржишних сегмената Београдске берзе

Листинг Београдске берзе представља сегмент регулисаног тржишта који је намењен за велике и квалитетне компаније. Слична пракса је и на развијеним светским берзама. На Њујоршкој берзи на листингу нема малих компанија, већ се њиховим акцијама тргује на АМEX-у. Међутим, великим бројем акција, чак и великих компанија, тргује се на ванберзанском тржишту (Ritter, Silber, Udell, , 2008, 141).

Иако се на листингу Београдске берзе налази веома мали број компанија, оне захваљујући својој величини значајније учествују у укупној тржишној капитализацији. У Табели IV-13. садржани су подаци о висини тржишне капитализације акција са листинга и висини укупне тржишне капитализације свих акција које се налазе на тржишту Београдске берзе.

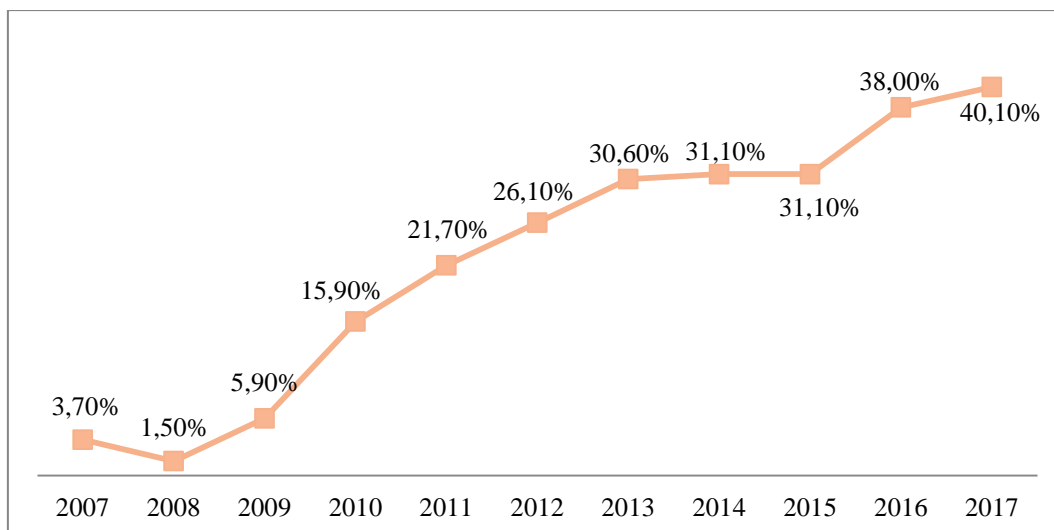
Табела IV-13. Капитализација акција са листинга и укупна капитализација акција

Година	Укупна капитализација акција	Капитализација акција - Листинг
31.12.2007	1.292,47	48,09
31.12.2008	765,19	11,39
31.12.2009	768,82	45,44
31.12.2010	768,25	121,85
31.12.2011	676,43	146,43
31.12.2012	642,13	167,58
31.12.2013	663,93	202,89
31.12.2014	714,58	222,51
31.12.2015	641,0	199,22
31.12.2016	592,44	225,19
31.12.2017	548,8	224,84

Извор: Београдска берза, *Годишњи извештаји о пословању од 2007 до 2017. године* *у млрд. RSD

Може се уочити да је у десетогодишњем периоду након настанка глобалне финансијске кризе дошло до значајног пада укупне тржишне капитализације Београдске берзе, али је тржишна капитализација листинг сегмента порасла за око двадесет пута.

На основу Табеле IV-14. израчунато је учешће капитализације акција са листинга у укупној капитализацији акција (Слика IV-14)



Слика IV-14. Учешће тржишне капитализације листираних акција у укупној тржишној капитализацији Београдске берзе у периоду 2007-2017. година

Извор: Прорачун аутора на основу Табеле IV-18

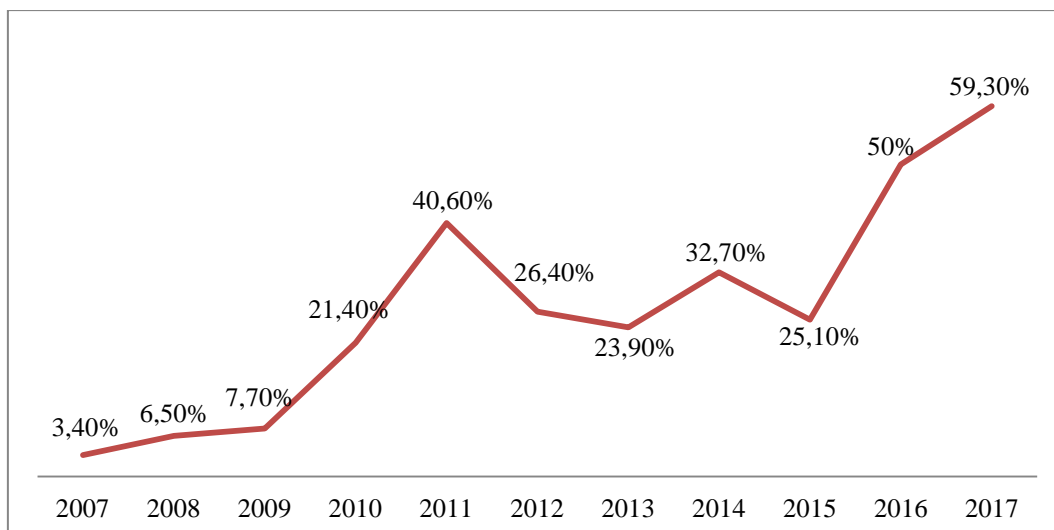
На основу Сlike IV-14. може се закључити да је учешће *Prime Listing*-а и *Standard Listing*-а у укупном тржишту акција Београдске берзе (регулисаном и нерегулисаном) осетно повећано у 2016. и 2017. години. Имајући у виду да листинг представља око 40% од укупног тржишта Београдске берзе може се рећи да се ради о веома великом и важном сегменту тржишта. Међутим, треба напоменути да половину тржишне капитализације листинг сегмента тржишта Београдске берзе чине акције компаније „Нис“ а.д. Нови Сад.

Након што је сагледана величина компанија са листинга, за потребе сагледавања ликвидности потребно је анализирати и промет њиховим акцијама (Табела IV-14). Такође, важно је сагледати и удео промета акцијама са листинга у укупно оствареном промету акцијама (Слика IV-15).

Табела IV-14. Промет акција са листинга и укупан промет акција

Година	Укупно	Листинг	% учешће
2007	148,36	5,04	3,4
2008	66,51	4,36	6,5
2009	36,69	2,82	7,7
2010	18,29	3,91	21,4
2011	24,40	9,90	40,6
2012	20,51	5,41	26,4
2013	28,49	6,82	23,9
2014	15,56	5,09	32,7
2015	17,11	4,29	25,1
2016	6,46	3,23	50,0
2017	8,27	4,90	59,3

Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2007 до 2017. године *у млрд. RSD



Слика IV-15. Учешће промета листираним акцијама у укупном промету акцијама на Београдској берзи у периоду 2007-2017. година

Извор: Прорачун аутора

Уочава се да је учешће промета листираним акцијама у укупном промету акцијама током последње две године значајно повећано. У 2017. години износило је близу 60%. Дакле, тенденција је да се сва трговина акцијама на Београдској берзи временом своди на акције са листинга.

Ликвидност акција листираних на Београдској берзи може се сагледати кроз рацио промета који се односи на овај сегмент тржишта. На основу података приказаних у Табелама IV-13. и IV-14. израчунат је рацио промета који се односи на овај сегмент регулисаног тржишта Београдске берзе (Табела IV-15).

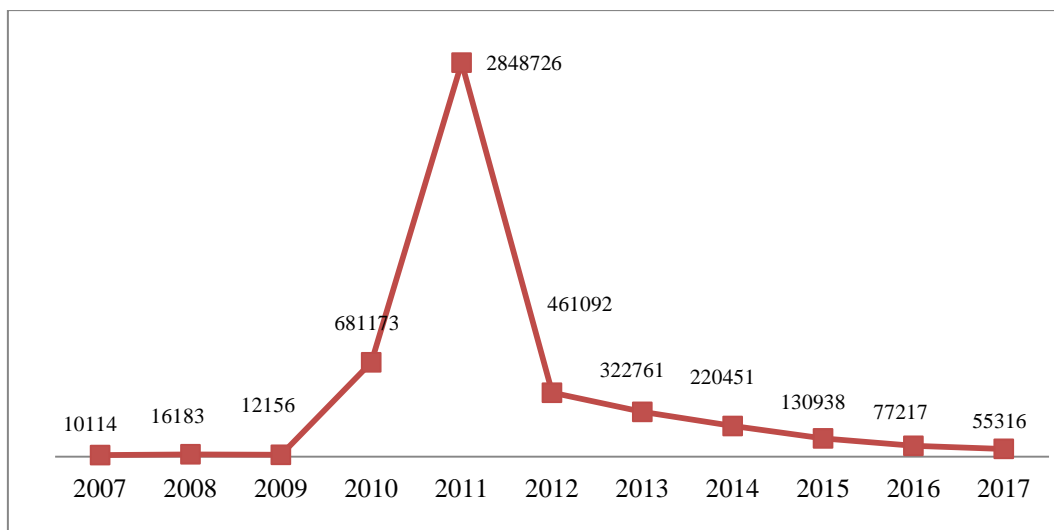
Табела IV-15. Рацио промета компанија листираних на Београдској берзи

Година	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
%	10,5	3,8	6,2	3,2	6,7	3,2	3,4	2,3	2,2	1,4	2,2

Извор: Прорачун аутора

Имајући у виду велику тржишну капитализацију компанија са листинга може се закључити да промет који се остварује у трговању њиховим акцијама ипак није на задовољавајућем нивоу.

Након анализе промета акцијама компанија са листинга корисно је сагледати још један индикатор који може указивати на ниво ликвидности акција, а то је број трансакција. Број трансакција закључених на листингу представља више од 90% укупног броја закључених трансакција на Београдској берзи. Укупан број трансакција акцијама са листинга представљен је Слика IV-16.



Слика IV-16. Број трансакција акцијама листираним на Београдској берзи у периоду 2007-2017. година

Извор: Београдска берза, *Годишњи извештаји о пословању од 2007 до 2017. године*

Након наглог раста броја трансакција крајем 2010. и почетком 2011. године, који је узрокован великим бројем продајних налога испостављених од стране грађана који су бесплатно добили акције компанија „НИС“ и „Аеродром“, уследио је период непрестаног снижавања броја трансакција. Дакле, након детаљније анализе долази се до закључка да и најквалитетнији сегмент тржишта Београдске берзе има проблеме у погледу ликвидности акција. За процену ликвидности акција од значаја је сагледати и просечан дневни промет и просечан дневни број трансакција. Критеријум за процену нивоа ликвидности акција које је дефинисала Београдска берза за обављање послова маркет мејкера заснивају се управо на ове две величине.²

Просечна дневна вредност промета у последњих 6 месеци

- већа од 10 милиона динара, ранг 1
- између 1 и 10 милиона динара, ранг 2
- мања од 1 милиона динара. ранг 3

Просечни дневни број трансакција у последњих 6 месеци

- већи од 15, ранг 1
- између 5 и 15, ранг 2
- мањи од 5. ранг 3

Ниво ликвидности хартије од вредности добија се сабирањем ових рангова и то:

- Л1 када је сума рангова оба критеријума једнака 2,
- Л2 када је сума рангова оба критеријума једнака 3 или 4,
- Л3 када је сума рангова оба критеријума једнака 5 или 6.

Подаци о просечном дневном промету и просечном броју трансакција акцијама са листинга, уз тржишну капитализацију компанија, дати су у Табели IV-16.

² Критеријуми су дефинисани *Одлуком о утврђивању услова за обављање послова маркет мејкера*

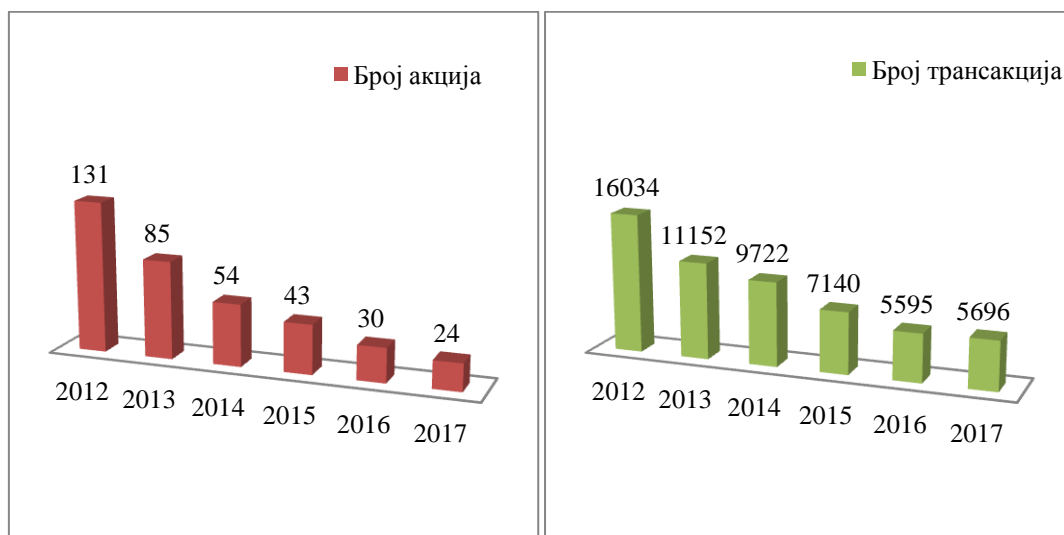
Табела IV-16. Карактеристике акција са листинга

2017 година	Компанија	Тржишна капитализација	Просечан дневни промет	Просечан број трансакција
Prime Listing	NIS	116.914.306.800	4.207.218	91
	AERO	61.103.621.700	3.356.544	105,14
	ENHL	8.963.659.440	7.886.265	12,60
	SJPT	4.885.731.872	154.740	3,06
Standard Listing	JESV	1.523.595.000	468.833	1,37
	KMBN	30.793.677.436	2.059.679	3,15
	MTLC	4.155.480.000	857.114	2,32

Извор: Прорачун аутора на основу информација са сајта Београдске берзе

На основу података који се односе на 2017. годину ниједна акција са листинга нема највиши ранг ликвидности. По просечном дневном промету ниједна акција није у највишем рангу (дневни промет преко 10 милиона RSD), док по просечном броју трансакција у највиши ранг спадају само акције компанија „НИС“ и „Аеродром“.

Величина и ликвидност *Open Market-a* анализира се од 2012. године, јер је овај сегмент регулисаног тржишта Београдске берзе креиран средином 2012. године (Подаци за 2012. годину односе се на период од 7 месеци). Анализа *Open Market-a* извршена је тако што се најпре посматра број акција које се налазе на овом сегменту тржишта и број закључених трансакција, а затим укупна тржишна капитализација акција и остварени годишњи промет акцијама са *Open Market-a*. Слика IV-17 представљен је број акција и број трансакција акцијама у периоду од успостављања овог сегмента тржишта до краја 2017. године.



Слика IV-17. Број акција и број трансакција акцијама котираних на *Open Market-у* Београдске берзе у периоду 2012-2017. година

Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2012 до 2017. године

На основу приказаних података уочава се континуирано смањивање броја акција на *Open Market-у* и броја закључених трансакција акцијама. Доминантни разлози искључивања акција су неиспуњавање ликвидносних услова или обавеза правовременог извештавања од стране издаваоца. Међутим, као разлози искључења

јављају се и престанак статуса јавног друштва и покренут стечајни поступак или поступак ликвидације над издаваоцем. У складу са смањивањем броја акција на овом сегменту у посматраном периоду смањивала се и тржишна капитализација акција (Табела IV-17).

Табела IV-17. Тржишна капитализација акција на Open Market-у

Година	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Т. К. на 31.12.	154,02	124,45	147,39	135,64	95,02	81	60,23

Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2012 до 2018. године *у млрд. RSD

Значајнији пад тржишне капитализације акција на Open Market-у забележен је у августу 2016. године када је са овог тржишног сегмента искључена компанија „Имлек“ а.д. Београд. Међутим, пад тржишне капитализације акција на Open Market-у остварен је и током 2017. и 2018. године.

Табела IV-18. Годишњи промет акција на Open Market-у

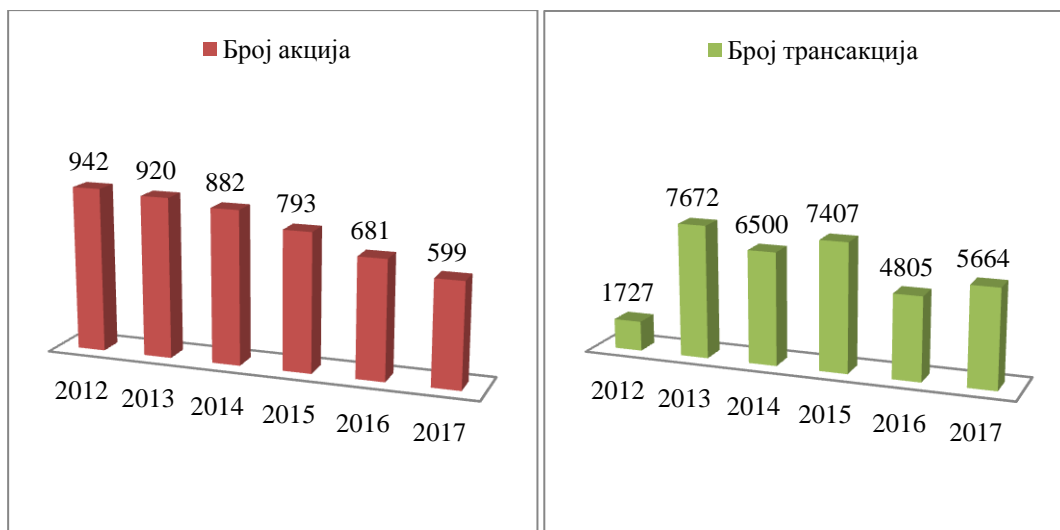
Година	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Промет акција	9,5	20,1	8,9	9,7	1,76	1,73	2,45

Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2012 до 2018. године *у млрд. RSD

У целини посматрано, годишњи промет акцијама на *Open Market-у* се у посматраном периоду смањивао. Међутим, током 2018. године остварено је повећање у односу на претходну годину. У септембру 2013. године на овај сегмент тржишта укључене су акције компаније „Тигар“ а.д. из Пирота, а средином 2017. године акције компаније „Алфа плам“ из Врања. Такође, средином 2018. године на *Open Market* су укључене акције „Сојапротеин“ а.д. Бечеј.

