

UNIVERZITET PRIVREDNA AKADEMIJA U NOVOM SADU
Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu

Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja i međuzavisnost sa likvidnošću finansijskog sektora

Doktorska teza

Mentor:
Profesor emeritus Zorka Grandov

Kandidat:
Dragana Milić

Novi Sad, 2018.

UNIVERSITY BUSINESS ACADEMY IN NOVI SAD
Faculty of Economics and Engineering Management in Novi Sad

The Macroeconomic Determinants of Economic
Development and Their Interdependence with the
Financial Sector Liquidity

Doctoral dissertation

Menthor:
Zorka Grandov, Professor Emeritus

Candidate:
Dragana Milić

Novi Sad, 2018

UNIVERZITET PRIVREDNA AKADEMIJA U NOVOM SADU
FAKULTET ZA EKONOMIJU I INŽENJERSKI MENADŽMENT U NOVOM
SADU

KLJUČNI PODACI O ZAVRŠNOM RADU

Vrsta rada:	Doktorska disertacija
Ime i prezime autora:	Dragana Milić
Mentor (titula, ime, prezime, zvanje, institucija)	Prof. dr Zorka Grandov, profesor emeritus Fakulteta za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, uža naučna oblast Poslovna i međunarodna ekonomija
Naslov rada:	Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja i međuzavisnost sa likvidnošću finansijskog sektora
Jezik publikacije (pismo):	Srpski (latinica)
Fizički opis rada:	Uneti broj: Stranica: 255 Poglavlja: 4 Referenci: 192 Tabela: 54 Slika: 2 Grafikona: 53 Priloga: 0
Naučna/umetnička oblast:	Poslovna ekonomija
Predmetna odrednica, ključne reči:	Makroekonomske determinante, Ekonomski razvoj, Likvidnost, Međuzavisnost, Bankarski sektor, Sektor osiguranja, Korelacija, Linearna logistička regresija.
Izvod (apstrakt ili rezime) na jeziku završnog rada:	Ekonomski razvoj podržan ljudskim resursima, stabilnom inflacijom, rastom privredne aktivnosti, područje je analize brojnih autora. Pokušaji praktičnog rešavanja problema nezaposlenosti i doskorašnjeg vrlo niskog bruto domaćeg proizvoda kao i održavanja stabilne inflacije, učinilo je tokove ekonomskog razvoja nehrabrujućim, najpre zbog teške društvene i ekonomske realnosti. Prisustvo ekonomskog razvoja vremenom stvara nove potrebe privrednih subjekata i

stanovništva, što se odražava na bankarski sektor i na sektor osiguranja kao intermedijara i kao pružaoca adekvatne zaštite od rizika. Analiza teorijskog okvira makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskog sektora od presudne je važnosti za razumevanje njihove međuzavisnosti.

Kada je reč o bruto domaćem proizvodu, njegov rast utiče na porast aktivnosti jedne privrede, ali i na rast tražnje za bankarskim kreditima jer poslovni subjekti imaju želju da ostvare kvalitetne poslovne projekte. U ovakvom scenariju dolazi do smanjenja likvidnih sredstava banke. Likvidnost sektora osiguranja u Srbiji trpi sve promene u nivou razvijenosti privrede jer je direktno zavistan od životnog standarda stanovništva i mogućnosti investiranja slobodnih novčanih sredstava.

Likvidnost bankarskog sektora je u korelaciji sa nivoom nezaposlenosti s obzirom na to da rast nezaposlenosti smanjuje sposobnost dužnika da izmiruje svoje obaveze prema banci, a poslovne banke navodi da smanjuju svoju kreditnu aktivnost kao i broj potencijalnih klijenata. Ovakav scenario formira povećanje likvidnih sredstava u banci, ali i udeo problematičnih kredita. Likvidnost sektora osiguranja takođe je u korelaciji sa nivoom nezaposlenosti, gde visoke stope nezaposlenosti i smanjene mogućnosti stanovništva da kupuju neke od proizvoda osiguranja, umanjuju tražnju za njima i opredeljuju pojedinca da svoje potrebe zadovoljava na znatno nižem nivou.

U periodima sporog ekonomskog razvoja inflacija se često koristi kao instrument za postizanje određenih ciljeva, a naročito se misli na dostizanje višeg nivoa ekonomskog razvoja i ostvarenje rasta zaposlenosti. Visoke stope inflacije smanjuju kreditnu aktivnost banaka što posledično povećava likvidne rezerve banke. Međuzavisnost postoji jer rast potrošačkih cena deluje na smanjenu ukupnu tražnju koja opet usporava privrednu aktivnost i tražnju za kreditima. Dejstvo inflacije na likvidnost sektora osiguranja u Srbiji nije identifikovano.

Na osnovu različitih teorijskih i empirijskih rezultata, kao predmet istraživanja doktorske disertacije postavlja se analiza međuzavisnosti odabranih makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskog sektora. Uvažavajući navedeno, moguće je ukazati na makroekonomske determinante ekonomskog razvoja sa najvećom međuzavisnošću sa likvidnošću bankarskog sektora i sektora osiguranja. Kao cilj

	<p>istraživanja doktorske disertacije postavlja se ocena da li i na koji način varijacije makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja utiču na izloženost finansijskog sektora riziku likvidnosti. U okviru definisanog predmeta istraživanja primenjene su metode istraživanja poput komparativne metode, deskriptivne statistike, korelacione analize, linearne logističke regresije, nad podacima makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti bankarskog sektora i sektora osiguranja. Pružen je zaključak u kojem se navodi koji finansijski sektor tj. njegova likvidnost, ostvaruje veću međuzavisnost sa makroekonomskim indikatorima ekonomskog razvoja, čime je obogaćeno i upotpunjeno naučno saznanje.</p>
Datum odbrane: (Popunjava naknadno odgovarajuća služba)	
Članovi komisije: (titula, ime, prezime, zvanje, institucija)	<p>Predsednik: Dr Marko Carić, redovni profesor Pravnog fakulteta za privredu i pravosuđe u Novom Sadu, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, uža naučna oblast Multidisciplinarna ekonomska</p> <p>Član: Dr Dragan Soleša, redovni profesor Fakulteta za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, uža naučna oblast Kvantitativne metode i informacioni sistemi</p> <p>Mentor: Dr Zorka Grandov, profesor emeritus Fakulteta za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, uža naučna oblast Poslovna i međunarodna ekonomija</p>
Napomena:	<p>Autor doktorske disertacije potpisao je sledeće Izjave:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Izjava o autorstvu, 2. Izjava o istovetnosti štampane i elektronske verzije doktorskog rada i 3. Izjava o korišćenju. <p>Ove Izjave se čuvaju na fakultetu u štampanom i elektronskom obliku.</p>
UDK:	<p>330.1 330.101.54 336.146</p>

**UNIVERSITY BUSINESS ACADEMY IN NOVI SAD
FACULTY OF ECONOMICS AND ENGINEERING MANAGEMENT IN NOVI
SAD**

KEY WORD DOCUMENTATION

Document type:	Doctoral dissertation
Author:	Dragana Milić
Menthor (title, first name, last name, position, institution)	Zorka Grandov, Professor Emeritus at Faculty of Economics and Engineering Management in Novi Sad, University Business Academy in Novi Sad, scientific area: Business and International Economics
Title:	The Macroeconomic Determinants of Economic Development and Their Interdependence with the Financial Sector Liquidity
Language of text (script):	Serbian language (latin script)
Physical description:	Number of: Pages: 255 Chapters: 4 References: 192 Tables: 54 Illustrations: 2 Graphs: 53 Appendices: 0
Scientific/artistic field:	Business Economics
Subject, Key words:	Macroeconomic determinants, Economic development, Liquidity, Interdependence, Banking sector, Insurance sector, Correlation, Linear logistic regression
Abstract (or resume) in the language of the text:	Economic development supported by human resources, stable inflation, growth of economic activity has been study issues of numerous authors. Attempts to practically solve the unemployment problem and the current very low gross domestic product, as well as to maintain stable inflation, have made the flow of economic development unsustainable, primarily due to the difficult social and economic reality. The presence of economic development over some time creates new needs of business entities and the population, which is reflected in the banking sector and the insurance sector as intermediaries and as

providers of adequate risk protection. The analysis of the theoretical framework of macroeconomic determinants of economic development and liquidity of the financial sector is crucial for understanding their interdependence.

When it comes to gross domestic product, its growth affects the increase in the economic activity but also the growth in demand for bank loans, as business entities have a desire to achieve quality business projects. In this scenario there is a decrease in the bank's liquid assets. The liquidity of the insurance sector in Serbia suffers from all changes in the level of economic development because it is directly dependent on the living standard of the population and the possibility of investing free cash.

Liquidity of the banking sector is in correlation with the level of unemployment, since the growth of unemployment reduces the ability of the borrower to settle its obligations towards the bank, and commercial banks state that they reduce their lending activity and the number of potential clients. This scenario forms the increase of liquid assets in the bank, as well as the share of problem loans. Liquidity of the insurance sector also depends on the level of unemployment, where high unemployment rates and reduced ability to buy some of the insurance products reduce the demand for them and force an individual to satisfy their needs at a significantly lower level.

In periods of slow economic development, inflation is often used as an instrument for achieving certain goals, and in particular it means to achieve a higher level of economic development and achieve employment growth. High inflation rates reduce the lending activity of banks, which consequently increases the bank's liquid reserves. Interdependence exists because the growth of consumer prices affects the reduced total demand, which again slows down economic activity and demand for loans. The effect of inflation on the liquidity of the insurance sector in Serbia has not been identified.

Based on different theoretical and empirical results, the research issue of the doctoral thesis is the analysis of the interdependence of the selected macroeconomic determinants of economic development and liquidity of the financial sector. Taking into account the abovementioned, it is possible to point out to the macroeconomic determinants of economic development with the

	<p>highest interdependence with the liquidity of the banking sector and the insurance sector. The goal of the research in this doctoral dissertation is to assess whether and how the variations of macroeconomic determinants of economic development influence the exposure of the financial sector to the liquidity risk. Within the defined research problem, research methods such as comparative method, descriptive statistics, correlation analysis, linear logistic regression, data on macroeconomic determinants of economic development and liquidity of the banking sector and the insurance sector were applied. A conclusion has been drawn that states which financial sector, i.e. its liquidity, achieves greater interdependence with macroeconomic indicators of economic development, which enriched and broadened scientific knowledge.</p>
Defended: (The faculty service fills later.)	
Thesis Defend Board: (title, first name, last name, position, institution)	<p>President: Marko Carić, Ph.D., Full Professor at Faculty of Law for Commerce and Judiciary in Novi Sad, University Business Academy in Novi Sad, scientific area: Multidisciplinary Economics</p> <p>Member: Dragan Soleša, Ph.D., Full Professor at the Faculty of Economics and Engineering Management in Novi Sad, University Business Academy in Novi Sad, scientific area: Quantitative methods and Information systems</p> <p>Menthor: Zorka Grandov, Professor Emeritus at Faculty of Economics and Engineering Management in Novi Sad, University Business Academy in Novi Sad, scientific area: Business and International Economics</p>
Note:	<p>The author of doctoral dissertation has signed the following Statements:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Statement on the authority, 2. Statement that the printed and e-version of doctoral dissertation are identical and 3. Statement on copyright licenses. <p>The paper and e-versions of Statements are held at the faculty.</p>
UDC:	<p>330.1 330.101.54 336.146</p>

SADRŽAJ

UVOD	1
I DEO – PREGLED TEORIJSKIH STAVOVA MAKROEKONOMSKIH INDIKATORA EKONOMSKOG RAZVOJA	6
1. Makroekonomski indikatori.....	6
1.1. Osnovni ciljevi makroekonomske politike.....	6
1.1.1. Održiv i stabilan rast bruto domaćeg proizvoda.....	7
1.1.2. Smanjenje stope nezaposlenosti	12
1.1.3. Pобољшanje životnog standarda	16
1.1.4. Niska i stabilna inflacija.....	19
1.2. Makroekonomske politike u funkciji ekonomskog razvoja	24
1.2.1. Fiskalna politika	25
1.2.2. Monetarna politika.....	28
2. Ekonomski razvoj.....	32
2.1. Pojmovno određenje privrednog rasta i razvoja	32
2.2. Teorije ekonomskog razvoja.....	37
2.3. Finansiranje ekonomskog razvoja.....	39
3. Korelaciona analiza makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja	43
II DEO – LIKVIDNOST FINANSIJSKOG SEKTORA	55
1. Pregled teorijskih stavova o finansijskom sektoru	55
1.1. Funkcionisanje finansijskog tržišta	56
1.2. Pojam i vrste finansijskih institucija	59
1.3. Karakteristike finansijskih instrumenata	62
2. Pregled teorijskih stavova o likvidnosti finansijskog sektora.....	64
2.1. Upravljanje aktivom banke.....	66
2.2. Upravljanje pasivom banke	71
2.3. Likvidnost sektora osiguranja.....	75
3. Povezanost makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja i banakarskog sektora	76
4. Povezanost makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja i sektora osiguranja ..	82
5. Bankarski sektor	88
5.1. Institucionalno određenje banke	88
5.2. Bankarski sektor Srbije	93
5.2.1. Kreditni potencijal banke	94

5.2.2. Depozitni potencijal banke	98
5.3. Pokazatelji likvidnosti banaka	102
5.3.1. CAMELS rejting sistem.....	102
5.3.2. Primena pokazatelja likvidnosti	109
5.3.3. Mere Narodne banke Srbije.....	113
6. Sektor osiguranja	119
6.1. Pojam osiguranja.....	119
6.1.1. Elementi osiguranja	121
6.1.2. Subjekti osiguranja	124
6.2. Uloga osiguravajućih društava kao finansijskih posrednika	125
6.3. Tržište osiguranja u Srbiji	129
6.4. Tržište osiguranja u svetu.....	138
6.5. Pokazatelji finansijske stabilnosti osiguravajućih društava	141
6.5.1. CARMEL pokazatelj likvidnosti	141
6.5.2. Primena CARMEL pokazatelja likvidnosti na primeru dva osiguravajuća društva	144

III DEO – MEĐUZAVISNOST EKONOMSKOG RAZVOJA SA LIKVIDNOŠĆU FINANSIJSKOG SEKTORA

1. Pregled mogućih relacija između ekonomskog razvoja i finansijskog sektora	147
2. Međuzavisnost ekonomskog razvoja i finansijskog sektora na primeru Srbije	152
3. Komparativna analiza Srbije sa zemljama u regionu	162
3.1. Komparativna analiza likvidnosti bankarskog sektora Srbije sa zemljama regiona	162
3.1.1. Bankarski sektor Srbije	163
3.1.2. Bankarski sektor Hrvatske	167
3.1.3. Bankarski sektor Bosne i Hercegovine	170
3.1.4. Bankarski sektor Crne Gore	171
3.2. Komparativna analiza likvidnosti sektora osiguranja Srbije sa zemljama regiona	175
3.2.1. Sektor osiguranja Srbije	176
3.2.2. Sektor osiguranja Crne Gore	179
3.2.3. Sektor osiguranja Bosne i Hercegovine	181

IV DEO – ISTRAŽIVANJE MEĐUZAVISNOSTI I POVEZANOSTI MAKROEKONOMSKIH DETERMINANTI EKONOMSKOG RAZVOJA I LIKVIDNOSTI FINANSIJSKOG SEKTORA	184
1. Pregled literature	184
2. Metodologija istraživanja.....	187
3. Obuhvat istraživanja	189
3.1. Komparativna analiza makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja Srbije sa zemljama regiona.....	190
3.2. Komparativna analiza makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja Srbije sa Belgijom.....	199
3.3. Rezultati istraživanja za bankarski sektor	201
3.4. Rezultati istraživanja za sektor osiguranja	215
4. Ograničenja istraživanja.....	228
5. Pravci budućeg istraživanja.....	229
ZAKLJUČAK.....	230
LITERATURA	240
BIOGRAFIJA.....	255

SPISAK TABELA

Tabela 1: Moguće varijante makroekonomskih ciljeva	7
Tabela 2: Lična potrošnja domaćinstava, mesečni prosek u Srbiji u 2016. godini	18
Tabela 3: Pregled teorija ekonomskog razvoja.....	37
Tabela 4: Deskriptivna statistika	47
Tabela 5: Testovi normalnosti raspodele (1)	50
Tabela 6: Korelacije (1)	51
Tabela 7: Korelacije (2)	53
Tabela 8: Pregled aktive i pasive bilansa stanja poslovne banke po principu likvidnosti ...	66
Tabela 9: Makroekonomski ambijent Srbije na osnovu Izveštaja o globalnoj konkurentnosti zemalja	77
Tabela 10: Razvijenost finansijskih tržišta Srbije na osnovu Izveštaja o globalnoj konkurentnosti zemalja	77
Tabela 11: Lista odabranih makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja Srbije ..	82
Tabela 12: Registrovana zaposlenost u Republici Srbiji.....	84
Tabela 13: Strane direktne investicije pojedinih zemalja u mil. USD	86
Tabela 14: Primer isplativosti štednje oročene na godinu dana u Srbiji.....	101
Tabela 15: CAMELS smernice bankarskog sektora.....	104
Tabela 16: Kvalitativni pregledi svakog kompozitnog rejtinga banaka	107
Tabela 17: Kvalitativni pregledi rejtinga likvidnosti bankarskog sektora	109
Tabela 18: Instrumenti i mere monetarne politike Narodne banke Srbije – referentna kamatna stopa	114
Tabela 19: Instrumenti i mere monetarne politike Narodne banke Srbije – operacije na otvorenom tržištu	116
Tabela 20: Instrumenti i mere monetarne politike Narodne banke Srbije – obavezna rezerva	118
Tabela 21: Instrumenti i mere monetarne politike Narodne banke Srbije – stalne olakšice	119
Tabela 22: Uporedni pregled podataka o razvijenosti tržišta osiguranja pojedinih država za 2016. godinu	136
Tabela 23: Učešće sektora osiguranja u ukupnom finansijskom sektoru Srbije u % (2013–2016)	137
Tabela 24: Prikaz bilasne aktive društava za osiguranje u Srbiji	144
Tabela 25: Carmel pokazatelj likvidnosti Kompanije Dunav osiguranje	145
Tabela 26: Carmel pokazatelj likvidnosti kompanije „DDOR” Novi Sad a.d.	146
Tabela 27: Pokazatelji tranzicionih reformi po sektorima u Srbiji.....	154
Tabela 28: Ekonomski razvoj zemalja u razvoju i razvoj sektora osiguranja	160
Tabela 29: Osnovne informacije o istraživanju	189
Tabela 30: Stopa realnog rasta BDP-a po sektorima u Crnoj Gori.....	194
Tabela 31: Deskriptivna statistika.....	201
Tabela 32: Testovi normalnosti raspodele	205
Tabela 33: Korelacije (3).....	206
Tabela 34: Korelacije (4).....	207

Tabela 35: ANOVA (1) ^a	208
Tabela 36: Model Summary (1) ^b	208
Tabela 37: Koeficijenti (1) ^a	209
Tabela 38: Korelacije (5).....	210
Tabela 39: Korelacije (6).....	211
Tabela 40: Korelacije (7).....	212
Tabela 41: ANOVA (2) ^a	212
Tabela 42: Model Summary (2) ^b	212
Tabela 43: Koeficijenti (2) ^a	213
Tabela 44: Deskriptivna statistika.....	217
Tabela 45: Test normalnosti raspodele	220
Tabela 46: Korelacije (8).....	221
Tabela 47: Korelacije (9).....	222
Tabela 48: ANOVA (3) ^a	222
Tabela 49: Koeficijenti (3) ^a	223
Tabela 50: Korelacija za likvidnost neživotnog osiguranja	224
Tabela 51: Korelacije (10).....	224
Tabela 52: ANOVA (4) ^a	225
Tabela 53: Model Summary (4) ^b	225
Tabela 54: Koeficijenti (4) ^a	225

SPISAK GRAFIKONA

Grafikon 1: Stopa rasta BDP-a Srbije u %	10
Grafikon 2: Indeks industrijske proizvodnje Srbije u periodu od 2008–2016. godine	11
Grafikon 3: Stopa nezaposlenosti Srbije u %	13
Grafikon 4: Minimalna potrošačka korpa u Srbiji u periodu od 2008–2016. godine	17
Grafikon 5: Indeks potrošačkih cena (CPI) u Srbiji u periodu od 2008–2016. godine	23
Grafikon 6: Aktiva bankarskog sektora u mlrd RSD	67
Grafikon 7: Struktura aktive bilansa stanja bankarskog sektora Srbije	69
Grafikon 8: NPL (bruto) krediti za ukupan portfolio u Srbiji u %	70
Grafikon 9: Ukupno problematični krediti u mlrd RSD	70
Grafikon 10: Struktura pasive bilansa bankarskog sektora Srbije u %	72
Grafikon 11: Stuktura kapitala bilansa stanja bankarskog sektora Srbije u %	73
Grafikon 12: Struktura obaveza bilansa stanja bankarskog sektora Srbije u %	73
Grafikon 13: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja i likvidnost bankarskog sektora Srbije	81
Grafikon 14: Sektorska usmerenost kredita od strane bankarskog sektora Srbije	96
Grafikon 15: Pregled potraživanja banaka od stanovništva, iznosa depozita stanovništva i prosečnog iznosa kredita po stanovniku u Srbiji	97
Grafikon 16: Vlasnička struktura bankarskog sektora Srbije, učešće u bilansnoj sumi u %	98
Grafikon 17: Vlasnička struktura bankarskog sektora Srbije, učešće u kapitalu u %	98
Grafikon 18: Sektorska struktura depozita bankarskog sektora Srbije	100
Grafikon 19: Depoziti stanovništva kod banaka po ugovorenoj zaštiti od rizika i valutnoj strukturi u Srbiji	100
Grafikon 20: Ročna sturktura depozita bankarskog sektora u Srbiji	102
Grafikon 21: Indikator likvidnosti bankarskog sektora Srbije – prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti	110
Grafikon 22: Indikator likvidnosti bankarskog sektora Srbije – LTD ratio	111
Grafikon 23: Kretanje ukupnih kredita i depozita bankarskog sektora Srbije u periodu od 2008–2016. godine	112
Grafikon 24: Ročna struktura dugoročnih kredita i depozita bankarskog sektora Srbije u %	112
Grafikon 25: Ročna stuktura kratkoročnih kredita i depozita bankarskog sektora Srbije u %	113
Grafikon 26: Pregled aukcijske trgovine HoV kojima NBS obavlja operacije na otvorenom tržištu	116
Grafikon 27: Tromesečno kretanje ukupne premije sektora osiguranja Srbije (2008–2016) u mlrd. din.	132
Grafikon 28: Učešće premije pojedinih osiguravajućih društava u ukupnoj premiji sektora osiguranja Srbije (2008–2016)	133
Grafikon 29: Učešće stranog kapitala u sektoru osiguranja Srbije u %	134
Grafikon 30: Učešće premije osiguranja pojedinih vrsta osiguranja u ukupnoj premiji u Srbiji (2008–2016)	135
Grafikon 31: Struktura imovine sektora osiguranja Srbije (2008–2016)	137

Grafikon 32: Struktura pasive sektora osiguranja Srbije (2008–2016)	138
Grafikon 33: Razvijenost osiguranja u odabranim zemljama Evrope (2008–2016) na osnovu učešća ukupne premije u BDP-u u %	139
Grafikon 34: Bruto nacionalna štednja u odabranim zemljama sveta u % od BDP-a.....	140
Grafikon 35: Premija po stanovniku u zemljama Evrope u dolarima (2008–2016).....	141
Grafikon 36: Potraživanja banaka od privrede po sektorskoj strukturi (iznos u milionima dinara, stanje krajem perioda) u Srbiji	158
Grafikon 37: Vrednost ukupno odobrenih kredita bankarskog sektora Srbije	163
Grafikon 38: Kretanje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja, kreditne aktivnosti banaka i likvidnosti bankarskog sektora Srbije (2008-2016).....	165
Grafikon 39: Kretanje pokazatelja likvidnosti bankarskog sektora Srbije.....	166
Grafikon 40: Likvidnost bankarskog sektora Hrvatske	169
Grafikon 41: Likvidnost bankarskog sektora Bosne i Hercegovine	171
Grafikon 42: Kretanje ukupnih kredita i ukupnih depozita bankarskog sektora Crne Gore	173
Grafikon 43: Likvidnost bankarskog sektora Crne Gore	174
Grafikon 44: Likvidnost sektora osiguranja u Srbiji	177
Grafikon 45: Likvidnost sektora osiguranja u Crnoj Gori	181
Grafikon 46: Likvidnost sektora osiguranja u Bosni i Hercegovini	182
Grafikon 47: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja u Srbiji.....	191
Grafikon 48: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja u Hrvatskoj	193
Grafikon 49: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja u Crnoj Gori	195
Grafikon 50: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja u Bosni i Hercegovini	197
Grafikon 51: Zbirni pregled makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja u Srbiji i zemljama regiona.....	198
Grafikon 52: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja Srbije i Belgije.....	200
Grafikon 53: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja Srbije i Evropske unije	200

SPISAK SLIKA

Slika 1: Subjekti u funkcionisanju finansijskog sistema.....	56
Slika 2: Obim i kvalitet sektora privrede (performansa), međunarodna konkurentnost sektora privrede u periodu od 2009-2013. godine u Srbiji.....	157

UVOD

Polazeći od relacije da makroekonomske determinante ekonomskog razvoja utiču na likvidnost finansijskog sektora, postavlja se osnovno polazište doktorske disertacije. Poslednjih godina upravo su relacije između ekonomskog razvoja i finansijskog sektora u fokusu istraživanja mnogih autora. Primenom različitih metoda i tehnika, različitog perioda istraživanja, pa čak i različitih pokazatelja ekonomskog razvoja i finansijskog sistema, razni autori su dolazili do oprečnih rezultata istraživanja. Time su rezultati ispitivane uzročnosti tj. međuzavisnosti, pokazivali kontradiktornost čak i kada se istraživanje vršilo na prostoru iste zemlje. Analizirajući relaciju između ekonomskog razvoja i osiguravajućih društava, mogu se, takođe, primetiti dijametralno suprotni stavovi. Upravljanje rizikom likvidnosti predstavlja osnov stvaranja osećaja poverenja javnosti u finansijski sistem i u njegovu bezbednost.

Analiziranjem odabranih makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskog sektora, u doktorskoj tezi će se odrediti međuzavisnost zavisnih i nezavisnih promenljivih. Uvažavajući tu činjenicu, može se reći da je *predmet istraživanja* ovog rada analiza međuzavisnosti makroekonomskih faktora ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskog sektora Srbije.

Analiza teorijskog okvira makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskog sektora od presudne je važnosti za razumevanje njihove međuzavisnosti. Pristup u kojem rast privredne aktivnosti utiče na veću tražnju za finansijskim uslugama, što za posledicu ima razvoj finansijskih tržišta i institucija, generiše više štednje s jedne strane, dok s druge strane stvara potrebu za dodatnim iznosom kapitala. Razvojnou strategijom potrebno je definisati mere stimulanja glavnih privrednih grana što bi obezbedilo oživljenje nacionalne ekonomije u celini, što bi posledično uslovlilo i razvoj finansijskog sektora Srbije, te optimizaciju likvidnosti. *Cilj istraživanja* ovog rada zasniva

se na oceni da li i na koji način varijacije makroekonomskih faktora ekonomskog razvoja utiču na izloženost finansijskog sektora riziku likvidnosti.

Shodno postavljenom predmetu, u radu će biti testirane sledeće *hipoteze*:

Glavna hipoteza: Postoji međuzavisnost makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja sa likvidnošću finansijskog sektora.

Pomoćna hipoteza 1: Ekonomski razvoj doprinosi optimizaciji likvidnosti finansijskog sektora.

Pomoćna hipoteza 2: Makroekonomski faktori ekonomskog razvoja određuju izloženost finansijskog sektora riziku likvidnosti.

Nakon definisanog predmeta i cilja istraživanja, kao i postavljenih hipoteza, struktura doktorske disertacije je sačinjena (pored uvoda i zaključka) od četiri logički povezane celine.

U **prvom delu** doktorske disertacije, pod naslovom „**Pregled teorijskih stavova makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja**” prikazani su vladajući stavovi u pogledu makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja. Pored toga, objašnjeno je delovanje fiskalne i monetarne politike kao osnovnog instrumenta makroekonomske politike. Napravljena je distinkcija između pojmova privrednog rasta i razvoja. Nadalje, fokus je na prikazivanju teorija ekonomskog razvoja, kao i oblika finansiranja ekonomskog razvoja. Takođe, izvršeno je istraživanje međuzavisnosti makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja, te su odabrani najpodobniji. Dakle, cilj ovog dela rada je pružanje dovoljno teorijskog znanja iz oblasti makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja, radi lakšeg razumevanja međuzavisnosti sa likvidnošću finansijskog sektora koje je predmet analize u trećem delu rada.

U **drugom delu** doktorske disertacije, pod naslovom „**Likvidnost finansijskog sektora**”, prikazane su teorijske odrednice finansijskog sektora. Zadatak finansijskog sektora jeste da omogući nesmetan tok sredstava od suficitarnih do deficitarnih subjekata. Za razvoj

finasijskog sektora bitna je sinhronizovanost njenih osnovnih elemenata i to finasijskog tržišta, instrumenata i institucija. Potom je pružen pregled teorijskih stavova o likvidnosti finasijskog sektora, tj. za bankarski sektor i sektor osiguranja. Pregledom osnovnih makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja potvrđen je se njihov značaj za likvidnost bankarskog sektora, a potom za sektor osiguranja. Pored osnovnih odrednica o finasijskim institucijama, akcentat je na prikazivanju pokazatelja likvidnosti koji su statistički obrađeni kao zavisne varijable. Kako bankarski sektor zauzima dominantnu poziciju u finasijskom sektoru Srbije, prikazano je njegovo trenutno stanje razvijenosti, odnos kredita i depozita. Analizom i primenom CAMELS rejting sistema pokušala se utvrditi ocena pozicije likvidnosti bankarskog sektora Srbije. Navedene su i osnovne mere Narodne banke Srbije u optimizaciji likvidnosti bankarskog sektora. Takođe, analizirano je poslovanje sektora osiguranja i njegova uloga u finasijskom sektoru. Ovaj deo rada pruža jasnu sliku o razvijenosti sektora osiguranja, svrsi postojanja i načina funkcionisanja sa naglaskom na pokazatelje likvidnosti sektora osiguranja koji su provereni na praktičnom primeru.

U trećem delu doktorske disertacije, pod naslovom „**Međuzavisnost ekonomskog razvoja sa likvidnošću finasijskog sektora**”, pažnja je usmerena na povezivanje prethodne dve celine rada. U nastavku rada su objašnjene moguće relacije odnosa ekonomskog razvoja i finasijskog sektora. Na primeru Republike Srbije prikazana je relacija kada ekonomski razvoj utiče na finasijski sektor. Dodatno je izvršena komparativna analiza sa zemljama regiona. Komparacija se vrši sa zemljama regiona na nivou likvidnosti bankarskog sektora, a potom komparacija zemalja na nivou sektora osiguranja. Dakle, cilj ovog dela rada jeste da prikaže postojanje međuzavisnosti posmatranih varijabli.

U četvrtom delu doktorske disertacije, pod naslovom „**Istraživanje međuzavisnosti i povezanosti makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti finasijskog sektora**”, najpre se daje pregled relevantne literature iz oblasti koja se istražuje, a potom se prikazuje metodologija i podaci koji se koriste u istraživanju. U

okviru rezultata istraživanja, u prvom redu, prikazana je komparacija Srbije sa zemljama regiona na nivou makroekonomskih determinanti. Komparacija se vrši i sa visoko razvijenim zemljama. U drugom redu se primenom adekvatnih matematičko-statističkih metoda argumentovano ukazuje na postojanje međuzavisnosti makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti bankarskog sektora, a potom sektora osiguranja. Takođe, ukazuje se na postojanje doprinosa ekonomskog razvoja optimizaciji likvidnosti kako za bankarski sektor, tako i za sektor osiguranja, a potom se izdvajaju najznačajnije varijable s najvećim uticajem na zavisne varijable tj. određuju se oni makroekonomski faktori ekonomskog razvoja koji daju najbolju predikciju likvidnosti ova dva sektora. Dodatno se napominju i ograničenja u toku izrade doktorske disertacije. Na samom kraju, sprovodi se diskusija o pravcima daljeg istraživanja tj. sugestije za naredna istraživanja koja će doprineti kvalitetnijem razumevanju međuzavisnosti ekonomskog razvoja i finansijskog sektora.

U samom **zaključku** se u kratkim crtama iznose činjenice o makroekonomskim determinantama ekonomskog razvoja kao i pokazateljima likvidnosti finansijskog sektora. Predočeni su glavni zaključci o njihovoj međuzavisnosti, pri čemu se i potvrđuju postavljene hipoteze.

Nakon formulisanog predmeta i cilja istraživanja, hipoteza istraživanja, potrebno je definisati i *metode i tehnike* koje se koriste prilikom izrade doktorske disertacije. U skladu s navedenim, značajno mesto u izradi doktorske disertacije ima kvalitativna i kvantitativna metodologija.

Sama priroda ovog istraživanja odredila je primenu empirijske (iskustvene metode) jer se ova metoda zasniva na prikupljanju iskustvenih činjenica tj. podataka sa ciljem da se verifikuje postavljena hipoteza (kvalitativna metodologija). Primenom metoda analize, sinteze, indukcije i dedukcije, polazi se od pojedinačnih pretpostavki kako bi se formulisali opšti zaključci vezani za tematiku istraživanja. Metod komparacije omogućuje prikazivanje različitih stavova autora konsultovane literature. Tehnika istraživanja odnosi se na analizu

sadržaja (analiza dokumenata) koja je najprikladnija ovom istraživanju. Pošto je ovaj rad zasnovan na analizi dokumenata (arhive, izveštaji, analize), ovom tehnikom mogu najbolje da se određeni sadržaji opišu, objasne i razumeju. Osnovna jedinica analize odnosi se na makroekonomske determinante ekonomskog razvoja i likvidnost finansijskog sektora. Primenom statističkih tehnika, poput deskriptivne statistike (ispitivanje aritmetičke sredine, standardne devijacije), statistike zaključivanja (linearna logistička regresija), došlo se do kvantitativnih zaključaka (kvantitativna metodologija) između zavisnih i nezavisnih varijabli.

Tokom izrade doktorske disertacije korišćena je domaća i inostrana literatura koja je doprinela kvalitetu istraživanja. Za potrebe prikupljanja podataka, koristili su se sekundarni izvori podataka kao što su baze podataka domaćih i inostranih institucija (Narodna banka Srbije, Republički zavod za statistiku, Međunarodni monetarni fond i drugih srodnih institucija), štampane publikacije i internet izvori. Veliku podršku u istraživanju imaju i šematski i grafički prikazi sa odgovarajućim objašnjenjima.

Imajući u vidu da je tema doktorske disertacije makroekonomske determinante ekonomskog razvoja i međuzavisnost sa likvidnošću finansijskog sektora, taj problem se prati na području naše zemlje. Podaci o makroekonomskim determinantama ekonomskog razvoja i podaci o likvidnosti finansijskog sektora na teritoriji Republike Srbije, dostupni su u bazama podataka domaćih i međunarodnih institucija na osnovu kojih se definisao uzorak. Tako formiran uzorak ima za krajnji cilj formiranje modela kojim bi se odredila jedna ili više varijabli sa najboljom prediktivnom snagom.

Sagledavanjem strane i domaće literature u oblasti ekonomskog razvoja i finansijskog sistema, javlja se potreba za izradom jedne analize koja je sveobuhvatna i bazirana na analitičkom instrumentariju, a koja posebnu pažnju posvećuje makroekonomskim determinantama ekonomskog razvoja i međuzavisnosti sa likvidnošću finansijskog sektora.

I DEO – PREGLED TEORIJSKIH STAVOVA MAKROEKONOMSKIH INDIKATORA EKONOMSKOG RAZVOJA

1. Makroekonomski indikatori

Sagledavanjem odabranih ciljeva makroekonomske politike (održiv i stabilan rast bruto domaćeg proizvoda, smanjenje stope nezaposlenosti, poboljšanje životnog standarda, niska i stabilna inflacija) i insturmenata, pokušaće se pružiti dovoljno informacija radi razumevanja njihovog kretanja i delovanja na ukupan ekonomski razvoj zemlje.

1.1. Osnovni ciljevi makroekonomske politike

Konkurentnost domaće privrede i ekonomski razvoj podržan ljudskim resursima, područje su analize brojnih autora. Pokušaji praktičnog rešavanja problema nezaposlenosti i tokovi ekonomskog razvoja, nisu ohrabrujući, najpre zbog teške društvene i ekonomske realnosti. Petrović, Jovanović i Mandžukić (2013) izvode zaključak da su osnovni ciljevi makroekonomske politike svake države upravo ekonomski rast i visoka zaposlenost pored stabilnosti cena i platnog bilansa. Značajno mesto zauzima problem visokog budžetskog deficita koji tendenciozno utiče na smanjenje kupovne moći, zatim veliko učešće javnog duga u odnosu na BDP (bruto domaći proizvod), smanjenje kreditne aktivnosti banaka kao i smanjenje industrijske proizvodnje (kao mere BDP-a) i tako povrtka u recesiju. Prisutno je i negativno dejstvo faktora iz inostranstva, poput smanjenog priliva stranih direktnih investicija ili smanjenja izvozne tražnje usled sporog oporavka glavnih izvoznih partnera naše zemlje.

Ciljevi makroekonomije determinisani su nacionalnim zakonodavstvom, institucionalnim aranžmanima i nadasve, u dnevopolitičkom kontekstu, programima političkih partija i

njihovih lidera, kako tvrdi Josifidis (2010). U narednoj tabeli dat je pregled tri varijane makroekonomskih ciljeva gde svaka varijanta nudi određenu prednost.

Tabela 1: Moguće varijante makroekonomskih ciljeva

Varijanta A	Varijanta B	Varijanta C
Stabilnost cena	Visok rast outputa	Visok nivo i visoka stopa outputa
Niska nezaposlenost	Ravnomeran rast outputa	Visok nivo i niska nedobrovoljna nezaposlenost
Visok i održivi ekonomski rast	Niska nezaposlenost	Stabilnost cena
	Niska inflacija	

Izvor: Josifidis, K. (2010). *Makroekonomija – principi, teorije, politike*. Novi Sad: Futura publikacije. Str. 52.

Pošto je mala razlika među ponuđenim varijantama makroekonomskih ciljeva, svaki od posmatrača može odabrati sopstveni pristup. Razlike mogu biti i rezultat teorijskih nadmetanja u makroekonomiji.

1.1.1. Održiv i stabilan rast bruto domaćeg proizvoda

Zahtev za merenje nacionalne proizvodnje proizilazi iz potrebe za međunarodnim komparacijama nacionalnih ekonomija i analiziranja privrednih aktivnosti jedne zemlje u određenom intervalu, a sve u cilju boljeg planiranja budućih tokova pomenute zemlje. Kao adekvatan pokazatelj stanja jedne ekonomije izdvaja se bruto domaći proizvod (gross domestic product).

Prema Kuzmanoviću (2007, str. 61) bruto domaći proizvod (BDP) predstavljaju ukupnu proizvodnju roba i usluga koja je ostvarena u nacionalnoj ekonomiji, u toku jedne godine, bez obzira na vlasništvo. Takođe, BDP se definiše kao najpoznatiji i najčešće korišten makroekonomski agregat Sistema nacionalnih računa. On predstavlja zbir proizvedenih dobara i usluga u određenom vremenskom periodu (obično u toku jedne kalendarske

godine) u jednoj nacionalnoj ekonomiji, bez obzira na vlasništvo (Veselinović, 2013, str. 16). BDP se može posmatrati i kao: „agregatni izraz nacionalne proizvodnje dobara i usluga” (Josifidis, 2010, str. 53).