Као последица смањене ликвидности акција присутан је тренд искључивања акција са *Open Market-а* и њивоховог укључивања на мултилатералну трговачку платформу. Величина и ликвидност Мултилатералне трговачке платформе анализира се од 2012. године, јер је овај сегмент тржишта Београдске берзе креиран средином 2012. године. Такође, подаци који се односе на 2012. годину обухватају период од 7 месеци. Хартије од вредности које се налазе на овом сегменту тржишта чине око 85% од укупног броја хартија од вредности које су укључене на Београдску берзу. Приликом реорганизације тржишта Београдске берзе све акције које су биле на дотадашњем ванберзанском тржишту пребачене су на мултилатералну трговачку платформу.

Број акција и број трансакција закључених акцијама на МТП приказани су Слика IV-18.



Слика IV-18. Број акција и број трансакција акцијама котираних на МТП Београдске берзе у периоду 2012-2017. година

Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2012 до 2017. године

На основу презентираних података може се закључити да се број акција на мултилатералној трговачкој платформи у посматраном периоду смањује. Од укупног броја акција искључених са МТП више од половине је искључено због престанка статуса јавног акционарског друштва издаваоца, док је остатак искључен због покренутог стечајног поступка. Због смањивања броја акција на мултилатералној трговачкој платформи и тржишна капитализација акција је у посматраном периоду бележила континуирани пад.

Табела IV-19. Тржишна капитализација акција на МТП

Година	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Т. К. на 31.12.	320,53	336,58	344,7	306,15	272,23	243,03

Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2012 до 2017. године *у млрд. RSD

Годишњи промет акцијама које се налазе на МТП у посматраном периоду није бележио континуирани пад, већ га одликује променљиво кретање. Смањење броја акција на МТП са 681 на крају 2016. године на 599 на крају 2017. године није условило пад промета на овом сегменту тржишта током 2017. године. Током 2017. године забележио је чак и раст у односу на претходну годину. Ови подаци указују да су акције повучене са МТП имале веома малу ликвидност и нису значајније учествовале у укупном промету оствареном на овом сегменту тржишта. Годишњи промет акцијама на мултилатералној трговачкој платформи приказан је у Табели IV-20.

Табела IV-20. Укупан промет акцијама на МТП

Година	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Промет акцијама	2,77	1,7	1,51	3,0	1,47	1,63

Извор: Београдска берза, Годишњи извештаји о пословању од 2012 до 2017. године *у млрд. RSD

У 2012. години на овом сегменту тржишта остварен је промет акцијама у вредности од 2,77 млрд RSD. Међутим, 83% овог промета остварено је у једној трансакцији (Српска фабрика стакла а.д. Параћин трансакција вредна 2,31 млрд. динара).

На основу наведеног може се закључити да Београдску берзу одликује ниска ликвидност тржишта која се огледа у великом броју котираних акција којима се веома слабо тргује. Такође, након појаве глобалне финансијске кризе дошло је до значајнијег смањења броја акција и пада промета акцијама. Више од половине укупног промета акцијама оствари се у трговању листираним акцијама што указује на велики значај овог сегмента тржишта.

3. Иницијална јавна понуда акција у Србији

Прво емитовање акција, односно први излазак компаније на тржиште капитала у циљу прибављања неопходних средстава за развој пословања назива се иницијална јавна понуда (*Initial Public Offering* – IPO). Она представља процес преласка из других правних форми у јавно друштво кроз емитовање акција. Најважнији документ у процесу иницијалне јавне понуде је Проспект који садржи податке о структури понуде (обим, цена, додатна права), информације о сектору у ком послује компанија, опис компаније, финансијске информације о компанији, извештај ревизора и друге информације релевантне за понуду. Проспект мора да прикаже истиниту и објективну слику о компанији. Он је једини правно обавезујући документ путем којег инвеститори добијају информације. IPO се углавном врши путем тзв. потписивања емисије. Инвестициона банка потписује емисију и обавезује се на откуп акција од издаваоца по утврђеној цени, да би касније препродајом зарађивала на разлици у цени или се обавезује да ће откупити све акције које остану непродате (метод чврсте обавезе понуде). Друга алтернатива је да агент емисије промовише емитоване акције што боље може, али без обавезе откупа било којег дела издатих акција (метод најбољег напора).

Постоје бројни фактори који могу бити мотив за отварање компанија, али има и оних који могу деловати дестимулативно, односно бити мотив за задржавање постојећег статуса компаније. Главна предност коју компанија може очекивати од отварања своје акционарске структуре потиче од тога што се овим отварају извесне алтернативе у обликовању финансијске структуре. За то је заслужна чињеница да компанија која отвара своју акционарску структуру мора поштовати значајно строжија правила о објављивању релевантних информација о свом пословању. Истовремено, компанија може овај услов и негативно сагледавати, процењујући да у одговарајућем моменту свог развоја евентуалне штете од упознавања јавности са својим пословањем претежу над евентуалним користима.

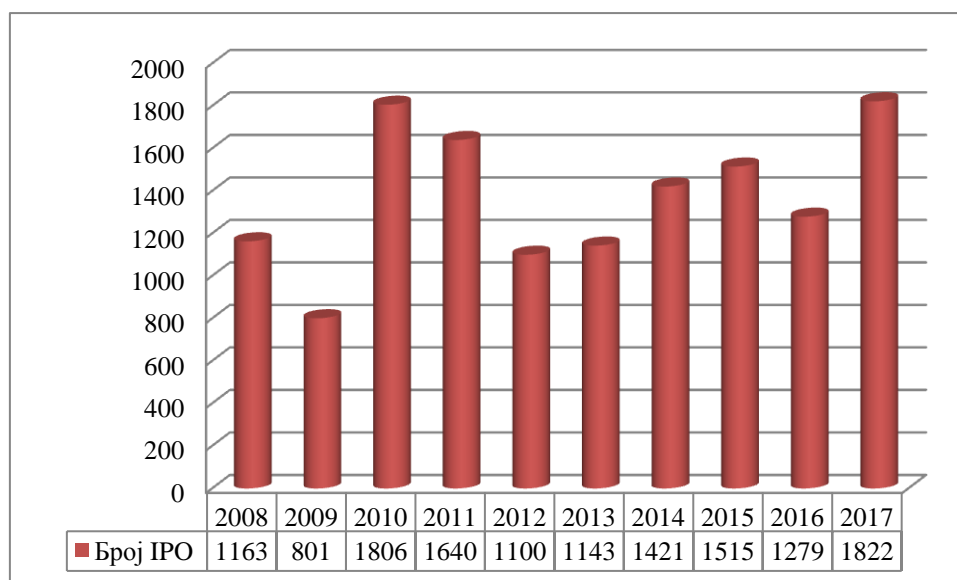
Подаци указују да иницијална јавна понуда акција као начин финансирања компанија путем тржишта капитала има важну улогу у свету. У Табели IV-21. приказан је новчани ток остварен путем иницијалних јавни понуда акција у свету током 2015, 2016 и 2017. године.

Табела IV-21. Новчани ток IPO у свету *у мил. USD

	2015	2016	2017
Америка	39.678	20.456	49.183
Азија и Пацифик	108.269	72.778	103.478
ЕМЕА	66.539	34.294	52.313
Укупно	214.487	127.528	204.975

Извор: WFE, *Годишњи извештаји о пословању за 2015, 2016 и 2017. годину*

Новчани ток остварен путем IPO у Америци током 2017. године је чак 146,2% већи него у 2016. години. Међутим, заједно са оствареним новчаним током у зони EMEA (*Europe, Middle East, & Africa*) није већи од новчаног тока оствареног у зони Азије и Пацифика. Број листираних компанија у свету путем IPO током 2017. године био је највиши од 2007. године (око 50% више у односу на 2016. годину). Забележено је 2.845 нових листинга, од чега IPO припада 1.822 (Слика IV-19).



Слика IV-19. Број IPO у свету у периоду 2008-2017. година

Извор: WFE, *Годишњи извештаји о пословању за 2014, 2015, 2016 и 2017. годину*

За разлику од развијених земаља Западне Европе, САД-а и Јапана, у којима су иницијалне јавне понуде заступљене више деценија, финансирање компанија овим путем у Републици Србији још увек није развијено. Неки од разлога неразвијености IPO на српском тржишту капитала су: неадекватан регулаторни оквир, сложен механизам и високи трошкови отварања, низак ниво заштите инвеститора, неповољна власничка структура српских компанија и др. (Malinić i Dončić-Mihajlov, 2010).

На развоју овог начина финансирања у Србији заједничким снагама раде Београдска берза и ревизорска кућа „PwC“, а уз подршку EBRD у оквиру пројекта „Serbia: IPO Go“. Fintel Energija a.d., компанија која се бави производњом електричне енергије из ветра, је 2018. године успела да реализије први IPO у Србији после 78 година. Могућности реализације IPO на српском тржишту капитала биће сагледане на основу истраживања које представља надоградњу раније спроведеног истраживања публикованог 2012. године (Marinković, Ljumović & Stojković, 2012). За анализирање мотива *за* и *против* преласка у јавно акционарско друштво у истраживању је коришћен анкетни метод при чему је примењена тзв. Ликертова скала психометрике. Анкетни метод се користио у сличним истраживањима (Mourdoukoutas & Stefanidis, 2009). Метод подразумева да се одреди неколико степени сагласности са тврдњом датом у анкетном упитнику. Коришћење Ликертове скале омогућава претварање описне оцене у нумеричку што омогућава да се прибављене оцене испитаника обрађују одабраним статистичким методама.

Компаније које су обухваћене упитником припадају различитим секторима: индустрија, трговина и финансијске услуге. Обрадом примарног статистичког материјала укључене су само оне компаније чији обим пословне имовине и власничког капитала не ограничава реализацију планова за отварање.

Упитник се састоји из три дела. У првом делу испитаници су давали одговоре на питања којима се утврђује идентитет компаније (назив и седиште, година оснивања), величина компаније (вредност укупне пословне имовине и сопственог капитала, као и број запослених), степен концентрисаности акционарске структуре, као и низ питања којима утврђујемо тренутни статус компаније на берзи (да ли су акције компаније укључене у трговање на националној берзи акција, на ком тржишту, од када, и уколико нису, неколико питања о плановима компаније). Други део упитника садржи дванаест питања којима се тестира значај дванаест понуђених мотива за прелазак у статус отвореног акционарског друштва. Последњи део упитника садржи три питања у којима испитаници износе свој суд о значају три понуђена мотива која су у теорији идентификовани као могући разлози против стицања листинга.

Табела IV-22. Списак мотива *за* и *против* преласка у јавно акционарско друштво

	Мотиви за
1	Пристап изворима финансирања који раније нису били расположиви
2	Нижи трошкови кредитног финансирања (нижа каматна стопа и остали трошкови)
3	Лакше прибављање кредита (бржа процедура, прихватљиви инструменти обезбеђења наплате)
4	Лакше финансирање планираних инвестиционих улагања додатним емисијама акција
5	Раст цена акција
6	Лакша докапитализација и повећање учешћа сопственог капитала у структури извора финансирања
7	Лакша пословна интеграција са стратешким партнерима и стварање пословних алијанси
8	Бољи односи са кључним добављачима, купцима и осталим пословним партнерима
9	Лакша контрола органа руковођења
10	Лакше дезинвестирање, тј. продаја већинског пакета акција
11	Лакше дезинвестирање, тј. продаја пакета акција мањинских акционара
12	Увећање препознатљивости, имиџа и престижа компаније
	Мотиви против
(1)	Високи административни трошкови стицања и одржања листинга (провизије берзе, саветника и др.)
(2)	Одлив поверљивих информација о плановима истраживања и развоја, добављачима, купцима и др.
(3)	Заштита од непријатељског преузимања

Извор: Marinković, Ljumović & Stojković, 2012

По својим статистичким обележјима примарни статистички материјал представља серије ранжираних података са прекидном статистичком расподелом (Табела IV-23). Сваки мотив представља посебну серију података. Серије садрже максимално 45

података. У неким случајевима број података је мањи, јер сви испитаници нису давали оцене за све понуђене мотиве. Средња вредност оцена појединачних мотива варира од максимално 3,413 за пети афирмативни мотив и 2,512 за други афирмативни мотив. Вредности стандардних девијација су прихватљиво мале за све афирмативне мотиве, док је варијабилност променљиве нешто виша код три негативна мотива. Статистичка расподела променљивих процењивана је на бази обележја симетричности и спљоштености. У свим случајевима изузев једне променљиве (пети мотив) потврђена је симетричност статистичке расподеле (унутар граница $\pm 0,5$). Већина променљивих имала је положенију расподелу од нормалне расподеле (вредност коефицијента 3).

Табела IV-23. Основна статистичка обележја узорка

Мотив	Ранг	Средња вредност оцено	Стандардна девијација	Симетричност расподеле	Сплљоштеност расподеле
1	(3)	3,128	1,398	-0,139	1,112
2	(11)	2,512	1,622	0,223	0,807
3	(9)	2,712	1,580	0,062	0,678
4	(5)	2,974	1,917	-0,141	0,712
5	(1)	3,413	1,452	-0,557	1,724
6	(4)	2,988	1,217	0,039	1,577
7	(7)	2,824	1,077	-0,088	2,331
8	(6)	2,864	1,213	0,026	1,341
9	(12)	2,344	1,269	0,421	1,653
10	(10)	2,602	1,162	0,417	2,114
11	(8)	2,802	1,021	0,184	3,092
12	(2)	3,272	1,079	-0,275	2,226
(1)	(1)	2,968	2,762	-0,132	0,242
(2)	(3)	2,613	2,267	-0,049	0,407
(3)	(2)	2,871	2,527	-0,145	0,314

Извор: израда аутора

Како је узорак по својој структури прилично нехомоген, корисно је било истражити да ли релативни значај одређених мотива потврђен агрегирањем података за читав узорак одступа од резултата утврђених за извесне стратуме (Табела IV-24).

Мотиви превазилажења ограничења у кредитном финансирању су мање значајни за банке. Као ентитети који уживају вишеструку заштиту, банке се претежно финансирају из јефтинијих депозитних извора, па се ређе ослањају на кредитне извора финансирања. Иако кредитни извори (пре свега инострани кредити) нису значајнији извор финансирања оних банака чијим се акцијама тргује на Београдској берзи, то не мора значити да ове банке нису заинтересоване за овај облик прибављања финансијских ресурса. И заиста, код банака укључених у анкетни узорак је утврђено да је средња вредност оцена за прва четири мотива мало нижа него за читав узорак. За прва четири мотива средња вредност оцена је 2,75, док је за читав узорак 2,82.

Процена нивоа задужености компаније могуће је вршити на бази различитих критеријума. Прикупљени подаци омогућавали су конструкцију индикатора леверица

на бази једноставног поређења вредности сопственог капитала и пословне имовине. Случајеви у којима билансна вредност сопственог капитала није достигала половину билансне суме оцењени су као случајеви вишег степена задужености. Наравно, ово је врло поједностављена интерпретација, јер због разних специфичности компанија из узорка прихватљив степен задужености није нешто о чему се може на овај начин судити. Из тог разлога, а обзиром на специфичну финансијску структуру, банке нису укључене у овај подкуп. Поређењем средње вредности оцене добијене за прва четири мотива утврђено је да компаније са вишим нивоом задужености релативно више вреднују мотиве из групе превазилажења кредитних ограничења. Средња вредност оцена за прва четири мотива је 2,93.

Концентрисаност акционарске структуре је наредна особина по којој је стратификован укупан узорак. У првом делу упитника испитаницима су понуђени одговори на основу којих је могуће проценити степен концентрисаности акционарске структуре. Испитаници су се опредељивали за један од пет понуђених одговора: а) компанија има доминантног власника са преко половине удела у власништву, б) компанија има доминантног власника са учешћем од 10 – 50 процената у власништву, ц) највећи појединачни удео не прелази десети део власничког капитала компаније, д) компанија има до пет власника са преко половине збирног удела, и е) компанија има до пет власника са збирним уделом мањим од једне половине. За анализу су издвојене компаније код којих доминантан акционар располаже са преко половине удела у власништву. Испитаници из овог подкупа релативно више су вредновали десети и једанаести мотив (мотиви лакшег дезинвестирања). Средње вредности за десети и једанаести мотив су 2,62 и 2,82, док су за овај подкуп 2,93 и 3.

Последњи подкуп узорка креиран је на основу тога да ли је главни менаџер истовремено и један од власника компаније са преко десет процената власништва над капиталом. Резултати показују да је мотив контроле руководиоца (мотив девет) релативно високо вреднован и код испитаника код којих главни извршни руководиоца располаже са учешћем у капиталу већим од 10 процената. Ово би се могло објаснити тиме да сукоб између власника и менаџера код оваквих компанија прелази у сукоб интереса између већинских и мањинских акционара.

Табела IV-24. Утицај одабраних индивидуалних обележја фирми на значај мотива

Мотив	Средња вредност оцене	Банке	Виши степен задужености	Концентрисано власништво	Менаџер са 1/10 власништва
1	3,128	3,000	3,367	3,000	2,869
2	2,512	2,500	2,500	2,267	2,653
3	2,712	2,673	2,704	2,733	2,763
4	2,974	2,828	3,143	3,000	3,355
5	3,413	3,167	3,903	3,264	3,125
6	2,988	3,000	3,341	2,967	3,122
7	2,824	2,667	2,857	2,800	3,677
8	2,864	2,833	3,221	3,166	3,232
9	2,344	2,833	2,428	2,400	2,768
10	2,602	2,333	2,872	2,933	2,556

11	2,802	2,833	3,101	3,000	2,556
12	3,272	3,167	3,278	3,000	3,233
(1)	2,968	2,500	2,362	2,800	2,879
(2)	2,613	2,250	2,437	2,400	2,667
(3)	2,871	2,000	2,771	2,523	3,213

Извор: Израда аутора

Анализа корелације између процена значаја различитих мотива извршена је на бази *Pearson*-овог и *Spearman*-овог коефицијента корелације (Прилог: Табела 1. и Табела 2.). Добијени коефицијенти корелације подвргнути су тесту статистичке значајности.

Мотиви *за* не показују поуздану статистичку повезаност са мотивима *против*, што је и логично. Међутим, постоји значајна статистичка повезаности између одговора на појединачне мотиве из групације *за* и статистичка повезаности између одговора на мотиве *против* и то у оба теста корелације.

Прва четири мотива припадају сфери ограничења у финансирању пословне експанзије, при чему прва три мотива могу бити оцењена као значајна за компаније које и даље намеравају да се доминантно ослањају на позајмљене изворе. Не чуди што је степен корелације између ова три мотива изузетно висок и статистички значајан. Једним делом и четврти мотив припада овој групацији, с том разликом што овај мотив указује на очекивања компаније да проблем финансирања реши и емисијом акција. Овај мотив је у вези са шестим мотивом, јер се додатним емисијама акција поправља финансијска структура издаваоца, пре свега у смислу унапређења солвентности. Мотиви четири, пет и шест статистички су значајно корелисани. Овакав резултат не изненађује, јер сва три мотива могу бити значајна за компаније које рачунају на финансирање из акцијског капитала, јер им је то неопходан извор за финансирање развојних планова (мотив четири), снижење трошкова акцијског финансирања (мотив пет) или поправљање финансијске структуре (мотив шест). У складу са очекивањима између процена значајности десетог и једанаестог мотива постоји врло висока и статистички значајна позитивна корелација што сведочи да прелазак у јавно акционарско друштво омогућује лакше дезинвестирање већинским и мањинским акционарима.

Због одређених индивидуалних карактеристика, неке компаније стратегију преласка у јавно акционарско друштво неповољно оцењују, и то не толико због значаја самих трошкова и ризика које носи отварање, колико због тога што изостају позитивни ефекти од отварања. Овакво размишљање је могуће темељити на томе да испитаници у процени значаја вероватно остају свесни да извесне промене у функционисању компаније које доноси отварање (информисање, атрактивност за спољне инвеститоре) могу имати и позитивне и негативне импликације.

IV ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ - Прогнозирање будућег кретања BELEXline и BELEX15 индекса

Почетком 2019. године глобална економија је суочена са бројним макроекономским проблемима који су се знатно увећали током претходног десетогодишњег периода. Успорена стопа економског раста, увећани буџетски дефицити, велики јавни и приватни дуг су само неки од проблема који су крајем 2018. године довели до пада водећих берзанских индекса. Имајући у виду да су S&P 500, DJIA и NASDAQ композитни индекс прекинули вишегодишњи растући тренд започет 22. марта 2009. године, могу се очекивати нови потреси на глобалном финансијском тржишту. За разлику од развијених светских берзи које су се у великој мери опоравиле од краха насталог 2008. године, Београдска берза у посматраном периоду није забележила неки значајнији тренд раста. С тим у вези, без обзира на забележене падове најпознатијих светских берзанских индекса, није реално очекивати неку значајнију промену на тржишту акција Београдске берзе, што би требало да потврди спроведено емпиријско истраживање. Основни циљ истраживања јесте утврђивање тенденције у кретању BELEXline и BELEX15 индекса за наредни једногодишњи период, на месечном нивоу. Основна хипотеза јесте да на тржишту акција Београдске берзе у наредном једногодишњем периоду неће доћи до значајнијих промена у кретању вредности одабраних берзанских показатеља.

1. Методологија истраживања

У зависности од начина утврђивања будућег кретања цена акција, берзански аналитичари се могу поделити у две групе, и то аналитичари који примењују фундаменталну анализу и аналитичари који примењују техничку анализу. Присталице фундаменталне анализе узимају у обзир само основне тржишне факторе, док присталице техничке анализе користе бројне графичке методе. У циљу утврђивања будућих вредности акција, „фундаменталисти“ анализирају факторе који потичу из економског и политичког окружења (зараду компаније, дивиденду, каматну стопу и сл.). Насупрот њима, присталице техничке анализе своје прогнозе заснивају искључиво на анализи података са тржишта, уз претпоставку да су сви економски, финансијски, политички и психолошки фактори уграђени у тржишну цену акција. Они покушавају да утврде будуће краткорочне промене цена акција на основу анализе котација из прошлости (период од најмање 6 месеци) (Rusu & Rusu, 2003).

Област прогнозирања у економији је дуго времена била потцењивана. Међутим, у новијој историји ова област је постала веома популарна. Неки истраживачи, попут *Lawrence Klein*, *Wassily Leontief*, *Franco Modigliani* и *James Tobin*, су за своје ангажовање у области прогнозирања, добили Нобелове награде за економију (Lovrić, Milanović & Stamenković, 2013, 132). Неки од водећих научних часописа из ове области су *International Journal of Forecasting (International Institute of Forecasters)* и *Journal of Forecasting (Wiley)*. Такође, истраживања из области прогнозирања могу се наћи и у познатим часописима из области статистике, менаџерских наука, као и економетријских и операционих истраживања (*Journal of Business and Economic Statistics*, *Management Science* и *Journal of Econometrics*) (Chatfield, 2001, 10).

Методи прогнозирања временских серија се могу сврстати у квалитативне и квантитативне (Bovas & Ledolter, 2009, 2). *Квалитативни или субјективни методи* се примењују у случају када се подаци временске серије не могу квантитативно изразити или када нису доступни. Ови методи се заснивају на мишљењу експерата, односно вредности предметне економске појаве се утврђују на бази процена групе економских стручњака. *Квантитативни методи* се могу користити само уколико се информација о појави чије кретање се прогнозира може бројчано изразити, односно квантификовати. С тим у вези, они су засновани на математичким и статистичким моделима. Да би се примењивали квантитативни методи неопходно је располагати подацима о вредностима временске серије из прошлости. Основна претпоставка код метода прогнозирања временских серија јесте да ће серија у будућности имати слично кретање као у прошлости. У оквиру квантитативних метода могу се примењивати методи статистичке анализе временских серија (пројектни методи) и каузални методи. Методи статистичке анализе временских серија прогнозирају будуће кретање економске појаве искључиво на бази њених вредности из прошлости, док се каузални методи занимају на претпоставци да је појава чије кретање се прогнозира у узрочно-последичној вези са другом или другим економским појавама.

Уопштено говорећи, модели временских серија се могу користити када постоји мали број информација о факторима који утичу на вредност варијабле, када постоји велика количина података или када је циљ анализе краткорочно прогнозирање (Rusu & Rusu, 2003). С тим у вези, анализе временских серија које се односе на цене акција и вредности берзанских индекса из прошлости су погодне за коришћење заједно са техничком анализом. Попут техничке анализе, анализа временских серија при анализи цена акција из прошлости користи различите статистичке методе на основу којих се прогнозира њихово кретање у будућности. У највећем броју истраживачких радова ове врсте примењени су следећи методи: декомпозиција временских серија, *Box-Jenkins ARIMA* методологија, неуронске мреже и *Holt-Winters*-ов метод експоненцијалног усклађивања (Tseng, Ojoun & Tjung, 2012). При томе, ипак, доминантна употреба за потребе краткорочног прогнозирања се односи на *Box-Jenkins ARIMA* методологију (Rusu & Rusu, 2003). Неки од аутора који су детаљније објаснили примену ове методологије на примеру берзанских индекса су Varghese, Tarhen, Shaikh, Banik & Ramadas (2016). Tolosa, Camano, De Lumen, Charmaine & Marieve (2015) су користили *ARIMA* методологију при анализирању и прогнозирању индекса Филипинске берзе. При прогнозирању будућних вредности берзанских индекса у истраживањима се често користе и *методе покретних просека*. Ове методе су користили бројни истраживачи при анализирању и прогнозирању дневних вредности најпознатијег берзанског показатеља, *Dow Jones* индустријског просека (Brock, Lakonishok & Lebaron, 1992; Sullivan, Timmermann & White, 1999; Siegel, 2008). Методе покретних просека узимају у обзир најновије податке динамичке серије. Утицај најновијих опсервација се смањује са повећањем броја вредности (периода) које се користе. Уколико динамичка серија има случајне промене у дужим временским интервалима користи се већа количина података, а ако се случајне промене дешавају често, односно у краћим временским интервалима, користи се мања количина података (Rusu & Rusu, 2003). Иако прилично

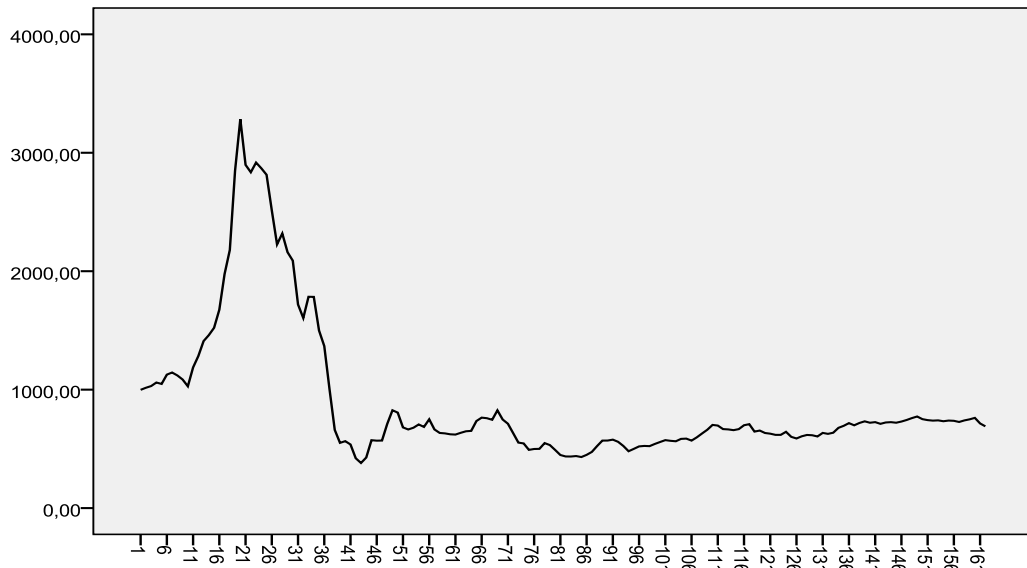
комплексан, такође, веома заступљен модел при анализирању и прогнозирању вредности берзанских показатеља је *модел неуронских мрежа*. Помоћу овог модела, Leigh, Hightower & Modani (2005) су анализирали NYSE Composite Index и прогнозирали његово будуће кретање. Модел неуронских мрежа су користили и Yumlu, Gurgen & Okaу (2005) при испитивању перформанси Истанбулске берзе, док их је Mostafa (2010) користио при прогнозирању берзанских кретања у Кувајту. У краткорочном прогнозирању временских серија често се користе и *методи експоненцијалног усклађивања*. Ова група метода је погодна за краткорочно предвиђање, корак по корак. При томе, усклађена вредност временске серије представља комбинацију експоненцијално пондерисаних вредности којима је представљено кретање појаве до одређеног посматраног периода и конкретне, посматране усклађене вредности у том периоду. Усклађена временска серија указује на основну тенденцију, односно законитост присутну у подацима. Једноставно експоненцијално усклађивање не препознаје тренд у временским серијама, док прогнозирана вредност путем Holt-Winters-овог метода укључује експоненцијално усклађену компоненту и компоненту тренда (Rusu & Rusu, 2003). Поред наведеног, временске серије често се одликују и сезонским варијацијама. У том контексту су развијени и Holt-Winters-ови методи прогнозирања који укључују и сезонску компоненту при чему се разликују адитивни и мултипликативни методи (Kalekar, 2004). Циљ експоненцијалног усклађивања временске серије је да се отклоне ефекти случајних варијација (флукуација) и да се открију основне карактеристике развоја појаве. Применом поступка експоненцијалног усклађивања на расположивим подацима добија се усклађена серија пригушеним случајним флукуацијама. Резултирајућа серија усклађених вредности је полазна основа за прогнозирање будућих вредности.

Из широке групе метода експоненцијалног усклађивања, за потребе анализе и прогнозирања будућег кретања BELEX15 и BELEXline индекса изабрана су два метода: *Winters*-ов адитивни и *Winters*-ов мултипликативни метод. Примена наведених метода на временске серије ових индекса (појединачно), резултирала је са два модела по свакој серији. Избор боље прилагођеног модела извршен је на основу корена квадратне грешке прогнозе, као критеријума за оцену модела. Бољи модел је онај за који је грешка прогнозе мања (у овом случају корен квадратне грешке прогнозе, RMSE). Сва израчунавања су извршена коришћењем софтверског алата *IBM SPSS*.

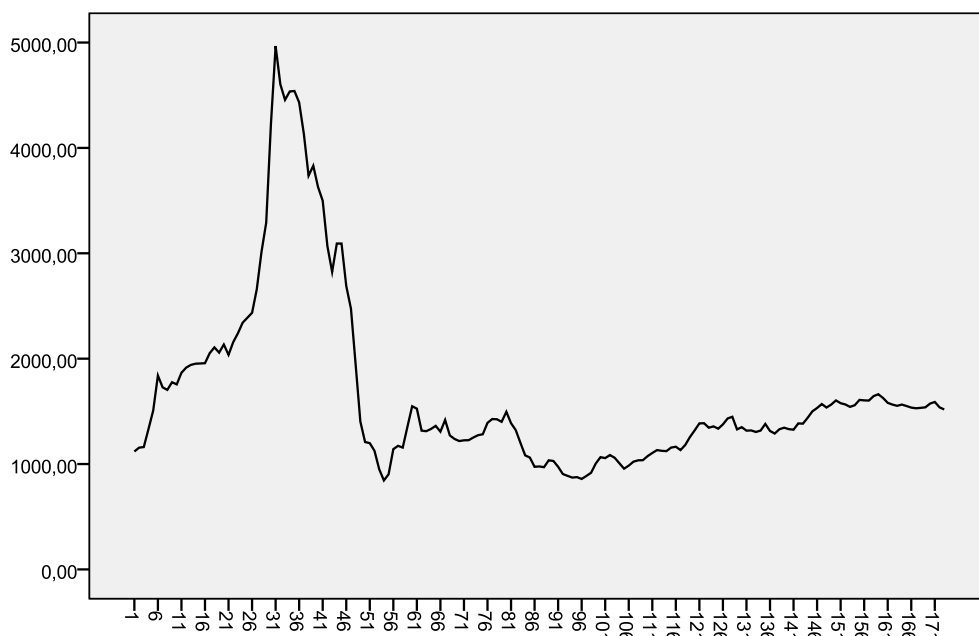
2. Анализа података

Иако је прво организовано трговање акцијама на Београдској берзи почело средином 2001. године, тек 1.5.2004. године берза је израдила свој први индекс, BELEXfm. То је био тзв. *all share* индекс односно обухватао је све акције укључене на слободно берзанско тржиште (fm-free market). Енормни раст цена акција и уопште тржишних активности у периоду пре настанка глобалне финансијске кризе неадекватно је приказиван показатељем општих тржишних кретања. Из тог разлога, индекс BELEXfm је 3.5.2007. године замењен индексом BELEXline који даје далеко прецизнију слику општих перформанси акција којима се тргује на берзи. BELEXline представља све акције којим се тргује на редовној основи, односно индексира се реална тржишна капитализација. Од 1.10.2005. године Београдска берза израђује и свој други

индекс, BELEX15, који обухвата само акције којима се тргује методом континуираног трговања, а које су испуниле критеријуме за укључивање у индексну корпу. Базне вредности оба индекса биле су 1.000 индексних поена. Подаци о месечним вредностима BELEX15 и BELEXline индекса, за период од октобра 2005. до фебруара 2019. године до године, преузети су са сајта Београдске берзе и приказани су Сликаом IV-20. и Сликаом IV-21.



Слика IV-20. Оригиналне вредности BELEX15 индекса
од октобра 2005. до фебруара 2019. године
Извор: Београдска берза



Слика IV-21. Оригиналне вредности BELEXline индекса
од октобра 2005. до фебруара 2019. године
Извор: Београдска берза

На основу приказаних вредности основних индекса Београдске берзе јасно се уочава утицај глобалне финансијске кризе настале 2008. године. Овај шок представља

један од најутицајнијих факора који могу угрозити успешност било каквог прогнозирања временских серија BELEX15 и BELEXline индекса.

3. Резултати истраживања

Пре спровођења краткорочног прогнозирања будућег кретања BELEX15 и BELEXline индекса Београдске берзе потребно је маргинализовати дејство шока насталог 2008. године. С тим у вези, ове две временске серије биће представљене за временски период од јануара 2009. до фебруара 2019. године на основу којег ће бити и извршен покушај њиховог краткорочног прогнозирања (Слика IV-22. и Слика IV-23).



Слика IV-22. Оригиналне вредности BELEX 15 индекса од јануара 2009. до фебруара 2019. године
Извор: Београдска берза

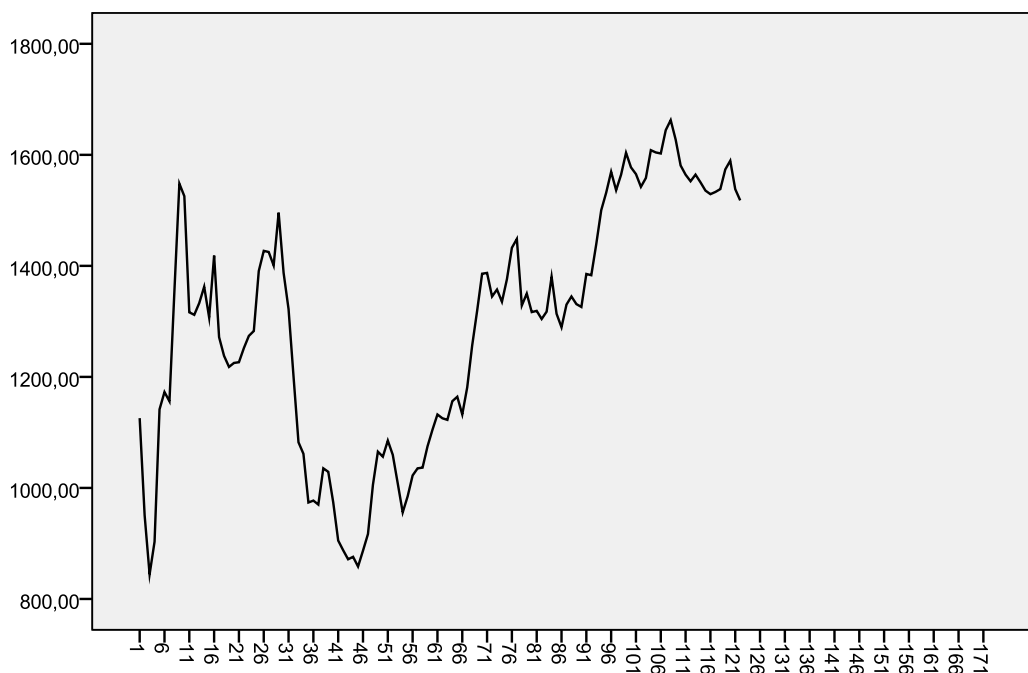
Применом *Winters*-овог адитивног и мултипликативног модела на временску серију BELEX 15 индекса биће утврђена грешка прогнозе при коришћењу ових модела.