U pogledu vrsta bruto domaćeg proizvoda postoje nominalni i realni BDP. Nominalni BDP prikazuje se u tekućim tržišnim cenama, dok se realni BDP prikazuje u stalnim cenama tj. prikazuje se kao nominalni BDP korigovan za dejstvo inflacije. Zatim, razlika se pravi između stvarnog i potencijalnog BDP-a, gde stvarni BDP predstavlja nivo proizvodnje koji je stvarno postignut u nacionalnoj ekonomiji određene zemlje u utvrđenom periodu. Potencijalni BDP objašnjava se kao maksimalno mogući nivo proizvodnje koji jedna ekonomija može da ispuni u uslovima pune zaposlenosti.

Od 30. juna 2005. godine, bruto domaći proizvod Republike Srbije izračunava se tromesečno i publikuje ga Republički zavod za statistiku (RZS). Bruto domaći proizvod je vrednovan po tržišnim cenama. Narodna banka Srbije (NBS, 2018d) je objavila da se BDP Srbije obračunava po proizvodnom principu i predstavlja sumu bruto dodatih vrednosti svih aktivnosti ekonomije, umanjenu za usluge finansijskog posredovanja indirektno merene (FISIM) i uvećanu za poreze minus subvencije na proizvode.

BDP sačinjen je iz šest komponenti. U daljem tekstu biće kratko objašnjena svaka od njih. Prva komponenta BDP-a je *potrošnja (C)* koja se odnosi na privatnu potrošnju tj. potrošnju domaćinstava i odnosi se na najličniju potrošnju poput kupovine automobila, kućnih aparata, hrane, medicinskih troškova, usluge advokata i sl. Druga komponenta jesu *investicije (I)*, i one obuhvataju rezidencijalne koje se odnose na: „izdatke domaćinstava za kupovinu novih stanova i kuća i nerezidencijalne koji obuhvataju izdatke firmi na mašine, aparate, fabrike” (Josifidis, 2010, 131). U slučaju investiranja firme u kupovinu nove opreme, misli se na investiciju, dok se investiranje domaćinstva u kupovinu, npr. automobila, smatra kupovinom trajnog potrošnog dobra. Treća komponenta podrazumeva *državne kupovine (G)* koje obavlja država radi adekvatnog funkcionisanja. Sledeći izdaci podrazumevaju državne kupovine za sopstvene potrebe. Fokus je na zdravstvenim

potrebama, obrazovnim potrebama, saobraćajnoj infrastrukturi, kao i državnoj potrošnji (plate oficira, kongresmena, učitelja i sl.). Peta komponenta odnosi se na *neto izvoz* (X) koji se iskazuje kroz razliku vrednosti uvoza i izvoza. Kada je razlika pozitivna, govori se o suficitu razmene dobara sa inostranstvom, dok negativna razlika govori u prilog deficitu u razmeni.

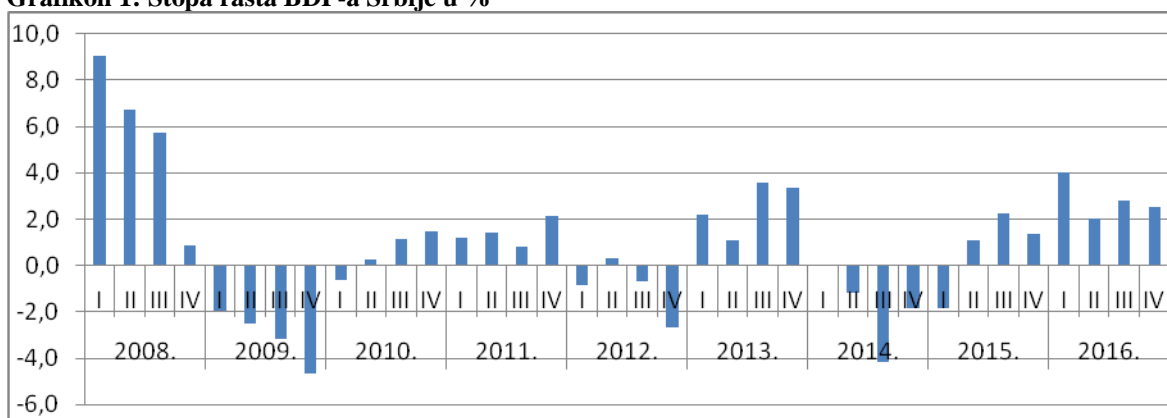
Ipak postoje i neki nedostaci kod BDP kao indikatora stanja neke ekonomije. Nedostaci se odnose na sledeće:

1. Prisustvo inflacije u različitim vremenskim okvirima utiče na nemogućnost upoređivanja nominalnog BDP-a.
2. BDP ne sadrži podatak o kvalitetu proizvodnje.
3. BDP ne pruža podatke o raspodeli dobara i usluga između stanovništva. Ukoliko je BDP po glavi stanovnika visok u jednoj zemlji, to ne znači da ne postoji siromašan deo stanovništva.
4. BDP ne sadrži vrednost proizvoda koji se ne prodaju, tj. ne sadrži vrednost netržišnih transakcija. Ovde se misli na vrednost rada domaćica u kući, vrednost rada za podizanje dece, pisanje naučnih radova i sl.
5. Vrednost dokolice se, takođe, ne razmatra, a svakako utiče na poboljšanje daljih aktivnosti kod zaposlenih.
6. Nedostatak BDP-a je, takođe, problem sive ekonomije, jer on ne obuhvata te aktivnosti.

Kao jedan od značajnijih makroekonomskih agregata, BDP je pogodan za analizu stanja privrede konkretne zemlje. Budući da je bruto domaći proizvod Republike Srbije u 2010. godini porastao oko 1%, čime se nadoknadilo tek oko polovine pada proizvodnje iz prethodne godine, privredni oporavak se početkom 2011. godine nastavlja i blago ubrzava u odnosu na poslednji kvartal 2010. godine. To nikako ne znači da je Srbija izašla iz zone nedovoljnog privrednog rasta. Razlog cikličnog kretanja BDP u procentima od pozitivnog ka negativnom, jeste promena njegovih sastavnih delova.

Vremenske prilike početkom 2017. godine ispoljile su negativne posledice na kretanja u poljoprivredi, rudarstvu, energetici i građevinarstvu. Rast bruto domaćeg proizvoda Srbije u prvoj polovini godine iznosio je 1,2% međugodišnje podstaknut nizom pozitivnih kretanja u prerađivačkoj industriji i većini uslužnih sektora. Posmatrano po oblastima prerađivačke industrije, rast fizičkog obima proizvodnje u prvoj polovini godine zabeležen je u 18 od 24 oblasti, odnosno u 85% prerađivačke industrije. Investiranje u nove projekte po pojedinim oblastima prerađivačke industrije, doprinelo je tom rastu, pored povećane eksterne tražnje. Ako se posmatra rashodna strana, rast BDP-a bio je podstaknut domaćom potrošnjom i investicijama. Potrošnja domaćinstva imala je pozitivan uticaj zahvaljujući smanjenju nezaposlenosti i rastu zarada u privatnom sektoru. Makroekonomska i finansijska stabilnost, bolji investicioni i poslovni ambijent, kao i realizacija infrastrukturnih projekata, faktori su koji su doprineli rastu investicija (Narodna banka Srbije [NBS], 2017). U posmatranom periodu, prvi pad vrednosti BDP-a dogodio se 2009. godine kao odgovor na svetsku ekonomsku krizu iz 2008. godine. Sledeći pad vrednosti BDP-a izazvan je najvećim delom zbog velikih poplava koje su se desile u proleće 2014. godine i zbog niske eksterne tražnje. Posledice ove blage recesije osetile su se i naredne godine, nakon koje je usledio umeren oporavak.

Grafikon 1: Stopa rasta BDP-a Srbije u %

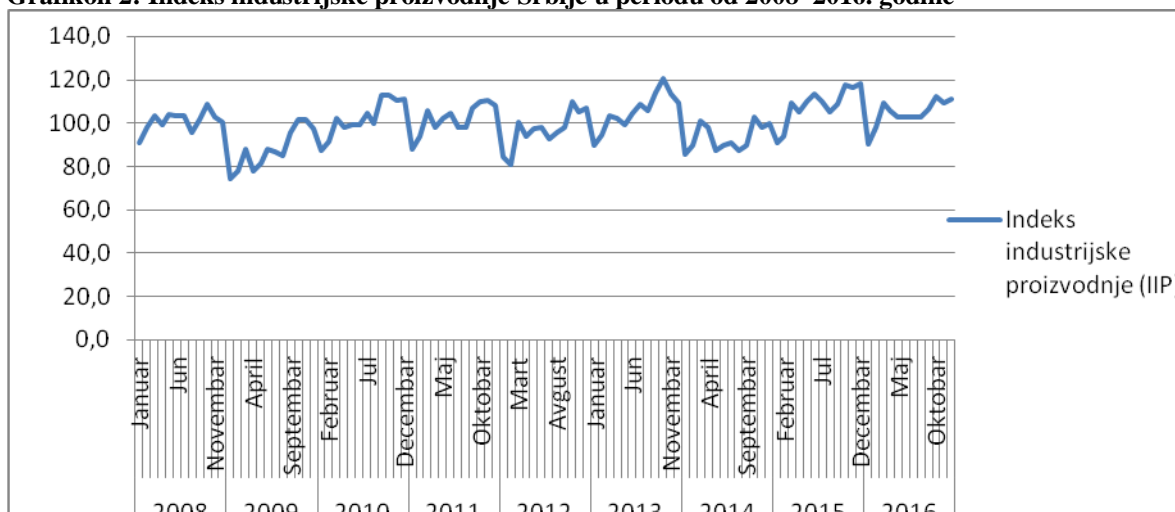


Izvor: NBS

Kako bi se procenila promena ukupnog BDP-a, koristi se vrednost indeksa industrijske proizvodnje kao referentnog indikatora. Takođe, indeks industrijske proizvodnje prikazuje

tačke zaokreta ekonomskih aktivnosti i podrazumeva obuhvat preduzeća u oblasti industrije, kao i segmente neindustrijskih preduzeća koja obavljaju aktivnosti industrijske proizvodnje. Klasifikacija industrije izvršena je u tri sektora od 2011. godine, i to: ekstraktivni, prerađivački i snabdevanje električnom energijom, gasom i parom (NBS, 2015). Pad industrijske proizvodnje 2008. godine, označava početak svetske ekonomske krize, a blagi rast 2010. godine pokazuje izlazak iz recesije, sve do 2014. godine. U februaru 2016. godine zabeležen je rast fizičkog obima industrijske proizvodnje od 14,0% u odnosu na februar 2015. godine (RZS, 2016). Industrijska proizvodnja u julu 2017. godine veća je za 4,2% u odnosu na jul 2016. godine, a u odnosu na prosek 2016. godine veća je za 2,0%. Industrijska proizvodnja u periodu januar–jul 2017. godine, u poređenju sa istim periodom 2016. godine, veća je za 2,5%.

Grafikon 2: Indeks industrijske proizvodnje Srbije u periodu od 2008–2016. godine



Izvor: Autor prema podacima NBS, RZS

Prema navodima državne vlasti u medijima, rast BDP-a je diverzifikovan, tačnije, njegov rast zastupljen je u svim sektorima. Osnovu za rast, koji je veći od prosečnog rasta drugih zemalja u regionu i Evropske unije, dale su prethodno sprovedene reforme.

1.1.2. Smanjenje stope nezaposlenosti

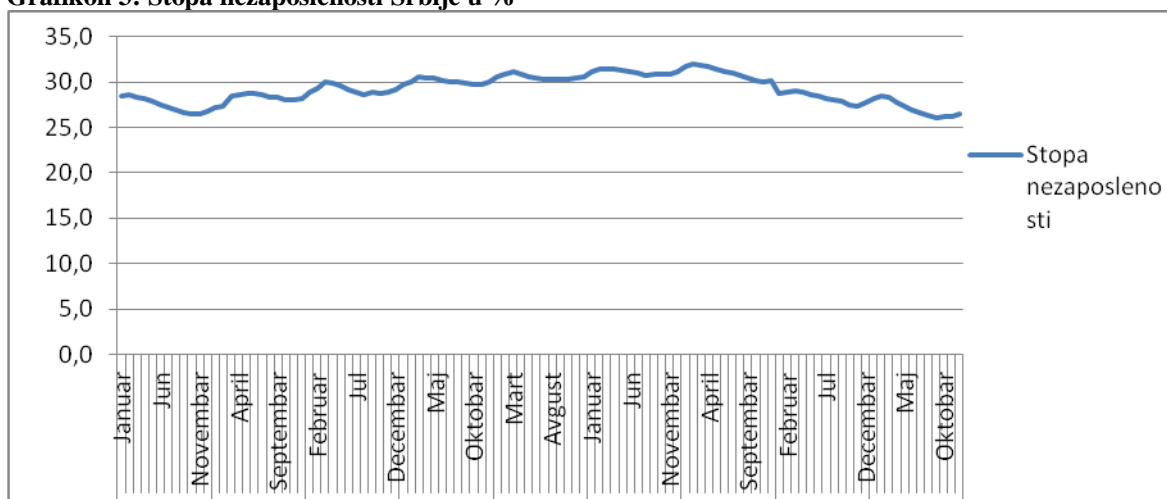
Jedna od ključnih ekonomskih performansi jeste stopa nezaposlenosti. Nezaposlenost reaguje simultano sa ekonomijom u celini. Ona se smanjuje i povećava u skladu sa poslovnim ciklusima. Nezaposlenost se posmatra kao stanje u kojem se radno sposobna lica ne mogu zaposliti sa svojim kvalifikacijama. Nezaposlenost se javlja potpuno ravnopravno i u razvijenim i u nerazvijenim zemljama, gde je nizak nivo životnog standarda. Kako Veselinović (2013) navodi nedovoljna iskorišćenost ljudskog potencijala jedne zemlje, ima direktan uticaj na njenu nacionalnu ekonomiju i bruto domaći proizvod što, između ostalog, rezultira niskim životnim standardom i siromaštvom.

U fokusu razvojnih prioriteta treba da se nalazi i rešavanje pitanja visoke nezaposlenosti ljudskih resursa. Proces ekonomskog razvoja mora biti podržan i od strane adekvatno kvalifikovane radne snage koja će moći da isprati privlačenje stranih direktnih investicija i usmeravanje u poljoprivredu i industriju, podsticaj svih oblika preduzetništva, povećanje proizvodnje, izvoz i sl. Doprinos ekonomskom razvoju svakako bi imao i nastavak reformi tržišta rada, sistema obrazovanja (u funkciji razvoja ljudskih resursa) i sistema zapošljavanja sa ciljem smanjenja nezaposlenosti radne snage. Problem visoke nezaposlenosti nosi za sobom i druge posledice poput političkih, socijalnih, demografskih i drugih.

Zaposlenost radno sposobnog stanovništva je jedno od ključnih pitanja za svaku zemlju i njen finansijski sistem. Restrukturiranje privrede je upravo markiralo ovo pitanje. Pored nivoa bruto domaćeg proizvoda, ovo je sigurno najpouzadniji indikator efikasnosti jedne privrede, pa i društva u celini. Prva i ključna stvar za jačanje performansi, ne samo tržišta rada, već i nacionalne ekonomije u celini, je poboljšanje ponude radne snage u smislu obogaćivanja znanja kako nezaposlenih, tako i zaposlenih, što podrazumeva značajne investicije u ljudski kapital. One su najbrži put kako za povećanje zaposlenosti, tako i za smanjenje siromaštva, te povećanje sposobnosti stanovništva da polažu finansijska sredstva u bankarski sektor.

Prema Josifidisu: „Stopa nezaposlenosti predstavlja količnik broja nezaposlenih i ukupne radne snage (zbir zaposlenih i nezaposlenih lica). Usko je povezana sa stopom rasta realnog outputa. Odnos kojim su ove dve kategorije u srodstvu izmerio je A. M. Okun i time zadužio makroekonomiju tzv. Okunovim zakonom, koji predstavlja: Inverzni odnos između fluktuacije realnog outputa oko njegovog trenda rasta i fluktuacija stope nezaposlenosti oko njenog ravnotežnog nivoa” (Josifidis, 2010, str. 224). Na primeru bi to izgledalo ovako: smanjenje ili porast nezaposlenosti postoji kada se realni output povećava ili smanjuje brže ili sporije od potencijalnog proizvoda.

Grafikon 3: Stopa nezaposlenosti Srbije u %



Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?locations=RS>

Nezaposlenost u Srbiji dostigla je najveću vrednost u 2012. godini i to čak 22,2% od ukupne radne snage. Prisustvo visoke nezaposlenosti zbog smanjenog obima proizvodnje jedan je od razloga smanjenja BDP-a tokom 2009. godine. Takođe, smanjena agregatna tražnja (domaća i inostrana) delovala je na obim BDP-a, što se negativno odrazilo na očekivanja u vezi sa razvojem ekonomije Srbije. Nacionalna služba za zapošljavanje ima evidentirano oko 724 hiljada nezaposlenih u 2015. godini. Stopa nezaposlenosti u Srbiji smanjila se na 19%, u Hrvatskoj 16,7% , dok je Makedonija imala 27,9% nezaposlenih, Albanija 16,1%, Crna Gora 19,1%. Mada prethodno navedeni podaci o opadanju zaposlenosti i rastu nezaposlenosti u potpunosti ne korespondiraju (mnogo veći pad

zaposlenih od rasta nezaposlenosti), izvesno je da kriza ima krupne nepovoljne posledice na naše tržište rada. Na osnovu ekspertske procene ovaj makroekonomski rizik imaće tendenciju rasta tokom perioda 2008–2015. godine (kada beleži blagi pad) i ostaviće traga na dalje napredovanje privredne aktivnosti, sve dok se kroz investicije i dalji rast privredne aktivnosti ne stvore nova produktivna radna mesta.

Prema podacima iz *Kvartalnog monitora ekonomskih trendova i politika u Srbiji* (Fondacija za razvoj ekonomske nauke, 2017), osnovni indikatori tržišta rada pokazuju značajna poboljšanja u drugom kvartalu 2017. godine u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa nezaposlenosti je dostigla rekordno nisku vrednost od kada postoji istraživanje Anketa o radnoj snazi (ARS) i iznosi 11,8%. U odnosu na drugi kvartal 2016. godine niža je za 3,4 pp. Prema podacima ARS, broj nezaposlenih lica u drugom kvartalu 2017. iznosi 384 hiljade. To implicira smanjenje od čak 22,5% (111,4 hiljade) u odnosu na isti period prethodne godine. U odnosu na prosek 2014. godnine, broj nezaposlenih se smanjio za 224 hiljade, odnosno 36,8%. S druge strane, broj lica koji su prijavljeni na evidenciju Nacionalne službe za zapošljavanje krajem juna 2017. godine je iznosio 639 hiljada, što je za 61 hiljadu, odnosno za oko 9% manje nego u istom mesecu prethodne godine.

Tendencija smanjenja broja nezaposlenih usled demografskih kretanja predstavlja razumljiv tok, međutim kada postoji brži rast zaposlenih od rasta BDP-a, takva pojava nema uporište u demografskim, niti ekonomskim faktorima. Takvo kretanje ima zabrinjavajući ton. Rast zaposlenosti (realan rast, a ne rast uslovljen promenama ili propustima u statističkom obuhvatanju) brži od rasta BDP-a, reflektuje pad produktivnosti rada i rast troškova rada. Ovaj scenario oslikava smanjenje konkurentnosti privrede jedne zemlje. Dakle, u normalnim okolnostima opadanje proizvodnje povlači za sobom sporije opadanje u nivou zaposlenosti sa nižom stopom. U našoj privredi odigrala se upravo suprotna situacija, jer je u periodima rasta poljoprivredne proizvodnje broj zaposlenih rastao brže, što nije svojstveno drugim zemljama.

Prema USAID projektu istaknute su brojne i ozbiljne negativne posledice visoke nezaposlenosti i niske zaposlenosti u Srbiji:

- smanjenje društvenog proizvoda zemlje u odnosu na potencijalni, jer znatan deo radne snage ne radi i ne privređuje;
- gubitak ljudskog kapitala, jer znanje i radne sposobnosti nezaposlenih opadaju s vremenom;
- povećanje siromaštva, jer nezaposleni ne ostvaruju nikakav prihod, pa stoga mnogi, posebno oni koji nemaju podršku porodice, postaju siromašni, sa svim posledicama koje siromaštvo nosi (nizak životni standard, beskućništvo, širenje bolesti itd.);
- proširenje socijalnih problema, pošto nezaposlenost dovodi do psiholoških kriza u životu pojedinca: od porodičnih odnosa (razvodi i slično), preko kockanja i pijančenja, do sitnog kriminala;
- ugrožavanje političke stabilnosti, jer nezaposleni gube veru u demokratske vrednosti i smatraju vladu bezvrednom, pošto im nije obezbedila posao, te stoga mogu postati lak plen raznih demagoga i političkih ekstremista.

Polazna instanca ovakvih posledica može se objasniti makroekonomskom politikom, radom institucija koje su povezane sa tržištem rada i sl. S obzirom na to da troškove radne snage ne čine samo zarade koje snosi poslodavac, već tu spadaju i porezi i doprinosi, otpremnine i druga davanja, činjenica je da radna snaga biva skuplja nego same zarade zaposlenih.

U ekonomskoj teoriji postoji relacija između inflacije i nezaposlenosti na kratak rok. Naime, kada se radi na povećanju agregatne tražnje, uporedo se utiče na smanjenje nezaposlenosti, ali uz povećanje inflacije. U slučaju da privreda ide u smeru smanjenja agregatne tražnje, utiče se na smanjenje inflacije, ali i na povećanje nezaposlenosti. Kako bi se smanjio nivo inflacije, privreda se mora suočiti sa dužim periodom visoke nezaposlenosti i niske proizvodnje. Tačnije, smanjenjem novčane mase utiče se na agregatnu tražnju, povlači se smanjenje količine proizvedenih roba i usluga, što naposljetku rezultuje porastom nezaposlenosti.

1.1.3. Poboljšanje životnog standarda

Životni standard stanovništva moguće je prikazati putem njihove kupovne moći, tj. kroz količinu i kvalitet dobara u potrošačkoj korpi. Materijalno blagostanje predstavlja potrošnju domaćinstava i po opštem shvatanju definiše nivo životnog standarda. Merenje životnog standarda vrši se putem prihoda ili potrošnje domaćinstava. Međutim, pouzdanija mera životnog standarda je potrošnja. Na osnovu podataka nezavisnih institucija (Republički zavod za statistiku Republike Srbije, Ministarstva trgovine, turizma i telekomunikacija) Tešić (Tešić, 2014) navodi da loše političko i ekonomsko stanje u Srbiji uslovljavaju nezaposlenost, niska primanja i nisku kupovnu moć građana te siromaštvo, odnosno nizak životni standard građana. Uslove života stanovništva opisuje kroz nizak životni standard koji je uslovljen visinom zarada s jedne strane i opštim nivoom cena s druge strane.

Analizirajući životni standard određene zemlje, može se indirektno zaključiti više ilustracija. Tako posmatrajući nerazvijene zemlje konstatuje se nizak opšti nivo života većine stanovništva. Prema Kuzmanović, Đ. T. (2007) status tog stanovništva manifestuje se kvantitativno i kvalitativno u obliku niskog dohotka (siromaštva), neadekvatnog stanovanja, skromnog zdravlja, ograničenog obrazovanja, visoke smrtnosti dece, kratkog životnog veka i niskih poslovnih očekivanja, a u mnogim slučajevima opšteg osećaja beznada i apatije.

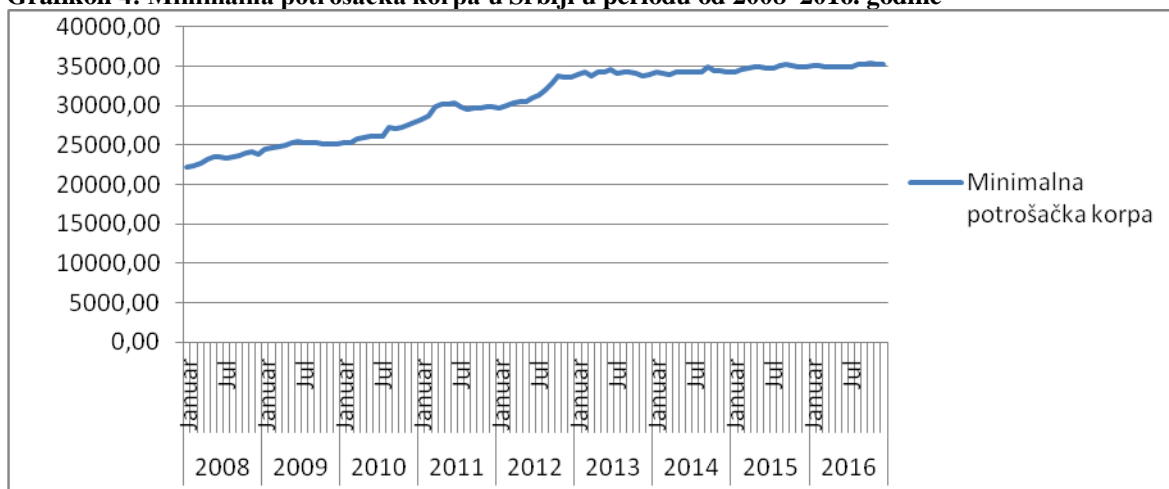
Ključni razvojni cilj privrede Republike Srbije predstavlja povećanje standarda svih građana i dinamičan i održiv privredni razvoj. Kako Milovanović i Veselinović (2009) navode, osnovni strateški pravci ostvarivanja razvojne strategije su:

- veće blagostanje za sve, dinamičan privredni rast i održivi razvoj;
- uspostavljanje stabilnog i efikasnog tržišnog sistema i konkurentske privrede pomoću uključenja u Evropsku uniju;
- završavanje procesa tranzicije;
- povećanje i prestrukturiranje izvoza;
- povećanje domaćih i direktnih investicija iz inostranstva;

- povoljna investiciona klima;
- uravnoteženost stabilizacione, razvojne i socijalne uloge države;
- ravnomerniji regionalni razvoj.

Kako Veselinović (2013) navodi, značaj životnog standarda proističe iz činjenice da su ljudi pravo bogatstvo svake zemlje i da osnovni cilj privrednog (i društvenog) razvoja treba da bude stvaranje uslova za što potpunije zadovoljavanje njihovih potreba. Privredni razvoj, sam po sebi, ne garantuje viši nivo životnog standarda stanovništva. Zemlja koja je uspješnija u ostvarivanju privrednog razvoja ne mora automatski da bude uspješnija i u povećanju životnog standarda. Bitno je kako se sredstva koriste i kako su raspodeljena među članovima društva. Veća jednakost u raspodeli ostvarenog bruto domaćeg proizvoda znači da veći broj ljudi ima mogućnost da u većoj meri zadovoljava svoje materijalne, kulturne i druge potrebe, što se pozitivno odražava na životni standard stanovništva.

Grafikon 4: Minimalna potrošačka korpa u Srbiji u periodu od 2008–2016. godine



Izvor: Ministarstvo trgovine, turizma i telekomunikacija

Poznato je da je: „Od 1. januara 2011. godine Republički zavod za statistiku i Ministarstvo spoljne i unutrašnje trgovine i telekomunikacija utvrđuju i objavljuju novu potrošačku korpu, koja se računa po metodologiji usklađenoj s principima i standardima statistike EU (EUROSTAT). U novoj potrošačkoj korpi broj artikala je povećan sa 39 na 63, a u

prosečnoj je sa 49 povećan na 75 artikala” (Paragraf Lex, 2018). Najveći deo izdataka domaćinstva u 2016. godini čine izdaci za „Hranu i bezalkoholna pića” (34,9% porodičnog budžeta). Zatim, prosečno domaćinstvo najviše izdvaja za troškove stanovanja, vode, električne energije, gas i ostala goriva i to 16,7% porodičnog budžeta. Najmanji deo troškova odnosi se na izdvajanje za obrazovanje i čini svega 1,4% porodičnog budžeta.

Tabela 2: Lična potrošnja domaćinstava, mesečni prosek u Srbiji u 2016. godini

Hrana i bezalkoholna pića	34,9
Alkoholna pića, duvan i narkotici	4,6
Odeća i obuća	5,2
Stanovanje, voda, el. energija, gas i ostala goriva	16,7
Oprema za stan i tekuće održavanje	4,4
Zdravlje	4,3
Transport	9,3
Komunikacije	5,3
Rekreacija i kultura	5,2
Obrazovanje	1,4
Restorani i hoteli	2,8
Ostali lični predmeti i ostale usluge	5,9

Izvor: RZS

Kada se potrošnja domaćinstava tj. potrošačka korpa uporedi sa nivoom zarada, ne dobijaju se ohrabrujući rezultati. Na osnovu izveštaja Ministarstva trgovine, turizma i telekomunikacija o kupovnoj moći stanovništva – potrošačkoj korpi, može se uočiti da je za pokriće prosečne potrošačke korpe u decembru 2016. godine bilo potrebno 1,27 prosečnih zarada, a za pokriće minimalne korpe bilo je dovoljno 0,66 prosečne zarade, dok je u decembru 2015. godine za pokriće prosečne potrošačke korpe bilo je potrebno 1,30 prosečnih zarada, a za pokriće minimalne korpe bilo je dovoljno 0,68 prosečne zarade. Za pokriće prosečne potrošačke korpe u novembru 2016. godine bilo je potrebno 1,48 prosečnih zarada, a za pokriće minimalne korpe bilo je dovoljno 0,77 prosečne zarade.

Poražavajuć je zaključak da prosečna zarada nije dovoljna za pokriće prosečne potrošačke korpe s obzirom na to da je velik broj zaposlenih u Srbiji na minimalnoj zaradi. Takođe, može se istaći da minimalna potrošačka korpa obuhvata samo troškove za osnovne životne namirnice, što znači da je kupovna moć stanovništva veoma mala, tj. da je životni standard na niskom nivou.

Dakle, privredni (ekonomski) razvoj i životni standard stanovništva međusobno su povezani i uslovljeni. Naime, veća potrošnja domaćinstava doprinosi većoj proizvodnji, te privrednom razvoju. Proizvođači zbog veće proizvodnje poboljšavaju sistem rada čineći ga ekonomičnijim i efikasnijim. Potrošači zadovoljenjem potreba povećavaju svoje fizičke i intelektualne potencijale kojima dalje obezbeđuju svoj opstanak. Problem niskog životnog standarda u Srbiji ogleda se u sve manjem broju članova domaćinstava (kao i prihoda po članu domaćinstva) i sve višim troškovima života od prihodovanja. Sasvim je razumljivo da pod ovim uslovima dolazi do tendencioznog pada kvaliteta života stanovništva.

1.1.4. Niska i stabilna inflacija

Na osnovu stavova autora Becić i Krstić (2013, str. 200), opšta privredna ravnoteža može se predstaviti kao stanje u kojem jedna privreda posluje u uslovima ravnoteže, odnosno kada su agregatna ponuda i tražnja jednake. Kada se ravnoteža posmatra globalno, vezuje se za opšti nivo cena. Kako je globalno prisutan rast opšteg nivoa cena, usled brojnih nestabilnosti, termin koji opisuje ovaj period nazvan je „vek inflacije”.

Fenomen inflacija, može se kratko definisati kao stalni rast opšteg nivoa cena. Inflaciju karakteriše univerzalnost, sposobnost brzog preliivanja i rasprostiranja, kao i trajnost. Njeno prisustvo naročito je primetno u zemljama u razvoju zbog deficitnog finansiranja razvoja. U periodima sporog razvoja, inflacija se često koristi kao instrument za postizanje određenih ciljeva, a naročito se misli na dostizanje višeg nivoa ekonomskog razvoja i ostvarenje rasta

zaposlenosti. Kao što je već istaknuto, visoka inflacija za sobom povlači i povećanje nezaposlenosti (Filipsova kriva), usporavanje privrednog rasta i sve prisutniju recesiju.

Zaključno sa decembrom 2008. godine inflacija se merila rastom cena na malo. Od januara 2009. godine kao mera inflacije koristi se Indeks potrošačkih cena (CPI), koji se izračunava i objavljuje od januara 2007. godine. Kako navodi Republički zavod za statistiku u svom Saopštenju, indeks potrošačkih cena se definiše kao mera prosečne promene cena fiksne korpe robe i usluga koje domaćinstva kupuju u cilju zadovoljavanja svojih potreba. Indeks meri promenu cena u vremenu, pri čemu se za oba perioda koja se porede koristi struktura potrošnje baznog perioda (Lasperov tip indeksa). Indeks potrošačkih cena predstavlja poseban indeks cena na malo koji se obračunava po metodologiji usklađenoj s preporukama za obračun indeksa cena na malo u Evropskoj uniji (Harmonizovani indeks cena). Indeks se izračunava i publikuje za nivo čitave Republike Srbije. Osnovne razlike između Indeksa potrošačkih cena i Indeksa cena na malo jesu:

1. Obuhvat – lista proizvoda i usluga sadrži i rentu (iznajmljivanje stana), finansijske usluge, usluge obrazovanja i ugostiteljske usluge;
2. Ponderi;
3. Klasifikacija – COICOP HICP klasifikacija;
4. Formule za obračun indeksa na najnižem nivou agregiranja – geometrijska sredina.

Ako bi se slikovito opisalo nepovratno dejstvo inflacije, ona bi se mogla poistovetiti sa bolešću koja uništava ljudski organizam i nikada ga ne vraća u prvobitno stanje. Tako i privreda koja zapadne u stanje inflacije, najčešće aktiviranim u periodima ratova i kriza, nakon toga ne dostiže početni nivo. U cilju lakšeg prepoznavanja inflacije, potrebno je njeno klasifikovanje na tri tipa:

Umerena inflacija – karakteriše je umereni rast cena, stanovništvo ima poverenje u novac i drži ga u bankama, stope inflacije su jednocifreni brojevi, stabilnost monetarne politike.

Galopirajuća inflacija – tipična je za razvijene zemlje. Reč je o dvocifrenim pa čak i trocifrenim iznosima. Ovakva inflacija uništava privredu i kreiraju se drastični ekonomski poremećaji. Stanovništvo drži onoliko novca koliko je potrebno na nivou jednog dana i sredstva se usmeravaju u strane investicije.

Hiperinflacija izaziva paniku stanovništva koje gotovo da nema potraživanja za novcem zbog njegovog drastičnog gubitka vrednosti. Posledično, to je stanje smrti ekonomije i procvat divlje ekonomije, što je Srbija osetila na sopstvenom primeru.

Veselinović (2013) smatra da inflacija ispoljava pozitivna i negativna dejstva na ekonomiju jedne zemlje. U pozitivne efekte ubraja se sledeće:

- Na prvom mestu nalazi se podsticaj stopi rasta i proizvodnje. Zastupljen je stav da je efekat inflacije kroz rast novčane mase precenjen i da će pre dovesti do blagog rasta cena, nego do aktiviranja neuposlenih kapaciteta i radne snage.
- Dodatno štampanje novca i puštanje u promet može trenutno da popravi situaciju i podstakne delovanje, ali dugoročno ne može ubrzati privredni razvoj zemlje.
- U periodima inflacije, investicije su niske i čine se rentabilnim, naročito one koje se pokrivaju bankarskim kreditima, s obzirom na to da kamata nečesto pokriva inflaciju. Pristupanje ovakvom vidu finansiranja se isplati, jer se zajmodavcu vraća znatno manje, posebno kada je reč o dugoročnim zajmovima.
- U periodima kada je prisutna inflacija, stimuliše se potrošnja, jer nije celishodno štedeti. Tada je potrošnja zastupljenija, jer stanovništvo želi da unovči svoja sredstva u realna dobra.

Što se tiče negativnog dejstva inflacije na ekonomiju jedne zemlje, može se izdvojiti nekoliko:

- Inflacija utiče na smanjenje kupovne snage novca.
- Rast cena jedne zemlje u odnosu na drugu zemlju podstiče povećanje uvoza i smanjenje izvoza, a krajnja instanca jeste pad konkurentske prednosti na inostranom tržištu.

- Poslovne aktivnosti privrednih subjekata gube na realnosti i izražena je poslovna nesigurnost na dugi rok.
- Sa aspekta socijalnog delovanja, inflacija najviše utiče na najslabije, a šteti one kojima ne treba pomoć.
- Rast inflacije prisiljava domaćinstva da troše više novca kako bi zadržali i održali isti nivo potrošnje, tj. isti nivo životnog standarda.

Ako sumiramo, vidi se da su svi negativni efekti inflacije neuporedivo veći od prednosti koje ona donosi u pogledu stimulisanja stope rasta, povećanja zaposlenosti i stvaranja adekvatne poslovne klime.

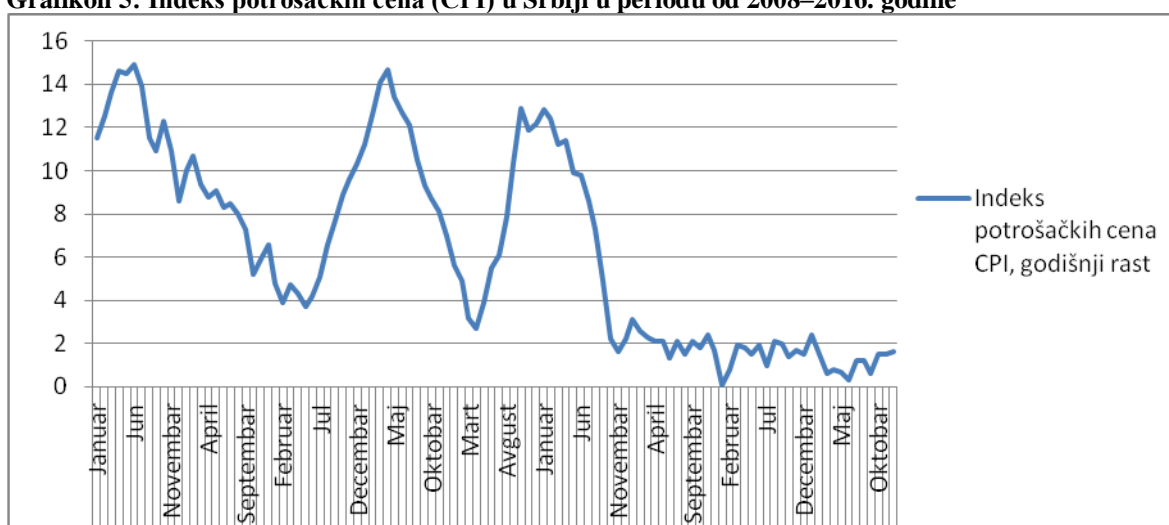
Jedino u uslovima umerene inflacije ona može biti blagonaklona privrednom razvoju, a naročito kada su slabo iskorišćeni kapaciteti i slabo uposlena radna snaga. Svako napredovanje nivoa inflacije donosi više nepovoljnih posledica od koristi koje može da ima po ekonomiju jedne zemlje.

Uspostavljanje okruženja koje karakteriše niska i stabilna inflacija predstavlja proces koji zahteva koordinisane napore Narodne banke Srbije i Vlade Republike Srbije, budući da je inflacija u Srbiji njihova zajednička odgovornost. Da bi se obezbedila cenovna stabilnost, koja će doprineti održivom privrednom rastu, Narodna banka Srbije i Vlada Republike Srbije sačinile su *Sporazum o ciljanju (targetiranju) inflacije* kao okvir za postizanje stabilnosti cena u srednjoročnom periodu, kojim se objavljuje formalni prelazak Narodne banke Srbije (NBS, 2008) na režim ciljanja inflacije u 2009. godini. Principe ovog režima monetarne politike Narodna banka Srbije je postepeno uvodila u praksu na osnovu *Memoranduma o novom okviru monetarne politike*, usvojenog u avgustu 2006. godine.