Табела IV-25. Грешка прогнозе BELEX15 индекса помоћу *Winters*-овог адитивног и *Winters*-овог мултипликативног модела

Тип модела	Грешка прогнозе
<i>Winters</i> - ов адитивни	37,543
<i>Winters</i> - ов мултипликативни	41,200

Извор: Израда аутора

На основу приказаних података може се закључити је за посматрану временску серију боље прилагођени модел добијен применом *Winters*-овог адитивног метода.



Слика IV-23. Оригиналне вредности BELEXline индекса од јануара 2009. до фебруара 2019. године

Извор: Београдска берза

Као и у претходном случају, применом *Winters*-овог адитивног и мултипликативног модела на посматрану временску серију биће утврђена грешка прогнозе при коришћењу ових модела.

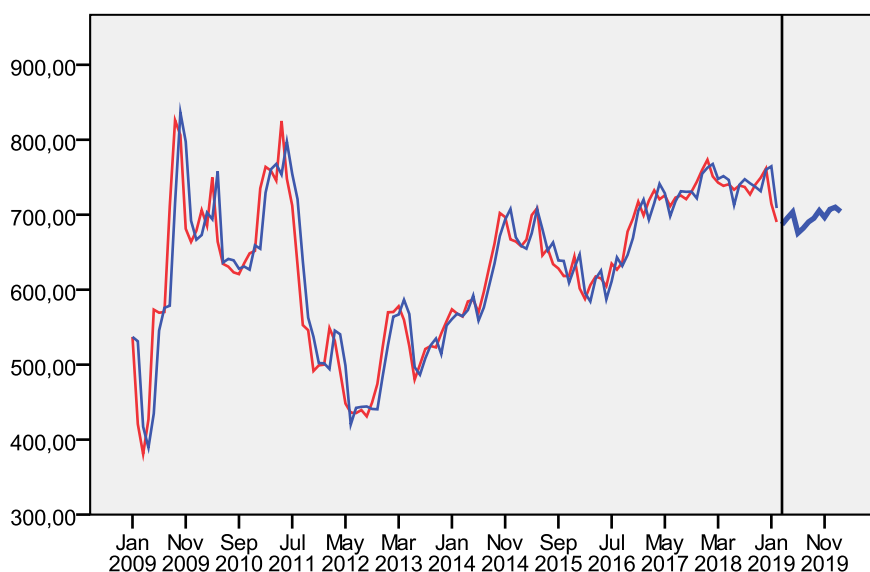
Табела IV-26. Грешка прогнозе BELEXline индекса помоћу *Winters*-овог адитивног и *Winters*-овог мултипликативног модела

Тип модела	Грешка прогнозе
<i>Winters</i> - ов адитивни	60,232
<i>Winters</i> - ов мултипликативни	66,517

Извор: Израда аутора

Уочава се да је и за временску серију BELEXline индекса, као и за BELEX15, боље прилагођени модел добијен применом *Winters*-овог адитивног метода. С тим у вези, коришћењем *Winters*-ов адитивног модела биће извршено краткорочно прогнозирање кретања оба индекса за период од марта 2019. до фебруар 2020. године.

На Слици IV-24. и Слици IV-25. приказано је уклапање *Winters*-ов адитивног модела оригиналним вредностима BELEX15 и BELEXline индекса и њихове прогнозиране вредности за период од годину дана.



Слика IV-24. Оригиналне (црвена линија), прилагођене (танка плава линија) и прогнозиране (дебела плава линија) вредности BELEX 15 индекса

Извор: Израда аутора

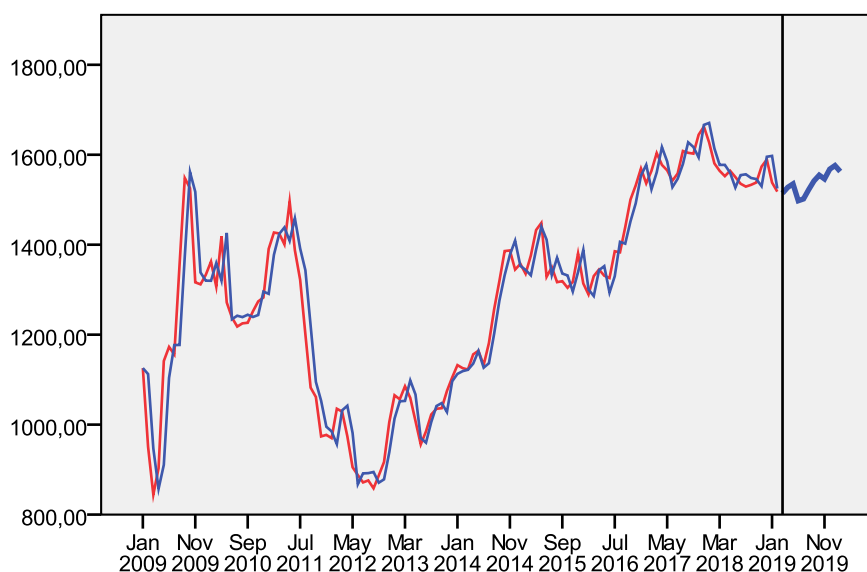
На основу извршене прогнозе може се очекивати благи пораст вредности BELEX 15 индекса у посматраном периоду. Такође, утврђеном прогнозом обухваћен је и интервал вредности (горња и доња граница интервала) за сваки месец за који је извршена прогноза (Табела IV-27).

Табела IV-27. Прогнозиране вредности BELEX 15 индекса за период од марта 2019. до фебруара 2020. године

Прогнозирана вредност BELEX 15: <i>Winters</i> -ов адитивни модел			
Месец	Доња граница интервала	Индивидуалне моделиране вредности	Горња граница интервала
Март 2019	612,56	686,90	761,24
Април 2019	590,41	695,58	800,75
Мај 2019	574,62	703,47	832,33
Јун 2019	526,73	675,57	824,42
Јул 2019	515,61	682,09	848,57
Август 2019	507,97	690,41	872,85
Септембар 2019	498,18	695,32	892,45
Октобар 2019	494,53	705,36	916,18
Новембар 2019	472,81	696,51	920,21
Децембар 2019	471,81	707,16	943,05
Јануар 2020	462,45	709,96	957,47
Фебруар 2020	445,59	704,20	962,81

Извор: Израда аутора

На основу података приказаних у Табели IV-27. уочава се да се прогнозиране вредности BELEX15 индекса за наредних годину дана крећу у распону од 675,57 до 709,96 индексних поена. Очекује се да ће овај индекс најнижу вредност имати у јуну 2019. године, а највишу у јануару 2020. године.



Слика IV-25. Оригинале (црвена линија), прилагођене (танка плава линија) и прогнозиране (дебела плава линија) вредности BELEXline индекса

Извор: Израда аутора

Као и у случају BELEXline индекса, прогноза указује да се у посматраном периоду може очекивати благи пораст вредности BELEXline индекса. Такође, утврђеном прогнозом обухваћен је и интервал вредности (горња и доња граница интервала) за сваки месец за који је извршена прогноза (Табела IV-28).

Табела IV-28. Прогнозиране вредности BELEXline индекса за период од марта 2019. до фебруара 2020. година

Прогнозирана вредност BELEXline: <i>Winters</i> -ов адитивни модел			
Месец	Доња граница интервала	Индивидуалне моделиране вредности	Горња граница интервала
Март 2019	1395,24	1514,51	1633,77
Април 2019	1358,91	1527,64	1696,37
Мај 2019	1328,42	1535,16	1741,90
Јун 2019	1258,90	1497,72	1736,54
Јул 2019	1234,66	1501,78	1768,89
Август 2019	1229,97	1522,69	1815,42
Септембар 2019	1225,51	1541,82	1858,12
Октобар 2019	1216,31	1554,60	1892,88
Новембар 2019	1187,27	1546,22	1905,17
Децембар 2019	1189,43	1567,95	1946,47
Јануар 2020	1178,86	1576,02	1973,18
Фебруар 2020	1147,78	1562,76	1977,75

Извор: Израда аутора

Уочава се да се прогнозиране вредности BELEXline индекса за наредних годину дана крећу у распону од 1497,72 до 1576,95 индексних поена. Као и у случају BELEX15 индекса, очекује се да ће BELEXline индекс најнижу вредност имати у јуну 2019. године, а највишу у јануару 2020. године.

Спроведено емпиријско истраживање указује да тржиште акција у Републици Србији ни у наредних годину дана неће остварити неки значајнији тренд. Имајући у виду да промет акцијама укључених у индексну корпу BELEX15 индекса чини више од 60% укупног промета акцијама, може се закључити да ће се на Београдској берзи у периоду од марта 2019. до јануара 2020. године остваривати веома скроман промет акцијама. Очекивани пораст вредности BELEX15 индекса у овом периоду износи мање од 20 индексних поена.

Ограничења и правци будућих истраживања

Код метода временских серија, прогноза се заснива на утврђивању законитости у досадашњем развоју појаве и пројекцији њеног кретања у будућности. Међутим, прогнозирањем није могуће прецизно утврђивати будућа кретања, па при анализи и интерпретацији добијених резултата треба уважавати могућност појаве грешке. Неизвесност и могућа грешка су пропорционални са дужином периода предвиђања, што сугерише да се при прогнозирању треба фокусирати на што краћи временски период. Такође, при прогнозирању временских серија потребно је користити више метода како би се добијени резултати могли поредити, а евентуалне грешке свеле на минимум. С тим у вези, као правац будућих истраживања из области краткорочног прогнозирања вредности BELEX15 и BELEXline индекса намеће се употреба и других метода који су веома заступљени у истраживањима ове врсте (нпр. Воx-Jenkins ARIMA методологија и модел неуронских мрежа).

ЗАКЉУЧАК

ЗАКЉУЧАК

Тржиште капитала представља важан сегмент савременог финансијског тржишта. Развијено тржиште капитала омогућава ефикасно прикупљање средстава од великог броја индивидуалних и институционалних инвеститора и усмерава их у продуктивне инвестиције. Подстичући акумулацију и усмеравајући средства у продуктивне инвестиције и пројекте тржиште капитала има важну улогу у подстицању привредног раста. Наравно, уколико је тржиште капитала развијеније, односно уколико га одликује већи број разноврсних и квалитетних финансијских инструмената, оно оставарује значајнију улогу у стимулисању економског раста.

Такође, брзе акција обезбеђују инвеститорима излазећи механизам што је веома значајно приликом реалокације уложених средстава. Поред тога, путем бројних финансијских инструмената тржиште капитала омогућава трансфер ризика од оних који су мање спремни да га прихвате ка онима који су више способни да га поднесу. Успостављајући бројне дужничко-поверилачке и власничке односе између инвеститора и емитената, тржиште капитала омогућава оптималну рочну трансформацију средстава. Поред тога, оно омогућава диверсификацију улагања, смањење трансакционих трошкова и ефикасније коришћење расположивих информација.

Посматрано на глобалном нивоу, власничке и дужничке хартије од имају различит значај на регионалним тржиштима капитала. Највеће и најликвидније тржиште акција налази се у региону Северне Америке (у структури укупног портфолија тржишта капитала овог региона власничке хартије од вредности учествују са више од 75%). Тржиште акција региона Источне Азије и Пацифика налази се на другом месту. С друге стране, најразвијеније тржиште дужничких хартија од вредности има Европа (у структури укупног портфолија у оквиру ЕУ доминирају дужничке хартије од вредности). Такође, велико и ликвидно тржиште дужничких хартија од вредности има Јапан (у структури укупног портфолија тржишта капитала Јапана, због високог јавног дуга ове земље, дужничке хартије од вредности учествују са преко 80%).

Поред основних хартија од вредности, од осамдесетих година XX века на савременом финансијском тржишту појавиле су се изведене хартије од вредности. Највећи број финансијских деривата (опција, фјучерса и свопова) везан је за промену каматне стопе (око 80%). Најразвијенија тржишта финансијских деривата налазе се у САД, Европи и Јапану. Од свих врста финансијских деривата најзаступљенији су каматни свопови.

Поред великог броја разноврсних финансијских инструмената, модерно тржиште капитала одликује и све већи број учесника, односно финансијских институција које на њему послују. Финансијске институције које послују на тржишту капитала прибављају капитал емитујући акције, дугорочне обвезнице, као и узимањем дугорочних кредита и примањем депозита на дуги рок. Оне своју активност обављају у директним и индиректним финансијским токовима. У директним токовима кључну улогу имају услужне финансијске институције, а у индиректним финансијским токовима финансијски посредници.

У финансијским системима у прошлости постојале су само комерцијалне банке. Касније је дошло до развоја недепозитних финансијских институција које су у извесној мери умањиле значај индивидуалних инвеститора и депозитних институција. У савременим финансијским системима углавном доминира тржиште, при чему све већи значај добијају недепозитне финансијске институције. Међутим, у пракси постоји велики број успешних примера који недвосмислено указују да банке и данас на финансијском тржишту имају неприкосновену и доминантну улогу (нпр. Кина, Јапан и Немачка). Од пет највећих комерцијалних банака четири се налазе у Кини што указује да ова земља има највеће и најразвијеније комерцијално банкарство. У већини земаља присутна је велика концентрација у оквиру сектора комерцијалног банкарства па се углавном издваја мали број комерцијалних банака које чине више од половине овог сектора (нпр. у САД и Британији 4, у Србији 3).

Поред банака, велики значај на савременим финансијским тржиштима имају институционални инвеститори: осигуравајућа друштва, пензијски фондови и инвестициони фондови.

Осигуравајућа друштва, прикупљајући премије осигурања, располажу великим средствима и представљају веома важне институционалне инвеститоре. Имајући у виду да их одликује дефанзивнија инвестициона стратегија највећи део средстава пласирају у дужничке хартије од вредности, односно обвезнице. Европа, Азија и Северна Америка имају појединачно учешће од око 30% у укупној глобалној премији осигурања (остали региони имају занемарљиво мало учешће). Најразвијеније тржиште осигурања имају САД чија актива представља више од 40% БДП ове земље. Најразвијеније тржиште осигурања у европи имају Велика Британија, Француска, Немачка, Италија, Швајцарска и Луксембург. Приближно исти ниво премије осигурања по глави становника као Немачка имају Аустралија, Јапан и Кореја (нешто нижи ниво у односу на В. Британију и Француску као водеће европске земље). У Европи, осигуравајућа друштва представљају највеће институционалне инвеститоре.

Поред осигуравајућих друштава, на савременом финансијском тржишту значајну улогу имају и пензијски фондови. Путем пласмана средстава у разне облике финансијске aktive, ова врста недепозитних финансијских институција повећава дубину и ликвидност тржишта капитала. Пензијски фондови су најразвијенији у САД и чине више од половине укупне имовине свих пензијских фондова у оквиру земаља ОЕСД. Од европских земаља најразвијеније пензијске фондове има Велика Британија (90% БДП). У односу на осигуравајућа друштва, пензијски фондови имају нешто активнију инвестициону стратегију па у односу на њих више средстава улажу у акције. Разлог примењивања стратегије претежно орјентисане на акције јесте оставаривање више стопе приноса у односу на принос који се може постићи улагањем у обвезнице. Међутим, настанком глобалне финансијске кризе пензијски фондови су почели да примењују нешто пасивнију инвестициону стратегију.

Уз осигуравајућа друштва и пензијске фондове, значајну улогу на финансијском тржишту имају инвестициони фондови. Као и други институционални инвеститори, инвестициони фондови прикупљају средства од великог броја ситних улагача и у

складу са одабраном инвестиционом стратегијом пласирају их у различите облике финансијске активе. Код инвестиционих фондова разликују се два основна облика, а то су: отворени и затворени инвестициони фондови. Отворени инвестициони фондови су најразвијенији у САД. Око 45% вредности укупне имовине свих отворених инвестиционих фондова чине фондови из САД. Европски отворени инвестициони фондови представљају приближно трећину ове вредности, док је удео отворених инвестиционих фондова из Азије, Пацифика и Африке око 10%. У Европи највеће учешће у укупној активи свих инвестиционих фондова имају фондови из Луксембурга (око 40%). Затим следе, инвестициони фондови из Немачке, Ирске и Велике Британије. Затворени инвестициони фондови су мање атрактивни од отворених инвестиционих фондова. У САД отворени инвестициони фондови чине око 90% укупне активе индустрије инвестиционих фондова, док је у Европи њихово учешће око 65%.

Поред ове две основне врсте инвестиционих фондова, на тржишту капитала САД постоје и хибридне форме инвестиционих фондова које имају карактеристике и отворених и затворених. Најпопуларнија врста оваквих инвестиционих фондова су ETF-ови. Њихову имовину чине акције и обвезнице, мада већина њих прати кретање одређеног берзанског индекса. Један од најпопуларнијих и најликвиднијих ETF-ова је SPDR ETF који је везан за S&P 500 индекс.

Захваљујући значајној улози коју има на савременом финансијском тржишту, тржиште капитала је предмет контроле и надзора посебних регулаторних тела чије су активности доминантно усмерене ка јачању интегрисаности финансијских тржишта и обезбеђивању заштите интереса свих учесника на финансијском тржишту. С тим у вези, важну улогу у систему директног финансирања имају услужне финансијске институције. Ову групу финансијских институција чине највиша регулаторна тела на тржишту капитала (комисије за хартије од вредности), централни регистри хартија од вредности, клириншке куће, инвестициона друштва (брокерско-дилерска друштва и инвестиционе банке), инвестициони саветници, берзе и остали учесници који обезбеђују услове за што ефикасније функционисање тржишта капитала. Најзначајније активности услужних финансијских институција су: регулисање и контрола тржишта капитала, извршавање налога за трговање, прекњижавање, позајмљивање и чување хартија од вредности, пружање саветодавних услуга и сл.

Комисија за хартије од вредности је одговорна за законито функционисање тржишта капитала. Она настоји да заштити интересе инвеститора кроз обезбеђивање правичности, ефикасности и транспарентности тржишта. Велики допринос у координацији и унапређивању рада националних регулаторних агенција на тржишту капитала даје Међународна организација комисија за хартије од вредности (IOSCO). Ова организација развија, спроводи и унапређује међународно признате стандарде из области регулативе пословања хартијама од вредности. Путем чланства, IOSCO регулише више од 95% светских тржишта хартија од вредности.

Поред највиших регулаторних тела, значајну улогу на тржишту капитала имају и централни регистри хартија од вредности. Они су у почетним етапама свог развоја представљали искључиво депозитарне институције. Међутим, савремени централни

регистри хартија од вредности, поред депозитарних институција представљају и клириншке куће (*CSD & Clearing House*), односно поред послова регистрације емисија и власништва над хартијама од вредности обављају и послове клиринга и салдирања трансакција насталих по основу трговања хартијама од вредности. Поред тога, они могу обављати и низ тзв. додатних услуга, као што су: операције везане за успостављање заложно-правног односа над хартијама од вредности, позајмљивање хартија од вредности, принудна куповина и продаја хартија од вредности и корпоративне радње.

У систему директног финансирања незаобилазни учесници на тржишту капитала су и инвестициона друштва, односно брокерско-дилерска друштва и инвестиционе банке. Најважније услуге и активности инвестиционих друштва су: пријем и пренос налога за трговање, извршавање налога за рачун клијента, трговање за сопствени рачун, управљање портфолијом, инвестиционо саветовање, услуге покровитељства у вези са понудом и продајом финансијских инструмената и управљање мултилатералним трговачким платформама. Инвестиционе банке своје активности покровитељства емисија обављају на примарним тржиштима продајом и дистрибуцијом нових акција и обвезница, док су брокери и дилери присутни на секундарним тржиштима и тргују већ емитованим хартијама од вредности

Тржишта капитала могу представљати поуздан индикатор будућег дугорочног економског раста. Ликвидне берзе обезбеђују потребну ликвидност инвеститорима, омогућавају излазећи механизам за *Venture* капитал, пружају могућност компанијама да дођу до потребног капитала и дају информације о квалитету потенцијалних инвестиција. Бројним истраживањима је утврђено да у развијеним земљама, које имају ликвидне и активне берзе, постоји позитивна веза између развоја берзе и економског раста. Велике берзе умањују трошкове мобилизације штедње и олакшавају инвестиције у продуктивније технологије. Уз помоћ берзи компаније могу једноставно и лако доћи до капитала потребног за инвестирање чиме ће подстицати економски раст. С друге стране, неке емпиријске студије потврђују да и економски раст дугорочно стимулише развој берзе. У истраживању спроведеном на примеру Србије, које обухвата период од трећег квартала 2003. године до првог квартала 2018. године, утврђено је да постоји једносмерна узрочност од тржишне капитализације акција ка бруто домаћем производу, као и од промета у трговању акцијама ка бруто домаћем производу. Прецизније, бруто домаћи производ се у свом кретању прилагођава путањи везе коју формира са тржишном капитализацијом и оствареним прометом акцијама. Спроведеним емпиријским истраживањем потврђује се *Хипотеза 1*.

Захваљујући убрзаном развоју информационих система и компјутерске технологије, повезаност између финансијских тржишта у савременим условима пословања је достигла изузетно висок ниво. Савремено финансијско тржиште одликују бројни трендови који су у значајној мери изменили његову структуру. Као најзначајнији трендови издвајају се процеси глобализације, либерализације и дерегулације. Поред наведених процеса, посебану улогу у досадашњем развоју савременог финансијског тржишта одиграле су финансијске иновације које се омогућиле бројна техничко-технолошка усавршавања, као и развој процеса секјуритизације. Интензивирање процеса глобализације, либерализације и дерегулације

довело је до јачања међународне сарадње и уклањања економских баријера. Такође, развој ових процеса довео је и до стварања значајније међузависности између националних финансијских тржишта.

На савременом финансијском тржишту кризе су постале честа појава. На основу анализе досадашњих кризних дешавања на финансијским тржиштима, могу се идентификовати неколико типова финансијских криза. Финансијске кризе изазване мерама *макроекономске политике*. Експанзија кредита, тј. штампање новца у циљу покривања буџетског дуга доводи до пада вредности домаће валуте услед чега се смањују девизне резерве. Оне се смањују све до тачке када се централна банка суочи са превеликим бројем поверилаца и тада је приморана да са режима чврстог девизног курса пређе на режим променљивог девизног курса. Финансијске кризе могу настати и као последица *финансијске панике*. Она може да има негативан равнотежни исход у ком краткорочни повериоци изненада повлаче средства из солвентног дужника. У овом случају, повериоци ће повући средства уколико то чине остали повериоци одређеног дужника, иако би били спремни и да позајме средства уколико би то учинили остали повериоци. Паника може довести до огромних губитака (прерани завршетак инвестиција, ликвидација дужника итд.) Типичан облик финансијских криза у периоду пре XX века, али веома заступљен и данас, јесте *финансијски мехур*. Он обично настаје када шпекуланти купују активу по цени изнад реалне (фундаменталне) цене у очекивању реализације капиталног добитка. Мехур у наредном периоду може или да настави да расте или да пукне, тј. доведе до колапса. Међутим, овај колапс, иако изненадан, може се рећи да није неочекиван. Информисани тржишни учесници су углавном свесни његовог постојања. Финансијске кризе могу настати и услед *моралног хазарда*. Ове кризе настају услед могућности да банке позајмљују средства путем депозита уз имплицитну или експлицитну државну гаранцију за банкарску пасиву. Уколико су банке недовољно капитализоване или нерегулисане, средства могу бити употребљена за ризичне инвестиционе подухвате. Оваква злоупотреба државне гаранције и функција осигурања депозита је играла важну улогу у америчкој кризи банкарског система. Један од разлога дешавања финансијских криза у прошлости је и *задуживање компанија*. Оне настају у ситуацији када неликвидни или несолвентни дужник не може да се додатно задужи код поверилаца на тржишту како би инвестициони подухват био исплатив. Штавише, оваква позиција може изазвати кредиторе да убрзају наплату својих потраживања што доводи до ликвидације компаније дужника, иако би та компанија имала већу вредност уколико би наставила са пословањем.

Економске политике које су довеле до појаве глобалних финансијских криза утемељене су на веровању у апсолутну ефикасност *laissez-faire* тржишта. Иако је криза из тридесетих година XX века указала на бројне слабости либералног капитализма, осамдесетих година дошло је до развоја његовог новог облика, неолиберализма. Настанком нове глобалне финансијске кризе може се рећи да је и овај нови облик либералног капитализма доживео крах. Прегледом релевантне литературе, утврђено је да су обе глобалне финансијске кризе настале у условима либерализованог и слабо регулисаног финансијског тржишта, чиме се потврђује *Хипотеза 2*.

Настанку кризе 2008. године претходио је период експанзивног раста. У том периоду, земље у развоју су остваривале суфиците у текућем билансу и више стопе штедње у односу на инвестиције што им је омогућавало да улажу вишак домаће штедње у развијене земље. Кина, као једна од брзорастућих земаља у развоју, највећи део штедње је инвестирала у САД. Земље произвођачи нафте су своје вишкове остварене извозом нафте улагале кроз инвестиционе фондове. Такође, земље у развоју одликује нижи степен финансијског посредовања у односу на развијене земље. Поред тога, штедише из земаља у развоју углавном нису сколоне ризику па улажу у сигурније послове који носе мање приносе. С друге стране, развијене земље су развијале бројне финансијске иновације. Убрзани развој финансијских иновација, уз неадекватан регулаторни оквир, водио је неефикасној алокацији ресурса и увећању ризика. Напуштање појединих одредби *Glass-Steagall* закона и доношење *Gramm-Leach-Bliley* закона сматрају се регулаторним променама које су у знајној мери допринеле кризним дешавањима и увећању системског ризика у САД. Овим променама је „избрисана“ граница између *Wall Street* инвестиционих банака и комерцијалног банкарства.

Финансијска криза из 2008. године је настала као последица дугогодишње акумулације неравнотежа на међународном нивоу. Развила се у САД, као највећем финансијском тржишту на свету, и брзо се проширила на све континенте изазивајући потресе у глобалном банкарском систему и међународном тржишту капитала. Глобална финансијска криза је открила присуство великог до тада неоткривеног системског ризика који је дужи временски период био потцењиван и недовољно разматран. Забринутост због системског ризика навела је централне банке и владе многих земаља да финансијским институцијама дају веома велику помоћ. Финансијске институције које су изузетно велике и од велике важности за државу (*too big too fail*) добиле су новац пореских обвезника, док је велики број малих банака пропао. Као одговор на кризу, многе земље су приступиле експанзивној монетерној политици и уз мале каматне стопе убацивале велике количине новца у несолвентне банке и друге финансијске институције. Међутим, упркос помоћи и сталним мерама централних банака, многе привреде су претрпеле значајну и дугорочну штету. Такође, бројним графичким приказима и анализама, утврђено је да је 2008. године дошло до значајног пада вредности индикатора величине и ликвидности берзи у свим регионима света, чиме се потврђује *Хипотеза 3*.

У највећим светским економијама глобална финансијска криза је остварила бројне негативне последице од којих се као најзначајније могу издвојити: пад економске активности, пораст незапослености, смањење извоза, пад ликвидности, раст буџетских дефицита и пораст јавног и приватног дуга. У великом броју земаља, глобална финансијска криза је довела до раста буџетског дефицита. Повећање буџетског дефицита настало је као последица смањења јавних прихода изазваног падом привредне активности и повећања јавних расхода изазваног издатацима којима су државе ублаживале ефекте кризе. Многе земље су у циљу спречавања дубље економске кризе пружале финансијску помоћ компанијама и путем смањења пореза чиме су стимулисале агрегатну тражњу. Предузете антикризне и стимулативне мере су у

великом броју земаља имале за резултат увећање јавног дуга. Проблем растућег дуга присутан је и у највећим светским економијама (САД и Кина).

Јавни дуг САД је у десетогодишњем периоду након појаве глобалне финансијске кризе дуплиран и почетком 2019. године износи око 22 билиона USD. Значајно увећање јавног дуга праћено је и увећањем приватног дуга, нарочито дуга нефинансијских компанија који је крајем 2018. године био изнад 70% БДП. Поред високог нивоа јавног дуга, САД имају проблем и са великим буџетским и трговинским дефицитом који су на знатно вишим нивоима него пре 2008. године. Ови подаци указују да би САД у случају појаве нове финансијске кризе имале неупоредиво мање средстава на располагању приликом спровођења неопходних антикризних мера.

Као резултат повећане потрошње и стимулисања инвестиција у условима кризе, проблем растућег дуга присутан је и у другој економији света, Кини. Ниво укупног дуга Кине се у десетогодишњем периоду након појаве глобалне финансијске кризе знатно увећао и приближио нивоу задужености развијених земаља. Крајем 2018. године укупан (јавни и приватни) дуг Кине износи 34 билиона USD што је приближно 300% БДП. У структури укупног дуга, више од половине чини дуг нефинансијских компанија. Може се закључити да би и Кина, у случају појаве нових значајнијих кризних потреса на финансијском тржишту, могла да употреби неупоредиво мање средстава него што је то био случај приликом спровођења антикризних мера током кризе настале 2008. године.

Поред САД и Кине, проблем увећаног дуга присутан је и у осталим земљама света при чему су привреде и финансијски системи ових земаља недовољно јаки да изазову евентуалне глобалне финансијске потресе. У Европи је након 2008. године, као и у другим земљама света, дошло до успоравања привредног раста што је додатно оптеретило фискалне системе земаља Еврозоне. С тим у вези, ове земље су 2011. године претрпеле и дужничку кризу при чему су се у највећем проблему нашле земље лоциране у јужном делу Европе (раст јавног дуга у северним земљама Европе био умеренији). Крајем 2018. године земље у оквиру еврозоне које имају дуг изнад 100% БДП су Грчка, Италија, Португал, Кипар и Белгија. Јавни дуг Велике Британије средином 2018. године износио је приближно 87% БДП. Такође, и земље Латинске Америке у периоду након 2008. године одликује увећани јавни дуг који је, посматрано у односу на БДП, на знатно вишем нивоу него у осталим земљама у развоју. На глобалном нивоу, највиши ниво јавног дуга у односу на БДП има Јапан. Крајем 2018. године јавни дуг ове земље био је 236% БДП. Поред поменутих земаља проблем јавног дуга присутан је и у осталим регионима света.

У тренутку појаве глобалне финансијске кризе укупан глобални дуг износио је око 173 билиона USD, а крајем 2018. године износио је приближно 250 билиона USD или 315% глобалног БДП. У посматраном десетогодишњем периоду глобални јавни дуг је порастао за око 30 билиона USD, а дуг нефинансијских компанија за око 28 билиона USD. Укупан дуг нефинансијских компанија крајем 2018. године износио је приближно 184 билиона USD или око 86.000 по глави становника што је дупло већи износ од

расположивог дохотка по глави становника. Поред тога, у водећим светским економијама је присутан проблем растуће неједнакости у расподели дохотка.

Насупрот растућем дугу, на глобалном нивоу је присутан проблем ниских стопа економског раста. Након изласка из рецесије, развијене земље остварују веома ниске стопе раста БДП. Кина је суочена са све мањим стопом економског раста, али је њен раст још увек изнад раста развијених земаља и земаља у развоју.

Поред неповољних фундаменталних фактора, на глобалном нивоу је током 2018. године присутно и успоравање раста берзи акција. Најважнији индекси америчких берзи су крајем 2018. године прекинули дугогодишњи раст који је су остваривали након краха 2008. године. Обично након периода високе ликвидности и великог раста цена имовине учесници на финансијском тржишту улазе у стање ирационалне еуфорије након чега следи пад вредности имовине што може довести до појаве кризе. Такође, пад водећих берзанских индекса крајем 2018. године прати и пад оптимизма инвеститора у погледу будућих кретања на берзама.

На основу уочених неповољних макроекономских кретања може се закључити да можда сами узроци глобалне финансијске кризе нису отклоњени. За дугорочни опоравак од кризе потребна је стабилизација финансијског система у целини, али и креирање услова за убрзанији привредни раст и његово подстицање инвестирањем у одговарајућу инфраструктуру и људске ресурсе. Крајем 2018. године присутни су проблеми великог јавног и приватног дуга (нефинансијски сектор) праћени ниским стопама економског раста. Дакле, у периоду од десет година од настанка глобалне финансијске кризе регулаторни оквири функционисања финансијског система су побољшани, али су се с друге стране краткорочни и средњорочни ризици по глобалну финансијску стабилност знатно увећали. Током посткризног периода појавиле су се нове критичне тачке које би у будућности могле угрозити глобални финансијски систем. Нагомилавање финансијских критичних тачака усмерава креаторе економске политике да уложе веће напоре у смислу унапређења отпорности финансијског система. Такође, глобална координација ових политика је веома важна за очување глобалне финансијске стабилности. У наредном периоду је неопходно додатно повећати отпорност финансијског система путем спровођења програма финансијске регулаторне реформе, као и развојем и применом мера макропруденцијалне политике. Такође, у савременим условима пославања присутан је убрзани развој финансијских технологија. С тим у вези, увећани су и ризици везани за сајбер безбедност. Ови ризици би требало да служе као подсетник да финансијски систем непрестано еволуира и да регулатори и супервизори морају бити на опрезу због овакве еволуције и спремни да реагују ако се укаже потреба.

Тржиште капитала у Републици Србији је формирано неколико година пре настанка глобалне финансијске кризе. Иако је реоснивано 1989. године до формирања организованог тржишта акција се чекало више од 15 година. Београдска берза је свој први берзански индекс објавила тек 2004. године. Исте године, пустила је у рад систем за даљинско трговање, односно електронску платформу BELEX. Убрзани развој тржишта акција у Србији током 2004, 2005, 2006 и 2007. године зауставила је глобална

финансијска криза. Утицај кризе се манифестовао путем повлачења страних инвеститора са тржишта Београдске берзе што је условило значајан пад промета акцијама и тржишне капитализације. Пад промета на Београдској берзи је остварен само у секундарном трговању акцијама, јер примарног трговања акцијама није било. Крајем 2018. године у Републици Србији је остварен први IPO после 78 година. Неки од важнијих разлога неразвијености примарног тржишта су: неадекватан регулаторни оквир, високи административни трошкови стицања и одржања листинга, низак ниво заштите инвеститора и неповољна власничка структура у компанијама. На основу истраживања спроведеног на примеру Србије, најбоље оцењени мотиви за излазак компанија на берзу су раст цена акција, повећање препознатљивости, имиџа и престижа компаније и приступ изворима финансирања који до тада нису били расположиви. Међутим, и поред сагледавања бројних предности, компаније још увек не показују спремност за излазак на организовано берзанско тржиште.

Од ступања на снагу Закона о тржишту капитала (2011) тржиште Београдске берзе је подељено на регулисано тржиште и мултилатералну трговачку платформу (ванберзанско тржиште). Почетком 2019. године на регулисаном тржишту налазило се 32 акције, док се на МТП котирало 528 акција. Регулисано тржиште чине два сегмента: *Listing* (7 акција) и *Open Market* (25 акција). Акције које се налазе на листингу представљају најквалитетније акције на српској берзи. Њихово учешће у укупном промету акцијама и укупној тржишној капитализацији берзе осетно је повећано током 2016 и 2017. године. На листингу Београдске берзе налази мали број компанија (око 1% од укупно котираних), али промет који се оствари у трговању листираним акцијама чини више од 60% промета акцијама. Такође, тржишна капитализација компанија са листинга представља око 40% укупне тржишне капитализације Београдске берзе. Свођење укупног промета акцијама на промет са само неколико акција указује да се будући развој српског тржишта капитала у великој мери ослања на успешно пословање малог броја компанија. С друге стране, мали број квалитетних хартија од вредности недвосмислено указује на недовољну развијеност Београдске берзе. Од дужничких хартија од вредности присутне су само емисије државних обвезница, док муниципалне и компанијске готово и да не постоје. Такође, као последица недовољне развијености тржишта основних хартија од вредности, у Србији још увек није успостављено тржиште финансијских деривата.

Београдска берза је и недовољно интегрисана у глобално тржиште. Приступан је изостанак њеног пуноправног чланства у водећим међународним организацијама из области тржишта капитала (нпр. WFE и FESE). Разлози неприступања овим организацијама су недовољна развијеност српског тржишта капитала, али и економски положај Србије као земље нечланице ЕУ. Спроведено емпијско истраживање указује да Београдску берзу и у будућем периоду не очекује значајније побољшање. На основу краткорочног прогнозирања кретања BELEXline и BELEX15 индекса, може се констатовати да ће и током 2019. године српско тржиште акција бележити благо растући тренд.