Inflacija merena indeksom potrošačkih cena (IPC) u period 2009–2013. godine beleži trend rasta. Inflacija se vraća u okvire dozvoljenog odstupanja od cilja u 2014. godini i usmerava kretanje oko centralne vrednosti cilja sve do kraja godine i u narednim godinama. Zbog uspešnog održavanja niske inflacije u protekle četiri godine, finansijski sektor i nacionalna ekonomija veruju da će taj nivo cena biti održan u srednjem roku. Niskim nivoima inflacije

doprineli su domaći faktori poput zadržavanja niskih troškovnih pritisaka na osnovu cena nafte i poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu. Takođe, rezultat stabilnog kretanja inflacije pripisuje se prethodnom ublažavanju monetarne politike, kao i postepenom rastu svetske cene nafte i inflacije u stranim zemljama. Na tromesečnom nivou, u poslednjem tromesečju 2016. godine, rast potrošačkih cena bio je 0,2% (NBS, 2016e). Rezultat ovog kretanja pripisuje se izraženom padu cena voća i povrća, manji rast cena mesa od očekivanog.

Grafikon 5: Indeks potrošačkih cena (CPI) u Srbiji u periodu od 2008–2016. godine



Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2016e).

Kada se govori o negativnom dejstvu inflacije, može se spomenuti i njeno dejstvo preko bankarskog sektora, tako što se smanjuje nivo odobrenih kredita preduzećima i povećavaju troškovi refinansiranja poslovanja. U razvijenim privredama banke se relativno brzo prilagođavaju inflaciji tako što povećavaju kamatne stope na depozitni potencijal i kredite. Takav potez povećava rizik nemogućnosti naplate kredita čime se smanjuje njihova dostupnost, ali i povećavaju bankarski troškovi. Kada su inflatorna očekivanja visoka, u finansijski sektor se „uvlače” klijenti koji najčešće nisu kreditno sposobni da vrate odobreni kredit. Da bi predupredile nastajanje problema, banke linearno smanjuju dostupnost kredita prema svim klijentima. Dakle, rast inflacije ima štetne posledice na ekonomski rast i preko finansijskog sektora.

Generalno posmatrano, prema izjavi državnih vlasti, Srbija je uspela da stabilizuje javne finansije, stanje budžetskog suficita je zadovoljavajuće u 2016. i 2017. godini, redukovan je javni dug, stopa nezaposlenosti je drastično smanjena u odnosu na nekadašnjih 24%, a strane direktne investicije su daleko prisutnije (Brnabić, 2017). Prema Novotniju (Novotny, 2008, str. 355), može se zaključiti da sve veća otvorenost nacionalnih ekonomija i njihova integracija u globalno tržište, čini te ekonomije više osetljivima na globalne uticaje.

1.2. Makroekonomske politike u funkciji ekonomskog razvoja

Opšta makroekonomska ravnoteža cilj je svake nacionalne ekonomije i kreatora ekonomske politike. Kvantitativnim i kvalitativnim sagledavanjem trendova makroekonomskih indikatora i reagovanjem na njihova kretanja, ovaj cilj je ostvariv. Odabir makroekonomskih instrumenata nije isti za svaku zemlju. Razvijene zemlje oslanjaju se na manji broj instrumenata poput vođenja fiskalne i monetarne politike uz osvrt na politiku razmene sa inostranstvom. Ostale zemlje moraju se voditi i politikom raspodele dohotka (koja ima tendenciju nestajanja), kao i politikom razmene sa inostranstvom, pored obavezne fiskalne (javna potrošnja i porezi) i monetarne politike (ponuda novca i kamatna stopa). Ukoliko se jedna od politika ne vodi na ispravan način, postaviće drugoj politici ograničenja što sve zajedno ima negativan odraz na makroekonomsku situaciju. U Srbiji, ekonomskou politiku sprovode državne institucije, a odnose se na fiskalnu i monetarnu politiku, spoljnotrgovinsku politiku i politiku javnog duga. Cilj makroekonomske politike je da pruži održivu ekonomsku stabilnost u zemlji i tako pripremi uslove za ekonomski rast.

Vlada države je dužna da odredi koje instrumente treba koristiti, da li instrumente monetarne ili fiskalne politike. Shodno navedenom, nameće se pitanje koju njihovu kombinaciju primeniti radi snažnijeg delovanja na ekonomski rast.

Kako (Arsić, 2011, str. 31) navodi, cilj promena ekonomskih politika je da se učvrsti makroekonomska stabilnost, što bi se postiglo tako što bi se uz postojeći model ciljane

inflacije, uvela fiskalna pravila kojima bi se obezbedila dugoročna održivost fiskalne politike.

1.2.1. Fiskalna politika

Fiskalna politika se definiše kao ekonomska politika države kojom se utiče na nivo poreza i javnih rashoda radi neutralisanja privrednih ciklusa, a sve u cilju doprinosa ostvarenju makroekonomskih ciljeva privrede, a to su održavanje visoke zaposlenosti, stabilnost cena i ekonomski rast. Krajnji cilj fiskalne politike je da svojim merama i instrumentima ostvari makroekonomsku stabilnost određene zemlje. Još jedna definicija data je u Zakonu o budžetskom sistemu: „Fiskalna politika predstavlja odluke koje donose ili radnje koje sprovode organi vlasti u vezi sa javnim prihodima i primanjima i rashodima i izdacima i akumulacijom javne imovine i obaveza sa ciljem uticanja na privredna kretanja i ostvarivanje ciljeva fiskalne politike” (Ministarstvo finansija Republike Srbije [MFRS], 2017).

Prema istom izvoru: „Javni rashodi su: 1) rashodi za zaposlene; 2) rashodi za robe i usluge; 3) amortizacija i upotreba sredstava za rad; 4) otplate kamata i pratećih troškova zaduživanja; 5) subvencije; 6) dotacije i transferi; 7) obavezno socijalno osiguranje i socijalna zaštita; 8) ostali rashodi (porezi, obavezne takse, novčane kazne, penali i dr.). Izdaci države su: 1) izdaci za nabavku nefinansijske imovine; 2) izdaci za otplatu glavnice; 3) izdaci za nabavku finansijske imovine.

Javni prihodi su svi prihodi ostvareni obaveznim plaćanjima poreskih obveznika, pravnih i fizičkih lica koja koriste određeno javno dobro ili javnu uslugu, kao i svi drugi prihodi koje ostvaruju korisnici budžetskih sredstava i sredstava organizacija za obavezno socijalno osiguranje. Javni prihodi su: 1) porezi; 2) doprinosi za obavezno socijalno osiguranje; 2a) neporeski prihodi, i to: (1) takse, (2) naknade, (3) kazne, (4) prihodi nastali upotrebom javnih sredstava; 5) samodoprinos; 6) donacije, transferi i finansijska pomoć Evropske unije” (MFRS, 2017).

Vlada Republike Srbije, tačnije Ministarstvo finansija ima nadležnost sprovođenja fiskalne politike. Ono upravlja javnim prihodima i rashodima radi njihovog uravnoteženja. U Srbiji se primenjuje ekspanzivna fiskalna politika koja podrazumeva niske poreske stope i veće stope državnih izdataka. Poreske stope u Srbiji su među najnižim u Evropi i to opšta stopa poreza na dodatnu vrednost (PDV) od 20% i posebna od 8%, dok se državni izdaci tj. javna potrošnja odnose na socijalna davanja i subvencije. Kontrakciona fiskalna politika podrazumeva delovanje države suprotno od vođenja ekspanzivne politike i to u pravcu smanjenja državne potrošnje i porasta poreza. Ove mere se mogu voditi odvojeno ili istovremeno. Rezultat delovanja ekspanzivne fiskalne politike ogleda se u budžetskom deficitu, dok je rezultat delovanja kontrakcione fiskalne politike budžetski suficit ili makar smanjenje deficita budžeta.

Prvi oblik fiskalne politike odnosi se na javne prihode tj. delovanje države putem poreza. Za poreze se može reći da predstavljaju prihod države koji ona ubira od fizičkih i pravnih subjekata (poreskih obveznika) u cilju pokrića javnih rashoda i postizanja stabilnosti nacionalne ekonomije. Takođe, može se reći da je instrument za vođenje stabilizacione politike sa akcentom na korigovanje inflacije, s obzirom da utiče na smanjenje tražnje i regulisanje obima proizvodnje. Ova mera fiskalne politike ima elementa prisile. Delovanje fiskalne politike u službi je ostvarivanja glavnih makroekonomskih ciljeva (održavanje visoke zaposlenosti, stabilnost cena i ekonomski rast).

Na osnovu istraživanja Gavrilović (2014, str. 64), u periodima kada je prisutna velika količina novca u opticaju i kada je privreda inflatorno opterećena, a subjekti svoja sredstva usmeravaju ka potrošnji, pravo je vreme da država uvede veće poresko opterećenje i tako destimuliše povećanu tražnju stanovništva ka proizvodima i uslugama. Međutim, javio bi se novi problem, a to je stvaranje zaliha robe u skladištima, odnosno generalno smanjenje obima proizvodnje zbog smanjene tražnje. Naime, povećanje poreskog opterećenja kratkoročno rešava problem inflatornog opterećenja, ali otvara problem proizvođačima koji će biti prinuđeni na smanjenje svojih troškova. Prvi način da smanje svoje troškove ogleda se u smanjenju troškova za plate i otpuštanju radnika. Nazaposlena lica nemaju raspoloživa

sredstva za izmirenje svojih obaveza, a ujedno dodatno smanjuju tražnju za proizvodima i uslugama. Dugoročno gledano, primena većih poreskih opterećenja može otvoriti novi i još veći problem nezaposlenosti. Ukoliko bi privreda zapala u stanje visoke nezaposlenosti, fiskalnom politikom bi se delovalo na snižavanje poreskih stopa. Time bi se postigao suprotni scenario od prethodno navedenog. Smanjenje poreskih stopa uticalo bi na povećanje raspoloživog dohotka koji bi stanovništvo koristilo za potrošnju. Proizvodnja bi se povećala zbog povećane tražnje, što bi se pozitivno odrazilo i na nivo nezaposlenosti. Smanjenje nezaposlenosti, rast dohotka i rast obima proizvodnje imaju veći efekat od smanjenja poreskih stopa.

Prema autorima studije *Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije 2011–2020* (USAID, FREN i Ekonomski institut, 2010) da bi se donela ispravna odluka o delovanju fiskalne politike, prethodno je potrebno utvrditi koliki je kvantitativni efekat rasta javnih rashoda na nivo proizvodnje (tzv. fiskalni multiplikator). Ono što je karakteristično za zemlje u razvoju jeste da imaju manje multiplikatore koji vremeski kraće traju. Recimo, u zemljama u razvoju ukoliko je efekat fiskalne politike 1 n.j., obim proizvodnje će se uvećati 0,79 n.j. što je očigledno manje od povećanja javne potrošnje. Vođenje ovakve fiskalne politike učiniće domaće ponuđače cenovno nekonkurentnim, što će eskalirati povećanjem uvoza. Ovaj problem dobija dodatnu težinu zbog postojanja visokog spoljnog duga zemlje. U toj situaciji, iz straha zajmodavci povećavaju finansijske troškove zaduživanja. Posledice rasta kamatnih stopa usporavaju privrednu aktivnost i time umanjuju dejstvo fiskalne politike na rast obima proizvodnje. Može se zaključiti da je za zemlje u razvoju, rast javnih rashoda s minimalnim dejstvom na rast obima proizvodnje.

Drugi oblik fiskalne politike odnosi se na javne rashode (javne radove, kupovinu dobara i usluga za potrebe funkcionisanja države). Prema Veselinoviću (2013, str. 88–89) uključivanjem državne intervencije u svim savremenim zemljama, javni rashodi su uvećani zarad privrednog razvoja. U okviru javnih (budžetskih) rashoda akcenat je na investicionim rashodima upravo zbog povezanosti sa privrednim razvojem. U slučaju da su javni prihodi

veći od javnih rashoda postoji budžetski suficit, a u suprotnom reč je o budžetskom deficitu.

Politikom javnih rashoda pokušava se uspostaviti stabilnost privrede putem budžeta države, kao i poreskom politikom (putem poreza). Kako ističe Gavrilović (2014, str. 68), putem budžeta se vrši akumuliranje javnih prihoda i vrši se finansiranje javnih rashoda u privredama savremenih zemalja. Budžet je instrument putem kojeg je javna potrošnja određena ekonomskom politikom države. Svakako je za ekonomiju jedne zemlje pozitivno ukoliko se stimulišu javni radovi (izgradnja mostova, škola, puteva i sl.). Ovakvim delovanjem, se automatski utiče na povećanje obima proizvodnje, rast broja zaposlenih, i pomak privrede ka stabilnom makroekonomskom ambijentu. Detaljnije, javnim radovima stanovništvo biva uposlono i povećava se nivo primanja stanovništva, što dalje navodi na porast potrošnje i tražnje za proizvodima i uslugama. U tim okolnostima, javlja se potreba za porastom proizvodnje, koja opet zahteva dodatnu radnu snagu što pomera nivo nezaposlenosti na niži nivo. Politikom javnih rashoda (povećanje ili smanjenje) može se direktnim putem uticati na alokaciju resursa i strukturu proizvodnje.

Delovanje fiskalne politike kroz politiku javnih prihoda i javnih rashoda putem povećanja poreza i smanjenja javnih rashoda, podrazumeva primenu kontraktive fisklane politike koja će rezultirati većim budžetskim prihodima od budžetskih rashoda (budžetskim suficitom); a ukoliko država sprovodi ekspanzivnu fiskalnu politiku, misli se na smanjenje poreskih stopa i povećanje javnih rashoda.

1.2.2. Monetarna politika

Na osnovu Ostojić (2008, str. 305), svi subjekti finansijskog i ekonomskog sistema zaokupljeni su odlukama Centralne banke i njenim vođenjem monetarne politike. Svi subjekti sistema najviše su zainteresovani da Centralna banka održava nisku i stabilnu stopu inflacije, kao i visok nivo ekonomskog rasta, jer znaju da visok nivo novca u opticaju vodi visokoj stopi inflacije. Prema stavu Josifidisa: „fundamentalni cilj monetarne politike je

održavanje neinflatornog rasta ukupnog outputa, odnosno pune zaposlenosti” (Josifidis, 2010, str. 61). Centralna banka ima u nadležnosti da sprovodi monetarnu politiku putem regulisanja količine novca u opticaju i putem kamatnih stopa. Monetarna politika ima za cilj da uređuje nivo ekonomske aktivnosti i nivo inflacije. Kako objašnjava Ostojić (2008, str. 307), stopa rasta novca u opticaju osnova je za dugoročnu inflaciju. U momentu kada se u jednoj zemlji ustanovi izrazito visoka stopa inflacije, tada se Centralna banka fokusira na upravljanje količine novca u opticaju. Jedan od načina obaranja visoke inflacije jeste redukcija količine novca u opticaju. Kada postoji problem nižih stopa inflacije, uticaj na količinu novca u opticaju nije glavni cilj kratkoročne monetarne politike određene zemlje. Da bi se inflacija održala na niskom nivou, Centralna banka zemlje pribegava regulisanju putem kamatnih stopa.

Prema navodima Narodne banke Srbije referentna kamatna stopa predstavlja glavni instrument delovanja monetarne politike Narodne banke Srbije. Ona se koristi u operacijama na otvorenom tržištu i ima zadatak i ulogu signalizirajuće kamatne stope. Uzima se i kao polazna kamatna stopa, jer se visina kamata na novčanom tržištu određuje upravo prema visini referentne kamatne stope. Takođe, predstavlja najvišu i najnižu kamatnu stopu koja se koristi u kupovini/prodaji hartija od vrednosti. Visina referentne kamatne stope definiše se Odlukom o visini referentne kamatne stope koju donosi Narodna banka Srbije. Ostali instrumenti monetarne politike mogu se nazvati i pomoćnim, jer omogućavaju prenošenje uticaja glavnog instrumenta monetarne politike (referentne kamatne stope) na tržište. Među ostalim instrumentima monetarne politike su: operacije na otvorenom tržištu, kreditne i depozitne olakšice, obavezna rezerva, intervencije na deviznom tržištu. Delovanje instrumenata monetarne politike nije sa istovremenim efektom na stabilnost cena (što bi bio osnovni cilj monetarne politike). Nekad je potrebno da prođe duži vremenski period da se njihovo dejstvo odrazi na cene, te Narodna banka Srbije tada sprovodi operativne i prelazne ciljeve. Za operativni cilj se može reći da lakše podleže kontroli, ali je udaljeniji od cilja, dok je prelazni cilj bliži cilju, ali se teže kontroliše. Kamatne stope se uzimaju kao operativni cilj, a projekcija inflacije kao prelazni cilj (NBS, 2018b).

Kako fiskalna, tako i monetarna politika razlikuje ekspanzivnu i kontrakcionu (restrikcionu) politiku kroz promenu nivoa novčane mase i promenu nivoa kamatnih stopa. Kontrakciona politika podrazumeva smanjenje novčane ponude i povećanje kamatnih stopa, dok ekspanziva podrazumeva povećanje novčane ponude i smanjenje kamatnih stopa. Narodna banka Srbije primenjuje kontrakcionu monetarnu politiku.

Monetarna politika radi ostvarenja makroekonomskih ciljeva, u ingerenciji ima delovanje putem, već pomenutih, kamatnih stopa i količine novca u opticaju. Kreatori monetarne politike deluju putem rasta kamatne stope da bi uticali na rast inflacije. Na taj način se smanjuju ukupni rashodi tj. ukupna potrošnja. Da bi se razumeo sistem delovanja i sprovođenja monetarne politike na ekonomiju potrebno je odrediti šta predstavljaju ukupni rashodi. Kako Ostojić prikazuje, ukupni rashodi odnose se na sastavne delove BDP-a, što znači da postoji četiri elementa ukupnih rashoda i to:

- lična potrošnja pojedinaca – C (opšti troškovi života)
 - investiciona potrošnja – I (investicije preduzeća)
 - državna potrošnja – G (potrošnja države)
 - neto izvoz – X-M (razlika između izvoza i uvoza predstavlja kategoriju neto izvoza)
- (Ostojić, 2008, str. 308).

Od prikazanih elemenata ukupnog rashoda, čak su tri elementa osetljiva na promene kamatne stope i to: lična potrošnja, investiciona potrošnja i neto izvoz. Što se tiče lične potrošnje pojedinaca, svakako da *rast kamatnih stopa* utiče na smanjenje potrošnje. Recimo da pojedinac planira investiciju u kupovinu novog automobila. Rast kamatnih stopa svakako podiže kamatnu stopu na kredit za kupovinu automobila, što znači da poskupljuje izvore finansiranja. Ako se posmatra nivo štednje, tada rast kamatnih stopa svakako stimuliše veću štednju, a smanjuje potrošnju. Za investicionu potrošnju je slična situacija. Prilikom donošenja odluke o tome da li kupiti novu opremu ili ne, sve zavisi od odnosa prihoda koji stvara nova oprema i troškova prilikom pozajmljivanja novčanih sredstava. Interna stopa prinosa (IRR) određuje isplativost investicije, pa ukoliko je IRR viša od

troškova pozajmljenih sredstava, tada je verovatno investicija profitabilna. Kada je reč o neto izvozu, rast kamatnih stopa učiniće imovinu Srbije primamljivijom za investitore, tj. smanjiće se izvoz i povećati uvoz. Naime, rast tražnje za imovinom u Srbiji učiniće rast tražnje za dinarima većim. Vrednost dinara će porasti u odnosu na druge valute i tako poskupeti izvoz i pojeftiniti uvoz.

Kada se posmatra sa aspekta faktora koji utiču na promenu nivoa kamatne stope, a ne šta su posledice promene kamatnih stopa, tada se u analizu uključuje promena količine novca u opticaju. Kako objašnjava Gavrilović (2014, str. 124), ukoliko dođe do rasta količine novca u opticaju, povećava se i tražnja za proizvodima, a time i nivo proizvodnje. Sledeća reakcija na ovu situaciju je *pad kamatnih stopa*, što dalje izaziva povećanje broja odobrenih kredita, povećavaju se investicije. Sve ovo je moguće ukoliko su investicije elastične na promenu nivoa kamatne stope. Sa druge strane, ukoliko dođe do pada količine novca u opticaju, smanjuje se tražnja za proizvodima i stanovništvo se okreće povećanju štednje zbog *rasta kamatnih stopa*. Međutim, kako smanjenje količine novca i dalje traje, stanovništvo više nije stimulirano da štedi, već povlači svoja sredstva (situacija poznata pod nazivom „držanje novca u slamarici”). Dakle, smanjena je već investiciona aktivnost, a time i privredna aktivnost. Na kratak rok promena količine novca u opticaju utiče na nivo proizvodnje i nivo cena, a gledajući dugoročno promena količine novca u opticaju utiče samo na nivo cena.

Na osnovu istraživanja koje je sproveo Jeger, (Jäger, 2016), spoljna razmena od strane vlade bila je pokretačka snaga u formiranju štednje. Stvaranje deviznih rezervi dalo je još jedan ubrzavajući trend u prvoj deceniji XXI veka. Ovaj talas se objašnjava kroz akumulaciju visokog nivoa deviznih rezervi koje omogućavaju vladi zemlje da podrži finansijski sistem u periodima krize. Održavanje određenog nivoa deviznih rezervi smanjuje verovatnoću nastanka negativnog platnog bilansa ili finansijske krize. Devizne rezerve mogu se kratkoročno primeniti za ekspanzivnu monetarnu politiku bez negativnog uticaja na kurs.

Prema Šoškiću (2014, str. 47), monetarnoj politici se pridaje veliki značaj i svi imaju velika očekivanja od njenog sprovođenja. Najpre zbog svesti da dobro vođena monetarna politika doprinosi ekonomskom razvoju. Mada je, za dostizanje uspeha zemalja u tranziciji, mnogo važnije koliki je stepen izgrađenosti institucija od izbora delovanja monetarne politike.

Kuzmanović (2013, str. 195) ističe da postoji dilema u pogledu delovanja ekonomske politike na makroekonomske neravnoteže. Razlog tome je što ili makroekonomske mere neutrališu međusobno dejstvo ili nemaju značajnog uticaja na strukturne poremećaje, što zajedno ne dozvoljava domaćoj ekonomiji da ostvari kretanje ka održivom rastu. Dakle, ekonomska politika ne može biti skoncentrisana samo na rast i zaposlenost, već i na angažovanje u smeru strukturnih promena. Kada je reč konkretno o monetarnoj politici, kreatori moraju pažnju usmeriti na visinu kamatnih stopa koje su godinama unazad veće od onih u zemljama regiona. Poslovne banke moraju biti oprezne kako ne bi došlo do preliivanja rizika na državu (u slučaju da se banke zadužuju u inostranstvu), pa tako Narodna banka Srbije mora uticati na adekvatno upravljanje kreditnim rizikom implementiranjem regulative Bazel III.

2. Ekonomski razvoj

2.1. Pojmovno određenje privrednog rasta i razvoja

Pojmovi privredni rast i privredni razvoj se spominju u literaturi brojnih ekonomista. Đurović i Cvetanović (2016, str. 3) smatraju reč je o svakako različitim pojmovima i njihovim sadržajima, pa je potrebno i njihovo bliže određenje. Neki autori (Kindleberger, 1983; vidi kod Đurović i Cvetanović, 2016) slikovito opisuju ove pojmove da bi naglasili njihove razlike. Tako, na primer, privredni rast poistovećuju s fizičkim rastom pojedinca u smislu porasta njegove visine i težine, dok privredni razvoj poistovećuju sa fizičkim rastom pojedinca uvećanim u smislu kvalitativnog razvoja (razvoj psihofizičkih sposobnosti, spremnost pojedinca da se prilagodi životnim okolnostima).

Kako Veselinović (2013, str. 31–46) tumači, privredni rast se može definisati kao rast nivoa proizvodnje na nivou jedne ekonomije, a prikazuje se kroz nivo BDP-a po glavi stanovnika. Isto tako, privredni rast oslikava rast obima proizvodnje u određenom vremenu, a sve to kao posledicu ulaganja u efikasnije korišćenje proizvodnih kapaciteta, novog zapošljavanja i porasta produktivnosti rada. Može se opisati i kao rast agregatne ponude.

Kuzmanović (2007, str. 72) navodi da je privredni rast kvantitativno povećanje BDP u jednoj godini, iskazano u procentima. Takođe, ovaj autor privredni rast poistovećuje s procesom u kojem se uvećava produktivnost kapaciteta ekonomije i tako prenosi rast na BDP. Postoji dilema da li je do porasta produktivnosti kapaciteta došlo usled bolje iskorišćenosti kapaciteta ili zbog povećanja kapaciteta. Da bi se izbegla pomenuta dilema, definicija privrednog rasta se može podeliti u dva segmenta, pa tako privredni rast predstavlja promene usled rasta produktivnosti kapaciteta privrede i promene usled bolje iskorišćenosti postojećih kapaciteta.

Privredni rast je u osnovi sastavni element razvoja i predstavlja njegov uži sastavni deo. Ako se može nazvati nedostatkom, privredni rast ne obuhvata podatke o samom funkcionisanju privrede niti o dešavanjima u okviru strukture nacionalne ekonomije, navodi Veselinović (2013, 31–46).

Za privredni rast se u velikom broju ekonomske literature navodi da je dugoročan i spor proces. Tako Đorđević (2009, str. 27) objašnjava „pravilo 70” koje pokazuje koliko je vremena potrebno da se vrednost određene pojave duplira. Na primer, stopa rasta BDP-a po glavi stanovnika deli se sa 70 i rezultat će biti približan broju godina koji je potreban da se životni standard udvostruči. Brojčano prikazano, ako je stopa rasta BDP-a po glavi stanovnika 5%, vrednost životnog standarda se udvostručuje za 14 godina.

Privredni rast ima dobrih strana, a jedna od njih je rast životnog standarda stanovništva koji se meri BDP-om po glavi stanovnika. Međutim, oni koji ne učestvuju u raspodeli

društvenog kolača, ne mogu da osećaju povećanje zarada putem kojih se prenose efekti privrednog rasta, prema rečima Kuzmanovića (2007, str. 74).

Kada se analizira dinamika privrednog rasta, neki autori je objašnjavaju upoređujući je sa kretanjem aviona koji može da leti bez smetnji tek nakon dostizanja određene tačke u vazduhu, dok drugi upoređuju privredni rast sa koracima kornjače koja hoda sporo, ali uvek napred, što je suprotno od zeca koji hoda skačući i odmara se kada oseći zamor. Kada se posmatra privredni rast u dugom roku, moguće je analizirati kvalitet ostvarenog rasta proizvodnje. Kvalitetan privredni rast znači da postoje odgovarajući mehanizmi koji odbacuju ekonomski neefikasnu proizvodnju. Kada takvi mehanizmi nisu postojali, ograničenje u privrednom rastu bila je dostupnost faktora proizvodnje.

U savremenoj literaturi, uvodi se još jedan epitet, a to je održiv i kvalitetan privredni rast. Njegove odlike su da je privredni rast postojan i otporan na spoljne udare, stvara uslove za buduću proizvodnju rastom investicija u ljudski kapital, kao i odnos prema životnoj sredini (stvaranje privrednog rasta bez uništavanja prirodnih resursa i zagađenja prirodnog staništa), na osnovu Đurović i Cvetanović (2016, str. 7).

Đorđević (2009, str. 15) u svojoj knjizi pravi distinkciju između pojmova privrednog rasta i ekonomskog razvoja. Navedena terminologija usvojena je u ovoj doktorskoj disertaciji. U pregledu ostale literature koja se bavi makroekonomskim fenomenom pod nazivom privredni (ekonomski) razvoj, uočava se njegovo predstavljanje kroz izraz privredni razvoj, a ne ekonomski razvoj (kao što to čini Đorđević). Postoje autori koji su pod uticajem ranijih doktrina socijalističke orijentacije pravili razliku između privrednog i ekonomskog razvoja, iako u načelu ta razlika ne postoji. Da bi dobio svoj kvalitativni element, neki autori ekonomski razvoj opisuju čak i kao kvalitetni privredni rast.

Đorđević, takođe, ističe da je ekonomski razvoj ne samo rast realne vrednosti proizvodnje usled veće upotrebe inputa ili veće efikasnosti njegove upotrebe, već predstavlja i mnoge strukturne, institucionalne i tehnološke promene, kao i poboljšanje životnog standarda ljudi.

Pod strukturnim promenama obuhvaćene su promene udela nekih oblasti privrede u bruto domaćem proizvodu, promene u kvalifikovanosti radne snage, promene strukture spoljnotrgovinske razmene itd. Ukratko, razvoj jeste rast nivoa proizvodnje po stanovniku, uz paralelno unapređenje pokazatelja poput dužeg životnog veka ljudi, većeg nivoa zdravstvene zaštite, višeg nivoa pismenosti i obrazovanja ljudi, kao i rasta pristupačnosti socijalnih usluga.

Prema Petroviću (Petrović, 1992, str. 58), definisanje privrednog razvoja predstavlja nimalo lak zadatak. Reč je o kompleksnom pojmu, složeno strukturiranom i višedimenzionalnom, uključuje velik broj indirektnih ekonomskih komponenti stanja u ekonomskoj sferi. Takođe, privredni razvoj se objašnjava kao proces prevazilaženja stanja oskudice u kojem se zemlja udaljava od stanja nerazvijenosti dostižući vremenom sve više nivoe ekonomske razvijenosti. Pomenuti proces se može opisati i kao ostvarivanje optimalnog nivoa između maksimalnih ciljeva i minimalnih troškova. Ovakva ekonomija koristi resurse na takav način da se dugoročno obezbedi sve veći nivo zadovoljenja ljudskih potreba. Privredni razvoj jeste makroekonomski fenomen, ali ipak pojedini mikroekonomski aspekti rade u funkciji privrednog razvoja.

Dakle, kao što je prethodno rečeno, privredni razvoj je širi pojam od privrednog rasta i obuhvata ne samo rast obima proizvodnje (kvantitativne podatke), već objašnjava i složene transformacije strukture privrede i promene u funkcionisanju nacionalne privrede (kvalitativni podaci). Radi se o podacima vezanim za promene u strukturi privrede koje poboljšavaju životni standard i utiču na promene u raspodeli dohotka. Cilj privrednog razvoja svakako zavisi od nivoa privredne razvijenosti određene zemlje, ali dva su najvažnija cilja privrednog razvoja i to povećanje životnog standarda i razvoj proizvodnih potencijala određene zemlje.

Na osnovu istraživanja Mičića (Micić, 2017, str. 33–46) pokazalo se da se strukturne promene ne primenjuju efikasno u Srbiji. One bi trebale da se zasnivaju na inovacijama, istraživanju i razvoju, znanju i veštinama, međunarodnoj trgovini i sl. To su važni faktori

koji mogu započeti reindustrijalizaciju ekonomije u zemlji. Koncept usaglašenog i uravnoteženog razvoja između sektora ne sme biti zanemaren.

Davanjem definicije privrednog razvoja pojedini ekonomisti žele da pruže kompletnu definiciju koja će biti preciznija s obzirom na to da privredni razvoj pored kvantitativnih, sadrži i kvalitativne podatke. Tako se pod privrednim razvojem podrazumeva, po Veselinoviću (Veselinović, 2013, str. 31–46):

- rast materijalne proizvodnje i BDP uz uporede strukturne promene i u funkcionisanju ekonomije;
- jedinstvo kretanja i razvoja ekonomije;
- postojanje promena koje su jednako kvantitativne i kvalitativne;
- najveći deo promena podstaknut je tehnološkim napretkom.

Za privredni razvoj vezuje se i društveni progres. Međutim, ne može se po automatizmu reći da postojanje privrednog razvoja znači društveni progres. Sasvim je tačna konstatacija da društveni napredak nije ostvariv bez privrednog razvoja u dugom roku. Ovo potvrđuju Đorđević (2009) i Đurović i Cvetanović (2016). Trenutni stepen ekonomskog razvoja određuje relativno dobar nivo obima proizvodnje robe i usluga s jedne strane, dok je s druge strane došlo do kvarenja slike o društvenom razvoju. Ovde se misli na napuštanje pravih moralnih vrednosti u smislu porasta nasilja, slabljenja porodičnih odnosa, korupciji, gotovo nestanku poverenja među prijateljima i prema državi.

Merenje ekonomskih pojava i aktivnosti (obim proizvodnje, nacionalni dohodak, zaposlenost, izvoz i sl.) osnova je za utvrđivanje ekonomske politike i njenih instrumenata, a u cilju ukupne efikasnosti. Merila ekonomskog razvoja treba da odražavaju stepen razvijenosti ekonomskih subjekata i različite ciljeve razvoja, kao i kontrolu njihovog ostvarivanja. Zahtevi izbora pokazatelja treba da su konceptualno analogni pojavi koju mere, treba da odražavaju karakteristike nivoa razvoja zemlje čiji se razvoj meri, a merenje i merila razvoja uvek su do neke mere statistički neprecizni. Takođe, smatra se da su tradicionalni pokazatelji ekonomskog razvoja zasnovani na ostvarenom autputu (osnovni

pokazatelji): bruto domaći proizvod, bruto nacionalni proizvod, neto nacionalni proizvod ili nacionalni dohodak, nacionalni dohodak po stanovniku, nacionalni dohodak po radniku, nacionalni dohodak po radnom času, štednja (akumulacija) po stanovniku, akumulacija po radniku, stope promena u nacionalnom proizvodu, dohotku i akumulaciji i drugi pokazatelji (socijalni, ekološki i sl.).

2.2. Teorije ekonomskog razvoja

Pregledom literature u vezi sa teorijama ekonomskog razvoja, uočavaju se brojna gledišta i pristupi razvrstavanju teorija ovog fenomena. Prema Đurović i Cvetanović (2016, str. 22) data je opšta klasifikacija teorija ekonomskog razvoja.

Tabela 3: Pregled teorija ekonomskog razvoja

PRISTUP	TEORIJE
1. Herik i Kindleberger	1) neoklasične teorije
	2) radikalno-marksističke teorije privrednog razvoja i
	3) teorije strukturne neravnoteže - Luisov dvosektorski model i - Čenerijevi modeli razvoja.
2. Samjuelson i Nordaus	1) teorije uzleta (Rostov),
	2) teorije stagnacije (Geršenkron) i
	3) teorije uravnoteženog razvoja (Kuznetc)
3. Najčešće korišćeni pristup u makroekonomskoj literaturi ne razlikujući fenomene rasta i razvoja, aktuelne teorije deli na:	1) kratkoročne teorije privrednog rasta i 2) dugoročne teorije privrednog rasta
	1. škola stagnacije, Hansen; 2. škola dugoročnog rasta sa fluktuacijama privrednih ciklusa, Solou; i 3. škole eksplozije i kolapsa (Marksova, Maltusova i tehnološke promene kao osnov rastućih prinosa)
4. Pristup (Todaro)	1) tradicionalne (endogene) - teorija etapa privrednog rasta, - teorija strukturnih promena, - teorija međusobne zavisnosti u razvoju a) <i>model neokolonijalne zavisnosti</i> , b) <i>model pogrešne paradigme i</i> c) <i>teza dualnog razvoja</i> .
	2) nove neoklasične teorije

	- slobodno tržište, javni izbor i pristup neškodljivog tržišta, i
	3) tzv. endogene (nove) teorije privrednog rasta - teorije ljudskog kapitala (Šulc), - endogenizacija tehnoloških promena - neoinstitucionalne teorije

Izvor: Đurović i Cvetanović (2016, str. 22)

Posebna pažnja posvetiće se poslednjem pristupu Majkla Todaroa koji teorije grupiše u dve skupine: tradicionalne (egzogene) i savremene (endogene) teorije. U okviru *tradicionalnih* teorija prema Đorđeviću (Đorđević, 2009, str. 57–73) na prvom mestu nalazi se:

- Teorija o etapama privrednog rasta autora Volta Rostoua koja govori o prelasku nerazvijenih u razvijene zemlje u nizu koraka koje ekonomije moraju da prođu. Po ovom autoru, akcenat je na fazi uzleta koju sačinjava rast investicija, razvoj barem jednog propulzivnog sektora, kao i angažovanje akumulacije na domaćem i stranom nivou.
- Teorija strukturnih promena fokus stavlja na mehanizam koji omogućuje nerazvijenim zemljama da promene privrednu strukturu od dominantne poljoprivredne ka modernoj i raznolikoj industrijskoj proizvodnji.
- Teorije zavisnosti pažnju daju razvoju podstaknutom spoljnim faktorima, za razliku od teorije etape rasta i strukturnih promena koje akcenat stavljaju na unutrašnje pritiske (niska štednja, nizak nivo obrazovanja i slično).

Savremene (endogene) teorije razvoja mnogo detaljnije analiziraju značaj istraživanja i razvoja, vlade, infrastrukturnih promena, institucionalnih promena koje (de)stimulišu rast i razvoj. Posebno mesto u ovoj teoriji zauzima tehnologija, a mnoštvo ekonomista zastupa stav da je treba raščlaniti na sastavne delove i da u ovu teoriju treba uvesti neopipljive faktore poput uticaja kulture, menadžerske sposobnosti i sl.

2.3. Finansiranje ekonomskog razvoja

Osnovni izvor finansiranja ekonomskog razvoja čini domaća štednja. Najbolji scenario za zemlju jeste finansiranje isključivo putem ovog izvora, što negde i jeste odlika ekonomski razvijenih zemalja. Za razliku od njih, zemlje u razvoju imaju neuporedivo veći problem, jer ne raspolazu dovoljnim nivoom domaće štednje namenjene finansiranju sopstvenog ekonomskog razvoja. Tada je neophodno pribegavanje štednji angažovanoj iz inostranstva, koja će predstavljati dodatak domaćoj štednji. Ova situacija naročito je karakteristična za zemlje u razvoju zbog nemogućnosti stanovništva da izdvaja sredstva u štednju upravo zbog nivoa dohotka koji ostvaruju. Štednja se može objasniti kao dobrovoljno odricanje od potrošnje, radi veće potrošnje u budućem vremenu. Domaća štednja može biti na nivou pojedinca (domaćinstvo), privrede i na nivou države. Štednja pojedinaca je upravo osnovni vid finansiranja ekonomskog razvoja u nerazvijenim zemljama, dok je u razvijenim zemljama važan deo u finansiranju. Privreda obavlja funkciju finansiranja putem profita. Državna štednja nastaje iz viškova budžetskih prihoda i kroz štednju javnih preduzeća.

Često se može čuti pitanje da li je prirodno bogatstvo neke zemlje bilo uslov za njen ekonomski razvoj. Ipak, onda se postavlja sledeće pitanje, kako na primer Japan, Hong Kong, Koreja i druge slične države, koje nemaju sopstvene prirodne izvore, a ipak ostvaruju značajan privredni rast i razvoj. Odgovor se pronalazi u prisustvu visoke tehnologije, inovacija, stalnom motivisanju zaposlenih. Kada je reč o Srbiji, ona poseduje značajne prirodne izvore, u smislu povoljne klime za poljoprivredne radove, uzgajanje biljnih i životinjskih vrsta. Ako se uzme da Holandija ostvaruje ekonomski razvoj uzgajanjem cveća, Danska proizvodnjom mleka i mlečnih produkta, Srbija bi trebalo svoj prirodni potencijal da iskoristiti u pravcu proizvodnje voća i obrade žitarica, objašnjava Simić (2014, str. 98).

Kako Đorđević (2009, str. 182–194) navodi, postoje tri osnovna pristupa u problematici domaćih izvora finansiranja ekonomskog razvoja:

1. *Pristup o neophodnosti postojanja domaće štednje* poentira da je domaća štednja najvažniji izvor investicija i kako jedino takvom razvojnom politikom može da se uveća nivo štednje (dobrovoljnim ili prisilnim putem ili oba). Ovaj pristup spada u pristupe sa tradicionalnim poimanjem da je domaća štednja uslov rasta i postojanja investicija. Karakteristika ovog pristupa ogleda se i u odbojnosti ka inflaciji i u stavu da štednja uvek sama pronalazi način da postane deo investicija. Ovde se još razmatra zavistan odnos štednje i dohotka koji pokazuje da su životni standard i ekonomski razvoj povezani. Ekonomski razvoj zavisi najpre od štednje, a opet štednja zavisi od ekonomskog razvoja i nivoa dohotka po glavi stanovnika. Da bi tok ekonomskog razvoja počeo, mora doći do većeg povećanja dohotka od povećanja broja stanovništva, gde rad mora biti mnogo produktivniji. Takođe, ovaj tok se može započeti povećanjem štednje onih koji to mogu, a ujedno i da smanje potrošnju, te da višak sredstava investiraju.