ЛИТЕРАТУРА

1. Aboudou, M. T. (2010) Stock market development and economic growth: the case of West African Monetary Union, *International Journal of Economics and Finance*, 2 (3): 97-103;
2. Acharya, V. V. & Steffen, S. (2015) The Greatest Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks, *Journal of Financial Economics*, 115, 215-236;
3. Adamopoulos, A. (2010) Financial development and economic growth: an empirical analysis for Ireland. *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 3 (1): 75-88;
4. Alagidede, P. (2011) *Recession and Recovery: Whither Africa's Emerging Financial Markets?*, Nova Science Publishers, Inc. New York;
5. Atje, R. & Jovanovic, B. (1993) Stock markets and development, *European Economic Review*, 37 (2-3): 632-640;
6. Baboo, M. N. & Odit M. P. (2009) Stock Market Development And Economic Growth: The Case Of Mauritius, *International Business & Economics Research Journal*, The Clute Institute, Volume 8, Number 2, 77-88;
7. Bahadur & Neupane, (2006) Stock Market and Economic Development: a Causality Test, *The Journal of Nepalese Business Studies*, Vol 3, Number 1, 36-44;
8. Baker, D. (2009) *Plunder and Blunder: The Rise and Fall of the Bubble Economy*. Sausalito, CA: Berrett-Koehler Publishers;
9. Barlevy, G. (2015) Bubbles and fools, *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, Vol. 39;
10. Barna, F. & Mura, P. O. (2010) Capital market development and economic growth: the case of Romania, *Annals of the University of Petrosani*, 10 (2): 31-42;
11. Beck, T. & Levine, R. (2004) Stock markets, banks, and growth: panel evidence, *Journal of Banking and Finance*, 28 (3): 423-442;
12. Bellamy, F. J. & Magdoff, F. (2009) *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*, Monthly Review Press;
13. Berger, A. N., Molyneux, P. & Wilson, J. (2010) *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford University Press, USA;
14. Blanco, L. (2010) "Latin America and the Financial Crisis of 2008: Lessons and Challenges", *Pepperdine Policy Review*, Vol. III: 81, 80-83.
15. Boldvin, R. & Viploš, Č. (2010) *Ekonomija evropskih integracija*, Data Status, Beograd, prevedeno izdanje: Baldwin, R. & Wyplosz, C., (2009) *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill Education;
16. Boubakari, A. & Jin, D. (2010) The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countries, *International Journal of Financial Research*, Sciedu Press, Vol. 1, No. 1, 14-20;
17. Boubakari, A. & Ognaligui, R. (2010) Financial stock market and economic growth in developing countries: the case of Douala Stock Exchange in Cameroon, *International Journal of Business and Management*, 5 (5): 82-88;
18. Bovas, A. & Ledolter, J. (2009) *Statistical Methods for Forecasting*, Wiley;

19. Brasoveanu, O. L., Dragota, V., Catarama, D. & Semenescu, A. (2008) Correlations between capital market development and economic growth: the case of Romania, *Journal of Applied Quantitative Methods*, 3 (1): 64-75;
20. Brock, W., Lakonishok, J. & LeBaron, B. (1992) Simple Technical Trading Rules and Stochastic Properties of Stock Returns, *Journal of Finance*, 47, 1731-1764;
21. Cecchetti, G. S. & Schoenholtz, L. K. (2011) *Money, Banking, and Financial Markets*, McGraw-Hill, Irwin, 3-rd editon, New York;
22. Chatfield, Ch., (2001) *Time-Series Forecasting*, Chapman & Hall/CRC;
23. Chtourou, H. (2015) Analysis of the European Government Bonds and Debt after the European Financial Crisis, *Journal of Centrum Cathedra: The Business and Economics Research Journal*, Vol. 8 Issue: 2,146-164;
24. Claessens, S., Djankov, S. & Klingebiel, D. (2000) Stock Markets in Transition Economies, Financial Sector Discussion Paper 5, *The World Bank*;
25. Claessens, S., Kose, M. A., Laeven, L. & Valencia, F. (2014) *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, IMF;
26. Corsetti, G., Pesenti, P. & Roubini, N. (1999) What caused the Asian currency and financial crisis? *Japan and the World Economy*, 11, 305-373;
27. Coşkun, Y., Seven, Ü., Ertuğrul, H. M. & Ulussever, T. (2017) Capital market and economic growth nexus: Evidence from Turkey, *Central Bank Review*, Vol. 17, Issue 1, 19-29;
28. Crăciun, L. & Ochea, M. V. (2014) The dimensions of the global financial crisis, *Theoretical and Applied Economics*, XXI(1):121-130;
29. Dimitriadi G.G. (2004) What are “Financial Bubbles”: Approaches and Definitions, Electronic journal “INVESTIGATED in RUSSIA”;
30. Douglas, W. A. (2009) The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences, 2009, *Asian Institute of International Financial Law*, Faculty of Law, The University of Hong Kong, Working Paper No. 3;
31. Edwards, S. (2002) The great exchange rate debate after Argentina, *North American Journal of Economics and Finance*, 13, 237–252;
32. Eicher, T., Mutti, J. & Turnovsky, M. (2009) *International Economics*, 7th Edition, Taylor&Francis Group
33. Ерић, Д. (2003) *Финансијска тржишта и инструменти*, Економски факултет, Београд, Београд;
34. Fabozzi, F. (2013) *Bond Markets, Analysis, and Strategies*, Eighth Edition, Pearson, London;
35. Fetiniuc, V., Luchian, I. & Gherboveţ, S. (2014) Speculative Bubbles And Financial Crises, *Journal of Financial and Monetary Economics*, Centre of Financial and Monetary Research "Victor Slavescu", vol. 1(1), 153-162;
36. Foojfoo, J. & Witkowska, D. (2017) A Comparison of Global Financial Market Recovery after the 2008 Global Financial Crisis, *Folia Oeconomica Stetinensia*, Vol. 17: Issue 1;
37. Forbes, K. J. & Rigobon, R. (2002) No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements, *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 5;
38. Franklin, A. & Douglas, G. (2000) Bubbles and crises, *The Economic Journal*, 110, 236-255;

39. Fratzscher, M. (2012) Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis, *Journal of International Economics*, Vol. 88, Issue 2, 341-356;
40. Frehen, R. G. P., Goetzmann, W. N. & Rouwenhorst, K. G. (2013) New evidence on the first financial bubble, *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, Issue 3, 585-607;
41. Gallant C. (2009) What do people mean when they say there is a "bubble" going on in the market, such as a "housing bubble" or a "technology bubble"?, February 26;
42. Garber, P. (1989) Tulipmania, *Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, Vol. 97, No. 3, pp. 535-560 (URL: <http://www.jstor.org/stable/1830454>);
43. Garber, P. (1990) Famous First Bubbles, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 2, 35-54;
44. Garber, P. (2000) Famous First Bubbles – The Fundamentals of Early Manias, The MIT Press, London;
45. Gary, G. & Andrew, M. (2010), Regulating the Shadow Banking System, Yale School of Management and Yale School of Management, Working Paper Series;
46. Gerber, D. J. (2010) *Global Competition: Law, Markets, and Globalization*, 1st Edition, Oxford University Press;
47. Goldstein, M. (1998) The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications, *Institute for International Economics*, Washington, 3;
48. Gorton, G. (1988). Banking panics and business cycles. *Oxford Economic Journal*, 40(4), 751-781;
49. Granger, C. W. J. (1969) Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral methods, *Econometrica* Vol. 37 No. 3, 424-438;
50. Gurley, G. J. & Shaw, S. E. (1967) Financial structure and economic development. *Economic Development and Cultural Change*, 15 (3): 257-268;
51. Haslem, J. A. (2009) Mutual Funds: Portfolio Structures, Analysis, Management and Stewardship, *John Wiley Sons*, Inc;
52. Hayashi, F. & Prescott, E. C. (2002) The 1990s in Japan: A Lost Decade, *Review of Economic Dynamics* 5, 206-235;
53. Ionuț, B. (2015) The impact of the financial crisis under the effects of increasing global economic interdependence. The case of Eastern and Central Europe Economies, *Romanian Economic Journal*, XVIII(55): 97-116;
54. Јакшић, М. (2011) *Финансијско тржиште, инструменти и институције*, Економски факултет у Крагујевцу;
55. Јакшић, М. (2016) *Финансијско тржиште: инструменти и институције*, Економски факултет, Крагујевац;
56. Jeremy, A. & Larry, N. (2009) *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions*, Cambridge University Press;
57. Jeroh, E. (2013) The Global Financial Crisis and the Performance of Capital Markets of Developing Economies: Lessons from Nigeria, *Economica*, Acta Universitatis Danubius, Vol 9, No 3;
58. Jiang, Y., Yu, M. & Hashmi, M. S. (2017) The Financial Crisis and Co-Movement of Global Stock Markets – A Case of Six Major Economies, *Sustainability*, 9(2);
59. Jonung, L. (2008) *Lessons from Financial Liberalisation in Scandinavia*, Comparative Economic Studies, 2008, 50, 564-598;

60. Kalekar, P.S. (2004) Time series forecasting using holt-winters exponential smoothing, *Kanwal Rekhi School of Information Technology*, 1-13;
61. Kassim, S. H. & Kamil, S. (2012) Performance of Islamic unit trusts During the 2007 global financial crisis: Evidence from Malaysia, *Asian Academy of Management Journal*, Vol. 17, No. 2, 59 –78;
62. Kimberly, D. S. (2014) *Global Financial Crises*, Keiser University;
63. Kindleberger, C. (1978) Manias, panics and crashes: A history of financial crises. New York, NY: John Wiley & Sons, Inc;
64. King, R. & Levine, R. (1993) Finance, entrepreneurship and growth. *Journal of Monetary Economics*, 3 (3): 513-542;
65. Kishore, A., Ray, P. & Patra, M. D. (2011) The Global Economic Crisis Through an Indian Looking Glass. New Delhi: *SAGE Publications India Pvt., Ltd.*;
66. Krugman, P. R. & Obstfeld, M. (2009) *International Economics: Theory and Policy*, 6th Edition, Pearson Education;
67. Kühnlenz, S. (2014) *Economic Bubbles: A Story of New Eras, Emotional Contagion and Structural Support*. Anchor, Hamburg;
68. La Porta, R., Lopez-de-Silanes F. & Shleifer A. (2002) Government Ownership of Commercial banks, *Journal of Finance* , 57, 265-301
69. Laeven L. & Valencia F. (2013) Systemic Banking Crises Database, *IMF Economic Review*, Vol. 61, Issue 2, 225–270;
70. Larry, N. (2012) “I Am Not Master of Events” The Speculations of John Law and Lord Londonderry in the Mississippi and South Sea Bubbles, Yale University Press.
- Western, D. L. (2004) Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets, *Routledge, Taylor & Francis Group*, London and New York;
71. Lazarov, D., Miteva-Kacarski, E. & Nikoloski, K. (2016) An empirical analysis of stock market development and Economic growth: the case of macedonia, *South East European Journal of Economics and Business*, Vol. 11 (2), 71-81;
72. Lei Pan (2018) Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China, *Economic Modelling* Vol. 68, 661-673;
73. Leigh, W., Hightower, R. & Modani, N. (2005) Forecasting the New York Stock Exchange Composite Index with Past Price and Interest Rate on Condition of Volume Spike, *Expert Systems with Applications*, 28, pp. 1-8;
74. León, J. L. & Moyo, T. (2015) *The Global Financial and Economic Crisis in the South: Impact and Responses*. Dakar: Codesria;
75. Levine, R. & Zervos, S. (1996) Stock market development and long_run growth, *World Bank Economic Review*, 10 (2): 323-339;
76. Levine, R. & Zervos, S. (1998) Stock markets, banks and economic growth, *American Economic Review*, 88 (3): 537-558;
77. Levitin, J. A. & Wachter, M. S. (2012) Explaining the Housing Bubble, *The Georgetown Law Journal*, Vol. 100, 1177 -1252;
78. Lokshin, M. & Ravallion, M. (2000) Welfare impacts of the 1998 financial crisis in Russia and the response of the public safety net, *Economics of Transition*;
79. Lovirić, M., Milanović, M. & Stamnković, M. (2013) *Kratkoročno prognoziranje kretanja ključnih makroekonomskih indikatora u Srbiji*, zbornik radova: Matematičko-

- statistički modeli i informaciono-komunikacione tehnologije u funkciji razvoja sistema, urednici: Drenovak, M., Arsovski, Z. & Ranković, V., Ekonomski fakultet, Kragujevac;
80. Malinić, D., Denčić-Mihajlov, K. (2010), 'Proces otvaranja preduzeća - izazovi za srpsku korporativnu praksu', *Ekonomika preduzeća*, 68 (7-8), 261-276;
 81. Malliaris, A. G., Kaufman, G. G. & Douglas Darrell, E. (2012) *New Perspectives on Asset Price Bubbles*, Oxford University Press, New York;
 82. Marinković, S., Ljumović, I., Stojković, D. (2012) Going public and initial public offering: an exploratory study of motives from Serbian companies, *Industrija*, broj 2;
 83. Marinković, S., Stojković, D., Radović, O. (2013) Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Belgrade Stock Exchange in Serbia, *Actual Problems of Economics*, National Academy of Management, Kijev, Ukrajina, No.5;
 84. Marović, B. & Njegomir, V. (2015) Osiguravajuća društva u ulozi institucionalnih investitora, *26-i SorS*;
 85. Маринковић, С. (2008) *Финансијско тржиште и финансијске институције у Републици Србији*, Економски факултет, Ниш;
 86. Маринковић, С. (2011) *Микроструктура финансијских тржишта*, Економски факултет у Нишу;
 87. Маринковић, С. (2011) *Финансијска тржишта*, Економски факултет, Ниш;
 88. McInish, T. H. (2000) *Capital Markets: A Global Perspective*, Wiley;
 89. McKinnon, I. R. (1973) *Money and capital in economic development*, Washington: Brookings Institution;
 90. Merovci, S. Types of Financial Crisis, *Asian Journal of Business and Management Sciences*, Vol. 2, No. 12, 31-39;
 91. Mishkin, F. (1999) Lessons from the Tequila Crisis, *Journal of Banking & Finance* 23, 1521-1533;
 92. Mishkin, F. (2005) *Finansijska tržišta i institucije*, Mate Zagreb;
 93. Mishkin, F. (2007) *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Pearson Education, Addison-Wesley, prevedeno izdanje MATE Zagreb 2010 godina.
 94. Mishkin, S. F. & Eakins, G. S. (2005) *Finansijska tržišta i institucije*, 4-th Edition, Prevedeno izdanje Mate Zagreb;
 95. Mishra, P.K., Sankar Mishra, U., Ranjan Mishra, B. & Mishra, P. (2010) Capital Market Efficiency and Economic Growth: The Case of India, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 27, 130-138;
 96. Moe, T. G., Solheim, J. A. & Vale, B. (2004) The Norwegian Banking Crisis, *Norges Bank*;
 97. Mostafa, M. (2010) Forecasting Stock Exchange Movements using Neural Networks: Empirical evidence from Kuwait", *Expert Systems with Application*, 37, pp. 6302-6309;
 98. Mourdoukoutas, P. & Stefanidis, A. (2009) 'To list or not to list: expectations versus reality for Greek shipping IPOs', *South East European Journal of Economics and Business*, 4 (1), 125-34;
 99. Mussa, M. (2002) *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*. Institute for International Economics, Washington;

100. Миловановић, Д., Ковачевић, В. (2016) Предуслови и значај развоја берзанског и ОТС тржишта терминских уговора у Србији, *Право и привреда*, бр. 4-6, стр. 338-354;
101. Ngare, E., Nyamongo, M. E. & Misati, R. N. (2014) Stock market development and economic growth in Africa, *Journal of Economics and Business*, Volume 74, 24-39;
102. Nid. al Rashid, S. (2009) *Arab Financial Institutions*, Nova Science Publishers, Inc. New;
103. Njemcevic, F. (2017) Capital Market and Economic Growth in Transition Countries: Evidence from South East Europe, *Journal of International Business Research and Marketing*, Vol. 2, Issue 6, 15-22;
104. Nordin, S. & Nordin, N. (2016) The Impact of Capital Market on Economic Growth: A Malaysian Outlook, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol 6, No. 7S, 259-265;
105. Pastor, L. & Veronesi, P. (2006) Was there a Nasdaq bubble in the late 1990s? *Journal of Financial Economics* 81, 61–100;
106. Pereira da Silva, L. A. (2018) Neke pouke globalne finansijske krize iz perspektive zemalja sa tržištima u nastajanju i Brazila, *Progres i konfuzija: stanje makroekonomske politike*, Urednici: Blanšar, O., Radžan, R., Rogof, K., i Samers, L., Udruženje banaka Srbije, Beograd;
107. Pettinger, T. (2013) Different types of economic and financial bubbles;
108. Podmajerska, K., (2016) The Impact of the Global Financial Crisis on the Selected Stock Markets, *Economic Review* , Vol. 45, No. 1, 19-30;
109. Pomerleano, M., Kaufman, G. G. & Hunter, W. C. (2003) *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, Mass: The MIT Press, Cambridge;
110. Pozen, B. & Vickers, S. T. (2011) *Exchange-Traded Funds at Vanguard (B)*, Harvard Business School Supplement;
111. Praptiningsih, M. (2011) The Indonesian Stock Market Performance During Asian Economic Crisis and Global Financial Crisis, *Challenges of the Knowledge Society*, 1:1503-1514;
112. Pugel, T. (2009) *International Economics*, 15th Edition, McGrawHill;
113. Qunfeng, L., Seyed, M. & Stephens, J. (2016) The Impact of the 2008 Global Financial Crisis on the Structure of the Transmission of Price Innovations Across Financial Markets: The Case of Southwest Asian Equity Markets, *Scientific Annals of Economics and Business*, 63(2):195-208;
114. Rangarajan, K.S. & Sanjiv, R. D. (2011) *Derivatives: Principles and Practice*, McGraw-Hill Education;
115. Rechtschaffen, A. N. (2009) *Capital Markets, Derivatives and the Law*, Oxford University Press, Inc;
116. Ritter, S. L., Silber, L. W. & Udell, F. G. (2008) *Principles of Money, Banking, and Financial Markets*, eleventh Edition, Pearson Addison Wesley, Boston;
117. Rose, S. P. & Marquis, H. M., (2011) *Financial Institutions and Markets*, Eleventh Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, prevedeno izdanje Udruženja banaka Srbije, 2012. godina;

118. Rose, S. P. (1999) *Commercial Bank Management*, McGraw-Hill, USA, Prevedeno izdanje MATE Zagreb 2003. godina;
119. Rousseau, P. & Wachtel, P. (2000) Equity markets and growth: cross_country evidence on timing and outcomes, 1980-1995. *Journal of Banking and Finance*, 24 (12): 1933-1957;
120. Rusu, V. & Rusu, C. (2003) Forecasting methods and stock market analysis, *Creative Math*, 12, 103-110;
121. Saunders, A. & Cornett, M. M. (2012) *Financial Market and Financial Institutions*, McGraw-Hill, Fifth Edition;
122. Schumpeter, J. A. (1911) The theory of economic development, *Harvard University press*, Cambridge, MA;
123. Shahzab, M., Ahmed, N. & Ali, L. (2008) Stock Market Development and Economic Growth: ARDL Causality in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, FRDN Incorporated, Seychelles, Issue 14, 182-195;
124. Siegel, J.J. (2008) *Stocks for the Long Run*, 4th ed, McGraw-Hill;
125. Sovilj, R. & Stojković-Zlatanović, S. (2017) Posledice finansijskih kriza - uporednopravna analiza, *Strani pravni život*, br. 1, 139-153;
126. Stoian, A. & Becherescu, R. (2013) Financial crises of the last two decades and the issues to be addressed, *SEA-Practical Application of Science*, Vol I, Issue 1(1);
127. Stojković, D., Radivojević, N. (2010) The limitation of application of continuous trading methods on the Belgrade stock exchange, *Contemporary Issues in Economics, Business and Management*, Međunarodna konferencija u Kragujevcu, 165-176;
128. Stutts, W. F & Watts, W. C (2009) Of Herring and Sausage: Nordic Responses to Banking Crises as Examples for the United States. *Texas International Law Journal*, 44;
129. Sullivan, R., Timmermann, A. & White, H. (1999) Data-Snooping, Technical Trading Rule Performance, and the Bootstrap, *Journal of Finance*, 54, 1647-1691;
130. Tachiwou, A. M. (2010) Stock Market Development and Economic Growth: The Case of West African Monetary Union, *International Journal of Economics and Finance*, Canadian Center of Science and Education, Vol. 2, No. 3, 97-103;
131. Terazi, E. & Şenel, S. (2011) The Effects of the Global Financial Crisis on the Central and Eastern European Union Countries, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 2 No. 17, 186-192;
132. Tessari, C. & Meyer-Cirkel, A. (2017) *Brazilian Market Portfolio*, Working Paper 16/51, International Monetary Fund;
133. Thompson, E. (2006) *The tulipmania: Fact or artifact?*, Springer Science;
134. Tolosa, H., Camano, M. S., De Lumen, C. A., Charmaine, T.J. & Marieve L. E.E. (2015) Forecasting the Philippine Stock Exchange Index using Time Series Analysis Box-Jenkins *European Academic Research*, Vol. III, Issue 3, 3097-3113;
135. Toporowski, J. (2010) Why the World Economy Needs a Financial Crash and Other Critical Essays on Finance and Financial Economics. *London: Anthem Press*;
136. Trigeorgis, L. (1996) Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation, *MIT Press*;

137. Tseng, K.C. Ojoun K. & Tjung L. C. (2012) Time series and neural network forecasts of daily stock prices, *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 9, Issue 1;
138. Ungureanu, E. & Burcea, F. C. (2010) Crisis and the interconnections between world's economies, *Annals of the „Constantin Brâncuși” University of Târgu Jiu*, Economy Series, Issue 4;
139. Valiante, D. (2016) Europe's Untapped Capital Market: Rethinking Financial Integration After the Crisis, *Centre for European Policy Studies*, London;
140. Varghese, A., Tarhen, H., Shaikh, A., Banik, P. & Ramadasi, A. (2016) Stock Market Prediction Using Time Series, *International Journal on Recent and Innovation Trends in Computing and Communication*, Volume: 4 Issue: 5, 427-430;
141. Viral, V. A. (2016) Komparativna analiza zdravlja finansijskog sektora u SAD, Evropi i Aziji, *Progres i konfuzija - Stanje makroekonomske politike*, urednici Blaušar O., Radžan R., Rogof K. i Sasmers, L., prevedeno izdanje Udruženja banaka Srbije, 37-51;
142. Voth, H. J. *South Sea Bubble — The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2-nd edition, Icrea and Universitat Pompeu Fabra, Barcelona;
143. Waldrop, M. M., Computers Amplify Black Monday, Science, New Series, *American Association for the Advancement of Science* Vol. 238, No. 4827, pp. 602-604;
144. Weinstein, D. E., Kashyap, A. K. & Hamada, K. (2011) Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation, *The MIT Press*, London;
145. Western, D. L. (2004). *Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets*, Routledge, London;
146. Whalen, C. R. (2008), The Subprime Crisis -- Cause, Effect and Consequences, *Networks Financial Institute*, Indiana State University;
147. Wong, A. & Zhou, X. (2011) Development of Financial Market and Economic Growth: Review of Hong Kong, China, Japan, The United States and The United Kingdom, *International Journal of Economics and Finance*, Canadian Center of Science and Education, Vol. 3, No. 2, 111-115;
148. Yumlu, S., Gorgen, F. & Okay, N. (2005) A Comparison of global, Recurrent and Smoothed-Piecewise Neural Models for Istanbul Stock Exchange (ISE) Prediction, *Pattern Recognition Letters*, 26, pp. 2093-2103;
149. Zandi, M. (2010) *Financijski šok*, Mate Zagreb;
150. Zheng, Y. & Tong, S. Y. (2010) China And The Global Economic Crisis. *Singapore: World Scientific*;
151. Брили, А. Р., Мајерс, К. С., Маркус, Ц. А. (2010), *Основи корпоративних финансија*, Мате, Београд;
152. Вучковић, С. (2009) Зашто настају шпекулативни балони, *Економске теме*, Ниш, бр.2, 215-226;
153. Димић, М., Барјактаровић, Ј. (2017) Власничка трансформација банкарског сектора у земљама југоисточне Европе, *Банкарство*, 46, бр. 1, 84-103;
154. Дугалић, В., Штимац, М. (2011) *Основе берзанског пословања*, Стубови културе, Београд;

155. Ђуричин, Д. (2009) Како из економије моралног хазарда прећи у економију интелигентног управљања ризицима: случај Србије, *Економика предузећа*, Ниш, 9/10, 259-283;
156. Живковић, Ј. (2007) *Тенденције на светском тржишту капитала 2006. године*, Београдска берза;
157. Иванишевић, М. (2008) *Пословне финансије*, Економски факултет Београд, Београд;
158. Јакшић, М., Тодоровић, В., Томић, Н. (2018) Пензијски фондови као институционални инвеститори на финансијским тржиштима, *Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Републике Србије*, Економски факултет, Крагујевац, 209-226;
159. Ковачевић, Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд;
160. Кожул, Н. (2010) Улога своп трансакција у банкарству, *Банкарство*, Удружење банака Србије, бр. 11-12, 28-45;
161. Коцић, Б. (2012) Финансирање развоја локалних самоуправа емитовањем општинских хартија од вредности, *Socioeconotica*, бр. 2, 128-142;
162. Марјановић, М. (2004) *Процес приватизације и тржиште капитала у Мађарској, Пољској, Чешкој и Словнији*, Београдска берза;
163. Мићовић, М. (2006) *Берзански послови и хартије од вредности*, Крагујевац;
164. Ристић, Ж. (2004) *Етика и новац*, Београд;
165. Ристић, Ж. (2004) *Тржиште капитала*, Београд;
166. Стојковић, Д., Маринковић, С. (2012) Величина и ликвидност тржишта Београдске берзе, *Рачуноводство*, СРРС, бр. 7/8;
167. Стојковић, Д., Лековић, М. (2017) Значај и принципи функционисања Централног регистра, депо и клиринг хартија од вредности а.д. Београд, *Банкарство*, УБС, бр. 2;
168. Тодоровић, В. (2013) Алтернативни регулаторни приступи управљању банкарским кризама, *Економски хоризонти*, Годиште XV, бр. 3, 213 – 227;
169. Тодоровић, В. (2015) *Управљање банкарским кризама*, Економски факултет, Крагујевац;
170. Шошкић, Д., Живковић, Б. (2007) *Финансијска тржишта и институције*, Економски факултет у Београду, Београд;

Интернет извори:

171. АБР, Annual Report, 2016 (<https://www.abp.nl/images/ABP%20JV%202016%20Engels.pdf>), сајт посећен 2.2.2018. године;
172. American Association Of Individual Investors, (<https://www.aaii.com/o/sentimentsurvey>), сајт посећен 17.12.2018. године;
173. Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds, (<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2016-Large-Pension-Funds-Survey.pdf>), сајт посећен 18.8.2018. године;

174. Benjamin, J., 10 largest mutual fund companies by assets (<https://www.investmentnews.com/gallery/20180824/FREE/824009999/PH/10-largest-mutual-fund-companies-by-assets>), сајт посећен 30.12.2018. године;
175. BIS, Global OTC derivatives market (https://www.bis.org/statistics/d5_1.pdf), сајт посећен 29.7.2018. године;
176. BIS, Total credit to non-financial corporations (<https://stats.bis.org/statx/srs/table/f4.1>), сајт посећен 5.12.2018. године;
177. Bloomberg, \$250 Trillion in Debt: the World's Post-Lehman Legacy, (<https://www.bloomberg.com/graphics/2018-lehman-debt/?srnd=premium>) сајт посећен 12.1.2019. године;
178. Bloomberg, China Sees Bankruptcies Surge; Bondholders May Get Less Back (https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-16/china-sees-bankruptcies-surge-with-call-to-resolve-zombies?utm_content=business&utm_campaign=socialflow-organic&utm_source=facebook&utm_medium=social&cmpid=socialflow-facebook-business), сајт посећен 17.12.2018. године;
179. Bloomberg, Futures (<https://www.bloomberg.com/markets/stocks/futures>), сајт посећен 15.8.2018. године;
180. Bloomberg, Indicators, (<https://www.bloomberg.com/quote/INDU:IND>), сајт посећен 21.12.2018. године;
181. Bloomberg, Markets Stocks (<https://www.bloomberg.com/markets/stocks>), сајт посећен 25.12.2018. године;
182. Bureau of Economic Analysis of USA (<https://www.bea.gov/data/BDP/gross-domestic-product>), сајт посећен 30.11.2018. године;
183. Curran, E., Bloomberg, China's Debt Bomb, (<https://www.bloomberg.com/quicktake/chinas-debt-bomb>), сајт посећен 14.11.2018. године;
184. Dmitrieva, K., Bloomberg (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-13/debt-worldwide-hits-record-184-trillion-or-86-000-per-person>), сајт посећен 17.12.2018. године;
185. EАСН, Members, 2018 (<http://www.eachccp.eu/members/>), сајт посећен 10.7.2018. године;
186. East Asia Forum (<http://www.eastasiaforum.org/2018/08/06/is-japans-mountain-of-public-debt-a-threat-to-financial-stability/>), сајт посећен 20.12.2018. године;
187. EFAMA, Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows: Trends in the Fourth Quarter of 2017 (http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/180327_International%20Statistical%20Release%20Q4%202017.pdf), сајт посећен 30.8.2018. године;
188. European Insurance in Figures: 2016 data (https://www.insuranceeurope.eu/sites/default/files/attachments/WEB_European%20Insurance%20in%20Figures%20-%202016%20data.pdf), сајт посећен 30.8.2018. године;
189. FDIC, All Institutions Graphs and Data Points, 2018 (<https://www5.fdic.gov/qbp/grgraph.asp>), сајт посећен 10.8.2018. године;

190. FDIC, Industry Assets By Asset Concentration Group, 2018 (<https://www5.fdic.gov/qbp/grtable.asp?rptdate=2018mar&selgr=QCASS>), сајт посећен 4.8.2018. године;
191. FDIC, Off-Balance Sheet Derivatives (<https://www5.fdic.gov/qbp/grtable.asp?rptdate=2018mar&selgr=QOBSDVL>), сајт посећен 29.8.2018. године
192. FED, Banks, (<https://www.federalreserve.gov/releases/lbr/current/default.htm>), сајт посећен 29.8.2018. године;
193. FIAB, 2018 (<http://www.fiabnet.org/estadisticas.php>) сајт посећен 8.11.2018. године;
194. Financial Times, African nations slipping into new debt crisis (<https://www.ft.com/content/baf01b06-4329-11e8-803a-295c97e6fd0b>), сајт посећен 18.11.2018. године
195. FRED, Economic Data, Trade Balance (<https://fred.stlouisfed.org/series/BOPGSTB>), сајт посећен 11.12.2018. године;
196. Fuscald, D., The largest banks in the world, 2017 (<https://www.bankrate.com/finance/banking/largest-banks-in-the-world-1.aspx#anchor1>), сајт посећен 31.8.2018. године;
197. Global insurance market trends 2016 (<https://www.oecd.org/daf/fin/insurance/Global-Insurance-Market-Trends-2016.pdf>), сајт посећен 17.7.2018. године;
198. Goodhart, C. A. E. (2000) „The Organisational Structure of Banking Supervision“, FSI Occasional Papers, Financial Stability Institute, BIS, 1, (<http://www.sandhan.net/Adls/Dl6/Baselcommittee/TheOrganisationalStructure.pdf>), сајт посећен 2.7.2018. године;
199. GPIF, Investment results for 3Q of fiscal 2017 (https://www.gpif.go.jp/en/topics/pdf/2017_q4.pdf), сајт посећен 31.8.2018. године;
200. Harris, B., (2012) The 10 Biggest Mutual Funds: Are They Really Worth Your Money? (<https://www.forbes.com/sites/billharris/2012/08/08/the-10-biggest-mutual-funds-are-they-really-worth-your-money/#6a042534f3cf>), сајт посећен 30.8.2018. године;
201. IMF, Country Report No. 18/333, Japan (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/11/27/Japan-2018-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-46394>), сајт посећен 22.12.2018. године;
202. IMF, Data Mapper, Real BDP growth (https://www.imf.org/external/datamapper/NBDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/CHN), сајт посећен 19.11.2018. године;
203. IMF, Global Financial Stability Report, 2018 (<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/09/25/Global-Financial-Stability-Report-October-2018>), сајт посећен 21.2.2019. године;
204. IMF, Global Financial Stability Report, *A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?* October 2018;
205. IMF, Outlook for Latin America and the Caribbean: An Uneven Recovery (<https://www.imf.org/en/Publications/REO/WH/Issues/2018/10/11/wreo1018>), сајт посећен 17.12.2018. године;

206. IMF, Regional Economic Outlook, Asia and Pacific Region (<https://www.imf.org/en/Publications/REO/APAC/Issues/2018/10/05/areo1012>), сајт посећен 19.12.2018 године;
207. IMF, Regional Economic Outlook, Middle East and Central Asia (<https://www.imf.org/en/Publications/REO/MECA/Issues/2018/10/02/mreo1018>), сајт посећен 19.12.2018. године;
208. Investment Company Fact Book: A review of Trends and Activities in the Investment Company Industry (http://www.icifactbook.org/data/17_fb_data), сајт посећен 3.7.2018. године;
209. IOSCO (https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco), сајт посећен 25.8.2018. године;
210. ISSA Members, 2018, (<https://www.issanet.org/e/4/links-memb.html>), сајт посећен 12.7.2018. године;
211. Kennedy, S. (2009) Australias-response-to-the-global-financial-crisis, Infrastructure, Competition and Consumer Division, The Treasury, Australian Government (<https://treasury.gov.au/speech/australias-response-to-the-global-financial-crisis/>), сајт посећен 16.10.2018. године;
212. Lehmann, R. (2015) The Greater Fool Theory Meets Mr. Market (<https://www.forbes.com/sites/investor/2015/04/16/the-greater-fool-theory-meets-mr-market/#21d77ad164d0>), сајт посећен 28.10.2018. године;
213. MarketWatch, All the biggest stocks that are now in a bear market, in one chart (https://www.marketwatch.com/story/all-the-biggest-stocks-that-are-now-in-a-bear-market-in-one-chart-2018-12-17?link=sfmw_fb) сајт посећен 19.12.2018. године;
214. MarketWatch, First to \$1 trillion: Amazon or Apple? (<https://www.marketwatch.com/story/first-to-1-trillion-amazon-or-apple-no-brainer-the-people-have-spoken-2018-07-19> сајт посећен 17.12.2018. године);
215. MarketWatch, Technology Select Sector SPDR ETF, (https://www.marketwatch.com/investing/fund/xlk?mod=MW_story_quote) сајт посећен 15.12.2018. године;
216. Nacional Pension Service, Portfolio Overview, 2018 (http://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs_e/mcs_e_01.jsp), сајт посећен 5.8.2018. године;
217. NASDAQ Composite - 45 Year Historical Chart (<https://www.macrotrends.net/1320/nasdaq-historical-chart>), сајт посећен 7.11.2018. године;
218. New York Times, Budget Deficits Are Projected to Balloon Under the Bipartisan Spending Deal (<https://www.nytimes.com/interactive/2018/02/08/us/politics/budget-deficits-debt-bipartisan-spending-bill.html>), сајт посећен 15.12.2018. године;
219. NIKKEI Asian Review, Southeast Asia's foreign debt spirals (<https://asia.nikkei.com/Editor-s-Picks/FT-Confidential-Research/Southeast-Asia-s-foreign-debt-spirals>), сајт посећен 18.11.2018. године;
220. Norges bank investment management, 2018, (<https://www.nbim.no/en/investments/>), сајт посећен 4.7.2018. године;