Stimulans štednji može dati i država koja je zainteresovana za oživljavanje privrede zemlje. Posebno vođenje monetarne i fiskalne politike može podstaći štednju. Vođenje politike kamatnih stopa u zemljama sa niskim dohotkom, tj. sa neznatnim viškom sredstava iznad osnovnih egzistencijalnih potreba, nema značajnih rezultata, jer tada štednja nije elastična i ne prati promene kamatnih stopa. Na ovom mestu se pokreće tema o značaju finansijskih institucija i politika u ubrzavanju ekonomskog razvoja, što će biti tema narednog poglavlja.

2. *Kejnzijanski pristup* ne prihvata stav da štednja predstavlja uslov za investicije i zastupa stav da će stimulisanje investicija samo kreirati štednju, da li preko rasta proizvodnje ili preko prenošenja dohotka od onih sa niskom sklonošću ka štednji ka delu stanovništva koje ima značajnu sklonost ka štednji, u periodima kada privreda nema punu iskorišćenost kapaciteta. Takođe, inflacija svojim delovanjem podstiče investicije preko rasta stope prinosa na investicije i snižavanja kamatnih stopa. U slučaju „kejnzijanske nezaposlenosti”, inflacioni pritisci će biti neutralisani, ako raste ponuda robe radi zadovoljenja dodatne tražnje koja je formirana zbog

povećane kupovne snage stanovništva. U slučaju „kejnzijske pune zaposlenosti” inflacija je glavni faktor finansiranja ekonomskog razvoja. Ovde investicije nisu određene štednjom, već stopom inflacije koju zaposleni mogu da izdrže u trenucima smanjenja nadnica. Osnova ovog pristupa ističe da je odluka o veličini investicije ta koja definiše visinu akumuliranog kapitala, a ne odluka o nivou štednje. Umesto zaključka, kejnzijanci bi trebalo da priznaju da je štednja zavisna i od ostalih faktora, a ne isključivo od preraspodele dohotka i da će se inflacija smanjivati rastom voljne štednje.

3. *Kvantitativni pristup* ističe ekspanzivnu monetarnu politiku koju sprovodi država radi povećanja resursa za ekonomski razvoj koristeći prinudnu štednju ili pak inflaciju. Investicije veće od štednje, uz punu zaposlenost, svakako vode do rasta opšteg nivoa cena, baš kao i ekspanzivno vođena politika države. Tako, na primer, ukoliko država želi da sredstva orijentiše ka investiranju, jedana od mogućnosti je da finansira investicije putem uvećanja ponude novca. U uslovima iskorišćenosti kapaciteta, delovanje monetarne politike ogleda se u rastu stope inflacije. U tom pogledu postoji razlika između prvog koncepta i druga dva. Kod koncepta neophodnosti domaće štednje sva sredstva za investicije dolaze iz prisilne ili voljne štednje, ali bez pojave inflacije. Kod druga dva koncepta, sredstva dolaze pomoću inflacije putem preraspodele dohotka od onih sa malom sklonošću ka štednji ka onima koji imaju naglašeniju sklonost ka štednji. Može se zaključiti da inflacija pozitivno utiče na nivo štednje i da može da pokrene investicije, ali postoji druga strana kada može da uspori razvoj usled negativnog uticaja na platne bilanse.

Pored domaće štednje, kao što je navedeno, postoje i strani izvori finansiranja. Oblici izvora finansiranja van domaće štednje odnose se na strane direktne investicije (SDI) i portfolio investicije. Strane direktne investicije imaju niz pozitivnih dejstava na zemlju domaćina, a samim tim i na njen ekonomski razvoj u pogledu stimulisanja inovacija, povećava se kvalitet ukupnog znanja, stimulišu se domaći konkurentni proizvođači da snižavaju troškove proizvodnje. Portfolio investicije imaju za cilj sticanje profita, a ne favorizovanje u upravljanju i kontroli određenog subjekta. One podrazumevaju kupovinu

stranih hartija od vrednosti do one granice koja investitoru ne dozvoljava da odlučuje i kontroliše privredni subjekat u koji je kapital uložen.

Na osnovu rada Dašića (Dašić, 2011), doprinos stranih direktnih investicija jednoj zemlji i njenom ekonomskom razvoju, ogleda se u smanjenju regionalnih neravnomernosti. Naime, činjenica je da se regioni, ne samo u Srbiji, razlikuju po određenim parametrima poput broja stanovnika, bruto domaćeg proizvoda po glavi stanovnika, stopi privrednog rasta itd. Oni regioni sa većim parametrima, posledično imaju i značajnije prilive stranih direktnih investicija. Tržišni potencijal je važan faktor koji utiče na privlačenje investicija da lociraju svoj pun potencijal baš na tom mestu. Njegova veličina, najčešće, određuje da li će primiti velik broj firmi, jer što je koncentracija preduzeća u datom regionu veća, investitor sebi olakšava problem pronalaženja dobavljača, smanjuje troškove transporta, kao i cenu koštanja proizvoda. Upravo su to razlozi nastanka regionalnih nejednakosti, tj. razvijenih i manje razvijenih regiona. Srbija bi u tom kontekstu, trebalo da sprovodi mnogo agresivniju politiku u promociji svog tržišta, da obezbedi značajniji ljudski kadar i finansijska sredstva u te svrhe. Izgradnja imidža neke lokacije bitna je u procesu privlačenja stranih direktnih investicija. Zbog toga su vlade pojedinih zemalja prinuđene da subvencionišu privredne aktivnosti u onim regionima koji ne ostvaruju rast i razvoj i na taj način privuku strane investitore. Nedostatak priliva stranih direktnih investicija i njihovo neravnomerno raspoređivanje po regionima, dovešće Srbiju do još većih regionalnih nejednakosti, pa i etiketiranja Srbije kao civilizacijske periferije sveta.

Ekonomskom razvoju Srbije veliki doprinos dale su strane direktne investicije koje su bile u obliku preuzimanja domaćih preduzeća. Ovim putem je došlo do poboljšanja u njihovom poslovanju, a sam tim i do rasta BDP-a. Međutim, desilo se i neuspešno sprovođenje procesa privatizacije pojedinih velikih preduzeća, što je učinilo da ovaj rast ne ostvari još značajniji rezultat, zaključuje Simić (2014, str. 98).

3. Korelaciona analiza makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja

Cilj istraživanja ovog dela rada zasniva se na analizi korelacije između makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja gde se kao nezavisna varijabla uzimaju indikatori tržišta rada, indikatori životnog standarda, indeks potrošačkih cena (CPI), a kao zavisna varijabla korišćiće se indeks industrijske proizvodnje (IIP). Pored ovog načina utvrđivanja međuzavisnosti, sprovedeće se i multivarijantna analiza odabranih makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja koja će pomoći u izboru najpodobnijeg makroekonomskog indikatora ekonomskog razvoja. Značaj ekonomskog razvoja, a samim tim i privrede Srbije, podstaklo je istraživanje upravo ove teme, tačnije, ispitivano je koji makroekonomski faktori međusobno imaju najveću povezanost i zavisnost. Takođe, ističe se značaj i velike mogućnosti upotrebe statističkih metoda poput deskriptivne statistike i korelacione analize. Dobijeni rezultati potvrđuju međuzavisnost nezaposlenosti radne snage, indeksa potrošačkih cena i minimalne potrošačke korpe, sa indeksom industrijske proizvodnje, nakon sprovedene multivarijantne analize svih uvrštenih indikatora. Očekuje se da ovo istraživanje ukaže na povezanost i međuzavisnost makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja, te mogućnosti pravovremenog reagovanja na data kretanja od strane kreatora ekonomske politike.

Dakle, fokus istraživanja bazira se na sledećim zadacima:

1. Sprovođenje deskriptivne analize podataka i
2. Utvrđivanje postojanja veze između indikatora tržišta radne snage, životnog standarda, indeksa potrošačkih cena i indeksa industrijske proizvodnje.

Sprovedeno istraživanje obuhvata period od 2008-2016. godine. Primljeni su zvanični mesečni podaci, uglavnom Narodne banke Srbije, Republičkog zavoda za statistiku i Ministarstva trgovine, turizma i telekomunikacija. Obuhvaćene su tri grupe nezavisnih varijabli, i to: varijable tržišta rada, indeks potrošačkih cena (CPI), varijable životnog standarda i zavisna varijabla koja se odnosi na indeks industrijske proizvodnje (IIP).

Shodno tome, korištena je korelaciona analiza za 108 opservacija upotrebom statističkog programa SPSS.

Na osnovu istraživanja brojnih autora na ovu i slične teme, može se definisati nulta i alternativna hipoteza.

H0: Indikatori tržišta radne snage, životnog standarda i indeks potrošačkih cena, ne koreliraju sa indeksom industrijske proizvodnje u periodu 2008–2016. godine.

H1: Indikatori tržišta radne snage i životnog standarda i indeks potrošačkih cena, koreliraju sa indeksom industrijske proizvodnje u periodu 2008–2016. godine.

Brojni autori proučavali su odnos nezaposlenosti i ekonomskog razvoja. Božić i Golubović (2008) u svom istraživanju zastupaju činjenicu da je visoka nezaposlenost ljudskih resursa posledica ekonomskih i socijalnih problema, kao i niskog stepena ekonomskog razvoja. Nezaposlenost je ogledalo loših makrekonomske tokova, tranzicionih promena, sporog oporavka privrede, stanja u industriji i sl. Kontigent nezaposlene radne snage nedovoljno je iskorišćeni razvojni potencijal.

Autori Bahovec, Dumičić i Palić (2011) u svom istraživanju sprovode faktorsku i klaster analizu pokazatelja održivog društveno-ekonomskog razvoja. Prema Eurostat-u, primenjuju vodeći pokazatelj društveno-ekonomskog razvoja, a to je BDP po stanovniku. Eksplatorne varijable se odnose na investicije, produktivnost rada i stopu zaposlenosti.

U studiji koja je omogućena uz pomoć američkog naroda preko Američke agencije za međunarodni razvoj (USAID) autor objašnjava da je visoka nezaposlenost velik ekonomski i socijalni problem u Srbiji. Problem egzistencije pojedinaca i njihovih porodica zbog nezaposlenosti svrstava Srbiju u sâm evropski vrh nezaposlenosti. Čak četvrtina radno aktivnog stanovništva nema posao, pa nije u stanju da se brine o sebi i svojoj porodici. Takođe, u studiji se ističe da je osnovni cilj projekta pružanje doprinosa unapređenju

politika tržišta radne snage kako bi se povećala zaposlenost i konkurentnost privrede, a radi ubrzanja ekonomskog rasta (USAID Srbija i CLDS, 2012).

Studija o životnom standardu: Srbija 2002–2007 (Republički zavod za statistiku, 2008), obuhvata analizu siromaštva, prihoda i potrošnje domaćinstava, demografskih odlika stanovništva, radnog statusa i sl. U drugom poglavlju ističe se da se životni standard ili blagostanje može meriti putem dva agregata, i to: potrošnja domaćinstava i prihodi domaćinstava. Kao najbolja aproksimacija blagostanja stanovništva u Srbiji se koristi agregat – potrošnja domaćinstava. Navodi se da je ovaj agregat bolje obuhvaćen u Anketi o životnom standardu (AŽS) nego dohodak, kao i da je manje podložan kratkoročnim fluktuacijama.

Nikolić (2015) se u svom radu bavi utvrđivanjem, opisom i objašnjenjem korelacija nezaposlenosti, raslojavanja i siromaštva, životnog standarda i socijalne isključenosti na području Vojvodine. Analizom dolazi do zaključka da stanovništvo u Vojvodini definišu veći troškovi života od nivoa zarada, te da se nizak kvalitet života, nezaposlenost i siromaštvo ne mogu rešavati samo merama ekonomske politike. Kada bi se targetirali pravi uzroci ovakvog dugotrajnog stanja, otkrili bi se i načini njegovog prevazilaženja.

Matković, Mijatović i Petrović (2010) u svom radu analiziraju uticaj krize na tržište radne snage i životni standard i, između ostalog, zaključuju da je fleksibilnost tržišta radne snage u Srbiji niska, što za posledicu ima smanjenje mogućnosti za restrukturiranje privrede i na dugi rok predstavlja prepreku za ekonomski rast. Na osnovu različitih istraživanja i podataka iz Ankete o potrošnji domaćinstava (APD) i Ankete o životnom standardu (AŽS) uočava se da je potrošnja rasla u predkriznom periodu i da je od ekonomskog rasta u tom periodu najviše imalo koristi najsiromašnije stanovništvo. U skladu sa navedenim, može se zaključiti da su ekonomski rast, rast zarada i efikasna redistributivna politika doprineli poboljšanju životnog standarda u periodu 2006–2008. godine.

Roganović (2017) se u drugom delu doktorske disertacije pod nazivom „Ekonomске, socijalne i političke posledice siromaštva” bavi i problematikom životnog stadarda u Srbiji. Citirajući navode Veselinovića (2013) iz knjige *Nacionalna ekonomija*, naglašava da značaj životnog standarda proističe iz činjenice da su ljudi pravo bogatstvo svake zemlje i da osnovni cilj privrednog (i društvenog) razvoja treba da bude stvaranje uslova za što potpunije zadovoljavanje njihovih potreba. Privredni razvoj, sam po sebi, ne garantuje viši nivo životnog standarda stanovništva. Zemlja koja je uspešnija u ostvarivanju privrednog razvoja, ne mora automatski da bude uspešnija i u povećanju životnog standarda. Bitno je kako se sredstva koriste i raspodeljuju među članovima društva. Veća jednakost u raspodeli ostvarenog bruto domaćeg proizvoda znači da veći broj ljudi ima mogućnosti da potpunije zadovoljava svoje materijalne, kulturne i druge potrebe, što se pozitivno odražava na životni standard stanovništva.

U ovom momentu potrebno je naglasiti da je, prvobitno, u analizu uključen veći broj nezavisnih varijabli kako bi se utvrdila i odabrala najveća međuzavisnost među makroekonomskim indikatorima ekonomskog razvoja. Tako su u analizu uključene sledeće nezavisne varijable: broj nezaposlenih, broj zaposlenih, stopa nezaposlenosti, prosečna potrošačka korpa, minimalna potrošačka korpa, indeks potrošačkih cena. Nakon njihove provere i utvrđivanja multikolinearnosti pojedinih varijabli, daljoj analizi pristupaju samo **tri varijable** što će biti prikazano u daljem tekstu.

Primena deskriptivne (opisne) metode omogućuje da se na racionalan način opišu varijable koje su bile predmet istraživanja. Takođe, to podrazumeva i svođenje mnoštva podataka dobijenih u istraživanju na manji broj mera i njihovo prikazivanje u adekvatnoj formi, tj. na statistički prihvatljiv način. Tabela u nastavku teksta prikazuje deskriptivnu statistiku (aritmetička sredina, standardna devijacija, najmanje i najveće zabeležene vrednosti posmatranih obeležja, kao i podaci o raspodeli vrednosti neprekidnih promenljivih) nezavisnih varijabli i indeksa industrijske proizvodnje za period 2008–2016. godine. Najveći stepen varijabiliteta izražen kroz standardnu devijaciju zabeležen je na godišnjem rastu indeksa potrošačkih cena.

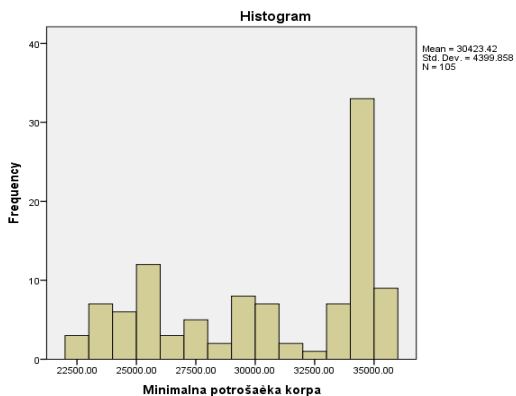
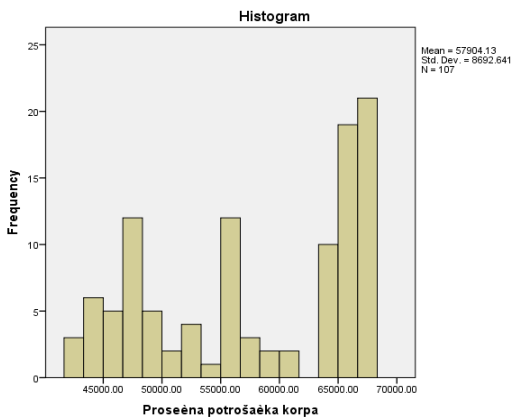
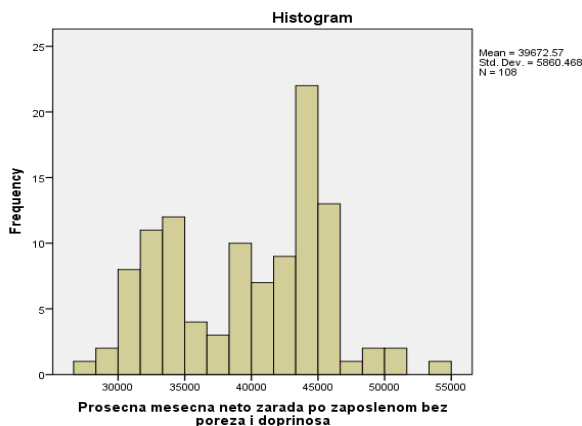
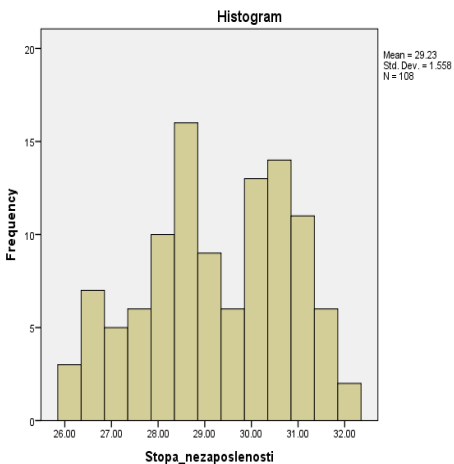
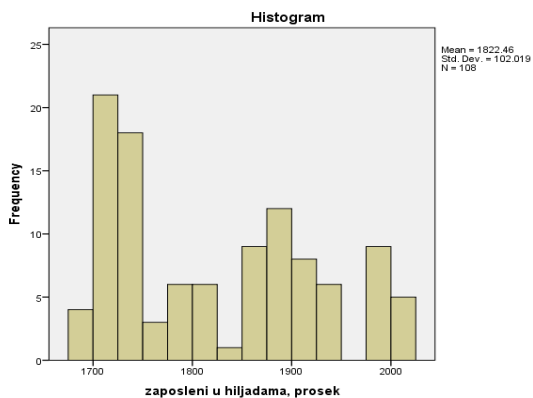
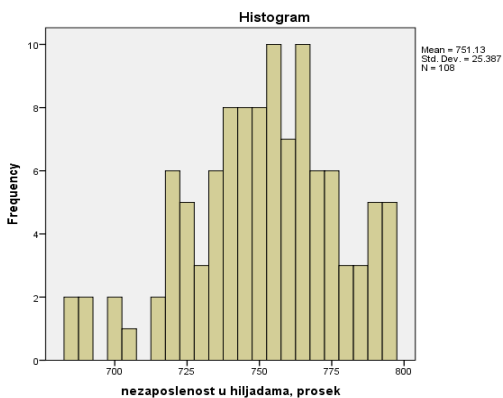
Tabela 4: Deskriptivna statistika

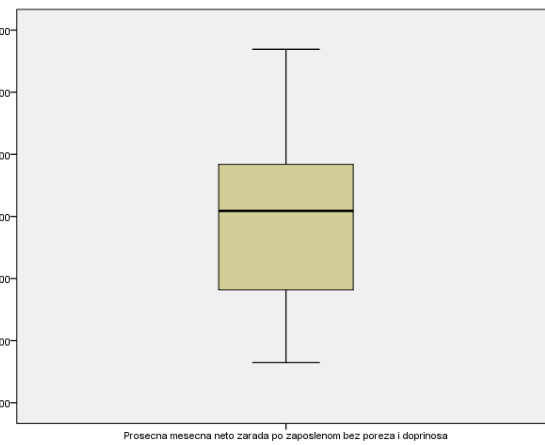
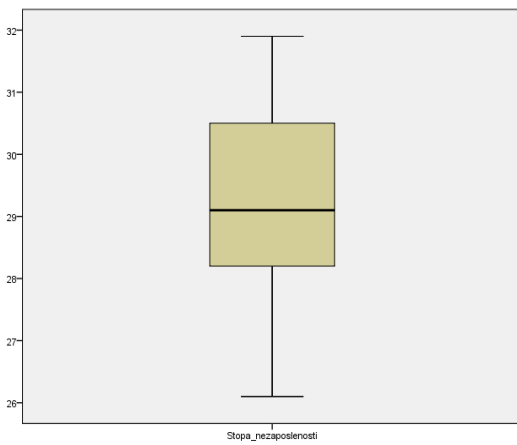
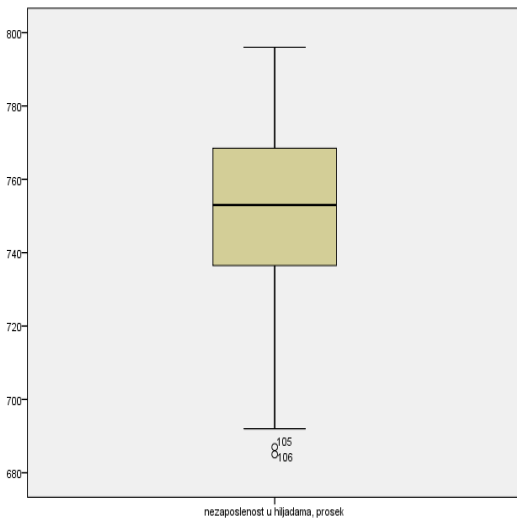
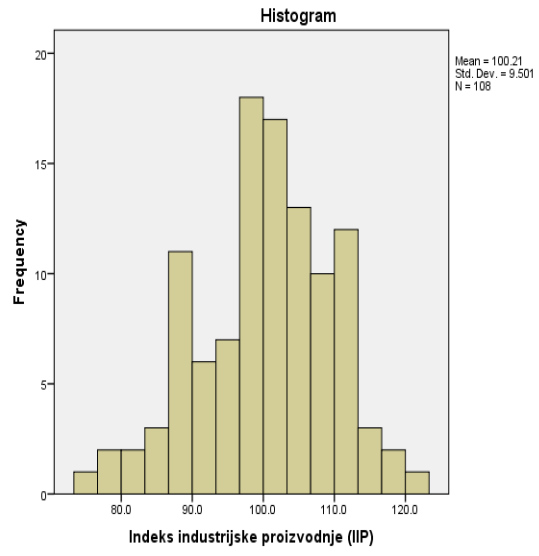
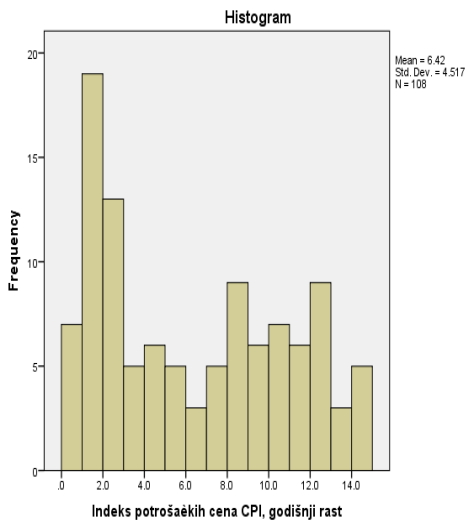
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic
Nezaposleni u hiljadama, prosek	108	685	796	751.13	25.387	-.409	.233	-.061	.461
Zaposleni u hiljadama, prosek	108	1690	2006	1822.46	102.019	.355	.233	-1.286	.461
Stopa nezaposlenosti	108	26.10	31.90	29.23	1.56	-.236	.233	-.952	.461
Prosečna mesečna neto zarada po zaposlenom bez poreza i doprinosa	108	28230	53456	39672.57	5860.47	-.088	.233	-.998	.461
Prosečna potrošačka korpa	107	41782.29	68038.93	57904.13	8692.64	-.355	.234	-1.442	.463
Minimalna potrošačka korpa	108	22142.37	35402.67	30423.42	4399.86	-.409	.236	-1.430	.467
Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast	108	0.1	14.9	6.424	4.5172	.270	.233	-1.350	.461
Indeks industrijske proizvodnje (IIP)	108	74.5	120.5	100.206	9.5007	-.388	.233	-.188	.461
Valid N (listwise)	108								

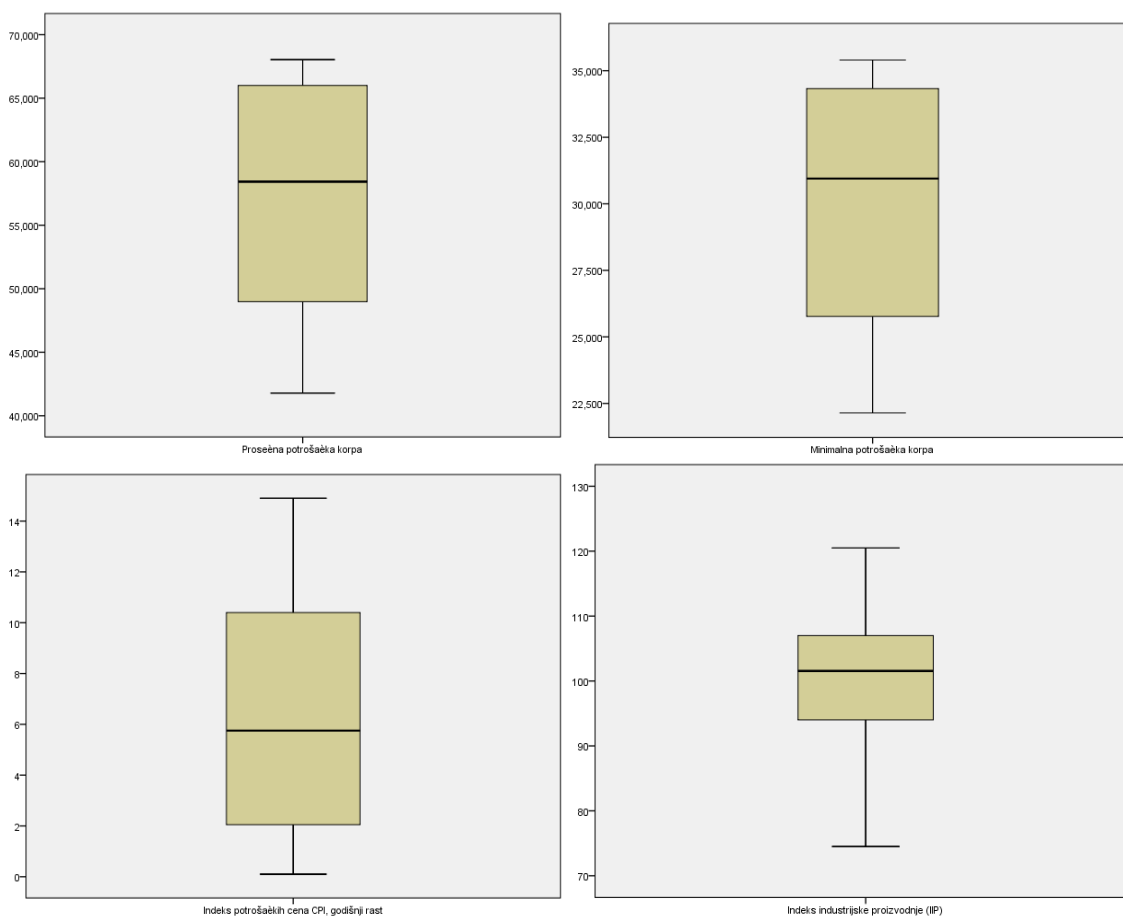
U koloni Skewness vidimo da nijedna varijabla ne odstupa značajno od normalne raspodele u smislu njene zakrivljenosti, iako se na histogramima može uočiti tendencija zakrivljenosti u levo, ka nižim vrednostima za varijablu zaposleni u hiljadama, te zakrivljenosti u desno za varijablu prosečne potrošačke korpe. Parametar Kurtosis predstavlja meru spljoštenosti krive raspodele. Negativne vrednosti ovog parametra zabeležene kod svih varijabli pokazuju da je raspodela pljosnatija od normalne, tj. da je disperzija podataka veća, što se može i grafički predstaviti.

Najizraženija spljoštenost (kao mera disperzije podataka) zabeležena je za obe varijable potrošačkih korpi, te za godišnji rast indeksa potrošačkih cena, kao i za prosečan broj zaposlenih u hiljadama, dok za ostale posmatrane varijable nema značajnog odstupanja od normalne raspodele u smislu njene spljoštenosti. Jedini outlier¹ zapažen je na grafikonu Broj nezaposlenih, za koje se pored te dve vrednosti, zapaža, takođe, normalna raspodela.

¹ Naime, outlierima se smatraju one vrednosti koje su od gornje granice „kutije“ udaljenije za više od 1,5 dužine „kutije“, tj. vrednosti koje su veće ili manje 1,5 puta od interkvartilnog ranga.







Radi provere da li distribucija podataka odstupa značajno od normalne raspodele načinjeni su testovi normalnosti raspodele: Kolmogorov-Smirnov i Shapiro-Wilk. U ovom slučaju posmatra se Kolmogorov-Smirnovljev test, jer je uzorak veći od 50 opservacija. Vrednosti u koloni Sig. pokazuju da jedino raspodela vrednosti IIP i prosečne nezaposlenosti ne odstupaju značano od normalne raspodele ($p > 0.05$), dok je za sve ostale varijable zabeleženo značajno odstupanje od normalne raspodele, što se može uočiti i na histogramima.

Tabela 5: Testovi normalnosti raspodele (1)

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	Df	Sig.
nezaposlenost u hiljadama, prosek	.053	108	.200*	.977	108	.063
zaposleni u hiljadama, prosek	.172	108	.000	.894	108	.000

Stopa nezaposlenosti	.106	108	.004	.961	108	.003
Prosečna mesečna neto zarada po zaposlenom bez poreza i doprinosa	.116	108	.001	.951	108	.001
Prosečna potrošačka korpa	.217	107	.000	.866	107	.000
Minimalna potrošačka korpa	.236	105	.000	.854	105	.000
Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast	.156	108	.000	.911	108	.000
Indeks industrijske proizvodnje (IIP)	.085	108	.052	.983	108	.179

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Sa ciljem ispitivanja veze između IIP i ostalih varijabli koje bi na njega potencijalno mogle da utiču, sprovedena je analiza korelacije IIP sa ostalim varijablama. Iako rezultati testa normalnosti raspodele pokazuju da jedino varijable IIP i broj nezaposlenih u hiljadama ne odstupaju od normalne raspodele, vrednosti Skewness i Kurtosis pokazuju da nisu narušeni uslovi za analizu podataka parametrijskim putem (vrednosti Skewness kreću se od -0,409 do 0,355, dok Kurtosis ne prelazi -1,5), te je u daljoj analizi korišćena Pirsonova korelacija (Pearson Correlation).

Tabela 6: Korelacije (1)

		Indeks industrijske proizvodnje (IIP)
Nezaposlenost u hiljadama, prosek	Pearson Correlation	-.366**
	Sig. (2-tailed)	.000
	N	108
Zaposleni u hiljadama, prosek	Pearson Correlation	-.001
	Sig. (2-tailed)	.990
	N	108
Stopa_nezaposlenosti	Pearson Correlation	-.167
	Sig. (2-tailed)	.085
	N	108
Prosečna mesečna neto zarada po zaposlenom bez poreza i doprinosa	Pearson Correlation	.425**
	Sig. (2-tailed)	.000
	N	108
Prosečna potrošačka korpa	Pearson Correlation	.309**
	Sig. (2-tailed)	.001

	N	107
Minimalna potrošačka korpa	Pearson Correlation	.310**
	Sig. (2-tailed)	.001
	N	105
Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast	Pearson Correlation	-.127
	Sig. (2-tailed)	.189
	N	108

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Rezultati pokazuju da od svih varijabli koje se odnose na indikatore tržišta radne snage, samo *prosečan broj nezaposlenih* statistički značajno korelira sa IIP, dok stopa nezaposlenih, kao ni broj zaposlenih, ne koreliraju značajno sa IIP. Negativan predznak ispred koeficijenta korelacije prosečnog broja nezaposlenih i IIP ukazuje na negativnu korelaciju, tj. da IIP raste sa smanjenjem broja nezaposlenih, što je očekivan rezultat.

Statistički značajna pozitivna korelacija zabeležena je između IIP i *prosečne neto mesečne zarade*, kao i između IIP i obe vrednosti *potrošačkih korpi*. Navedene korelacije su pozitivne, ali slabog intenziteta, s tim da IIP bolje korelira sa prosečnom mesečnom zaradom nego sa potrošačkim korpama. Godišnji rast *indeksa potrošačkih cena* ne korelira statistički značajno sa IIP-om.

Pirsonovom korelacijom ispitane su međusobne korelacije posmatranih nezavisnih varijabli. Takođe, načinjena je i provera drugih pretpostavki kao što su: normalnost raspodele, linearnost, te homogenost varijanse. Potvrđeno je da pretpostavke normalnosti raspodele, linearnosti i homogenosti varijanse nisu narušene, ali se u narednoj tabeli vidi postojanje multikolinearnosti. Naime, varijabla minimalne i prosečne potrošačke korpe statistički značajno visoko pozitivno koreliraju sa koeficijentom korelacije od čak 0.99, te je kao parametar životnog standarda izabrana **minimalna potrošačka korpa** zbog činjenice da je veća statistička značajnost korelacije između IIP i minimalne potrošačke korpe nego IIP i prosečne potrošačke korpe. Takođe, uslov multikolinearnosti bi bio narušen i ako bi u analizu bile uvršćene sve varijable koje se odnose na indikatore tržišta radne snage. Naime,

broj nezaposlenih u hiljadama i stopa nezaposlenih visoko statistički značajno koreliraju sa koeficijentom korelacije preko 0.7. Isto tako prosečna neto zarada zaposlenih visoko statistički značajno korelira sa parametrima životnog standrada (potrošačkom korpom), te se od varijabli koje se tiču indikatora tržišta rada bira **broj nezaposlenih u hiljadama**, s obzirom na to da je on prethodnom korelacionom analizom pokazao najveći stepen korelacije sa zavisnom varijablom (IIP).

Poslednji parametar koji je uvršten u multivarijantnu analizu je **godišnji porast indeksa potrošačkih cena**, kao odraz inflacije. Iako analizom pojedinačnih korelacija ne postoji statistički značajna veza CPI i IIP, teoretska pretpostavka da ovaj faktor, posmatran zajedno sa merilima indikatora tržišta radne snage i životnog standarda, može da utiče na IIP. Koeficijent korelacije CPI ni sa minimalnom potrošačkom korpom, kao ni sa brojem nezaposlenih ne prelazi 0,7, te odabir ovih parametara ne narušava pretpostavku o multikolinearnosti.

Tabela 7: Korelacije (2)

		Nezaposl. u hiljadama, prosek	zaposleni u hiljadama, prosek	Stopa nezaposl.	Prosečna mesečna neto zarada po zaposlenom	Prosečna potrošačka korpa	Minimalna potrošačka korpa	Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast
Nezaposlenost u hiljadama, prosek	Corr. Coef. Sig. N	1 .000 108	-.402** .000 108	.745** .000 108	-.150 .122 108	-.097 .320 107	-.086 .386 105	.286** .003 108
Zaposleni u hiljadama, prosek	Corr. Coef. Sig. N	-.402** .000 108	1 .000 108	-.910** .000 108	-.369** .000 108	-.441** .000 107	-.463** .000 105	.091 .350 108
Stopa nezaposlenosti	Corr. Coef. Sig. N	.745** .000 108	-.910** .000 108	1 .000 108	.205* .033 108	.280** .004 107	.301** .002 105	.067 .494 108
Prosečna mesečna neto zarada po zaposlenom bez poreza i doprinosa	Corr. Coef. Sig. N	-.150 .122 108	-.369** .000 108	.205* .033 108	1 .000 108	.911** .000 107	.910** .000 105	-.587** .000 108
Prosečna potrošačka korpa	Corr. Coef.	-.097	-.441**	.280**	.911**	1	.999**	-.622**

	Sig.	.320	.000	.004	.000		.000	.000
	N	107	107	107	107	107	105	107
Minimalna potrošačka korpa	Corr. Coef.	-.086	-.463**	.301**	.910**	.999**	1	-.609**
	Sig.	.386	.000	.002	.000	.000		.000
	N	105	105	105	105	105	105	105
Indeks potrošačkih cena	Corr. Coef.	.286**	.091	.067	-.587**	-.622**	-.609**	1
CPI, godišnji rast	Sig.	.003	.350	.494	.000	.000	.000	
	N	108	108	108	108	107	105	108

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Nakon sprovedene korelacione analize među uvršćenim makroekonomskim indikatorima ekonomskog razvoja, kao najpodobniji pokazali su se broj nezaposlenih, minimalna potrošačka korpa, indeks potrošačkih cena u odnosu na indeks industrijske proizvodnje (koji predstavlja meru vrednosti bruto domaćeg proizvoda). Ovim se odbacuje nulta hipoteza i potvrđuje ispravnost u odabiru upravo ovih makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja u daljem istraživanju.

Možemo izvesti sledeći zaključak: da bi Srbija na dugi rok ispunila kako ciljani nivo zaposlenosti, tako i životni standard, ne samo na domaćem tržištu već i šire, potrebno je da uskladi politiku zapošljavanja sa planom razvoja, da orijentiše privredu ka proizvodnji i da sprovede strateški definisane ciljeve.

II DEO – LIKVIDNOST FINANSIJSKOG SEKTORA

1. Pregled teorijskih stavova o finansijskom sektoru

Prema rečima poznatog autora (Ostojić, 2007, str. 15), finansijski sistem se definiše kao složen prikaz ukupnog ekonomskog sistema. Finansijski sektor sačinjen je od sledećih sastavnih delova i to: finansijska tržišta, finansijske institucije, finansijski instrumenti i tokovi. Isti autor ističe da postojanje usklađenosti među navedenim sastavnim delovima finansijskog sistema omogućava da privredni sistem funkcioniše i da se ekonomija jedne zemlje razvija.

Osnovna odrednica finansijskog sistema podrazumeva odnos između subjekata koji imaju višak finansijskih sredstava – suficitarni subjekti, i onih koji imaju manjak finansijskih sredstava – deficitarnih subjekata. Dovođenje ovih subjekata u vezu predstavlja povezivanje štednje i investicija kao ključnih makroekonomskih kategorija. Ovim mehanizmom obezbeđuje se razmena sredstava između suficitarnih i deficitarnih subjekata.

Kada je reč o subjektima, misli se na državu, stanovništvo, preduzeća i inostrani sektor (Ostojić, 2007, str. 16). Država se, najčešće, javlja u ulozi korisnika finansijske štednje koju formira stanovništvo, ali može uticati na funkcionisanje finansijskog sistema kroz usmeravanje fiskalnih viškova ka finansijskom tržištu. Preduzeća su prisutna kao ukupni činilac upotrebe finansijske štednje. Kada je zemlja prinuđena da uvozi kapital, tada inostrani sektor ima važnu ulogu u pribavljanju nedostajućih sredstava i obrnuto, kada je zemlja izvoznica kapitala, inostrani sektor pruža mogućnost plasiranja sredstava.