221. Ocampo, J. A., The Latin American Debt Crisis In Historical Perspective (http://policydialogue.org/files/publications/The_Latin_American_Debt_Crisis_in_Historical_Perspective_Jos_Antonio_Ocampo.pdf), сајт посећен 18.11.2018. године;
222. OECD DATA, Gross Insurance Premiums, (<https://data.oecd.org/insurance/gross-insurance-premiums.htm>), сајт посећен 31.8.2018. године;
223. Pension Funds in Figure, OECD, 2017 (<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2017.pdf>), сајт посећен 27.8.2018. године;
224. Pension Markets in Fokus 2017 (<http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Markets-in-Fokus-2017.pdf>), сајт посећен 23.8.2018. године;
225. Public finances in EMU 2011, European Commission, (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ee-2011-3_en.pdf), сајт посећен 10.10.2018. године;
226. Regional Economic Outlook, Europe (<https://www.imf.org/en/Publications/REO/EU/Issues/2018/05/14/EURREO0518>), сајт посећен 20.12.2018. године;
227. Reid, C., Africa's new debt crisis (<http://www.theafricareport.com/News-Analysis/africas-new-debt-crisis.html>), сајт посећен 18.11.2018. године;
228. Ritholtz, B. (2012) 25th Anniversary Black Monday 1987 Crash (<https://ritholtz.com/2012/10/25th-anniversary-black-monday-1987-crash/>), сајт посећен 30.10.2018. године;
229. Social Security Administration, Trust Fund Data, 2018 (<https://www.ssa.gov/cgi-bin/investseries.cgi>), сајт посећен 30.7.2018. године;
230. Statista, National debt of India in relation to gross domestic product (<https://www.statista.com/statistics/271319/national-debt-of-india-in-relation-to-gross-domestic-product-BDP/>), сајт посећен 23.12.2018. године;
231. Tanzi, A., Bloomberg (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-12/u-s-debt-under-trump-has-swelled-by-size-of-brazil-s-economy>), сајт посећен 17.12.2018. године;
232. Trading Economics, CAC 40, (<https://tradingeconomics.com/france/stock-market>), сајт посећен 30.11.2018. године;
233. Trading Economics, DAX 30, (<https://tradingeconomics.com/germany/stock-market>), сајт посећен 30.11.2018. године;
234. Trading Economics, FTSE 100, (<https://tradingeconomics.com/united-kingdom/stock-market>) сајт посећен 17.2.2018. године;
235. U.S. Census Bureau, Foreign Trade (<https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html>), сајт посећен 12.12.2018. године;
236. U.S. Department Of The Treasury, Bureau Of The Fiscal Service (<https://www.fiscal.treasury.gov/files/reports-statements/mts/mts1118.pdf>), сајт посећен 15.12.2018. године;
237. United Nations, World Economic Situation and Prospects 2018 (<https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/world-economic-situation-and-prospects-january-2018-briefing-no-110/>) сајт посећен 23.12.2018. године;

238. Van der Molen, M. (2013) *The Tequila crisis in 1994* (<https://economics.rabobank.com/publications/2013/september/the-tequila-crisis-in-1994/>), сајт посећен 30.10.2018. године;
239. Vintage Value Investing, (2016), *Why the Stock Market is So Hard to Predict*, (<https://www.valuwalk.com/2016/11/stock-market-hard-predict/>), сајт посећен 30.10.2018. године;
240. WFE, Годишњи извештај о пословању за 2012 (<https://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/54/Market-Highlights/425/WFE-FY-2012-Market-Highlights.pdf>), сајт посећен 6.9.2018. године;
241. WFE, Годишњи извештај о пословању за 2013 (<https://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/54/Market-Highlights/423/WFE-FY-2013-Market-Highlights.pdf>), сајт посећен 20.8.2018. године;
242. WFE, Годишњи извештај о пословању за 2014 (<https://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/54/Market-Highlights/421/WFE-FY-2014-Market-Highlights.pdf>), сајт посећен 4.8.2018. године;
243. WFE, Годишњи извештај о пословању за 2015 (<https://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/54/Market-Highlights/419/WFE-FY-2015-Market-Highlights.pdf>), сајт посећен 12.8.2018. године;
244. WFE, Годишњи извештај о пословању за 2016 (<https://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/54/Market-Highlights/418/WFE-FY-2016-Market-Highlights.pdf>), сајт посећен 14.8.2018. године;
245. WFE, Годишњи извештај о пословању за 2017 (<https://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/54/Market-Highlights/494/WFE-FY-2017-Market-Highlights.pdf>), сајт посећен 16.7.2018. године;
246. Wolf, M., Financial Times, *China's debt threat: time to rein in the lending boom* (<https://www.ft.com/content/0c7ecae2-8cfb-11e8-bb8f-a6a2f7bca546>), сајт посећен 14.11.2018. године;
247. World Bank, *Bank nonperforming loans to total gross loans* (<https://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS?locations=US-IN-CN-EU&view=chart>), сајт посећен 23.12.2018. године;
248. World Bank, *BDP* (<https://data.worldbank.org/indicator/NY.BDP.MKTP.CD?view=chart>), сајт посећен 15.12.2018. године;
249. World Bank, *Indicator* (<https://data.worldbank.org/indicator>), сајт посећен 14.8.2018. године;
250. World Bank, *MCAP, East Asia & Pacific, (% of BDP)*, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=Z4&view=chart>), сајт посећен 5.9.2018. године;
251. World Bank, *MCAP, East Asia & Pacific*, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?locations=Z4&view=chart>), сајт посећен 17.12.2018. године;
252. World Bank, *MCAP, European Union, (% of BDP)*, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=EU&view=chart>), сајт посећен 20.9.2018. године;

253. World Bank, MCAP, European Union, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?locations=EU&view=chart>), сајт посећен 10.10.2018. године;
254. World Bank, MCAP, Germany & France (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2017&locations=DE-FR&start=2000&view=chart>);
255. World Bank, MCAP, Latin America & Caribbean, (% of BDP) (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=ZJ&view=chart>), сајт посећен 20.9.2018. године;
256. World Bank, MCAP, Latin America, (<https://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcap.cd>), сајт посећен 18.12.2018. године;
257. World Bank, MCAP, Middle East & North Africa, (% of BDP), (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=ZQ&view=chart>), сајт посећен 21.9.2018. године;
258. World Bank, MCAP, Middle East & North Africa, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?locations=ZQ&view=chart>), сајт посећен 16.12.2018. године;
259. World Bank, MCAP, North America, (% of BDP) (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=XU&view=chart>), сајт посећен 15.9.2018. године;
260. World Bank, MCAP, North America, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?locations=XU&view=chart>), сајт посећен 25.9.2018. године;
261. World Bank, MCAP, South Africa, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2017&locations=ZA&start=2000&view=chart>) сајт посећен 26.12.2018. године;
262. World Bank, MCAP, South Asia, (% of BDP), (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=8S&view=chart>), сајт посећен 5.9.2018. године;
263. World Bank, MCAP, South Asia, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2017&locations=8S&start=2000&view=chart>), сајт посећен 23.12.2018. године;
264. World Bank, MCAP, Sub-Saharan Africa, (% of BDP), (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart>), сајт посећен 12.9.2018. године;
265. World Bank, Turnover Ratio (%), East Asia & Pacific, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=Z4&view=chart>), сајт посећен 21.9.2018. године;
266. World Bank, Turnover Ratio (%), European Union, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=EU&view=chart>), сајт посећен 12.9.2018. године;
267. World Bank, Turnover Ratio (%), Latin America & Caribbean, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=ZJ&view=chart>), сајт посећен 22.9.2018. године;

268. World Bank, Turnover Ratio (%), Middle East & North Africa, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=ZQ&view=chart>), сајт посећен 21.9.2018. године;
269. World Bank, Turnover Ratio (%), North America, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=XU>), сајт посећен 15.9.2018. године;
270. World Bank, Turnover Ratio (%), South Asia, (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=8S&view=chart>), сајт посећен 2.9.2018. године;
271. World Bank, Turnover Ratio (%), Sub-Saharan Africa (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=ZG&view=chart>), сајт посећен 2.9.2018. године;
272. World Economic Forum, (www.weforum.org, Is income inequality rising around the world?) сајт посећен 26.12.2018. године;
273. Writer, S., South Africa enters recession after BDP declines for a second quarter (<https://businesstech.co.za/news/finance/269235/south-africa-enters-recession-after-BDP-declines-for-a-second-quarter/>), сајт посећен 19.11.2018. године;
274. Београдска берза, Блок трговање, (http://www.belex.rs/trgovanje/blok_trgovanja) сајт посећен 5.9.2018. године;
275. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2004. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/Godisnji_Izvestaj_2004.pdf), сајт посећен 6.9.2018. године;
276. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2005. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/Godisnji_Izvestaj_2005.pdf), сајт посећен 6.9.2018. године;
277. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2006. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/Godisnji_Izvestaj_20062.pdf), сајт посећен 6.9.2018. године;
278. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2007. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/Godisnji_Izvestaj_2007.pdf), сајт посећен 5.9.2018. године;
279. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2008. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/BB_Godisnji%20izvestaj%202008.pdf), сајт посећен 15.8.2018. године;
280. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2009. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2009.pdf), сајт посећен 22.8.2018. године;
281. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2010. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2010.pdf), сајт посећен 20.8.2018. године;
282. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2011. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2011.pdf), сајт посећен 1.9.2018. године;

283. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2012. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/GI_2012.pdf), сајт посећен 4.9.2018. године;
284. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2013. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/GI_2013.pdf), сајт посећен 25.8.2018. године;
285. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2014. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/GI2014.pdf), сајт посећен 6.8.2018. године;
286. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2015. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/GI2015.pdf), сајт посећен 16.8.2018. године;
287. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2016. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/GI_2016.pdf), сајт посећен 15.8.2018. године;
288. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању за 2017. годину (https://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/GI_2017.pdf), сајт посећен 6.9.2018. године;
289. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању, 2017, (<https://www.belex.rs/trgovanje/pregled/godisnji/5442>), сајт посећен 31.8.2018. године;
290. Београдска берза, Годишњи извештај о пословању, 2018, (<https://www.belex.rs/trgovanje/pregled/godisnji/6020>), сајт посећен 30.1.2019. године;
291. Београдска берза, Метод минималне цене (http://www.belex.rs/trgovanje/mc_trgovanja) сајт посећен 25.8.2018. године;
292. Београдска берза, Организација тржишта, (https://www.belex.rs/trzista_i_hartije/organizacija_trzista), сајт посећен 6.9.2018;
293. Београдска берза, Примарно трговање, (http://www.belex.rs/trgovanje/primarna_trgovanja) сајт посећен 6.11.2018. године;
294. Београдска берза, Списак чланова (https://www.belex.rs/clanovi/spisak_clanova), сајт посећен 6.9.2018. године;
295. Београдска берза, Фундаментална анализа (http://www.belex.rs/files/edukacija/FUNDAMENTALNA%20ANALIZA_BELEXpedia.pdf), сајт посећен 12.9.2018. године;
296. Комисија за хартије од вредности РС, 2018, (<http://www.sec.gov.rs/index.php/sr/службени-регистру/регистар-инвестиционих-фондова>), сајт посећен 30.8.2018. године;
297. Матић, В., (2017) Банкарски сектор Србије у 2016 години: анализа финансијске позиције и резултата, Удружење банака Србије (<http://www.ubs-asb.com/LinkClick.aspx?fileticket=Gwgn93a7nJE%3d&tabid=538&mid=20666>), сајт посећен 24.7.2018. године;
298. НБС, Годишњи извештај о пословању и резултатима рада за 2017. годину, (https://www.nbs.rs/internet/latinica/90/90_4/godisnji_izvestaj_2017.pdf), сајт посећен 1.9.2018. године;

299. НБС, Сектор добровољних пензијских фондова у Србији-извештај за четврто тромесечје 2017. године, (http://www.nbs.rs/internet/latinica/62/62_2/dpf_04_17.pdf), сајт посећен 4.7.2018. године;
300. НБС, Сектор осигурања у Србији - извештај за треће тромесечје 2017. године (https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_III_2017.pdf), сајт посећен 5.7.2018. године;
301. Свилановић, Г., Regional Cooperation Council (http://www.nin.co.rs/pages/article.php?id=115047&fbclid=IwAR0nd_vo0HDlbSO9C1FnN72cyhQsYYZuSD8pXiLpy_9_if8QSO-foYtbzVs), сајт посећен 20.12.2018. године;
302. Централни регистар, депо и клиринг ХоВ, а.д. Београд, Збирни приказ власништва (<http://www.crhov.rs/?Орсија=2>), сајт посећен 26.11.2018. године;

Закони и правилници:

303. *Закон о тржишту капитала*, Службени гласник РС, бр. 31/2011,
304. *Одлука о разврставању хартија од вредности укључених на ванберзанско тржиште на сегменте и тржишне сегменте Београдске берзе а.д. Београд*, 01/1 број 3461/12,
305. *Одлука о утврђивању услова за обављање послова маркет мејкера*, 04/2 број 3012-1/09,
306. *Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд*, 04/2 бр. 3383-1/18,
307. *Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд*, 04/2 број 12143-1/15,
308. *Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд*, 04/2 број 3163-1/12,

ПРИЛОГ

Прилог 1: *Spearman*-ов тест корелације

df = 26		M 01	M 02	M 03	M 04	M 05	M 06	M 07	M 08	M 09	M 10	M 11	M 12	M (01) ²	M (02) ²	M (03) ²
M 01	Корелација	1.000	0.787	0.701	0.678	0.637	0.442	0.501	0.433	0.623	0.465	0.563	0.608	0.181	0.397	0.451
	<i>p</i> вредност (двострана)		0.000	0.000	0.001	0.000	0.014	0.003	0.011	0.001	0.007	0.003	0.000	0.263	0.041	0.015
M 02	Корелација		1.000	0.841	0.777	0.471	0.303	0.552	0.458	0.715	0.467	0.522	0.411	0.228	0.513	0.564
	<i>p</i> вредност (двострана)			0.000	0.000	0.007	0.114	0.001	0.006	0.000	0.008	0.002	0.009	0.147	0.004	0.003
M 03	Корелација			1.000	0.611	0.336	0.187	0.463	0.449	0.787	0.467	0.432	0.492	0.253	0.417	0.453
	<i>p</i> вредност (двострана)				0.000	0.040	0.361	0.004	0.007	0.000	0.007	0.017	0.004	0.181	0.035	0.008
M 04	Корелација				1.000	0.532	0.416	0.333	0.451	0.526	0.387	0.239	0.421	0.193	0.264	0.362
	<i>p</i> вредност (двострана)					0.001	0.023	0.061	0.012	0.001	0.044	0.147	0.018	0.341	0.143	0.046
M 05	Корелација					1.000	0.652	0.268	0.387	0.247	0.249	0.316	0.454	0.069	0.336	0.172
	<i>p</i> вредност (двострана)						0.000	0.141	0.029	0.137	0.141	0.081	0.019	0.701	0.089	0.417
M 06	Корелација						1.000	0.314	0.319	0.239	0.112	0.345	0.283	-0.018	0.141	-0.244
	<i>p</i> вредност (двострана)							0.087	0.054	0.219	0.573	0.072	0.123	0.923	0.456	0.197
M 07	Корелација							1.000	0.427	0.482	0.513	0.351	0.542	0.026	0.133	0.114
	<i>p</i> вредност (двострана)								0.018	0.003	0.002	0.059	0.002	0.871	0.517	0.563
M 08	Корелација								1.000	0.561	0.347	0.222	0.338	-0.121	0.071	0.005
	<i>p</i> вредност (двострана)									0.001	0.044	0.237	0.038	0.472	0.707	0.956
M 09	Корелација									1.000	0.577	0.593	0.453	0.085	0.252	0.278
	<i>p</i> вредност (двострана)										0.000	0.000	0.010	0.658	0.180	0.124
M 10	Корелација										1.000	0.653	0.301	-0.117	0.042	0.116
	<i>p</i> вредност (двострана)											0.000	0.068	0.589	0.812	0.587
M 11	Корелација											1.000	0.141	0.169	0.320	0.087
	<i>p</i> вредност (двострана)												0.393	0.411	0.112	0.619
M 12	Корелација												1.000	0.103	0.177	0.381
	<i>p</i> вредност (двострана)													0.586	0.321	0.043
M (01)	Корелација													1.000	0.657	0.489
	<i>p</i> вредност (двострана)														0.000	0.005
M (02)	Корелација														1.000	0.613
	<i>p</i> вредност (двострана)															0.000
M (03)	Корелација															1.000

Извор: Израда аутора

Прилог 2: *Pearson*-ов тест корелације

df = 26		M 01	M 02	M 03	M 04	M 05	M 06	M 07	M 08	M 09	M 10	M 11	M 12	M (01)	M (02)	M (03)
M 01	Корелација	1.000	0.787	0.661	0.563	0.658	0.613	0.485	0.415	0.512	0.521	0.664	0.606	0.019	0.127	0.002
	<i>p</i> вредност (двострана)		0.000	0.000	0.001	0.000	0.002	0.009	0.003	0.008	0.006	0.003	0.001	0.912	0.601	0.973
M 02	Корелација		1.000	0.792	0.729	0.513	0.497	0.587	0.469	0.671	0.473	0.462	0.404	0.027	0.273	0.381
	<i>p</i> вредност (двострана)			0.000	0.000	0.006	0.008	0.001	0.017	0.000	0.013	0.019	0.027	0.972	0.211	0.041
M 03	Корелација			1.000	0.546	0.309	0.261	0.488	0.488	0.736	0.548	0.451	0.394	0.018	0.117	0.251
	<i>p</i> вредност (двострана)				0.003	0.111	0.199	0.007	0.007	0.000	0.002	0.011	0.028	0.928	0.606	0.212
M 04	Корелација				1.000	0.546	0.541	0.325	0.462	0.495	0.381	0.238	0.332	-0.009	0.098	0.094
	<i>p</i> вредност (двострана)					0.003	0.002	0.109	0.015	0.005	0.047	0.212	0.080	0.961	0.587	0.667
M 05	Корелација					1.000	0.699	0.277	0.404	0.237	0.325	0.423	0.421	-0.071	0.312	-0.272
	<i>p</i> вредност (двострана)						0.000	0.154	0.029	0.218	0.072	0.021	0.019	0.723	0.117	0.184
M 06	Корелација						1.000	0.296	0.356	0.281	0.223	0.359	0.338	0.182	0.452	-0.542
	<i>p</i> вредност (двострана)							0.121	0.072	0.163	0.287	0.056	0.068	0.376	0.016	0.003
M 07	Корелација							1.000	0.389	0.489	0.519	0.359	0.569	-0.021	-0.003	-0.087
	<i>p</i> вредност (двострана)								0.032	0.006	0.005	0.056	0.002	0.917	0.992	0.632
M 08	Корелација								1.000	0.647	0.455	0.272	0.341	-0.099	0.038	-0.217
	<i>p</i> вредност (двострана)									0.000	0.012	0.167	0.058	0.584	0.876	0.267
M 09	Корелација									1.000	0.689	0.637	0.412	-0.048	0.067	0.043
	<i>p</i> вредност (двострана)										0.000	0.000	0.021	0.788	0.748	0.857
M 10	Корелација										1.000	0.778	0.385	-0.122	-0.022	-0.141
	<i>p</i> вредност (двострана)											0.000	0.049	0.527	0.879	0.444
M 11	Корелација											1.000	0.245	0.088	0.219	-0.195
	<i>p</i> вредност (двострана)												0.216	0.632	0.275	0.311
M 12	Корелација												1.000	-0.108	-0.174	0.039
	<i>p</i> вредност (двострана)													0.609	0.423	0.840
M (01)	Корелација													1.000	0.557	0.458
	<i>p</i> вредност (двострана)														0.002	0.011
M (02)	Корелација														1.000	0.559
	<i>p</i> вредност (двострана)															0.002
M (03)	Корелација															1.000

Извор: Израда аутора