Na narednoj slici predstavljeni su subjekti koji učestvuju u funkcionisanju finansijskog sistema jedne zemlje.

Slika 1: Subjekti u funkcionisanju finansijskog sistema



Finansijska sredstva se transferišu, kao što je već pomenuto, od suficitarnih ka deficitarnim subjektima i upravo je njihovo povezivanje glavna uloga finansijskog sistema. U tom procesu, sredstva se mogu plasirati direktno putem finansijskog tržišta ili posrednim putem preko finansijskih institucija.

1.1. Funkcionisanje finansijskog tržišta

Prvi segment finansijskog sistema tj. sektora, odnosi se na finansijsko tržište. Pored uobičajene definicije prema kojoj finansijsko tržište predstavlja organizovano mesto susretanja ponude i tražnje za finansijskim sredstvima, Vunjak i Kovačević (2009, str. 5) ističu da finansijsko tržište ostvaruje sledeće funkcije u ekonomiji jedne zemlje:

- povezuje kupce i prodavce finansijskih instrumenata,
- utiče na smanjenje troškova tražnje kod subjekata koji žele da kupe ili prodaju istu vrstu finansijske aktive,
- pospešuje alokaciju tj. transfer sredstava od suficitarnih ka deficitarnim subjektima,
- omogućava ocenjivanje efikasnosti poslovanja subjekata koji učestvuju na finansijskom tržištu,
- doprinosi razvoju privrede i mobilnosti finansijskih sredstava,
- definiše cene pojedinih delova finansijske aktive,
- povećava stepen mobilizacije finansijskih sredstava,

- reguliše likvidnost putem kupoprodaje finansijske aktive u periodu pre roka dospeća,
- smanjuje rizik prilikom obavljanja transakcija putem finansijskih derivata,
- povećava životni standard stanovništva zbog mogućnosti kupovine imovine korišćenjem kredita na dugi rok.

Na osnovu Ristić (1990, str. 15), daje se osnovna podela tržišta na:

- a) robno tržište (produktno tržište i tržište usluga) i
- b) finansijsko tržište (tržište na kojem se vrši kupoprodaja novčanih sredstava).

Dalje se finansijsko tržište deli na:

- **Novčano tržište** – tržište na kojem se trguje kratkoročnim finansijskim sredstvima radi održavanja likvidnosti ili obavljanja proizvodnje. Putem novčanog tržišta suficitarni subjekti transformišu svoja novčana sredstva u tržišne instrumente koji su visoko likvidni, tj. mogu se brzo pretvoriti u gotov novac. Kako objašnjavaju Miškin i Ikins (Mishkin i Eakins, 2005, str. 217), pojedinci koji poseduju višak finansijskih sredstava plasiraju ih privremeno na novčano tržište koje im donosi viši prinos nego da su ta sredstva držali u bankama. Neangažovana sredstva predstavljala bi oportunitetni trošak u pogledu izgubljenog prinosa od kamata.
- **Tržište kapitala** – okrenuto je kupoprodaji dugoročnih novčanih sredstava (kapital i dugoročne HoV) privrednih subjekata. Na ovom tržištu, prema Ristić (1990, str. 16), nedostajuća sredstva se mogu prikupiti emisijom obveznica ili akcija, a slobodna finansijska sredstva mogu se usmeriti ka najrentabilnijim investicionim projektima. Zbog toga se i može reći da je upravo ovo tržište najznačajniji deo finansijskog tržišta, jer obezbeđuje najefikasniju alokaciju kapitala jedne privrede.
- **Devizno ili internacionalno tržište novca** – podrazumeva kupoprodaju stranih sredstava plaćanja. Takođe, odnosi se i na utvrđivanje deviznog kursa na osnovu ponude i tražnje za devizama gde se Centralna banka obavezuje da će izvršiti otkup

ili prodaju negoraničene količine deviza po donjem tj. gornjem intervencionom kursu. Prema podacima Narodne banke Srbije, na međubankarskom deviznom tržištu Srbije sprovodi se spot, termiska i svop kupoprodaja deviza, kao i kupoprodaja deviza sa datumom koji je kraći od spot valute (NBS, 2018c). Tako, na primer, obim devizne međubankarske trgovine na dan 27.07.2018. iznosio je 18.199.000 evra (NBS, 2018k).

- **Tržište hartija od vrednosti** – odnosi se i na primarno i sekundarno tržište hartija od vrednosti (HoV). Kada je reč o primarnom tržištu, misli se na izdavanje tj. na prvu, novu emisiju HoV i njihov prvi otkup od strane kupaca. Prodajom ovih hartija od vrednosti završava se njihovo učešće na primarnom tržištu. Za razliku od ove vrste tržišta, na sekundarnom finansijskom tržištu se nastavlja učešće već emitovanih HoV, tj. vrši se njihova preprodaja. Transakcije ovog tržišta obavljaju se u poslovnim bankama, na berzama i na vanberzanskim tržištima. Može se zaključiti da postojanje primarnog finansijskog tržišta ne bi imalo smisla da ne funkcioniše sekundarno tržište.

U Srbiji postoji relativno razvijeno sekundarno finansijsko tržište čiji se nastanak vezuje za početak procesa privatizacije društvenog vlasništva. U protekle dve decenije, preduzeća koja su privatizovana postaju akcionarska društva, a samim tim su prisutna na berzi. Za trgovinu akcijama, potencijalni kupci se upoznaju sa paletom ponuđenih hartija od vrednosti što je vrlo bitan momenat s obzirom na to da ovo investiranje stvara visoke profite, ali i visoke gubitke. Takođe, neophodno je i poznavanje rada Beogradske berze i načina na koji se obavlja trgovina akcijama. Kada je reč o obveznicama stare devizne štednje, njihova privlačnost određena je visokom likvidnošću, prinosima u visini kamatnih stopa na devizne depozite kod banaka, investitori ne plaćaju porez, niski su transakcioni troškovi. Sve ovo utiče na privlačnost ovih dužničkih hartija od vrednosti (Galenika broker, 2008).

Prema Ćirović (2007, str. 57), kada država pokriva svoje dugove koristeći obveznice, plan emitovanja novih obveznica mora biti dovoljan da pokrije dospele državne obveznice i moguće uvećanje državnog duga nastalog usled rasta državnog deficita. Autor ističe i da su programi emisije dužničkih hartija od vrednosti odvojeni od delovanja monetarne politike. Razlog ovakvog vođenja politike leži u činjenici da rast budžetskog deficita i njegovo finansiranje ne treba da dovede do makroekonomske nestabilnosti.

Dakle, razvijenost finansijskog tržišta je od ključnog značaja za uspešnu razmenu sredstava od suficitarnih ka deficitarnim subjektima, pa se upravo efikasnost i razvijenost tržišta posmatra kao stimulatívni faktor ekonomskog razvoja zemlje.

1.2. Pojam i vrste finansijskih institucija

Drugi segment finansijskog sistema tj. sektora, odnosi se na finansijske institucije. Prema Ostojiću (Ostojić, 2007, str. 17), finansijske institucije posmatrane sa aspekta likvidnosti, prinosu i rokovima dospeća mogu se klasifikovati na sledeći način:

- depozitne finansijske institucije (komercijalne banke, štedno-kreditne zadruge, štedionice, kreditne zadruge);
- ugovorno-štedne finansijske institucije (osiguravajuća društva i penzijski fondovi);
- investicione (finansijske kompanije, zajednički fondovi, zajednički fondovi tržišta novca) i
- ostale finansijske institucije.

Depozitne finansijske institucije spadaju u najprepoznatljivije finansijske institucije s obzirom na to da gotovo svi subjekti (stanovništvo, država, preduzeća) koriste usluge ovih institucija. Njihova osnovna funkcija ogleda se u prikupljanju depozita i po tom osnovu odobravanju kredita pomenutim subjektima radi potrošnje, nabavke opreme i sl. *Komercijalne banke* spadaju u red banki sa najvećom raspoloživom imovinom. Sredstva prikupljaju na osnovu emisije tekućih računa, štednih depozita, oročenih depozita, itd. Plasman sredstava okrenut je ne samo odobravanju kredita (koji čine najznačajniju

kategoriju u aktivi), već i ulaganju imovine u državne lokalne obveznice. *Štedno-kreditne zadruge* spadaju u depozitne finansijske institucije koje svoje izvore formiraju putem štednih, oročenih depozita i tekućih računa. Nekada su ove institucije na osnovu prikupljenih sredstava odobravale isključivo hipotekarne kredite za stambenu izgradnju, međutim, vremenom su radi ostvarenja konkurentske prednosti počele s odobravanjem potrošačkih i komercijalnih kredita. *Štedionice* karakteriše odobravanje hipotekarnih kredita (stambenih), ali i potrošačkih, komercijalnih kredita, baš kao što je slučaj kod štedno-kreditnih zadruga. One su, ipak, specijalizovane za obavljanje prometa malih iznosa na kratak rok, a odobravaju dugoročne hipotekarne kredite. Ovaj oblik finansijske institucije manje je zastupljen u razvijenim i manje razvijenim ekonomijama. *Kreditne zadruge* spadaju u red neprofitnih finansijskih institucija sa manjim finansijskim potencijalom. One odobravaju kredite samo svojim članovima – zadrugarima, a sredstva se prikupljaju putem tekućih računa i štednih depozita.

Ugovorno-štedne finansijske institucije karakteriše formiranje izvora sredstava periodično po ugovorenoj osnovi. Regulisanje likvidnosti ovakvih institucija nije centralni fokus u poslovanju kao što je slučaj sa depozitnim institucijama. Glavni predstavnik jeste *osiguravajuće društvo* koje obavlja poslove životnog osiguranja. Zbog statističke procene priliva i odliva sredstava, osiguravajuće društvo plasira sredstva prikupljena prodajom polisa u dugoročne HoV s visokim prinosom. Osiguravajuća društva koja se bave neživotnim osiguranjem ostvaruju veću verovatnoću odliva novčanih sredstava po osnovu isplate polise osiguranja po nastanku osiguranog slučaja. Plasman sredstava vrši se u likvidniju imovinu u odnosu na plasman osiguravajućih društva za životno osiguranje. Takođe, u ovu grupu spadaju i *penzijski fondovi*. Nastanak ove vrste finansijske institucije vezuje se za krizu državnog penzijskog sistema. Sredstva se formiraju na osnovu doprinosa poslodavaca koji se uplaćuje dobrovoljno ili se odbija od zarada. Zbog predvidivosti isplata tj. obaveza penzionog fonda, plasman sredstava vrši se u dugoročne HoV i dugoročne kredite.

Investicione finansijske institucije obuhvataju *finansijske kompanije* koje prikupljaju sredstva putem emisije dužničkih HoV upućene poslovnim bankama, osiguravajućim društvima, zaduživanjem kod banaka. Plasman prikupljenih sredstava usmeren je ka potrošačima i manjih je iznosa. Karakteristika ovih institucija ogleda se u zaduživanju velikih iznosa finansijskih sredstava, a odobravanju malih iznosa, što je svakako drugačije od politike koja se primenjuje u bankama gde se vrši prikupljanje malih iznosa depozita velikog broja štediša, a odobravaju se sredstva visokih iznosa. U finansijske kompanije spadaju faktoring kompanije, lizing kompanije, potrošačke i prodajne finansijske kompanije. *Zajednički fondovi* formiraju svoja sredstva putem prodaje akcija manjim investitorima. Plasman sredstava vrši se u finansijske instrumente. Akcionari prodaju svoje akcije po ceni koja zavisi od cene svih finansijskih instrumenata fonda. Zbog visoke promenljivosti cena akcija fonda, investiranje u zajednički fond se smatra rizičnim. *Zajednički fondovi tržišta novca* poseduju osobine zajedničkih fondova, ali i osobine depozitnih finansijskih institucija. Dakle, vrše prodaju akcija radi pribavljanja novčanih sredstava i potom vrše kupovinu kratkoročnih finansijskih instrumenata sa niskim rizikom neplaćanja.

Berze, za razliku od finansijskih intermedijara, ne formiraju svoje finansijske instrumente već predstavljaju ogranzovano mesto za njihovu trgovinu tj. promet. Kako Bjelica, Raičević, Radmilović, Babić i Radičić (2001, str. 159) tumače, berze su svojevrsna finansijska tržišta i, ipak, ne mogu biti sinonim za finansijska tržišta jer su ona mnogo šira ekonomska kategorija. Dakle, berze spadaju u finansijske institucije, ali se ne poistovećuju sa intermedijarnim finansijskim institucijama.

Učešće finansijskih institucija (kao komponente finansijskog sistema) na finansijskom tržištu određeno je prirodom poslovanja same institucije i može se reći da povećava nivo regulacije i obezbeđuje diverzifikaciju rizika.

U radu Begovića (Begović, 2017, str. 2) gde je cilj analize usmeren dobijanju odgovora na pitanje da li postoji neka alternativa u trenutnom obliku finansijskog posredovanja koja

ubrzava ekonomski rast i razvoj Srbije. Dolazi do zaključka da je nivo finansijskog posredovanja još uvek na niskom nivou u Srbiji pa se njihovo dejstvo (negativno) ne može odraziti na ekonomski rast i razvoj.

1.3. Karakteristike finansijskih instrumenata

Na osnovu Bjelica i saradnici (2001, str. 155), pravi se jasna distinkcija između pojmova instrumenti finansijskih tržišta i hartije od vrednosti. Naime, neke HoV nemaju osobine instrumenata finansijskih tržišta, a instrumenti finansijskih tržišta mogu biti i drugi oblici koji nemaju status HoV. Može se detaljnije objasniti da u instrumente finansijskih tržišta spadaju one HoV i oni instrumenti koji vrše prenos sredstava od suficitarnih ka deficitarnim subjektima.

Pitanjem instrumenata na finansijskom tržištu bavili su se Vunjak i Kovačević (2009, str. 147), koji navode da je za trgovinu na finansijskom tržištu potrebno izvršiti emisiju HoV ili drugih instrumenata koji poseduju karakteristike tržišnog materijala za trgovinu na tržištu. Oni vrše klasifikaciju hartija od vrednosti koje se javljaju kao finansijski instrumenti, na sledeći način:

Državne obveznice, kao instrument tržišta kapitala, emituje država kako bi prikupila slobodna novčana sredstva subjekata sa viškom novčanih sredstava koji su spremni da investiraju u kupovinu obveznica, a sve ovo radi pokrića budžetskog deficita. Na ovaj način se država ne zadužuje kod centralne banke i time je ne angažuje za nove emisije novčanih sredstava i inflatorno pokriće budžetskog deficita.

Akcije, kao instrument tržišta kapitala, podrazumevaju vlasničke HoV. Njihovim posedovanjem stiče se srazmeran deo vlasništva nad ukupnim kapitalom kompanije. Za razliku od dužničkih HoV, akcije nemaju rok dospeća. Sa aspekta prava koja pružaju, postoje obične i prioritetne akcije. Obične akcije pružaju pravo na deo profita kompanije, pravo upravljanja i pravo imovine u slučaju likvidacije kompanije. Prioritetne akcije ne

obezbeđuju pravo upravljanja, ali u slučaju likvidacije vlasnici akcija imaju prioritet u naplati. Generalno posmatrano, nedostatak akcija je što imalac akcije ne može ostvariti svoje potraživanje sve dok ne budu isplaćene obaveze prema drugim poveriocima. Međutim, postoji i prednost u pogledu prava na uvećanu dobit usled povećanja poslovnog rezultata kompanije s obzirom na to da postoje vlasnička prava posedovanjem same akcije.

Blagajnički zapisi centralne banke koriste se radi povlačenja količine novca u opticaju u saradnji sa poslovnim bankama, te služe za sprovođenje monetarne politike. Emisija se vrši i u cilju pokrića budžetskog deficita i to najčešće kada investitori preferiraju ulaganje u blagajničke zapise centralne banke, a ne u državne obveznice. Kamatne stope blagajničkih zapisa su niže u odnosu na kamatne stope koje važe na finansijskom tržištu, ali s obzirom na to da emitent (centralna banka) poseduje visoku kreditnu sigurnost, kupovina blagajničkih zapisa nosi najmanji nivo rizika.

Depozitni sertifikat, kao instrument tržišta novca, emituje se od strane poslovne banke. Ovaj tipičan primer HoV se izdaje na period duži od nedelju dana do maksimalno godinu dana. S obzirom na to da predstavlja obavezu banke, izdavanjem depozitnog sertifikata daje se prostor subjektima da deponuju svoja slobodna novčana sredstva na određeni period i uz određenu kamatu. Reč je o visokolikvidnoj, lako prenosivoj hartiji od vrednosti.

Bankarski akcept, tj. akceptirana menica od strane banke, predstavlja kratkoročnu hartiju od vrednosti koja poseduje više funkcija i to je: sredstvo bezgotovinskog plaćanja, sredstvo obezbeđenja i sredstvo kratkoročnog kreditiranja, prema Jeremić (2009, str. 32). Kada poslovna banka stavi akcept na menicu, postaje glavni menični dužnik i preuzima obavezu da imaocu menice isplati sredstva navedena na samoj menici u roku dospeća menice.

Blagajnički i komercijalni zapisi spadaju u kratkoročne HoV čija svrha je prikupljanje kratkoročnih pozajmica. Njihovi izdavaoci se obavezuju da imaocu zapisa isplate vrednost zapisa po roku dospeća. Karakteristika blagajničkog zapisa koji emituje poslovna banka ogleda se njihovoj prodaji fizičkim i pravnim licima od sedam dana do godinu dana.

Prisutni su na primarnom tržištu gde je prodaja usmerena ka drugim poslovnim bankama, fizičkim, pravnim licima, kao i kompanijama. Na sekundarnom tržištu vrši se druga i svaka naredna prodaja. Prema podacima Narodne banke Srbije (NBS, 2017a), 18. decembra 2017. godine emitovani su blagajnički zapisi nominalne vrednosti od 500.000.000.000 dinara, sa pojedinačnom vrednošću od 10.000 dinara i dospećem od 365 dana, a sve u cilju održavanja likvidnosti banaka uz uvažavanje ciljeva monetarne politike. Prodaja se vrši na primarnom tržištu na aukciji. Prema Jeremić (2009), komercijalne zapise emituju isključivo kompanije visokog rejtinga radi prikupljanja sredstava za sopstveno poslovanje, dok su investitori uglavnom investicioni fondovi. Prodaju se uz diskont, a emituju sa obavezom isplate kamate do dospeća. Reč je o negarantovanim hartijama od vrednosti u pogledu vrednosti pojedinih stavki aktive, pa garanciju predstavlja bonitet i kreditna sposobnost izdavaoca.

Repo instrumenti zastupljeni su na tržištu novca na kojem se vrši kupoprodaja HoV, s tim da kupac instrumenta plaća cenu i obavezuje se da će izvršiti njegovu prodaju na tačno određeni dan pre isteka roka dospeća. Prodavac se obavezuje da će platiti reotkupnu cenu koja se unapred utvrđuje. Tzv. sporazum o reotkupu je svojevrsna vrsta kredita koji se osigurava putem same HoV dužnika.

Jedan od pokazatelja razvijenosti finansijskog tržišta svakako su finansijski instrumenti. Ukoliko je lepeza finansijskih instrumenata raznolika, zainteresovani subjekti se mogu lakše opredeliti na investiranje sa krajnjim ciljem da ostvare dobit. Veća zainteresovanost u ovaj vid investiranja svakako doprinosi daljem razvoju finansijskog tržišta.

2. Pregled teorijskih stavova o likvidnosti finansijskog sektora

S obzirom na činjenicu da bankarski sektor dominira u strukturi ukupnog finansijskog sektora, prvo će se analiza odnositi na ovaj sektor, a potom na sektor osiguranja koji zauzima manje učešće.

Na osnovu Vunjak, Davidović i Stefanović (2012), u uslovima kada klijenti banke povlače svoje depozite i kad kreditni plasmani nisu naplaćeni, a ne postoji mogućnost da se unovči manje likvidna imovina, nastaje problem likvidnosti. Još veći problem je prelivanje problema likvidnosti na druge banke i privredne subjekte. Ova lančana reakcija uticala bi na povećanje nepoverenja u poslovne banke i možda bi dovela do nastanka krize. Kada banke nisu u stanju da izvršavaju svoje obaveze blagovremeno, informacija o tome se lako prenosi celim finansijskim tržištem, što negativno utiče na imidž banke. Tada su onemogućene da se zadužuju po adekvatnim uslovima kod drugih banaka, a klijenti bi imali naloge za izvršavanje obaveza, nekad i pre roka dospeća iz straha da ne ostanu bez uloženi sredstava. Tako se likvidnost banke može posmatrati sa aspekta sposobnosti izvršavanja obaveza po dospeću i kao sposobnost uvećanja aktive banke.

Kako objašnjava Orlić (2011, str. 6), kao problem likvidnosti banaka javlja se, pored ročne neusklađenosti sredstava i izvora sredstava, i osetljivost na rast kamatnih stopa. Ukoliko neki klijenti banke (usled povećanja kamata) povuku svoja sredstva radi njihovog investiranja na nekom drugom mestu ili ukoliko klijenti ubrzaju povlačenje sredstava kod kreditnih linija sa nižim kamatnim stopama, desiće se promene u likvidnosnoj poziciji banke. S promenama kamatnih stopa menja se i tržišna vrednost aktive banke koja je podložna prodaji radi pribavljanja dopunskih likvidnih sredstava.

Održavanje likvidnosti može dovesti do stvaranja troškova. Tako na primer, ukoliko se zahtevi za održavanje likvidnosti odnose na držanje visoko kvalitetne aktive bilansa stanja, trošak se javlja u obliku oportunitetnog troška. U situaciji kada se likvidnost održava pribavljanjem sredstava po nepovoljnim uslovima, uz visoke kamatne stope, takođe, stvaraju se troškovi.

Da bi se odredila likvidnost potrebno je sagledavanje pozicija aktive i pasive bilansa stanja banke. U narednoj tabeli dat je pregled bilansnih pozicija sa aspekta likvidnosti.

Tabela 8: Pregled aktive i pasive bilansa stanja poslovne banke po principu likvidnosti

Aktiva	Pasiva
Gotovina i gotovinski ekvivalenti i računi kod Centralne banke rezerve likvidnosti (po pravilu nekamatonsna aktiva)	Transakcioni depoziti (visoke dnevne fluktuacije)
Plasmani bankama (ukamaćivanje rezervi likvidnosti)	Obaveze prema bankama (premošćavanje nelikvidnosti i dodatni troškovi usled kamata)
Kreditni komitentima (ročna transformisana prinosa aktiva koja je izložena visokom riziku naplate)	Depoziti stanovništva – najnestabilniji izvor sredstava (prirodna osetljivost na paniku i naglo povlačenje depozita)
Osnovna sredstva (ni likvidna ni prinosa aktiva)	Kapital i rezerve (u bankama relativno mali iznosi kapitala)

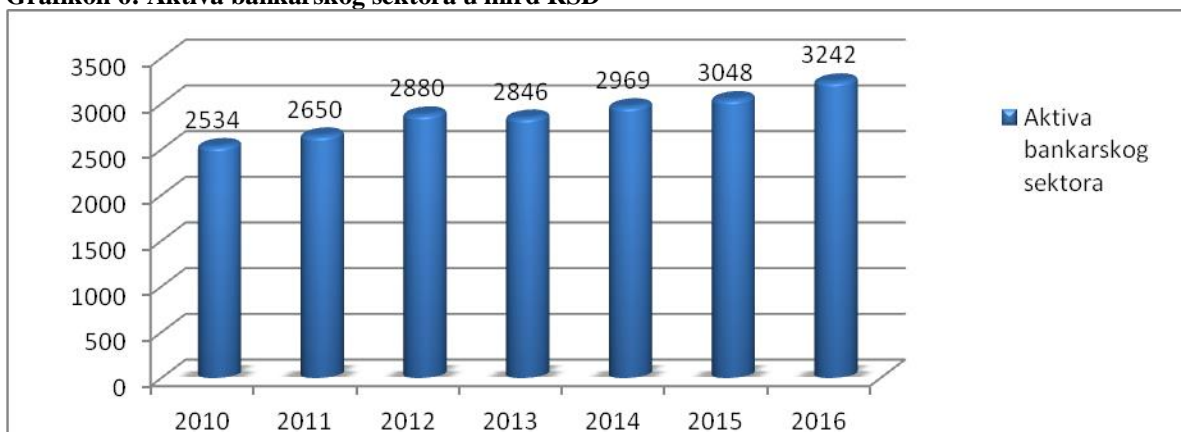
Izvor: Autor, na osnovu Dželetović, Kolar i Milošević (2011, str. 38).

Prema navodima Narodne banke Srbije (NBS, 2016d), bankarski sektor Srbije je u 2016. godini visoko likvidan i kapitalizovan. Što se tiče kreditne aktivnosti, ona ima trend rasta zbog porasta tražnje za kreditima i njihovim boljim uslovima prilikom odobravanja. Sprovedenjem Strategije za rešavanje problematičnih kredita NPL i relevantnih akcionih planova, došlo je do smanjenja nivoa problematičnih kredita na nivo koji u proteklih pet godina nije bio ostvaren. Na taj način se i profitabilnost bankarskog sektora povećala.

2.1. Upravljanje aktivom banke

Prema istraživanjima Ostojića (Ostojić, 2003, str. 73), nesporna je potreba da se prati i kontroliše poslovanje banke i u razvijenim zemljama, kao i u zemljama u tranziciji. Banke, kao finansijski intermedijari, imaju najznačajnije učešće (preko 90%) u ukupnoj finansijskoj imovini. S obzirom na to da su banke najznačajniji posrednici između štedno-pozitivnih i štedno-negativnih subjekata, potrebno je naglasiti da bi bez njihovog postojanja razmena sredstava bila gotovo nemoguća. U narednom grafikonu prikazana je veličina aktive bankarskog sektora. Evidentan je rast njene vrednosti u navedenom periodu.

Grafikon 6: Aktiva bankarskog sektora u mlrd RSD



Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2016d)

Prema Vunjak i Kovačević (2011, str. 313), proces upravljanja aktivom odnosi se na alokaciju sredstava banke prema alternativnom načinu ulaganja sredstava radi maksimizacije profita i minimizacije rizika. Glavni problem kod upravljanja aktivom banke odnosi se na sukob između ostvarivanja likvidnosti i profitabilnosti. Akcionari imaju dve relacije sukobljavanja. Prva relacija odnosi se na interes akcionara i menadžmenta banke. Naime, akcionari teže što većem plasiranju sredstava u kredite i HoV, jer se tako povećava profitna stopa. Međutim, zahtevi menadžmenta su suprotni, jer oni teže ka ostvarenju i održavanju likvidnosti banke, pa čak uz minimalnu profitabilnost. Druga relacija je sukob interesa akcionara i deponenata. Dakle, deponenti teže ka održavanju likvidnosti, a ukoliko bi se isticali interesi akcionara uz povećano povlačenje depozita, rezultat bi bila veća nelikvidnost banke i napuštanje banke od strane deponenata. Postoje tri načina upravljanja aktivom banke:

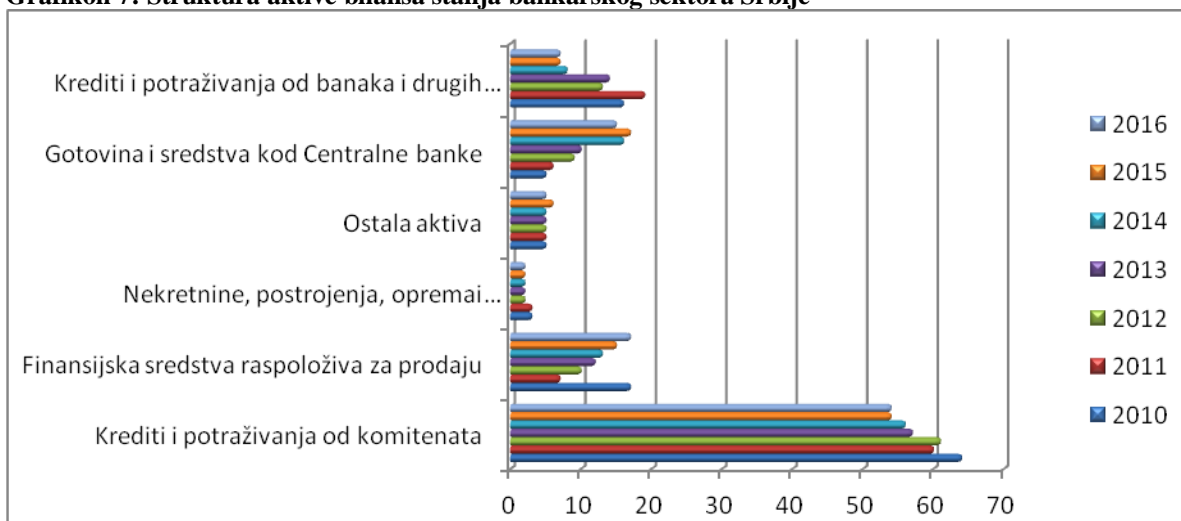
- *grupisanje sredstava* – nakon definisanja likvidnosti i profitabilnosti banke, donosi se odluka o alokaciji sredstava u one delove aktive koji će obezbediti ostvarivanje prioriternih ciljeva. Alokacija sredstava se vrši u primarne rezerve, sekundarne rezerve, kredite, HoV, osnovna sredstva banke. Prema Kaleziću (Kalezić, 2006, str. 22), kratkoročan uticaj promene stope obavezne rezerve ima sledeće rezultate: pad kredita, rast aktivnih kamatnih stopa, rast nivoa depozita, porast dugoročnih depozita.

Značaj primarne rezerve likvidnosti ogleda se u sposobnosti da se sredstva u kratkom periodu mogu koristiti za potrebe likvidnosti banke, tj. za potrebe klijenata koji povlače deponovana sredstva ili za klijente koji podnose zahtev za odobravanje kredita. U sredstva primarne rezerve likvidnosti spadaju: obavezna rezerva na depozite, sredstva kod centralne banke, depoziti kod drugih banaka, sredstva u trezoru, gotovina. Sekundarna rezerva likvidnosti obuhvata ona sredstva koja se brzo mogu transformisati u gotov novac bez velikih gubitaka, a njena funkcija se ogleda u dopunjavanju sredstava primarne rezerve likvidnosti. U okviru ove rezerve likvidnosti nalaze se u najvećem obimu HoV, a u nešto manjem obimu nalaze se kreditni plasmani. Naposljetku, preostali deo, nakon izdvajanja sredstava u primarnu i sekundarnu rezervu likvidnosti, odnosi se na plasiranje sredstava putem kredita, investicija, ulaganja u imovinu.

- *alokacija aktive* – podrazumeva fokus na opštu likvidnost banke, a manje na zahteve klijenata za depozitima. Suština ovog modela ogleda se u tome da se likvidne potrebe povezuju sa izvorima iz kojih potiču sredstva. Svaki izvor sredstava se povezuje sa nekoliko mogućnosti plasiranja sredstava. Time izvori sredstava dobijaju epitet profitnih centara i preko njih banka vrši efikasnije ulaganje, manje vezivanje sredstava u rezerve likvidnosti.
- *linearno programiranje* – bazira se na primeni informatičke tehnologije i ovaj model upravljanja aktivom pokušava da odgovori na tri pitanja, a to su: šta je problem, koje su alternative i koja je najbolja alternativa.

Kada se posmatra struktura aktive bilansa stanja bankarskog sektora uočava se dominantno učešće kredita i potraživanja od komitenata s tendencijom smanjenja u posmatranom periodu, sledeće mesto zauzimaju finansijska sredstva raspoloživa za prodaju s tendencijom rasta u posmatranom periodu, i gotovina i sredstva kod centralne banke s tendencijom rasta u posmatranom periodu.

Grafikon 7: Struktura aktive bilansa stanja bankarskog sektora Srbije

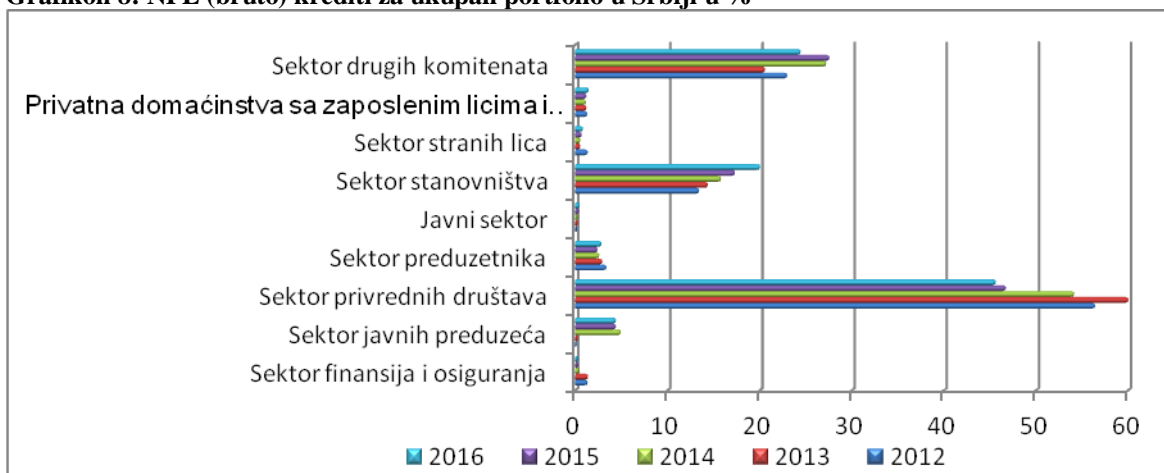


Izvor: Autor na osnovu podataka NBS (NBS, 2010; 2011; 2012; 2013; 2014; 2015; 2016)

Nastanak problematičnih kredita (non performing loans – NPL) u bankarskom sektoru, vezuje se za aktivnosti banaka koje su želele da spase svoje najvažnije klijente po svaku cenu i tako uticale na pad kvaliteta kreditnog portfolija. Banke su vršile reprogramme obaveza velikih klijenata kako bi im pomogle da premoste trenutne probleme i da nesmetano nastave svoje poslovne aktivnosti. S obzirom na to da privredna kretanja nisu pratila očekivanja privrednih subjekata, klijenti banke nisu rešili svoje probleme, banke nisu bile u situaciji da naplate svoja potraživanja, a dodatni problem predstavljaju slaba sredstva obezbeđenja na plasmane banke. Klijentima banke ponestaju sredstva za izmirenje svojih obaveza i tako raste učešće problematičnih kredita. Makroekonomski ambijent u Srbiji i efekti svetske ekonomske krize u svetu polako su se reflektovali na subjekte finansijskog sektora.

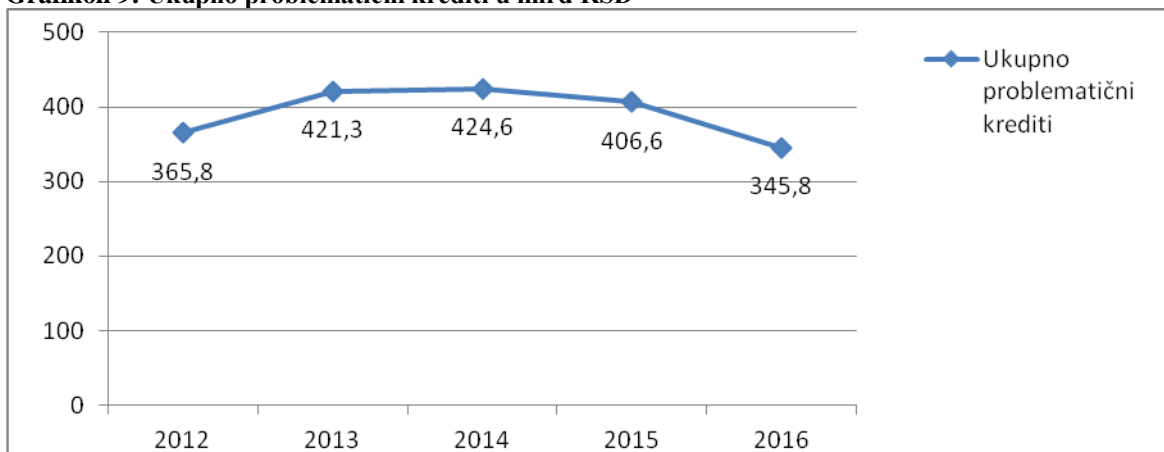
Kao što je napomenuto, najveće učešće u aktivi bilansa stanja banke imaju krediti. Na osnovu kvaliteta odobrenih kredita određuje se i kvalitet ukupne bilansne aktive. U narednom grafikonu prikazano je učešće ukupnih bruto problematičnih kredita. Najveći deo bruto NPL kredita odnosi se na privredna društva, a slede ih nefinansijska pravna lica u stečaju sa smanjenjem na 23,5%. Kod sektora stanovništva u 2016. godini prisutan je porast od 1,5 p.p. Pad pokazatelja učešća NPL-a u ukupnim bruto kreditima rezultat je smanjenja bruto NPL kredita uz mali pad ukupnih kredita.

Grafikon 8: NPL (bruto) krediti za ukupan portfolio u Srbiji u %



Na osnovu analize Narodne banke Srbije (NBS, 2016a) u poslednjem tromesečju 2016. godine došlo je do smanjenja ukupnih bruto NPL kredita. Ovo smanjenje desilo se u svim sektorima, izuzev u sektoru stranih lica. Na pomenuto smanjenje uticali su direktni otpisi, kao i prodaja bilansnih potraživanja.

Grafikon 9: Ukupno problematični krediti u mlrd RSD



Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2016a)

Postoje posebni izazovi koji se javljaju prilikom upravljanja aktivom i pasivom banke u periodima nelikvidnosti bankarskog sektora. U tim uslovima vlada nepoverenje među bankama (na strani pasive), ali i nepoverenje od strane banaka ka svojim klijentima u smislu smanjenog kreditiranja privrede zbog visokog učešća NPL kredita (na strani aktive).

Neophodna je kvalitetna diverzifikacija izvora finansiranja s obzirom na to da su dugoročni izvori finansiranja u periodima nelikvidnosti ograničeni.

2.2. Upravljanje pasivom banke

Na osnovu Vunjak i Kovačević (2011, str. 318), pasiva banke zaslužna je za realizaciju funkcija banke. Sačinjena je od depozitinih i nedepozitnih izvora, kao i od kapitala banke (prema širem tumačenju pasive). Pod depozitnim izvorima (koji su dominantni u strukturi pasive) podrazumevaju se transakcioni, depozitini i štedni računi. Putem kapitala banke iskazuju svoju sposobnost u pokrivanju rizika, nivo sigurnosti banke, kao i nivo profitabilnosti na osnovu investicionog ulaganja.

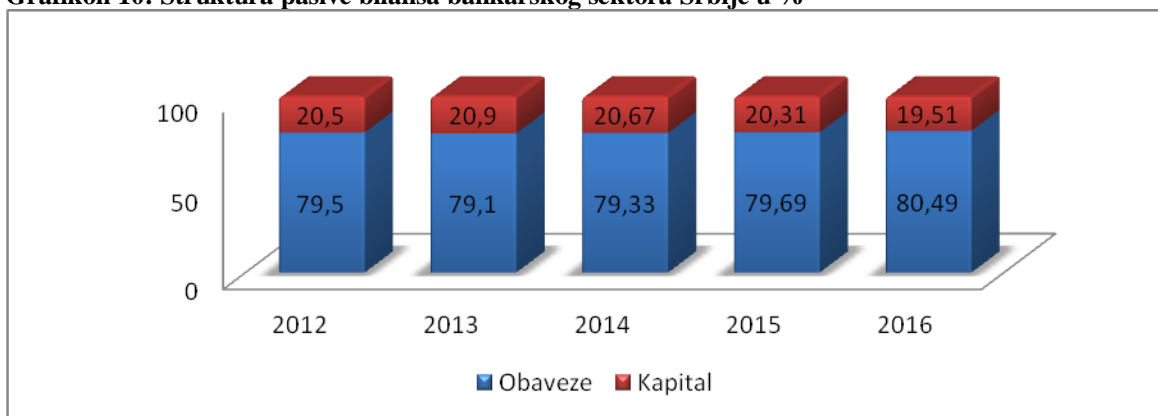
Upravljanje pasivom banke može se definisati sa teorijskog i sa funkcionalnog aspekta. *Teorijski pristup* podrazumeva da je banka aktivna u formiranju svojih izvora sredstava tj. da nije samo pasivan akceptant obaveza. *Funkcionalan pristup* polazi od stanovišta da menadžment banke vrši aktivno prilagođavanje svojih izvora sredstava ka tražnji za kreditima, pri čemu vodi računa o minimizaciji troškova i rizika. U praksi se banke fokusiraju na funkcionalni pristup. Prilikom upravljanja pasivom banke, menadžment usmerava pažnju na to da se manji iznos sredstava opredeli za održavanje likvidnosti, a da se više sredstava usmeri ka plasiranju u kredite i investicije banke. Ovakvo upravljanje pasivom banke vodi ka povećanju profitabilnosti.

Posmatranje aktive i pasive banke mora biti integralno s obzirom na to da postoji uzročno-posledična veza među njima. Kratkoročna bilansna ravnoteža podrazumeva odnos između kratkoročnih plasmana i novčanih sredstava sa kratkoročnim izvorima sredstava u pasivi. Dugoročna ravnoteža podrazumeva odnos dugoročnih plasmana i dugoročnih izvora sredstava u pasivi banke.

U narednom grafikonu dat je pregled učešća kapitala i obaveza u ukupnoj pasivi bankarskog sektora Srbije. Ukupne obaveze u 2016. godini beleže rast u odnosu na prethodnu godinu i to predstavlja početak uzlaznog trenda učešća ukupnih obaveza. Što se

tiče kapitala, u službi najstabilnijeg izvora i zaštite protiv nelikvidnosti, postoji relativno stabilno kretanje u posmatranom periodu od oko 20% učešća u ukupnoj pasivi bankarskog sektora. U 2016. godini došlo je do neznatnog smanjenja učešća kapitala kao posledica rasta obezvređivanja bilansne imovine kao i vanbilansih kategorija.

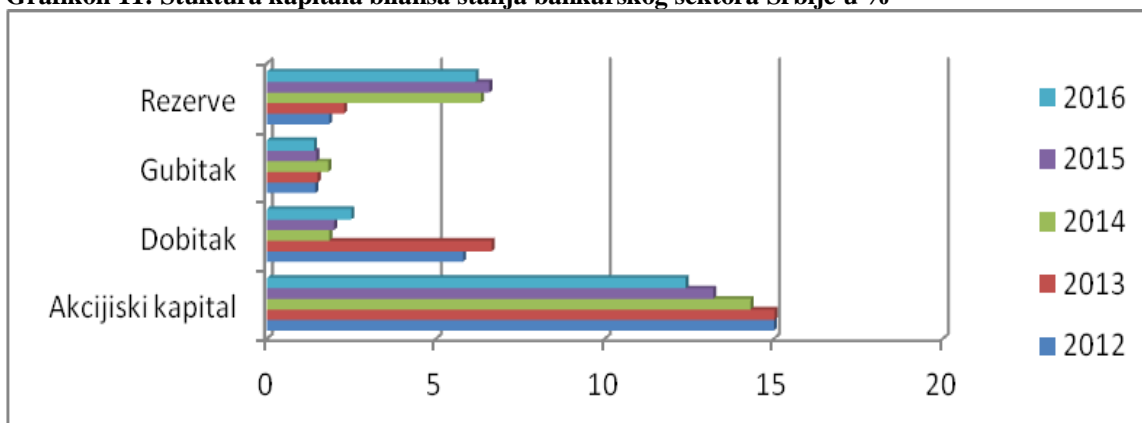
Grafikon 10: Struktura pasive bilansa bankarskog sektora Srbije u %



Izvor: Autor, na osnovu podataka *Narodne banke Srbije* (NBS, 2014; 2015; 2016).

Kapital banke u službi je očuvanja likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti, ali isto tako ima funkciju u isplati depozita ukoliko je banka u postupku likvidacije. Kao dodatna mera sigurnosti deponenata u slučaju stečaja banke prisutna je Agencija za osiguranje depozita do 50.000 evra. Za one velike deponente sigurnost predstavlja upravo kapital banke. Za banke kod kojih je učešće sopstvenog kapitala visoko, važi da su troškovi finansiranja niski. Banke ne moraju da koriste kapital kao izvor finansiranja upravo iz razloga što imaju lakši pristup finansijskim sredstvima na finansijskom tržištu kada mogu da obezbede jeftinija sredstva za potrebe svojih klijenata.

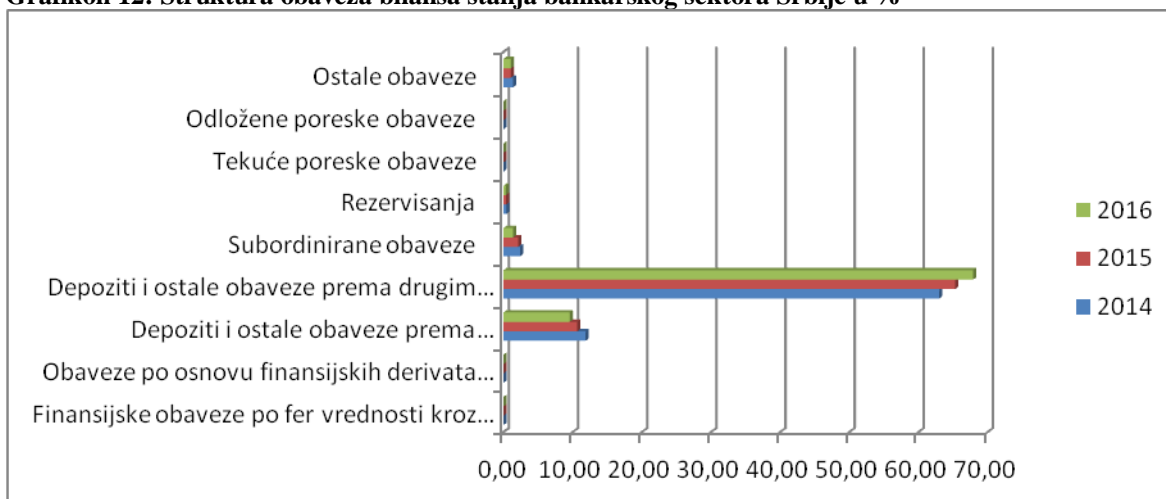
Grafikon 11: Struktura kapitala bilansa stanja bankarskog sektora Srbije u %



Izvor: Autor na osnovu podataka *Narodne banke Srbije* (NBS, 2014; 2015; 2016).

U narednom grafikonu prikazana je detaljna struktura obaveza bankarskog sektora Srbije. Kao što je navedeno, rastu vrednosti ukupnih obaveza u 2016. godini doprineo je rast vrednosti depozita i ostalih obaveza prema drugim komitentima za 3,2% u odnosu prethodnu godinu.

Grafikon 12: Struktura obaveza bilansa stanja bankarskog sektora Srbije u %



Izvor: Autor na osnovu podataka *Narodne banke Srbije* (NBS, 2014; 2015; 2016).

Za jačanje finansijske pozicije bankarskog sektora, od velikog je značaja restrukturiranje vodećih klijenata poslovnih banaka tj. privrednih subjekata. Ukoliko privredni subjekti posluju s visokim nivoom rizika, to se direktno reflektuje na stvaranje kreditnog rizika.

Ukoliko se ne reaguje na vođenje visoko rizičnog poslovanja, efekti koji se stvaraju prodajom visoko rizičnih kredita, biće kratkoročni. Međutim, ukoliko bi se ti viškovi likvidnih sredstava plasirali u obliku kredita ili HoV uspeh ovakvog poslovanja ne bi izostao. Dakle, može se zaključiti da uspeh poslovanja banaka ne zavisi samo od kvaliteta upravljanja rizicima, već i od restrukturiranja privrede, kako pokazuje Matić (2016, str. 21).

Menadžment banke ima obavezu da kontinuelno prati promene u strukturi aktive i pasive, kao i da minimizira rizike sa kojima se banka suočava. Prema Lukić i Trišić (2015), saglasno stalnim promenama na finansijskom tržištu, bankarski sektor, takođe, sprovodi stalne promene, gotovo svakodnevnne, u strukturi aktive i obaveza radi upravljanja rizicima i ostvarenja prinosa. Istovremenim upravljanjem aktive i pasive, menadžmet banke formira fleksibilan bilans koji se lako prilagođava novonastalim promenama. Ovakav koncept upravljanja aktive i pasive bilansa banke naziva se ALM koncept upravljanja aktivom i pasivom (Asset and Liability Management – ALM). Osnovni cilj ALM koncepta je dovođenje u korelacionu vezu rizika i profitabilnosti poslovnih transakcija banke. Kada je reč o upravljanju aktivom banke, misli se na upravljanje rezervama, zajmovima, investicijama i likvidnošću. Upravljanje strukturom pasive podrazumeva upravljanje depozitima i kapitalom.

Na osnovu Vunjak i Kovačević (2011, str. 341), primena ALM koncepta vodi menadžment banke u stalan proces modifikovanja i poboljšavanja sistema za upravljanje rizikom. Moguće je upravljati sledećim vrstama rizika: kreditni rizik, rizik zemlje i rizik transfera, tržišni rizik, rizik kamatne stope, rizik likvidnosti, operativni rizik, zakonski rizik i rizik reputacije, valutni rizik, kako su utvrdili Vunjak i Kovačević (2011, str. 341). Prema Faboziju, Manu i Čaudriju (Fabozzi, Mann and Choudhry, 2002, str. 277), ALM koncept se bavi politikom likvidnosti i rizikom kamatnih stopa, kao i načinom na kojih se banke od njih štite. Suštinski, ALM politika komercijalnih banaka odnosi se na održavanje rizika na prihvatljivom nivou, s obzirom na očekivanja budućih kamatnih stopa i predviđenog nivoa rizika. Ova dva navedena rizika su međusobno zavisna pitanja, iako su rizici koje oni predstavljaju različiti.

S obzirom na to da se u jednoj od narednih tačaka objašnjava i prikazuje značaj depozitnog potencijala banke, u ovoj tački im se neće posvetiti posebna pažnja, iako su oni najznačajniji deo obaveza banke.

2.3. Likvidnost sektora osiguranja

Likvidnost se može definisati kao platežna sposobnost društva za osiguranje da izmiri svoje dospеле obaveze po dospeću, što u mnogome zavisi od dostupnosti likvidnih sredstava. Da bi se održala sinhronizovanost između priliva i odliva sredstava, neophodna je ročna usklađenosti svih sredstava i obaveza društva za osiguranje. Dakle, od odnosa likvidnih i lako utrživih sredstava i obaveza društva za osiguranje, zavisna je njihova likvidnost. (Narodna banka Srbije, 2009a).

Za osiguravajuća društva i njihovu likvidnost važan je bonitet osiguranika. Materijalni položaj osiguranika određuje detalje prilikom zaključivanja ugovora o osiguranju, a osiguravajuća društva po osnovu premije obezbeđuju sigurnost naplate svojih potraživanja ukoliko osiguranik zapadne u stečaj. Naplata potraživanja osiguravajućeg društva predstavlja važan zadatak ukoliko se želi održati konstantna likvidnost.

Osiguravajuća društva su dužna da upravljaju likvidnošću na osnovu Zakona o osiguranju iz 2014. godine. Likvidnost društava za osiguranje specifična je u odnosu na utvrđivanje likvidnosti drugih privrednih subjekata. Naime, iako se i kod osiguravajućih društava likvidnost tretira kao sposobnost blagovremenog izmirenja obaveza, karakteristično je da su obaveze relativno predvidive i da se odnose u prvom redu na osiguranike, a tek potom na dobavljače, kreditore, državne organe. Likvidnost zavisi od raspoloživosti likvidnih sredstava (Milić i Arsić, 2011, str. 1).

U odnosu na bankarski sektor, likvidnost sektora osiguranja je relativno predvidiva s obzirom na to da su njihove obaveze mogu unapred planirati. Likvidnost se izražava, kod životnih i neživotnih osiguranja, kao racio likvidnosti sredstava i tekućih obaveza. U tekuće obaveze uključuju se i obaveze sa rokom dospeća manjim od jedne godine. U likvidna

sredstva ubrajaju se gotovina i gotovinski ekvivalenti, korporativne obveznice, državne obveznice i akcije. Izražen je stav da nelikvidne državne obveznice i akcije treba izuzimati iz likvidnih sredstava, upravo zbog problema sa dostupnošću informacija i definisanog objektivnog praga likvidnosti (MMF, 2003).

3. Povezanost makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja i banakarskog sektora

Analiziranje makroekonomskog ambijenta važno je za likvidnost bankarskog sektora (generalno gledano, za performanse bankarskog sektora) i ne može se posmatrati odvojeno od njega. Svaka promena instrumenata monetarne politike neposredno utiče na poslovanje bankarskog sektora. Nakon globalne krize, sasvim je jasno da finansijski sektor ima velik značaj u makroekonomskim tokovima.

Prema izveštaju Svetskog ekonomskog foruma o globalnoj konkurentnosti zemalja, prikazane su vrednosti odabranih pokazatelja i rangiranje Srbije u odnosu na 144 zemlje u 2014. godini, 138 zemalja u 2015. godini i 137 zemalja u 2016. godini, putem indeksa globalne konkurentnosti (IGK). U izveštaju je prikazano 114 pokazatelja grupisanih u dvanaest oblasti tj. stubova. Izveštajem Svetskog ekonomskog foruma 2017/2018, Srbija se nalazi na 78. poziciji na rang listi sa vrednošću IGK od 4,14, ako se uzme u obzir skala od 1 do 7. U odnosu na prethodni Izveštaj, Srbija je zauzela bolji položaj, s obzirom na to da je tada bila na 90. mestu na listi. Zbog napuštanja pet zemalja iz analize, desilo se da su sve zemlje sa lošijim plasmanom (među kojima je i Srbija) uz nepromenjene performanse poboljšale mesto na listi za dva mesta (Schwab, 2017).

Na osnovu navođenja Parlamentarne budžetske kancelarije, u odnosu na prethodno izdanje Izveštaja, izdvaja se napredak u stubu makroekonomsko okruženje kao rezultat smanjenja budžetskog deficita i nivoa nacionalne štednje. Međutim, kada se posmatra vrednost indeksa makroekonomskog ambijenta postoji zaostatak u odnosu na prosečnu vrednost indeksa zemalja u okruženju. Srbija se po vrednosti ovog stuba nalazi na 72. mestu. Upečatljiva je i vrednost godišnje inflacije koja je u periodu 2012/2013. godine bila u

dvocifrenom iznosu i rangirala Srbiju po tom osnovu na 129. mesto (stub makroekonomski ambijent), a u periodu 2015/2016. godine Srbija je rangirana na 1. mesto što ukazuje na dobro vođenu monetarnu politiku Narodne banke Srbije. Upravo je suzbijanje inflacije bilo jedan od dominantinih ciljeva monetarne politike u proteklim godinama. Emitovanjem HoV od strane Centralne banke, povlačila su se sredstva poslovnih banaka, kao i izdvajanjem dinarske i devizne obavezne rezerve, čime se uspelo u održavanju inflacije u dozvoljenim granicama (Parlamentarna budžetska kancelarija, 2016).

Tabela 9: Makroekonomski ambijent Srbije na osnovu Izveštaja o globalnoj konkurentnosti zemalja

	2015/2016		2016/2017		2017/2018	
	Vrednost	Rang/144	Vrednost	Rang/138	Vrednost	Rang/137
Uravnoteženost državnog budžeta, % GDP	-6,3	127	-3,7	80	-1,3	35
Bruto nacionalna štednja, % GDP	9,5	129	12,9	111	14	106
Inflacija, godišnja % promena	2,1	1	1,4	1	1,1	1
Ukupan javni dug, % GDP	72,4	11	77,4	111	74,1	105
Kreditni rejting zemlje, 0-100 (najbolji)	38,9	79	-	71	39,8	77
Vrednost trećeg stuba	-	-	4,1	103	4,6	72

Izvor: Autor na osnovu podataka Svetskog ekonomskog foruma (Schwab, 2017).

U okviru osmog stuba, razvijenost finansijskog sistema, nalazi se bolje ocenjena raznovrsnost finansijskih usluga koje su dostupne na tržištu kao i regulisanost HoV, dostupnost kapitala u odnosu na izveštaj za period 2016/2017. godine. Međutim, lošiju ocenu imali su pristupačnost finansijskih usluga i lakoća dobijanja kredita. Napredak koji je ovaj stub ostvario, postavio je Srbiju na 101. mesto na listi.

Tabela 10: Razvijenost finansijskih tržišta Srbije na osnovu Izveštaja o globalnoj konkurentnosti zemalja

	2015/2016		2016/2017		2017/2018	
	Vrednost	Rang/144	Vrednost	Rang/138	Vrednost	Rang/137
Dostupnost finansijskih usluga	4	97	3,7	108	3,6	107

Pristupačnost finansijskih usluga	3,7	11	2,9	124	3	116
Finansiranje kroz lokalno tržište kapitala	2,4	126	2,8	112	2,9	110
Jednostavnost pristupa kreditima	2,2	120	3,8	73	3,6	86
Dostupnost rizičnog kapitala	1,9	130	2,4	104	2,6	95
Stabilnost banaka	4,1	112	4,3	99	4,4	88
Regulisano tržište kapitala	3,2	121	3,4	118	3,6	109
Zakonska prava index, 0-10 (najbolja)	5	63	5	68	6	49
Vrednost osmog stuba	-	-	3,4	110	3,6	101

Izvor: Autor na osnovu Svetskog ekonomskog foruma (Schwab, 2017).

Ograničenje za podizanje nivoa konkurentnosti predstavljaju oblasti koje su tokom dužeg perioda nisko rangirane, a oblasti koje su ostvarile određena unapređenja u srednjem roku i dalje ostavljaju prostor za poboljšanje.

Sasvim je prihvatljiva činjenica da u uslovima prihvatljivog makroekonomskog ambijenta, banke ostvaruju visoke vrednosti svojih performansi, za razliku od nepovoljnog makroekonomskog ambijenta (visoke kamatne stope, privreda u recesiji), kada one beleže sve veće poslovne gubitke prouzrokovane otežanom naplatom kredita od svojih klijenata. Posledica lošeg makroekonomskog ambijenta odnosi se na problematične kredite koji prednjače u strukturi ukupnih kredita. Sve ovo degradira nivo profitabilnosti i adekvatnosti kapitala.

Za zemlje u tranziciji karakteristično je da su banke dominantne finansijske institucije. Njihovom intermedijacijom između privrednih subjekata usmerava se štednja ka investicijama i na taj način poslovne banke doprinose ekonomskom razvoju. Zato se može zaključiti da je od krucijalnog značaja stabilnost bankarskog sektora, radi uspešnosti poslovanja ostalih privrednih sektora. Za održavanje stabilnosti neophodno je poštovanje uslova likvidnosti. Ukoliko banke dobro regulišu ročnu stukturu između aktive i pasive,

likvidnost je zadovoljena. U slučaju da postoji vremenski nesklad između povlačenja depozita i kreditnih plasmana koji nisu vraćeni i kada ne postoji mogućnost unovčavanja pojedinih oblika aktive, banka se suočava sa nelikvidnošću.

Prema Brković (2014) glavna uloga bankarskih kredita u tranzicionim zemljama ne ispoljava se samo kroz finansiranje projekata velikih vrednosti, već kroz mnogo bitnije usmeravanje sredstava ka granama privrede i utvrđivanje nivoa efekta na ekonomski razvoj u celini.

Bankarski sektor i njegova uspešnost, kao što je napomenuto, prate pravac kretanja makroekonomskih indikatora. Brojna istraživanja poput: Alihodžić (2015), Račić (2014, str. 73), Vodová (2011), Trenca, Petria, Mutu i Korovej (Trenca, Petria, Mutu and Corovei, 2012), dokazala su da postoji uticaj makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja na performanse bankarskog sektora. Kao najznačajniji indikatori mogu se izdvojiti: a) bruto domaći proizvod (BDP), b) inflacija tj. indeks potrošačkih cena (CPI) i c) nezaposlenost.

Na grafikonu ispod prikazano je kretanje makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja i kretanje pokazatelja likvidnosti bankarskog sektora, što će tekstom biti ispraćeno. Kao mera BDP-a u grafikonu je prikazan indeks industrijske proizvodnje (IIP). Može se definisati kao referentni indikator koji prikazuje u kojim tačkama je došlo do zaokreta u ekonomskim aktivnostima. Takođe, može se koristiti radi procene promena BDP-a. Bruto domaći proizvod je mera stanja jedne privrede i prikazuje vrednost proizvodnje roba i usluga u jednoj zemlji. Prema Račiću (Račić, 2014), rast BDP-a utiče na povećanje aktivnosti jedne privrede, kao i na porast tražnje za kreditima. Sasvim je očekivan rast kreditne aktivnosti u periodima privredne ekspanzije, jer privredni subjekti žele da pomoću kredita ostvare kvalitetne poslovne projekte. Takođe, kada je privreda u usponu, ona se posmatra kao manje rizična privreda, što dovodi do smanjenja kamatne stope na spoljne izvore finansiranja. Tada banka može smanjiti nivo likvidnih rezervi sa fokusom na likvidnost i da koristi spoljne izvore finansiranja. U istraživanju Račića (2014), pokazano je

da pad BDP-a utiče na smanjenu kreditnu aktivnost i na povećanje likvidnih sredstava (rast likvidnosti), tj. banke su manje izložene riziku likvidnosti.

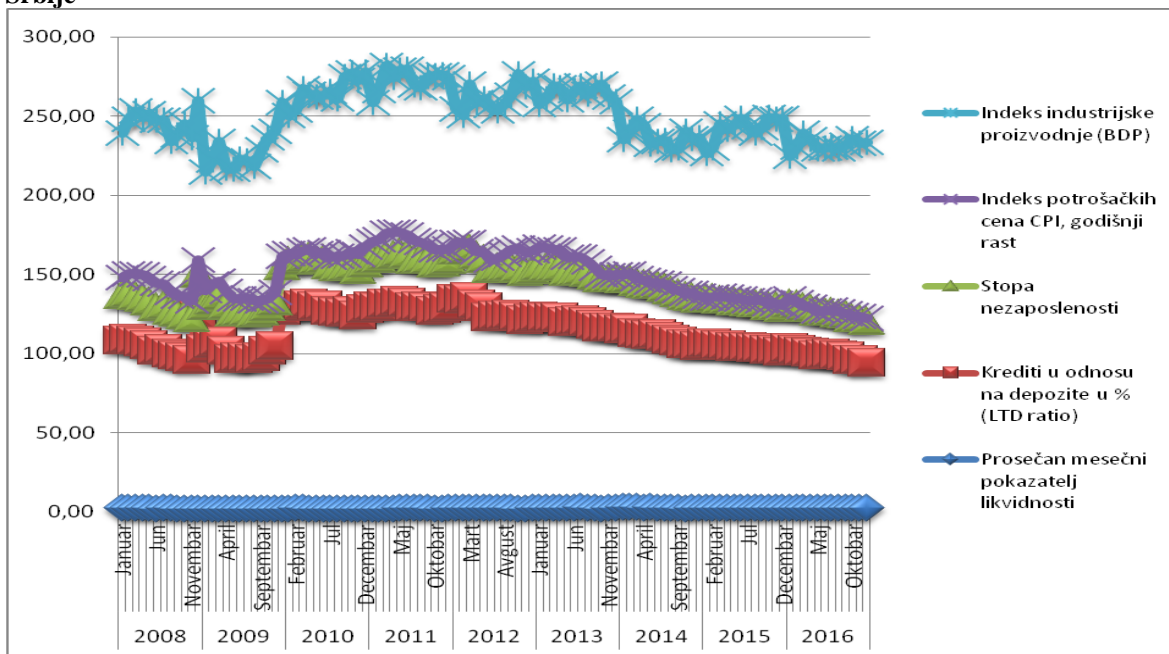
Kada je reč o nezaposlenosti, prema Milić i Soleša (2017, str. 542), može se reći da njen porast utiče na smanjenje sposobnosti dužnika da izmiri kreditno zaduženje i ta korelacija nezaposlenosti i likvidnosti banaka podrazumeva i smanjenu kreditnu aktivnost banaka, kao i broj potencijalnih zajmoprimaca. Posledica rasta nezaposlenosti ogleda se u povećanju likvidnih sredstava u banci, a samim tim i u rastu likvidnosti u bankarskom sektoru, kao i u rastu udela NPL kredita. Na grafikonu ispod je primetno smanjenje nezaposlenosti u proteklih nekoliko godina, što svakako predstavlja stimulans za ekonomski razvoj i optimizaciju nivoa likvidnosti bankarskog sektora.

Sledeći makroekonomski indikator odnosi se na inflaciju koja se iskazuje kroz indeks potrošačkih cena (Consumer Price Index – CPI). Prema Mitrović, Nestorović i Ljubić (2016), smanjen inflatorni pritisak može biti rezultat ravnomernog rasta privrednih aktivnosti. Kako navodi Otašević (2013, str. 1), statistički je dokazano da inflacija određuje kvalitet bankarskih kredita s akcentom na kredite preduzećima. Visoke stope inflacije svakako doprinose da se obaveze lakše izvršavaju s obzirom na to da se umanjuje realna vrednost nenaplaćenih kredita, pa se i izloženost kreditnom riziku smanjuje. Na osnovu istraživanja Račića (2014, str. 74), takođe, visoke stope inflacije smanjuju kreditnu aktivnost banaka, što posledično povećava likvidne rezerve banke. Međuzavisnost postoji, jer rast potrošačkih cena deluje na smanjenu ukupnu tražnju koja opet usporava privrednu aktivnost i tražnju za kreditima.

Na osnovu prikupljenih podataka o likvidnosti bankarskog sektora, može se uočiti blago uzlazni trend pokazatelja likvidnosti (meren odnosom likvidnih potraživanja i likvidnih obaveza – prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti), najpre zbog povećane privredne aktivnosti, te agregatne tražnje i kreditne sposobnosti sektora. Odnos makroekonomskih indikatora i drugog pokazatelja likvidnosti – LTD je linearan. U poslednjem poglavlju biće

statistički dokazan odnos makroekonomskih indikatora sa pokazateljima likvidnosti bankarskog sektora.

Grafikon 13: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja i likvidnost bankarskog sektora Srbije



Visoka, celokupna tražnja privrede formirana na osnovu priliva kapitala iz spoljnih izvora i sprovođenje jačeg fiskalnog finansiranja, bio je glavni podsticaj za privredni rast proteklih godina. Međutim, takav rast je neodrživ ako se analizira na dugi rok. Na osnovu Matić (2016, str. 2) ovakva očekivanja su realna zbog:

- smanjenog doniranja (prerasta u zajmove),
- smanjenog nivoa sredstava iz privatizacije (većina preduzeća već prodana),
- niske kreditne sposobnosti (smanjena mogućnost dobijanja kredita iz inostranstva) i
- visine inostranog i javnog duga (u odnosu na BDP).

U uslovima kada makroekonomski ambijent nije praćen pozitivnim kretanjima, otežano je i formiranje dobrih performansi bankarskog sektora. Podsticanjem ponude radne snage značajnijim investicijama u znanje može se uticati na smanjenje nezaposlenosti, držanjem inflacije u dozvoljenim granicama, stimulisanjem proizvodnje dominantnih privrednih

grana (ali i onih koje su manje dominantne, kako se ne bi produbila regionalna nejednakost), bankraski sektor bi imao interesa da poveća svoju kreditnu aktivnost i tako likvidnost sektora spusti na optimalan nivo, kao i da smanji rizik u poslovanju.

4. Povezanost makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja i sektora osiguranja

Globalna neizvesnost u makroekonomskom okruženju i dalje postoji, a tražnja za proizvodima osiguranja će i dalje, verovatno, biti ograničena. Razlozi su visoka nezaposlenost i pad realnih prihoda. Čineći ove uslove težim, nastavlja se pritisak konkurencije unutar sektora osiguranja, naročito u neživotnom sektoru osiguranja, kao što je povećanje unutrašnje konkurencije između životnog osiguranja i bankarskog sektora za korisnike štednje i investicija. U tom kontekstu, u sektoru neživotnog osiguranja proizvodi ovog sektora se nude po cenama koje su ispod tržišnih cena, dakle proizvodi neživotnih osiguranja su podcenzurirani, dok je u životnom osiguranju primetno povećanje gubitaka i otkazivanja ugovora, zbog čega ove rizike treba snažnije kontrolisati, odnosno nadzirati od strane supervizorskih institucija (Ostojić, 2014, str. 4).

Uslovi za razvoj tržišta osiguranja u Srbiji značajno se narušavaju u periodu svetske ekonomske krize. Slabljenje privredne aktivnosti, tj. pad bruto domaćeg proizvoda po glavi stanovnika, visoka nezaposlenost, smanjeni prilivi stranih direktnih investicija, visok rizik zemlje² i mnogi drugi makroekonomski indikatori, prema podacima OECD-a (OECD, 2018a), učinili su da sektor osiguranja kao generator razvoja privrede takođe pokaže znake usporenog razvoja.

Tabela 11: Lista odabranih makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja Srbije

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Nezaposlenost*	16,0	17,7	19,2	22,1	23,9	23	19,2	16,1	13,6
Neto zarade, prosek perioda	45.393	44.432	44.530	43.932	41.377	37.976	34.142	31.733	32.746

² Po klasifikaciji OECD-a države su rangirane od 0 do 7 (najmanje rizične zemlje ocenjene su sa 0, a najrizičnije ocenom 7). Srbija se u 2018. godini nalazi u grupi visoko rizičnih zemalja sa ocenom 5. Godine 2014. Srbija je imala ocenu 6.

u din.*									
Rast BDP*	2,7	0,8	-1,8	2,5	-1,5	1,6	1	-3,5	3,8
BDP po glavi stanovnika prema standardu kupovne moći (PPP) u \$**	13.720	13.277	13.112	12.124	11.900	11.775	11.624	11.462	11.831
Strane direktne investicije, neto u mil. Eura*	1.509	1.803	1.236	1.228	669	1.826	860	1.372	1.824

**<http://www.tradingeconomics.com/serbia/gdp-per-capita-ppp>

* <http://www.mfin.gov.rs/pages/article.php?id=12845>

Socijalni uslovi u Srbiji značajan su faktor razvoja sektora osiguranja ako se uzmu u obzir stopa nezaposlenosti i nivo zarada. Svetska ekonomska kriza produbila je problem nezaposlenosti u Srbiji kada je iznosila 13,6% sa tendencijom rasta, da bi u 2013. godini iznosila 22,1%, nakon koje sledi pad stope nezaposlenosti od 16% u 2016. godini. Period privatizacije trebalo je da omogući ekspanziju zaposlenosti. Međutim, proces restrukturiranja radne snage u tek privatizovanim kompanijama samo je fiktivno povećao stopu zaposlenosti. Paradoksalno je da u godini kada su strane direktne investicije bile najveće (2006. godina) stopa nezaposlenosti biva najveća, da bi u 2008. godini nezaposlenost bila najniža od 13,6%, ali ne kao posledica otvaranja novih radnih mesta, već kao rezultat promenjenog načina vođenja evidencije od strane nadležnih službi (uključivanjem kategorije „pomažući članovi domaćinstva” povećao se broj aktivnog stanovništva), što se vidi iz objavljenih metodoloških principa Republičkog zavoda za statistiku (RZS, s. a.). Prema proceni broja stanovnika od 7.076.372, na dan 01.01.2016. godine (bez podataka za AP Kosovo i Metohiju), stopa zaposlenosti u 2016. godini je 46,8%, a nezaposlenosti 16,0%. Od ukupnog broja zaposlenog stanovništva u 2016. godini

najveći udeo zauzimaju zaposleni u pravnim licima (79%), zatim preduzetnici i zaposleni kod njih (16%) i registrovani individualni poljoprivrednici (5%).

Tabela 12: Registrovana zaposlenost u Republici Srbiji

Godine	Zaposleni u pravnim licima	Preduzetnici i zaposleni kod njih	Registrovani individualni poljoprivrednici	Ukupno zaposleni
2014	1.586.406	323.313	113.058	1.995.883
2015	1.587.437	308.863	93.320	1.989.617
2016	1.597.366	323.313	89.106	2.009.785

Izvor: Autor na osnovu: <http://www.stat.gov.rs/sr-cyrl/publikacije/>

Struktura zaposlenosti se odlikuje mnogim nepovoljnim karakteristikama – postojanje dualnih tržišta rada, zaposlenost u javnom sektoru je predimenzionirana, zaposlenost za platu u privatnom korporativnom sektoru je veoma mala, neformalna zaposlenost je relativno visoka, poljoprivredna zaposlenost odraslog stanovništva je u 2009. godini nadmašila zaposlenost u industriji (USAID i saradnici, 2010, str. 13). Još jedan od razloga visoke stope nezaposlenosti je neusaglašenost između obrazovnog sistema i tražnje na tržištu rada. Spor proces prilagođavanja obrazovanja potrebama tržišta čini ga uskim grlom u segmentu nezaposlenosti, te velik izazov predstavlja potreba za zajedničkim usaglašavanjem strategija zapošljavanja, obrazovanja i naučno-tehnološkog razvoja. Ignorisanje ovog pitanja usložnjava ne samo visinu nezaposlenosti, već i egzistenciju ljudi.

Reperkusije visoke stope nezaposlenosti na sektor osiguranja ogledaju se u smanjenoj mogućnosti stanovništva da kupuje neke od proizvoda osiguranja, te opredeljuju pojedinca da svoje potrebe zadovoljava na znatno nižem nivou.

U periodima svetske finansijske krize, pad vrednosti zarada dovodi u pitanje ne samo egzistenciju velikog broja ljudi koji u Srbiji žive na ivici siromaštva, već i kupovnu moć

stanovništva koja je sve manja. Neto zarade u Srbiji u periodu tranzicije imaju tendenciju rasta zahvaljujući inostranim subvencijama, a ne kao rezultat povećanja produktivnosti privrede, što je uticalo na smanjenje konkurentnosti privrede. U prvom kvartalu 2018. godine neto zarada je iznosila 49.400 dinara, dok je decembra 2017. godine iznosila 54.344 dinara.

Smanjenje vrednosti zarada direktno utiče i na pad obima trgovine u zemlji što ugrožava celokupnu privredu. Takođe, sektor osiguranja, bez izuzetka, može da oseti ove tendencije u vidu smanjenog učešća premije osiguranja u strukturi životnih i neživotnih osiguranja. Naime, pad kupovne moći stanovništva, svođenje potrošnje na zadovoljavanje egzistencijalnih potreba ne ostavlja prostora stanovništvu da deo prihoda izdvaja za različite dobrovoljne oblike osiguranja. Porast nezaposlenosti i pad kupovne moći stanovništva može da izazove šire socijalne probleme, pa i političke potrese.

Srbija svoj ekonomski rast bazira na visokom nivou potrošnje, rastu usluga, kreditnoj ekspanziji banaka i inostranom zaduživanju. Prema Boljanović (2013, str. 37), uspešnije privlačenje stranih direktnih investicija (SDI) u sektor prerađivačke industrije (nasuprot tercijalnom sektoru) uticalo bi na rešavanje problema permanentnog deficita spoljnotrgovinskog bilansa i na povećanje izvoza i konkurentnosti. Smatra se da: „Kao rezultat rastuće tendencije ka globalnoj ekonomiji i žestine pritisaka ekonomsko finansijske krize u tranzitornim zemljama, privlačenje stranih direktnih investicija posmatra se kao veoma važan instrument za unapređenje ekonomskog razvoja, ubrzanje tranzicije kao i podsticanje privrednog rasta” (Grandov, Stankov i Đokić, 2013, str. 174).

Proces dezinvestiranja u Srbiji prouzrokovao je više negativnih posledica, među kojima su dve najizrazitije: usporavanje rasta i zatim pad agregatne proizvodnje, te zaostajanje izvozne konkurentnosti. Uočljiva je i treća kompleksna posledica, a to je aktiviranje specifične veze između ekonomskog rasta i investicija. Naime, usporeniji rast bruto domaćeg proizvoda onemogućava izdvajanje štednje (akumulacije) potrebne za pokretanje novih investicija, što sužava prostor za rast proizvodnje. Usled toga, izdvajanje za

investicije postaje još manje, a time i stopa rasta BDP. Nedovoljna domaća akumulacija zahteva priliv inostranog kapitala, bez kojeg se ne može zamisliti dinamičniji privredni rast u Srbiji. U 2016. godini priliv SDI, u milionima dolara u Srbiji je bio 2.299 USD. Poređenja radi, u 2016. godini je Hrvatska registrovala priliv SDI od 1.745 mil. dolara, Rumunija 4.573 mil. dolara, Bugarska 776 mil. dolara, Makedonija 397 mil. dolara, Grčka 3.126 mil. dolara, Crna Gora 226 mil. dolara.

Tabela 13: Strane direktne investicije pojedinih zemalja u mil. USD

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Crna Gora	960	1 527	760	558	620	447	497	699	226
Srbija	3 972	2 896	1 686	4 932	1 299	2 053	1 996	2 347	2 299
Hrvatska	5 317	3 059	1 155	1 692	1 504	958	2 870	270	1 745
Grčka	4 499	2 436	330	1 143	1 740	2 817	2 683	1 140	3 126
Bugarska	9 855	3 385	1 549	2 945	1 697	1 837	1 540	2 822	776
Rumunija	13	4 665	3 041	2 363	3 199	3 601	3 211	3 839	4 573
	492								
Makedonija	586	201	213	479	143	335	272	240	397

Izvor: Autor na osnovu podataka <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>

Iskustvo zemalja u tranziciji potvrđuje da su ključni činioci, koji su doprineli povećanju SDI, poboljšana poslovna klima, pooštavanje propisa o komercijalnom i finansijskom poslovanju, redukovanje političkog rizika. Ovi faktori, zajedno sa oživelom proizvodnjom, doprineli su da je, nakon višegodišnjih skromnih direktnih investicija, došlo do izrazito velikog povećanja SDI.

Veći priliv SDI u proizvodni, odnosno prerađivački sektor, uticao bi na brže unošenje savremene tehnologije, te proizvodnih i upravljačkih znanja, što bi neposredno doprinelo poboljšanju konkurentnosti srpske privrede i na taj način bržem rastu robnog izvoza i bruto domaćeg proizvoda, kako pokazuje istraživanje sprovedeno na Džeferson institutu (Jafferson Institute, 2003, str. 20). Grandov, Stankov i Roganović (2014, str. 164) zaključuju na osnovu primera Srbije i Rumunije sledeće: „Dosadašnje iskustvo je pokazalo

da samo primena poreskih podsticaja nije dovoljna za privlačenje inostranih investitora, već da oni dolaze do izražaja tek pošto se u zemlji stvori odgovarajuća investiciona klima i primene i neporeski podsticaji. Stoga je veoma bitno da se, pored navedenog, u Srbiji i Rumuniji pruža i finansijska podrška inostranim investitorima pre svega u vidu dodeljivanja bespovratnih finansijskih sredstava u okviru različitih vladinih programa”.

Model privrednog rasta koji je bio zastupljen pre same ekonomske krize, oslanjao se na velike prilive sredstava iz inostranstva uz niske nivoe domaće štednje. Visok nivo zaduženosti rezultat je niskih investicija i visokog deficita tekućih spoljnih plaćanja. U periodu posle krize potrebno je da država angažuje svoje kapacitete u cilju suzbijanja efekata globalne krize, inflacije i borbe protiv povećanja nezaposlenosti, da bi građani imali sredstva za štednju.

Kao najznačajniji makroekonomski agregat, BDP je pogodan za analizu stanja privrede konkretne zemlje. Budući da je bruto domaći proizvod u 2010. godini porastao oko 1%, čime se nadoknadilo tek oko polovine pada proizvodnje iz prethodne godine, privredni oporavak se početkom 2011. godine nastavlja i blago ubrzava u odnosu na poslednji kvartal 2010. godine. Rast bruto domaćeg proizvoda od 2,5% u 2013. godini, rezultat je poljoprivredne proizvodnje. To nikako ne znači da je Srbija izašla iz zone nedovoljnog privrednog rasta. Dinamika rasta ekonomske aktivnosti nije na zadovoljavajućem nivou, ali za razliku od drugih zemalja ona nije u padu. Tako je rast BDP-a u 2016. godini bio 2,7%, a u 2017. godini procenjena je ekonomska aktivnost (iskazana kroz BDP) kao rast od 1,9% u odnosu na prethodnu godinu.

Usporeniiji rast bruto domaćeg proizvoda onemogućava izdvajanje štednje (akumulacije) potrebne za pokretanje novih investicija, što sužava prostor za rast proizvodnje. Usled toga, izdvajanje za investicije postaje još manje, a time i stopa rasta BDP. Sektor osiguranja u Srbiji trpi sve promene u nivou razvijenosti privrede, jer je direktno zavistan od životnog standarda stanovništva i mogućnosti investiranja slobodnih novčanih sredstava.

Zbog niskog privrednog razvoja, te slabe proizvodnje i stvaranja bogatstva, Srbija ne stvara značajnije uslove za rast BDP. Ulaganje u potrošnju i izvoz ne doprinose povećanju životnog standarda stanovništva, te je sektor osiguranja, kao potencijal privrednog razvoja, stavljen pod znak pitanja. Naime, postavlja se pitanje da li je upravo taj potencijal, u stvari, izgubljena šansa za razvoj privrede Srbije.

5. Bankarski sektor

Bankarski sektor sprovodi svoje aktivnosti usmeravanja finansijskih sredstava u najprofitabilnije svrhe. Osnovna uloga banke je posredovanje u prenosu sredstava od štedno pozitivnih ka štedno negativnim subjekatima. Finansijski sistem u Srbiji je bankocentričan. Kada u finansijskom sistemu u procesu intermedijacije, dominantnu ulogu imaju banke, a manji trgovina hartijama od vrednosti, tada se može reći da je finansijski sistem bankocentričan.

5.1. Institucionalno određenje banke

Prema Bjelica i saradnici (2011), banka se definiše kao ustanova koja obavlja poslove kredita i novčane poslove. S obzirom na to da je pribavljanje i alokacija sredstava glavna posrednička uloga banke, radi uzimanja i odobravanja kredita, u delokrug poslova banke spadaju:

- prikupljanje depozita i pribavljanje sredstava – jeste bitan zadatak banke koja na taj način formira novac i odobrava kredite. Upravo se kreditni potencijal banke formira putem ovih aktivnosti. S obzirom na to da depoziti stanovništva i privrede predstavljaju najveći deo kreditnog potencijala, ovim pasivnim poslovnima mora se aktivno pristupiti ukoliko se želi uvećati kreditni potencijal.
- kreiranje novca i odobravanje kredita – osobenost je bankarskog mehanizma da uvećava svoj potencijal putem kreditno-monetarne multiplikacije novca. Ovakvo uvećanje novca predstavlja sekundarnu emisiju budući da centralna banka izdaje primarni novac. Banka se u ovom poslu javlja kao poverilac koji svom klijentu (dužniku) odobrava sredstva na korišćenje u obliku kredita. U bliskoj vezi s ovim

bankarskim poslom jeste i postupak ročne transformacije sredstava. U pitanju je sposobnost banke da od manje kvalitetnih sredstava (kratkoročni izvori sredstava) kreira plasmane većeg kvaliteta (dugoročni plasmani). U ovom procesu transformacije kvaliteta sredstava, banka mora voditi računa o svojoj likvidnosti.

- odobravanje platnog prometa – zasigurno imaju odraz na poslovni potencijal banke, a naročito kada su u pitanju poslovi platnog prometa sa inostranstvom (Bjelica i saradnici, 2011, str. 69).

Navedeni bankarski poslovi su u uskoj korelaciji sa globalnim ciljevima razvoja privrede jedne zemlje. Tako se uloga finansijskih institucija razlikuje među razvijenim zemljama i zemljama u razvoju.

Radi boljeg razumevanja poslovanja banaka i značaja likvidnosti bankarskog sektora za ekonomski razvoj jedne zemlje, u daljem tekstu biće prikazana opšta klasifikacija finansijskih institucija finansijskog sistema.

Centralna banka je samostalna i nezavisna finansijska institucija koja sprovodi ciljeve monetarno-kreditne politike. Funkciju centralne banke ima Narodna banka Srbije čije su aktivnosti regulisane Zakonom o Narodnoj banci Srbije i drugim zakonima. Osnovni cilj Narodne banke Srbije jeste dostizanje i održavanje cenovne stabilnosti. Pored toga, ona doprinosi stabilnosti finansijskog sistema. Delokrug poslova koje ona obavlja odnosi se na sledeće:

- „utvrđuje i sprovodi monetarnu i deviznu politiku;
- upravlja deviznim rezervama;
- utvrđuje i sprovodi, u okviru svoje nadležnosti, aktivnosti i mere radi očuvanja i jačanja stabilnosti finansijskog sistema;
- izdaje novčanice i kovani novac i upravlja tokovima gotovine;
- uređuje, kontroliše i unapređuje nesmetano funkcionisanje platnog prometa u zemlji i sa inostranstvom, u skladu sa zakonom;

- izdaje i oduzima dozvole za rad i vrši kontrolu boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i obavlja druge poslove, u skladu sa zakonom kojim se uređuju banke;
- izdaje i oduzima dozvole za obavljanje delatnosti osiguranja, odnosno ovlašćenja za obavljanje pojedinih poslova iz te delatnosti, vrši nadzor nad obavljanjem te delatnosti i obavlja druge poslove, u skladu sa zakonom kojim se uređuje osiguranje;
- izdaje i oduzima dozvole za rad i dozvole za upravljanje društvima za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima, vrši nadzor nad ovom delatnošću i obavlja druge poslove, u skladu sa zakonom kojim se uređuju dobrovoljni penzijski fondovi;
- izdaje i oduzima dozvole za obavljanje poslova finansijskog lizinga, vrši nadzor nad obavljanjem ovih poslova i obavlja druge poslove, u skladu sa zakonom kojim se uređuje lizing;
- izdaje i oduzima platnim institucijama dozvole za pružanje platnih usluga, a institucijama elektronskog novca dozvole za izdavanje elektronskog novca, vrši nadzor nad pružanjem platnih usluga i izdavanjem elektronskog novca, a obavlja i druge poslove, u skladu sa zakonom kojim se uređuju platne usluge;
- obavlja poslove zaštite prava i interesa korisnika usluga koje pružaju banke, davaoci finansijskog lizinga, društva za osiguranje, društva za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima, pružaoci platnih usluga i izdavaoci elektronskog novca, u skladu sa zakonom;
- utvrđuje ispunjenost uslova za pokretanje postupaka restrukturiranja banaka, odnosno članova bankarske grupe i sprovodi ove postupke, odlučuje o instrumentima i merama koje će se preduzeti u restrukturiranju i obavlja druge poslove u vezi s restrukturiranjem banaka, u skladu sa zakonom kojim se uređuju banke;
- izdaje i oduzima operatorima platnog sistema dozvole za rad ovog sistema, vrši nadzor nad njihovim poslovanjem i obavlja druge poslove, u skladu sa zakonom kojim se uređuju platne usluge;

- obavlja zakonom, odnosno ugovorom utvrđene poslove za Republiku Srbiju ne ugrožavajući pri tome svoju samostalnost i nezavisnost;
- obavlja i druge poslove iz svoje nadležnosti, u skladu sa zakonom (NBS, 2018f).”

Prema Vunjak i Kovačević (2009, str. 105), emisiona funkcija centralne banke podrazumeva emitovanje gotovog novca putem specijalizovane institucije – Zavoda za izradu novčanica. Takođe, ona vrši emisiju primarnog novca odobravanjem kredita poslovnim bankama koji se delom prenosi njenim klijentima da bi se potom vratio u banku otplatom klijentovog kredita. Ovakva kreditna multiplikacija se može smanjiti izdvajanjem sredstava obavezne rezerve na osnovu veličine depozita, kao i pretvaranjem depozita u gotov novac.

Bjelica i saradnici (2001, str. 74) utvrdili su da centralna, emisiona ili banka banaka ima funkciju, odgovornost u sferi monetarno-kreditne politike, emisione politike, politike regulisanja količine novca u opticaju i devizne politike. Nadležnost centralne banke zavisi od nivoa razvijenosti finansijskog sistema, tj. ukoliko je finansijski mehanizam manje razvijen, tada je veći uticaj centralne banke u poslovima kreditiranja države, krajnjih korisnika. Za razvijene finansijske strukture karakterističan je snažan uticaj centralne banke u regulisanju količine novca i kredita u opticaju.

Dakle, centralna banka dinamizira i stabilizuje aktivnosti države i privrede, a s obzirom na to da je ona neprofitna institucija, zauzima monopolski položaj pri vršenju svojih poslova. U zemljama u razvoju one su uključene u programe restrukturiranja privrede, finansiranja deficita države, programe razvoja, povlačenja sredstava iz inostranstva, odobravanje kredita poslovnim bankama, kako navode Vunjak i Kovačević (2011, str. 17).

Uticaj centralne banke na finansijskom tržištu je primaran. Od stepena uključenosti zavisi ne samo njena aktivnost, već i aktivnost poslovnih banaka, berzi, brokersko-dilerskih društava, kupaca i prodavaca.

Depozitne banke su najrasprostranjeniji oblik banaka koje pribavljaju sredstva od privrede, stanovništva, javnog sektora i iz inostranstva. Mobilisana sredstva su uglavnom kratkoročnog karaktera, te ih banka plasira na kratak rok u određene komercijalne aranžmane privrednih subjekata. Budući da ove aktivnosti imaju komercijalni karakter, ove banke se često nazivaju i komercijalnim bankama. Na finansijskom tržištu se javljaju u ulozi investitora, kao i u ulozi korisnika sredstava. Naime, da bi održale sigurnost i likvidnost u poslovanju, one moraju biti aktivne i na finansijskom tržištu. Tako, one deo svojih sredstava plasiraju putem HoV, a deo putem kredita, a sve u cilju očuvanja optimuma kreditnog potencijala i radi smanjenja rizika plasmana. Na osnovu teorijskih postavki Bjelice i saradnika (2001, str. 75), depozitne banke imaju značajan uticaj na tržištu novca, jer raspolažu likvidnim novčanim sredstvima. Pored toga što se bave prikupljenjem sredstava, one su nosioci i drugih bankarskih poslova, na primer, trgovina hartijama od vrednosti na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti.

Na osnovu Vunjak i Kovačević (2011, str. 18), jedna od karakteristika depozitnih banaka ogleda se u ročnoj transformaciji kratkoročne depozitne pasive (sa visokim nivoom likvidnosti) u dugoročnu aktivu (sa nižim stepenom likvidnosti), što se odražava na nivo likvidnosti i profitabilnosti. Depozitne banke, ako se posmatraju kao monetarne institucije, prikupljene transakcione depozite stanovništva i privrede, odobravaju putem kredita kratkog roka. Takođe, one su transmisioni mehanizam u sprovođenju politike centralne banke. Pored transakcionih depozita, ove banke prikupljaju i tzv. nemonetarne depozite (u obliku štednih i oročenih depozita), i tako mogu da odobravaju kredite srednjeg roka privredi i potrošačke kredite stanovništvu.

Poslovne banke se bitno razlikuju od komercijalnih tj. depozitnih banaka. U domaćim uslovima poslovanja ova vrsta banaka nema sličnosti sa njenim karakteristikama. Pod poslovnim bankom se u našim uslovima podrazumeva poslovanje sa privredom, javnim sektorom, stanovništvom, bez obzira da li je reč o depozitnoj, investicionoj, specijalizovanoj ili univerzalnoj banci. Na osnovu postavki Vunjak i Kovačević (2011, str. 20), ovakav oblik organizovanja banaka proizvod je razvijenih zemalja. Poslovne banke se

nalaze u metropolama razvijenih zemalja i poseduju visok nivo sopstvenog kapitala. Aktivnosti su im usmerene ka velikim industrijskim preduzećima. Orijentisane su na obavljanje sopstvenih poslova, tj. da finansiraju osnivanje i proširenje preduzeća (sopstvenih), kao i učešće u drugim preduzećima. Poslovne banke su vlasnici, a nekad i suvlasnici preduzeća, pa po tom osnovu (stvaranje profita) uvećavaju sopstveni kapital. Svoje aktivnosti usmeravaju i na tržište kapitala, gde se pojavljuju sa sopstvenim emisijama HoV.

Univerzalne banke su, kako sam naziv ističe, banke koje se bave svim vrstama bankarskih poslova (osim emisionih). Reč je o bankama koje obavljaju sve poslove koji su registrovani kao bankarski. Iako im naziv govori da su univerzalne u obuhvatanju poslova, one ipak imaju neke svoje specijalizacije u zavisnosti od mogućnosti same banke i zahteva klijenata. Primarni posao ovih banaka svakako se odnosi na depozitni posao, tj. dominantni depozitni izvori i krediti kratkog roka.

Specijalizovane i granske banke, takođe, svoj naziv dobijaju po vrsti posla koji obavljaju za pojedine delatnosti. Na osnovu određenih poslovnih obeležja mogu se razlikovati banke koje se bave izvoznim, investicionim, eskontim poslovima i sl. U određenom smislu, specijalizovanim bankama smatraju se i granske banke. Granske banke podrazumevaju da nisu specijalizovane na osnovu bankarskih poslova, one obavljaju sve ili samo deo bankarskih poslova za potrebe nekih grana, delatnosti i sl.

5.2. Bankarski sektor Srbije

Zastupljeni model privrednog rasta pre ekonomske krize, oslanjao se na velike prilive sredstava iz inostranstva uz niske nivoe domaće štednje. Visok nivo zaduženosti rezultat je niskih investicija i visokog deficita tekućih spoljnih plaćanja. U periodu posle krize potrebno je da država angažuje svoje kapacitete u cilju suzbijanja efekata globalne krize, inflacije i borbe protiv povećanja nezaposlenosti, da bi građani imali sredstva za štednju. Efekti svetske ekonomske krize se, između ostalog, odnose i na ugroženo poverenje

stanovništva u bankarski sistem, pre svega u vidu držanja depozita kod banaka. Poučeni iskustvom iz devedesetih godina, deponenti privremeno povlače sredstva. Ovakva pojava uticala je na poskupljenje domaćih kredita. Zbog krize poverenja između deponenata i banaka, kao i kreditora prema dužnicima, od velikog značaja su potezi državnih organa, centralne banke i same politike poslovnih banaka.

Prema Galić (2013, str. 256), tokom 2012. godine privreda smanjuje svoju aktivnost, tj. smanjuju se svi parametri ekonomskog razvoja, što se sve ukupno odražava i na bankarski sektor. U godinama nakon krize, kreditna aktivnost i profitabilnost se smanjuju, dok je adekvatnost kapitala na zadovoljavajućem nivou. Ne postoji strah za padom likvidnosti i solventnosti, a osnovni rizik za bankarski sektor je u merama kreatora ekonomske politike koje su usmerene ka oživljavanju ekonomskog razvoja u periodu koji sledi.

5.2.1. Kreditni potencijal banke

Na osnovu Vuković i Domazet (2015, str. 163), globalizacija finansijskih tržišta uticale su na relativizovanje tačnog utvrđivanja nacionalnih granica kreditnog tržišta. Ovde nije u pitanju samo prostorna granica, već je u pitanju i strukturna. Učešće finansijskih institucija iz drugih zemalja postoji i na strani ponude i na strani tražnje. Naime, domaće banke vrše kreditiranje kompanija van granica zemlje ili čak drže depozite u bankama van granica zemlje. Banke iz inostranstva vrše kreditiranje domaćih kompanija i banaka, i deponuju sredstva u domaćim bankama. Sve ovo utiče na nepreciznost u definisanju domaćeg kreditnog tržišta i potencijala.

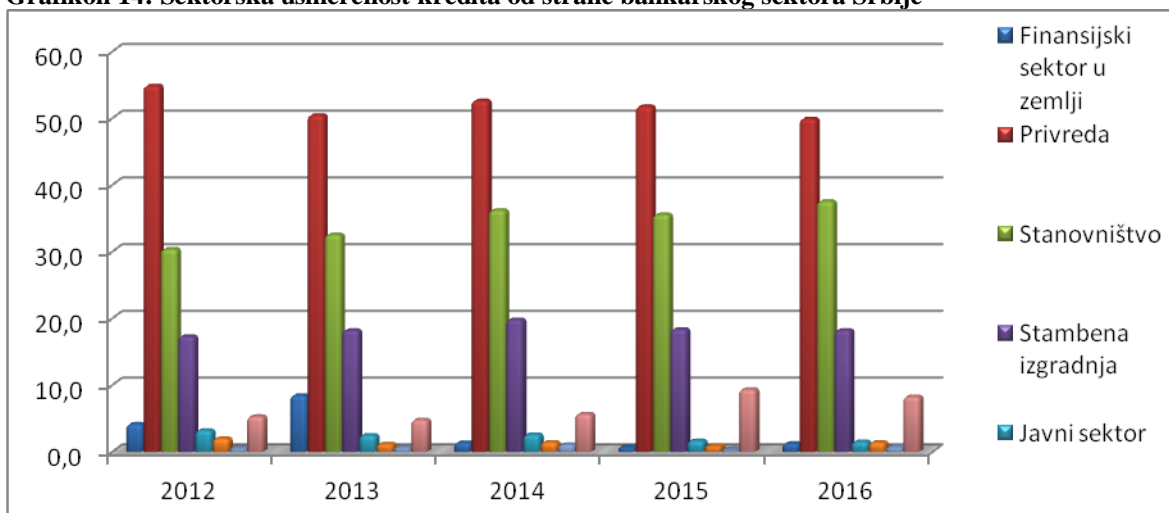
Na osnovu Vunjak i Kovačević (2011, str. 140), može se reći da sve banke definišu svoju kreditnu politiku koja korespondira njenoj misiji i strategiji, potrebama klijenata. Većina banaka svoje prihode ostvaruje preko kamatnih prihoda, tj. putem odobravanja kredita koji čine najveću poziciju u aktivi bilansa banke. Radi očuvanja kreditne aktivnosti banke, neophodno je definisanje kreditne politike kao dokumenta koji obuhvata principe za

odobravanje kredita. Dobro definisana kreditna politika ne objašnjava kako treba raditi, već šta treba raditi na finansijskom tržištu.

Na osnovu Matić (2016), kreditna aktivnost banaka u 2016. godini nije uspela da nastavi trend rasta započet u 2015. godini kada je prekinut trogodišnji period mirovanja, pa čak i pada kreditne aktivnosti. Pad kreditne aktivnosti bio je 1% u odnosu na prethodnu godinu. Podsticaji u vidu snižavanja referentne kamatne stope i pada kamatnih stopa, od strane kreatora monetarne politike, nisu bili dovoljni da se donekle popravi slika kreditne aktivnosti bankarskog sektora Srbije, utvrdili su Filipović i Nikolić (2003, str. 69). U narednom grafikonu jasno se vidi da su u posmatranom periodu najveće učešće u ukupnim kreditima imala privreda i stanovništvo. Prema Matić (2016), značajno učešće kredita stanovništvu utiče na stimulisanje ukupne tražnje i stvara pritisak na potrošnju (uvoznu tražnju), što se reflektuje na trgovinski bilans u negativnom smeru i sve navedeno stvara inflatorno delovanje.

Posmatrajući sektorsku strukturu učešće kredita u privredi je u 2016. godini zabeležilo pad od 3,8% u odnosu na prethodnu godinu. Rezultat ovakvog kretanja kredita privredi ogleda se u aktivnostima koje su banke koristile radi odstranjivanja visoko rizičnih kredita, kao i za preduzimanje strogih uslova za odobravanje kredita, jer su banke manje spremne da preduzmu rizik u kreditiranju. Što se tiče učešća kredita stanovništvu, ono je poraslo za 10,1%. Ako se analizira suštinski, kretanje dva procesa delovalo je u suprotnim pravcima na kreditnu aktivnost banaka. Tako, pad kamatnih stopa na inostrane kredite i indeksirane kredite u devizama, delovali su u pravcu rasta obima aktivnosti banke u odobravanju kredita. Međutim, otpisi i prodaja rizičnih kredita delovala je u suprotnom smeru na kreditni portfolio banke koji zbog ove situacije nisu zabeležile veći rast, zaključuje Matić (2016).

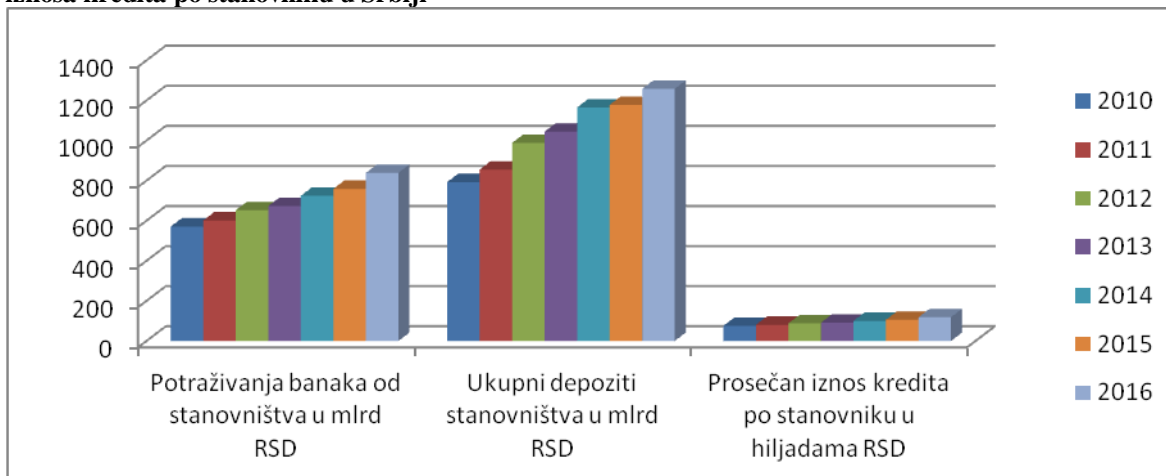
Grafikon 14: Sektorska usmerenost kredita od strane bankarskog sektora Srbije



Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2016a).

U narednom grafikonu dat je pregled pokazatelja koji se odnose na stanovništvo tj. na iznos potraživanja bankarskog sektora od stanovništva, na vrednosti depozita stanovništva, kao i iznosa kredita po stanovniku u Srbiji . Ponašanje stanovništva, tj. njihove odluke o uzimanju kredita, prate pad kamatnih stopa na kredite. Njihovo smanjenje veće je od pada kamatnih stopa na depozite, što označava rast konkurentnosti bankarskog sektora. Rastu tražnje za kreditima doprinosi vođenje ublažene monetarne politike. Naime, smanjenjem referentne kamatne stope uz ubrzanje ekonomskih aktivnosti dovodi do smanjenja nezaposlenosti, kao i rasta zarada u privatnom sektoru. Uz poboljšanje kreditnog standarda stanovništva, očekivan je i rast tražnje za kreditima. Ipak, i dalje nedovoljno visoka primanja stanovništva i nedovoljno visoka zaposlenost mogu biti faktori koji će ograničiti odluku za novo zaduživanje.

Grafikon 15: Pregled potraživanja banaka od stanovništva, iznosa depozita stanovništva i prosečnog iznosa kredita po stanovniku u Srbiji

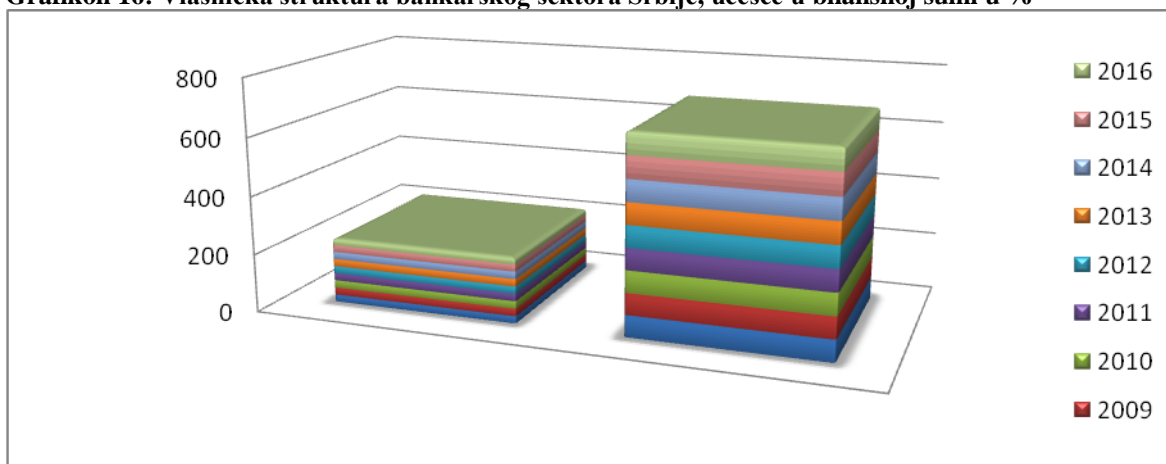


Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2016d)

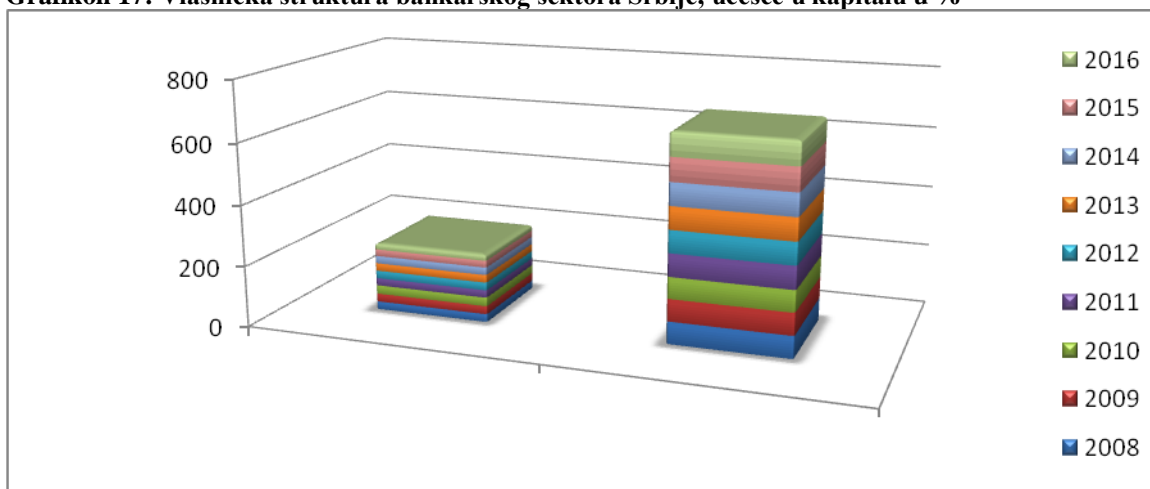
Kako navode Marinković i Ljumović (2011), za zemlje u tranziciji karakteristična je vlasnička struktura bankarskog sektora. Naime, promene se ogledaju u većem učešću privatnog vlasništva u kreditnom portfelju banaka, promenama u broju banaka, kao i u njihovom značaju za bankarski sektor. Iskustvo pokazuje da su upravo navedene promene uslov za restrukturiranje bankarskog sektora.

Prema podacima Narodne banke Srbije (NBS, 2016d), ako se posmatra vlasnička struktura banaka u Srbiji, u 2016. godini, poslovalo je 30 banaka, pri čemu su 22 banke u većinskom stranom vlasništvu, dve banke su sa pretežno privatnim domaćim kapitalom, a 6 banaka je u većinskom vlasništvu države. U naredna dva grafikona prikazana je vlasnička struktura bankarskog sektora na osnovu učešća u bilansnoj sumi. Banke u vlasništvu države (domaćih lica) imaju generalno gledano manje učešće u odnosu na učešće banaka u vlasništvu stranih lica. Tako su 2016. godine, banke u vlasništvu domaćih lica u bilansnoj sumi i kapitalu imale smanjeno učešće za 0,7 i 2,1 p.p., za razliku od banaka u vlasništvu stranih lica koje su ostvarile povećano učešće u bilansnoj sumi i kapitalu za 0,6 i 1,9 p.p. Učešće u ukupnoj aktivni, sa aspekta banaka u vlasništvu stranih lica, najveće učešće imale su banke iz Italije sa 27.3% učešća, Austrije 15,2%, Grčke 12,4% itd.

Grafikon 16: Vlasnička struktura bankarskog sektora Srbije, učešće u bilansnoj sumi u %



Grafikon 17: Vlasnička struktura bankarskog sektora Srbije, učešće u kapitalu u %



Može se podvući da je monetarna stabilnost očuvana, a da se instrumentima monetarne politike uvećava kreditna aktivnost bankarskog sektora Srbije.

5.2.2. Depozitni potencijal banke

Na osnovu Vunjak i Kovačević (2011, str. 123), depozitni posao banke podrazumeva pasivan bankarski posao gde deponent (klijent banke sa svojim žiro računom kod banke) polaže sredstva kod banke, a kojima banka može raspolagati s obavezom da ta ista sredstva vrati u skladu s odredbama zaključenog ugovora. Svaka banka sprovodi aktivnosti prikupljanja depozita, naročito se usmeravajući ka deponentima sa visokim stanjem

sredstava na računima banke (PTT, infrastruktura, energetika), tj. ka deponentima koji ne povlače velike kreditne iznose svakodnevno. U interesu banke je da se plaćanja odvijaju među deponentima, jer se tako zadržava ukupni depozitni potencijal. Promene se vide samo kod deponenata s obzirom na to da jedan deponent povećava dugovnu stranu, a drugi potražnu stranu.

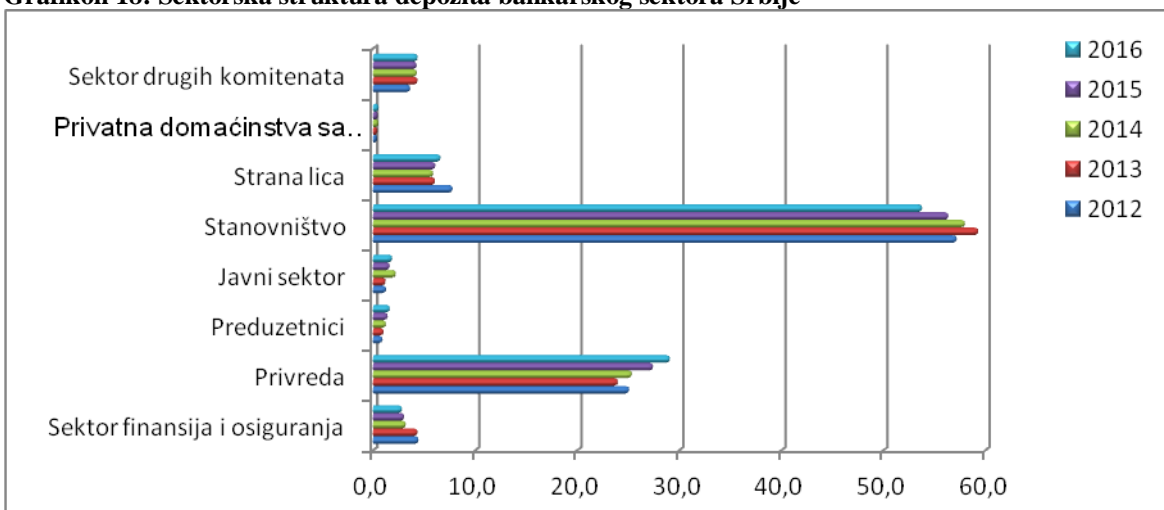
Prema Milić i Milošević (2011, str. 279), depoziti su najvažniji izvori sredstava banke i teži se njihovom uvećavanju, jer obezbeđuju likvidnost i solventnost. Radi efikasnije zaštite depozita donet je Zakon o osiguranju depozita (2015). Visina osiguranog iznosa je iznos osiguranog depozita do visine od 50.000 evra po deponentu banke i to za:

- osigurane dinarske depozite,
- osigurane devizne depozite položene u evrima i
- osigurane devizne depozite položene u ostalim valutama.

Agencija za osiguranje depozita je institucija kod koje banke vrše osiguranje depozita i ona vrši isplatu nakade u slučaju prestanka rada banke, tj. u slučaju likvidacije banke. Osnivanje Agencije doprinelo je povećanju poverenja i sigurnosti u finansijski sistem. Dužnost banaka koje su dobile dozvolu za rad od Narodne banke Srbije je da izvrše osiguranje depozita kao i plaćanje redovne premije osiguranja po tom osnovu.

Formiranje što veće baze depozitnih sredstava cilj je poslovanja svih banaka, jer na taj način smanjuju zavisnost od ostalih izvora finansiranja, smanjuje se nivo izloženosti od rizika koji dolaze iz međunarodnog poslovanja, a prisutno je i smanjenje rizika od povlačenja sredstava od npr. matične banke. Ukoliko se analizira struktura depozita po sektorima u periodu 2012–2016. godine, dominantno učešće u ukupnim depozitima ima stanovništvo, zatim privreda (javna preduzeća i privredna društva), kao i strana lica. Ostali deponenti učestvuju u manjem obimu u ukupnoj strukturi depozita bankarskog sektora. Da bi se formirao dovoljan obim i stabilan rast depozita, neophodno je jačanje i rast agregatne štednje. Depoziti su činili čak 69,5% pasive bankarskog sektora.

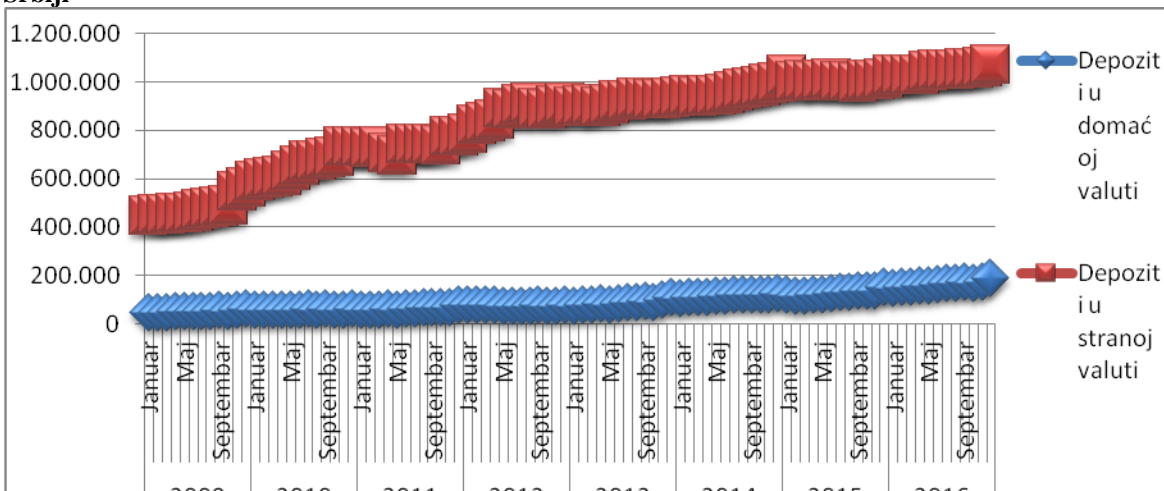
Grafikon 18: Sektorska struktura depozita bankarskog sektora Srbije



Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2016a).

Što se tiče valutne strukture depozita, postoji visoko učešće depozita u stranoj valuti. Na kraju 2016. godine, 69,3% je njihovo učešće u ukupnim depozitima stanovništva. Međutim, merama ekonomske politike pokušava se ova situacija okrenuti u korist štednje u domaćoj valuti. Višim kamatnim stopama na dinarsku štednju (u odnosu na deviznu), niskim stepenom inflacije (koja utiče na stabilnost dinara prema evru), stimuliše se stanovništvo da štedi u domaćoj valuti.

Grafikon 19: Depoziti stanovništva kod banaka po ugovorenoj zaštiti od rizika i valutnoj strukturi u Srbiji



Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, Statistika).

Poslednjih sedam godina bilo je isplativije štedeti u dinarima, na šta ukazuje Analiza isplativosti dinarske štednje u odnosu na deviznu štednju oročenu na godinu dana. Ako se pretpostavi da je štediša položio septembra 2016. godine 100.000 dinara, on bi za godinu dana dobio skoro 6.000 dinara više u odnosu na štedišu koji bi uz iste uslove položio isto 100.000 dinara u evrima na deviznu štednju.

Tabela 14: Primer isplativosti štednje oročene na godinu dana u Srbiji

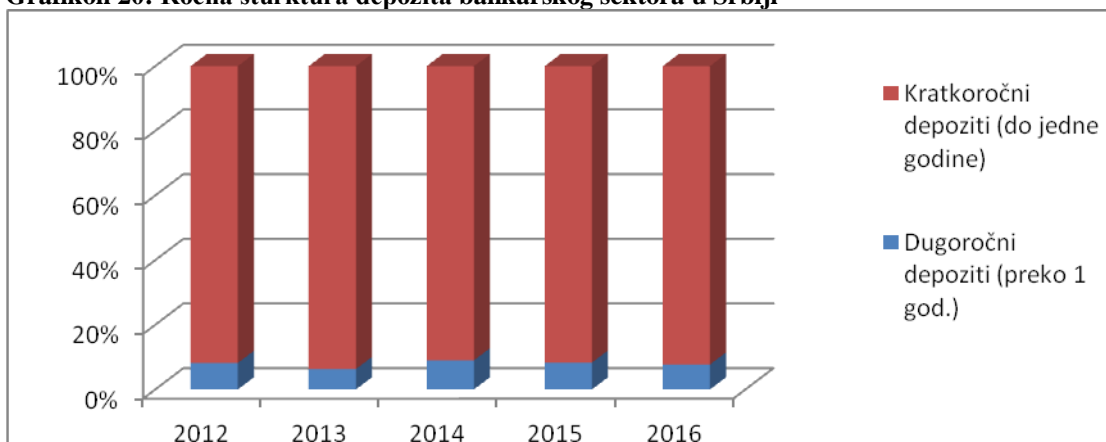
Vrsta štednje	Datum oročavanja	Početni ulog	Srednji kurs dinara (na dan 30.9.2016)	Kamatna stopa u % na god. nivou*	Datum dospeća	Srednji kurs dinara (na dan 30.9.2017)	Ulog na kraju perioda oročenja	Ulog na kraju perioda oročenja	
								Iznos u dinarima	Iznos u evrima
1. Štednja u RSD	30.9.2016.	100.000	123,2929	3,0	30.9.2017.	119,3659	102.990	102.990	863
2. Štednja u EUR	30.9.2016.	811	123,2929	0,5	30.9.2017.	119,3659	814	97.185	814
3. Razlika (1-2)								5.805	49

Izvor: <https://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/vesti/20171027.html>

Iako je sprovedena analiza o isplativosti štednje u dinarima, situacija poslednjih godina ide u korist devizne štednje. Promena preferencija da stanovništvo štedi u devizama postignuta je usled dugog perioda makroekonomske nestabilnosti u Srbiji, perioda hiperinflacije i deprecijacije, nepovoljnog odnosa kamatnih stopa na dinarsku i deviznu štednju i sl.

Preovlađujući oblik deponovanja sredstava su depoziti po viđenju, kao i kratkoročno deponovana sredstva. Banke mogu imati manje probleme s likvidnošću jer se oni smatraju potencijalno nestabilnim obavezama. U strukturi ukupnih depozita, do 10% maksimalno su depoziti preko jedne godine. U 2016. godini, dominantno učešće beleže kratkoročni depoziti od 92,3%.

Grafikon 20: Ročna sturktura depozita bankarskog sektora u Srbiji



Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2016a).

Bankarski sektor Srbije ima pred sobom zadatak kontinuelnog jačanja depozitnog potencijala, kao i vođenje njegove efikasne upotrebe radi stvaranja većih izvora kapitalizacije iz poslovanja.

5.3. Pokazatelji likvidnosti banaka

5.3.1. CAMELS rejting sistem

Banka se posmatra kao finansijska institucija koja ne poznaje geografske granice i za neka preduzeća ona je bitan izvor finansiranja. Da bi izvršavala svoje aktivnosti, neophodno je da banka raspolaze tim sredstvima. Takođe, poslovne banke moraju utvrditi najbolji način upravljanja resursima, moraju donositi odluke o njihovih potrošnji. Da bi procenile finansijski rezultat, analizirale važne finansijske odnose i utvrdile jake i slabe strane, preciznije, da bi procenile svoje performance, banke primenjuju CAMELS-ov rejting za merenje performansi poslovnih banaka. Primena ovih smernica omogućila bi da se transparentnost u poslovanju banaka poveća, kao i odgovornost banke u poslovanju u pogledu veće pažnje usmerene na kvalitet pozajmljivanja. Takođe, finansijski rezultati svih poslovnih banaka, izračunavanjem nekih odnosa, učinilo bi performanse banaka međusobno uporedivim. Uvođenjem, tj. primenom efikasne supervizije mogao bi se utvrditi nivo otpornosti na unutrašnje i spoljašnje udare kao i stepen finansijske snage da podnese ekonomske poremećaje.

S obzirom da Narodna banka Srbije ima funkciju nadzora nad poslovanjem čitavog bankarskog sektora, ona je u potpunosti implementirala CAMELS rejting sistem. Međutim, ona nema u ingerenciji da javno rangira banke koje posluju u Srbiji. Za rangiranje se zainteresovana lica mogu obratiti međunarodnim rejting agencijama koje sprovode potrebne analize i utvrđuju rejting.

Prema Dangu (Dang, 2011, str. 16), CAMEL predstavlja konciznu ocenu i neizbežan alat za nadzorne organe. Na osnovu različitih aspekata informacija tj. izvora poput finansijskih izveštaja, makroekonomskih podataka, budžeta, novčanih tokova, stvoriće se slika o „zdravlju” banke. Ocena banke je veoma poverljiva i analizira je jedino visoko rukovodstvo banke radi formulisanja poslovnih strategija kao i nadzorni organ. Rejting banke nikada nije javno dostupan.

Kako navodi Lazarević: „CAMELS rejting sistem je osnova procesa Jednoobraznog rejting sistema finansijskih institucija (The Uniform Financial Institutions Rating System - UFIRS), u prvom redu banaka, koji je nastao u SAD-u 1979. godine kada je prihvaćen od strane Federal Financial Institutions Examination Council - FFIEC uz dodatne modifikacije i revizije koje su pratile razvoj finansijske industrije” (Lazarević, 2016, str. 84). CAMELS smernice nastale su u SAD-u 1979. godine kada su i prihvaćene od Saveta za ispitivanje federalnih finansijskih institucija - FFIEC uz dodatne korekcije i revizije koje su išle uporedo s razvojem finansijske industrije. Regulatori Sjedinjenih Američkih Država kreirali su izveštaj pod nazivom Jednoobrazni izveštaj bankarskih performansi (Uniform Bank Performance Report - UBPR) pomoću kojeg se prikazuju svi aspekti poslovanja banke. Na osnovu ovog izveštaja vrši se utvrđivanje rejtinga banaka. O tome Ostojić piše sledeće: „Prednost ovih izveštaja u odnosu na 'tipične' finansijske izveštaje je njihova jednoobraznost u prezentaciji podataka” (Ostojić, 2003, str. 91).

Prema Rostami (2015, str. 11), bazelski odbor za bankarsku superviziju, 1988. godine dao je predlog da CAMELS smernice služe za procenu performansi finansijskih institucija. Reč je o međunarodnom sistemu za ocenjivanje banaka na osnovu šest faktora i to: adekvatnost

kapitala, zatim kvalitet aktive, menadžment, zarađivačku sposobnost banaka, lividnost i osetljivost na tržišni rizik.

Tabela 15: CAMELS smernice bankarskog sektora

Skraćenica	Naziv	Faktori
C	Capital Adequacy (kapitalna adekvatnost)	Najvažniji segment poslovanja banke koji je neophodan da bi se primenilo načelo kontinuiteta poslovanja jer je održavanje adekvatnog nivoa kapitala njegov ultimativni preduslov. Neophodno je uporediti kapital sa prirodom i veličinom rizika sa kojima se banka suočava kao i odrediti sposobnosti menadžment da upravlja tim rizicima.
A	Asset quality (kvalitet aktive)	Rejting kvaliteta aktive odražava količinu postojećih i potencijalnih kreditnih rizika u kreditnom i investicionom portfoliju, druge nepokretnosti u vlasništvu, i ostale aktive, kao i vanbilansnih transakcija. Sposobnost menadžmenta da identifikuje, meri, prati i kontroliše kreditni rizik se takođe ogleda ovde. Procena kvaliteta aktive treba da razmotri adekvatnost rezervi za kreditne gubitke i odmeri izloženost prema drugoj ugovornoj strani, emitentu ili dužniku u defaultu prema stvarnim ili impliciranim dogovorima.
M	Management (rukovođenje)	Sposobnost menadžmenta da identifikuje, meri, prati i kontroliše rizike poslovanja u bankarstvu. Viši menadžment je odgovoran za razvoj i implementaciju politika i procedura kojima se sprovodi ukupna strategija banke.
E	Earnings (profitabilnost)	Obim i trend zarađivačke sposobnosti banke kao i kvalitet ukupnih prihoda uz posebnu napomenu o tome da li oni potiču iz operativnih aktivnosti. Naglašava se perspektiva kreditnih rizika u pogledu povećanih rezervi za kreditne gubitke kao i tržišni rizici u pogledu neadekvatnih usklađenosti kamatno osetljivih pozicija koje mogu

		prouzrokovati povećani kamatni rizik.
L	Liquidity (likvidnost)	Tekuća i buduća pozicija likvidnosti uz adekvatnost politika u pogledu upravljanja izvorima. Moguće posledice i reakcije u uslovima finansijskog stresa kao i perspektive ispunjenja svih finansijskih obligacija uz zahtev da se dodatna likvidnost ne obezbeđuje uz visoku cenu izvora.
S	Sensitivity to market risk (osetljivost na tržišne rizike)	Uticaj promena tržišnih varijabli (kamatne stope, devizni kursevi, cene berzanskih roba i kotacije na tržištima kapitala) koje imaju negativno dejstvo na prihode i/ili ekonomsku vrednost banke. Ovde se takođe ocenjuje sposobnost menadžmenta u svim fazama upravljanja rizicima - identifikacija, merenje, praćenje i kontrola - uz poštovanje principa proporcionalnosti.

Izvor: M. Lazarević (Lazarević, 2016, str. 84).

CAMELS rejting sistem se koristi za rangiranje banaka na osnovu navedenih kriterijuma. Rang se dodeljuje na osnovu finansijskih izveštaja banke ili finansijske institucije. Ovaj sistem rangiranja tj. ocene performansi banke, pomaže nadzornim organima da utvrde koje su to banke koje ne ispunjavaju zadate faktore. Koristi se za merenje rizika i utvrđivanja finansijske stabilnosti banke. Sistem ocenjivanja se zasniva na ocenama tj. rangovima od jedan do pet, gde se prvi rang smatra najboljim, a peti najgorim za svaki faktor. Dakle, ocenu jedan dobija ona poslovna banka koja je najstabilnija, ocene 2 i 3 označavaju banke koje se smatraju prosečnim, a banke sa ocenom 4 i 5 su ispod proseka i potreban je dodatni nadzor. Grupisanjem svih rejtinga dobija se krajnji rejting finansijske institucije na osnovu kojeg se vrši upoređivanje u odnosu na konkurenciju.

Trautman (2006, citirano prema: Vunjak, Davidović i Stefanović, 2012, str. 1285) kaže da se, s obzirom na to da rejting predstavlja često kvalitativnu analizu i ocenu performansi, dodeljivanje ocene vrši upravo na osnovu kvaliteta svih performansi. Pomenuta analiza je sledeća:

- *Rejting kapitala* podrazumeva rangiranje u skladu sa ispunjenošću kapitalnih zahteva i profitnim karakteristikama banke. Kod ovog elementa analiziraju se kvalitet aktive, racio neperformansnih kredita kao i mogućnost privlačenja kapitala. Što su ovi elementi lošiji tako banka dobija manji rejting na skali od 1 do 5, gde 1 predstavlja najbolji rejting. Ukoliko se pokažu elementi kao loši tada banka dobija najmanji rejting koji govori o visokim operativnim gubicima i potrebu za delovanjem nadzornog organa.
- *Rejting aktive* podrazumeva najvažniji element ovog rejtinga, a to su problematični krediti koji se objašnjavaju kao adekvatnost primene procedura i modela u upravljanju rizikom. Povećanje učešća problematičnih kredita u ukupnim kreditima utiče na smanjenje kvaliteta same aktive pa ovaj element dobija nizak rejting, npr. ukoliko je ocena ovog elementa do 1,25% dobija se rejting 1, a ukoliko ocena do 2,5% dobija se rejting 2. Kada je kvalitet aktive narušen, narušava se i likvidnost banke što se odražava i na kapital zbog mogućih gubitaka. Kada vrednost ovog racia pređe 5,6%, potrebna je stroga regulacija, a i pomoć nadzornog organa.
- *Rejting menadžmenta* se odnosi na kompetencije samog menadžmenta. Sposobnost menadžmenta da kreira i implementira politiku i procedure u upravljanju rizicima, planira, sprovodi analize i kontrole poslovanja određuje nivo dobijenog rejtinga tj. ocene. Najbolje ocenjen menadžmet dobija ocenu 5, a svako pogoršanje kvaliteta menadžmenta ima za posledicu nižu ocenu. Najniža ocena znači da je menadžment poslovne banke neprofesionalan i da potencijalno vodi ka bankrotstvu.
- *Rejting zarada* beleži najviši rang kada je banka profitabilna tj. ima sposobnost formiranja značajnih tokova gotovine, isplaćuje dividende bez negativnog dejstva na adekvatnost kapitala, visok nivo rezervi. Svako pogoršanje navedenih stavki vodi ka nižoj oceni tj. rejtingu. U slučaju da je banka na granici ostvarivanja gubitaka, neophodan je supervizorski nadzor.
- *Rejting likvidnosti* sa svoje kvantitativne strane govori o analizi indikatora likvidnosti, a kvalitativno govori o sposobnosti banke da po dospeću odgovori da svoje obaveze uz minimalnu zavisnost od međubankarskog tržišta novca. Lošiji rezultati likvidnosti ogledaju se u neadekvatnoj politici planiranja i analize, priliva i

odliva depozita, a drastično loši rezultati zahtevaju intervenciju regulatora kako ne bi došlo do produbljenja problema i bankrotstva banke.

- *Rejting osetljivosti na tržišni rizik* polazi od analize osetljivosti banke na nepovoljna kretanja cena proizvoda, kamatne stope, deviznog kursa i sl.

Nakon kvantitativne analize CAMELS elemenata kreira se kompozitni indeks koji predstavlja kvalitativnu ocenu dobijenu putem izračunavanja proseka svih elemenata. Na skali od 1 do 5, banke sa najsnažnijim performansama dobijaju rejting 1, a najslabije rejting 5.

Tabela 16: Kvalitativni pregledi svakog kompozitnog rejtinga banaka

Kompozitni rejting	Kvalitativna deskripcija kompozitnog rejtinga
Rejting 1	Ovaj rejting se dodeljuje bankama koje imaju superiorne performanse i kod kojih je većina komponenti ocenjena sa ocenama 1 i 2; menadžment banke ima sposobnost determinisanja slabosti u poslovanju, efektivno upravlja rizicima, ima sposobnost da odlučuje u kompleksnim situacijama; fundamentalna upravljačka praksa banke je izuzetno pozitivna i neophodan je minimum supervizije.
Rejting 2	Ovaj rejting se dodeljuje bankama koje, principijelno posmatrano imaju jake finansijske performanse; najmanja ocena za pojedine komponente je 3; menadžment i upravni odbor imaju kapacitet da upravljaju jednostavnijim problemima, menadžment praksa nije dovoljno snažna, ali uz odgovarajući nivo supervizije performanse banke mogu biti zadovoljavajuće.
Rejting 3	U mnogim područjima banka ima određene slabosti; neophodna je posebna posvećenost, u protivnom može doći do nelikvidnosti i bankrotstva; više od dve komponente su ocenjene sa ocenama ispod 3; menadžment nema sposobnost da kontroliše situaciju, prisutno je značajnije neslaganje u odnosu na regulatorne standarde; performanse upravljanja rizicima nisu zadovoljavajuće, neophodna je pojačana supervizija; smernice regulatora mogu da pomognu menadžmentu da identifikuje slabosti, bankrotstvo nije verovatno, ali finansijska pozicija banke zahteva supervizorski nadzor.
Rejting 4	Banka ima rizične i nestabilne performanse; nezadovoljavajuće performanse su posledica menadžerskih i finansijskih slabosti; menadžment i upravni odbor nemaju sposobnost da reše probleme, jedna ili dve komponente su ocenjene sa 5; izražena je

	povreda zakonskih i regulatornih standarda i prakse upravljanja rizicima; potreba za korektivnom akcijom i odgovarajućom supervizijom, odsustvo regulatorne akcije može rezultirati nesolventnošću banke.
Rejting 5	Reč je o ekstremno slabim performansama, uz izražene rizične i nestabilne performanse, nezadovoljavajuća praksa upravljanja rizicima; menadžment i upravni odbor ne mogu da reše problem i upravljaju situacijom; banka ima negativnu zaradu, a mnoge komponente su ocenjene ocenama 4 i 5; neophodna je efikasna regulacija i supervizorska pomoć kako bi banka izbegla bankrotstvo, koje je na ovom nivou najverovatnije.

Izvor: P. Trautmann (2006). Citirano prema: Vunjak, N., Davidović i M. Stefanović, M. (2012, str. 1285).

Da bi se procenio nivo likvidnosti finansijske institucije, potrebno je utvrditi trenutni nivo likvidnosti kao i potencijalne izvore likvidnosti upoređene sa potrebama. Upravljanje finansijskim sredstvima treba da obezbedi dovoljan iznos sredstava za blagovremeno izvršavanje obaveza, kao i u slučaju neplaniranih promena u izvorima finansiranja. Održavanje likvidnosti ne treba da se vrši po visokim troškovima ili kroz nepotrebno okretanje ka izvorima finansiranja koji mogu biti nedostupni u periodima finansijske krize.

Likvidnost se bazira na sledećim postulatima (Federal Reserve Release, 24 December 1996):

- Dovoljnost likvidnih sredstava u poređenju sa trenutnim i budućim potrebama i sposobnost finansijske institucije da podmiri svoje obaveze bez negativnog uticaja na poslovanje.
- Pristup sredstvima koja se lako pretvaraju u gotov novac.
- Pristup tržištu novca kao i drugim izvorima.
- Diverzifikovani izvori finansiranja.
- Nivo oslanjanja na kratkoročne i nestabilne izvore finansiranja.
- Stabilnost nivoa depozita.
- Sposobnost sekjuritizacije.
- Sposobnost menadžmenta da pravilno utvrdi, prati i kontroliše likvidnu poziciju.

Što se tiče dodeljivanja rejtinga finansijskoj instituciji na osnovu vrednosti racia likvidnosti, mogu se koristiti sledeća objašnjenja svakog pojedinačnog rejtinga:

Tabela 17: Kvalitativni pregledi rejtinga likvidnosti bankarskog sektora

Rejting	Opis rejtinga
Rejting 1	Ovaj rejting govori o visokom nivou likvidnosti i dobrom upravljanju sredstvima, postoji pouzdan pristup izvorima finansiranja pod dobrim uslovima koji zadovoljavaju potrebe likvidnosti.
Rejting 2	Ovaj rejting zaslužuju poslovne banke koje imaju zadovoljavajući nivo likvidnosti i praksu upravljanja finansijskim sredstvima. Postoje prihvatljivi uslovi finansiranja radi zadovoljenja potreba likvidnosti. Primetne eventualne slabosti u upravljanju finansijskim sredstvima.
Rejting 3	Ovde je prisutna potreba za poboljšanjem u upravljanju sredstvima. Takođe, finansijske institucije sa ovom ocenom nemaju pristup izvorima sredstava pod povoljnim uslovima.
Rejting 4	Ovaj rejting govori o niskom nivou likvidnosti ili o lošoj praksi u upravljanju sredstvima. Ove institucije možda nemaju ili ne mogu dobiti dovoljan iznos sredstava pod povoljnim uslovima kako bi zadovoljile potrebu za nedostajućim sredstvima.
Rejting 5	Označava onaj nivo likvidnosti koji je toliko kritičan da postoji opasnost za dalje poslovanje institucije. Ovim institucijama je potrebna hitna pomoć, van njenih okvira, kako bi ispunila svoje obaveze.

Izvor: Autor prema podacima iz Objave Federalnih rezervi (Federal Reserve Release, 24 December 1996).

5.3.2. Primena pokazatelja likvidnosti

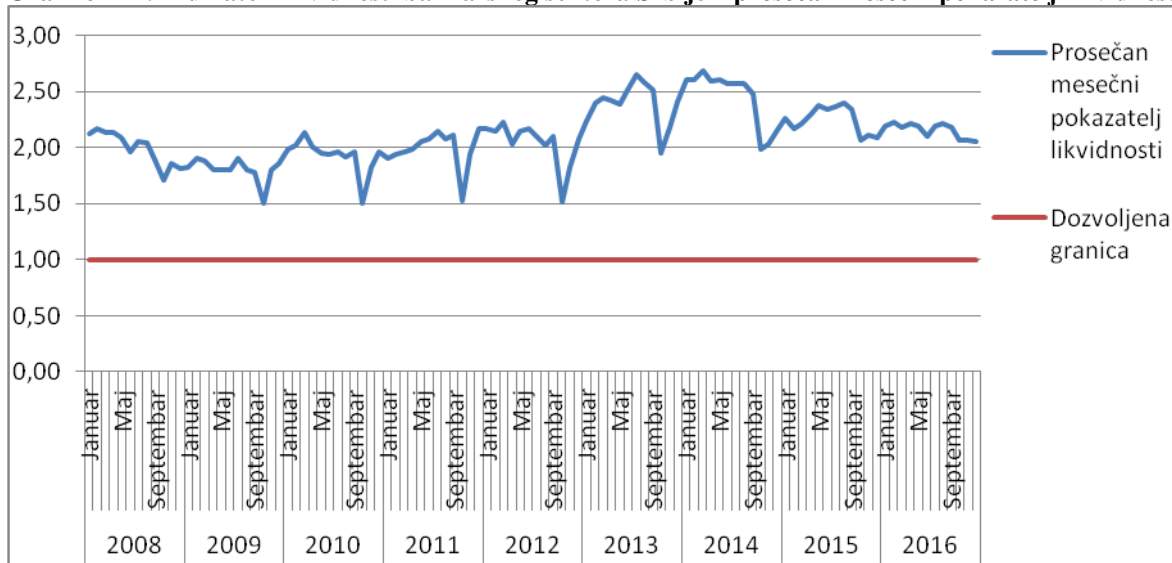
Postoji nekoliko zahteva za likvidnošću koje banka mora da ispuni, a odnose se na:

- većina depozita dolazi od klijenata i ne postoje drugi izvori finansiranja,
- postojanje ročne usklađenosti i kamatnih stopa,
- ispunjavanje zahteva Centralne banke po pitanju obaveznih rezervi (Dang, 2011, str. 24).

Za empirijsku analizu likvidnosti bankarskog sektora Srbije za period od 2008-2016. godine izbor varijabli izvršen je uz poštovanje parametara CAMELS rejting sistema tj. metodologije.

Prisutno je nekoliko metoda prezentovanja likvidnosti bankarskog sektora. Kao prvi metod može se navesti korišćenje indikatora likvidnosti kao racia tj. odnosa pojedinih bilansnih pozicija. Tako, „prosečni mesečni pokazatelj likvidnosti predstavlja odnos likvidne aktive prema likvidnim obavezama (po viđenju i s dospećem do mesec dana). Odlukom o upravljanju rizicima banke propisano je da prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti ne sme biti ispod 1, zatim da pokazatelj likvidnosti ne sme biti ispod 0,9 duže od tri uzastopna radna dana i nikada ne sme pasti ispod 0,8” (NBS, 2011b). Milić i Jovin (2017) zaključuju sledeće: „Naime, likvidnost bankarskog sektora, merena prosečnim mesečnim pokazateljem likvidnosti (odnos likvidnih potraživanja i likvidnih obaveza), ima blago uzlazni trend u obuhvaćenom periodu istraživanja, najpre zbog povećane privredne aktivnosti te agregatne tražnje, kreditne sposobnosti sektora. Najviša vrednost ovog pokazatelja zabeležena je u februaru 2014. godine od 2.68, a najniža vrednost zabeležena je u oktobru 2010. godine od 1,5. Dakle, generalno posmatrano, prosečni mesečni pokazatelj likvidnosti je za posmatrani period bio znatno iznad propisanog minimuma (1,0) što se može smatrati dobrom mesečnom likvidnošću sistema” (Milić i Jovin, 2017, str. 226).

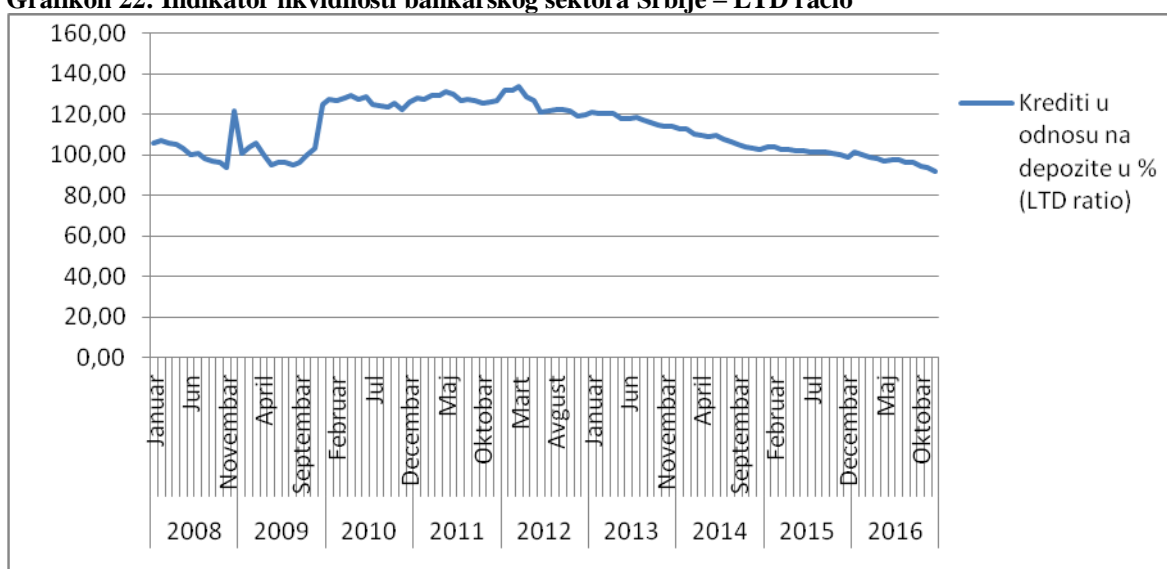
Grafikon 21: Indikator likvidnosti bankarskog sektora Srbije – prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti



Izvor: Autor, na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2016a).

Zatim, sledeći indikator likvidnosti predstavlja racio tj. odnos kredita i depozita. LTD racio, tj. odnos kredita prema depozitima, ukazuje na sposobnost banke da iz prikupljenih depozita finansira kreditiranje. „Vrednost ovog indikatora veća od jedan može upućivati na nedovoljnu spremnost bankarskog sektora da odgovori na udare” (NBS, 2016h). Ova konstatacija je sasvim tačna jer se na grafikonu ispod vidi kretanje ovog odnosa, iznad dozvoljene granice.

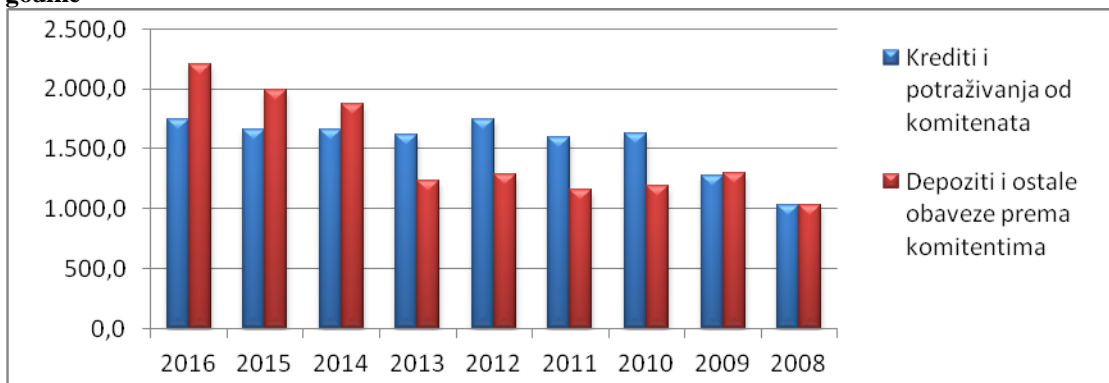
Grafikon 22: Indikator likvidnosti bankarskog sektora Srbije – LTD racio



Izvor: Autor, na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2016a).

Utvrđivanje likvidnosti bankarskog sektora moguće je i analizom ročne usklađenosti sredstava i izvora sredstava. Može se naglasiti da likvidnost bankarskog sektora raste s porastom nivoa depozita, a opada njegovim smanjenjem i rastom kredita. Nastanak disproporcije između ovih veličina uzrokuje nastajanje gepa zbog loše definisane buduće upotrebe sredstava. U narednom grafikonu prikazano je kretanje navedenih veličina. Uočava se da su iznosi odobrenih kredita i primljenih depozita gotovo jednaki u 2008. i 2009. godini, nakon koje veličina kredita prevazilazi nivo primljenih depozita (negativan likvidonosni gep), sve do 2014. godina kada iznos depozita eskalira i pokriva nivo odobrenih kredita (pozitivan likvidonosni gep).

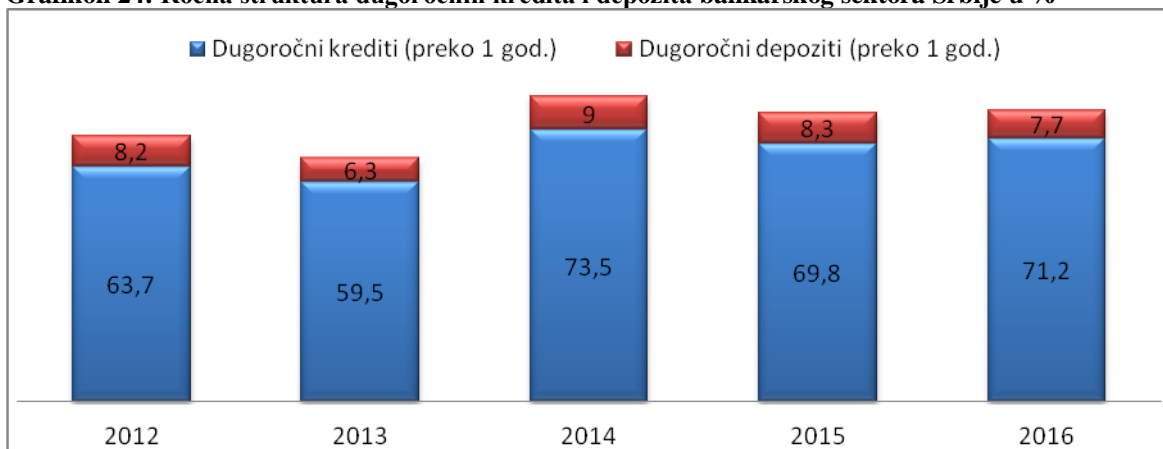
Grafikon 23: Kretanje ukupnih kredita i depozita bankarskog sektora Srbije u periodu od 2008–2016. godine



Izvor: Autor, na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016)

Ako se posmatra ročna usklađenost primljenih depozita i odobrenih kredita u dugom roku (preko 1 godine), dominantnu poziciju imaju dugoročni krediti. Ovo upućuje na zaključak da su dugoročno odobreni krediti plasirani, bez obzira na to što nemaju adekvatno pokriće u primljenim depozitima iste ročnosti. Tako na primer, u 2016. godini, odobreno je 71,2% dugoročnih kredita (u odnosu na ukupan broj odobrenih kredita), a primljeno je svega 7,7% dugoročnih depozita. Ovaj problem je stalan u posmatranom periodu, što se može primetiti u sledećem grafikonu. Način na koji će se pokriti gep likvidnosti zavisi od vremena koji se očekuje da će gep trajati kao i od visine kamatnih stopa. Ako se predviđa duži period trajanja gega, banka će se osloniti na emisiju hartija od vrednosti.

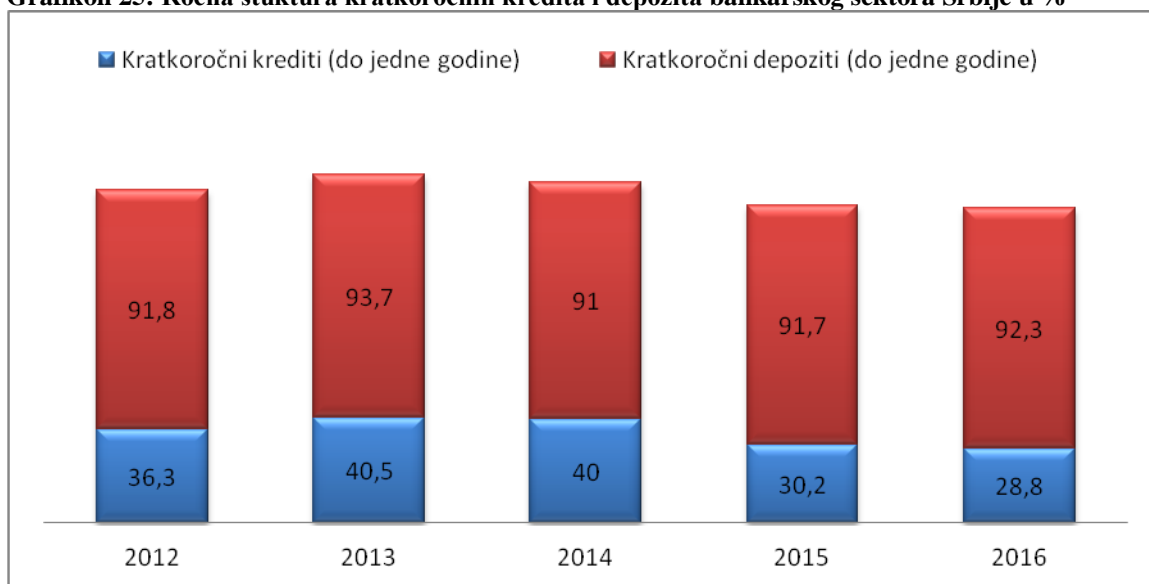
Grafikon 24: Ročna struktura dugoročnih kredita i depozita bankarskog sektora Srbije u %



Izvor: Autor, na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

Ako se posmatra ročna usklađenost primljenih depozita i odobrenih kredita u kratkom roku (do 1 godine), dominantnu poziciju imaju kratkoročni depoziti u posmatranom periodu. Na osnovu priloženog može se pretpostaviti da je deo dugoročnih kredita finansiran iz kratkoročnih izvora, s obzirom da se u narednom grafikonu jasno vidi da su kratkoročni depoziti sa visokim učešćem u ukupnim depozitima.

Grafikon 25: Ročna struktura kratkoročnih kredita i depozita bankarskog sektora Srbije u %



Izvor: Autor, na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

Po proceni autora (ocenu daju isključivo ovlašćene institucije), na osnovu CAMELS rejting metodologije, bankarski sektor Srbije zavređuje ocenu tj. **rejting 2**. Naime, bankarski sektor ispunjava zadati nivo likvidnosti i upravljanje likvidnošću bankarskog sektora Srbije uređeno je na adekvatan način, ali s visokim nivoom dugoročnih kredita što predstavlja veliki problem. Ova ocena je data upravo zbog velikog izbora različitih kreditnih izvora finansiranja.

5.3.3. Mere Narodne banke Srbije

Narodna banka Srbije sprovodeći instrumente monetarne politike održava monetarnu i finansijsku stabilnost. Glavni instrument monetarne politike odnosi se na referentnu

kamatnu stopu. Koristi se prilikom vođenja operacija na otvorenom tržištu, i to u sprovođenju reverznih repo transakcija tj. repo transakcija prodaje hartija od vrednosti sa rokom dospeća od jedne nedelje. Pod reverznom repo transakcijom podrazumeva se prodaja HoV od strane Narodne banke Srbije, sa obavezom da te HoV otkupi na tačno ugovoreni dan. Da dan otkupa tih HoV plaća se kupovna cena uvećana za kamatu (reotkupna cena). Razlog sprovođenja ove transakcije se ogleda u regulisanju likvidnosti bankarskog sektora. Na osnovu sajta NBS, Izvršni odbor Narodne banke Srbije odredio je referentnu kamatnu stopu na nivou od 3% (NBS, 2018b). Zadržavanje referentne kamatne stope od 3% razlog je očekivanog kretanja inflacije i njenih efekata u budućem periodu, kao i efekata ublažavanja monetarne politike (NBS, 2018i).

Tabela 18: Instrumenti i mere monetarne politike Narodne banke Srbije – referentna kamatna stopa

Instrument	Smer	Osnovne karakteristike	Kamatna stopa	Frekvencija	Kolateral	Ročnost
Referentna kamatna stopa		Utvrđuje je Izvršni odbor NBS i to je kamatna stopa koju NBS primenjuje u sprovođenju glavnih operacija na otvorenom tržištu.	3%	Prema kalendaru sednica Izvršnog odbora NBS	-	-

Izvor: Narodna banka Srbije (NBS, 2018b).

Pored referentne kamatne stope, postoje ostali instrumenti monetarne politike koji imaju zadatak da omogućе nesmatano delovanje referentne kamatne stope na tržište. Reč je o sledećim instrumentima (NBS, 2018b):

- operacije na otvorenom tržištu,
- obavezna rezerva,
- kreditne i depozitne olakšice i
- intervencije na deviznom tržištu.

Radi regulisanja likvidnosti bankarskog sektora, Narodna banka Srbije (NBS, 2018g) sprovodi operacije na otvorenom tržištu (kupovinom ili prodajom hartija od vrednosti) koje mogu biti:

Glavne operacije, sprovodi Narodna banka Srbije putem repo prodaje hartija od vrednosti, gde je rok dospeća od jedne nedelje, na standardnim aukcijama, na osnovu utvrđenog kalendara aukcija. Primenjuje se referentna kamatna stopa.

Operacije dužih ročnosti, realizuju se radi obezbeđenja nedostajuće likvidnosti na dugi rok, tj. radi povlačenja viškova likvidnosti. Sprovodi se na standardnim aukcijama.

Operacije finog podešavanja, realizuje se po potrebi, u cilju ublažavanja iznenadnih poremećaja u likvidnosti bankarskog sektora. Sprovode se na brzim aukcijama, tačnije, onog dana kada je doneta odluka o sprovođenju aukcije.

Na osnovu izveštaja Narodne banke Srbije, glavna operacija na otvorenom tržištu bila je jednonedeljna reverzna repo transakcija radi povlačenja likvidnosti. Izvršena je jedna emisija HoV (blagajničkih zapisa) u nominalnom iznosu od 500 mlrd dinara. U toku 2016. godine izvršene su 52 aukcije za repo prodaju. Obim prodaje iznosio je 2.343.,4 mlrd dinara i viši je u odnosu na prethodnu godinu (NBS, 2016b).

U narednom grafikonu dat je pregled planiranih iznosa povlačenja likvidnosti i iznosa prodatih repo hartija od vrednosti. U obuhvaćenom periodu vršene su operacije povlačenja likvidnosti, dok se 2012. godine javljaju i operacije za obezbeđenje likvidnosti u obliku kupovine hartija od vrednosti.

Grafikon 26: Pregled aukcijske trgovine HoV kojima NBS obavlja operacije na otvorenom tržištu



Izvor: Narodna banka Srbije (NBS, 2018h).

Konkretne aktivnosti koje sprovodi Narodna banka Srbije u pogledu operacija na otvorenom tržištu, prikazane su u narednoj tabeli. Može se napomenuti da se sprovode aktivnosti povlačenja, povlačenja i kreiranja likvidnosti.

Tabela 19: Instrumenti i mere monetarne politike Narodne banke Srbije – operacije na otvorenom tržištu

Instrument	Smer	Osnovne karakteristike	Kamatna stopa	Frekvencija	Kolateral	Ročno st
Operacije na otvorenom tržištu	Povlačenje	Glavna operacija, reverzna repo transakcija - repo prodaja hartija od vrednosti, ima najvažniju ulogu u ostvarivanju ciljeva OOT, standardna aukcija, prema unapred utvrđenom kalendaru.	Referentna stopa	Redovne aukcije –sredom	Dinarske hartije od vrednosti NBS bez devizne klauzule	1W
	Povlačenje i Kreiranje	Operacije dužih ročnosti, obezbeđenje/povlačenje likvidnosti na duži rok, standardna aukcija.	-	-	Dinarske hartije od vrednosti NBS, RS i MFI bez devizne	-

	Povlačenje i Kreiranje	Operacije finog podešavanja likvidnosti, sprečavanje/ublažavanje iznenadnih poremećaja likvidnosti, brza aukcija, sprovodi se istog dana kada je donešena odluka o organizovanju aukcije.	-	-	klauzule	-
--	------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---	---	----------	---

Izvor: Narodna banka Srbije (NBS, 2018b)

Obavezna rezerva deo je primarne rezerve likvidnosti. U slučajevima kada sredstva primarne rezerve nisu dovoljna, sledeći korak je aktiviranje sekundarnih rezervi. Ukoliko se utvrdi da su troškovi održavanja likvidnosti ovim putem visoki u dugom roku, banka bi trebala da razmotri strategiju povećanja primarnih rezervi likvidnosti ili da poveća iznos kredita za likvidnost. Prema navodima Narodne banke Srbije, obavezna rezerva u osnovi, predstavlja iznos, propisan od strane centralne banke, koji poslovne banke polažu na račun Narodne banke Srbije. Nivo restriktivnosti obavezne rezerve utiče na kreditni potencijal, a time i na nivo likvidnosti poslovnih banaka. Ovim instrumentom se, u tržišnim privredama, više reguliše kreditna aktivnost poslovnih banaka, a manje likvidnost. Obavezna rezerva se koristi kada su ostali instrumenti monetarnog regulisanja bez efekta, zbog toga i jeste pomoćni instrument. Izvršni odbor Narodne banke Srbije donosi odluku o osnovici za obračun obavezne rezerve (NBS, 2018e).

Na osnovu izveštaja Narodne banke Srbije, proces smanjenja stope obaveznih rezervi je nastavljen i u 2016. godini kada su stope utvrđene na nivou od 20% na obaveze s ugovorenim ročnošću do dve godine, ako i na nivou od 13% na obaveze sa ugovorenim rokom preko dve godine (NBS, 2016a).

Tabela 20: Instrumenti i mere monetarne politike Narodne banke Srbije – obavezna rezerva

Instrument	Obavezna rezerva
Smer	Povlačenje
Osnovne karakteristike	<p>Mera za regulisanje opšteg nivoa likvidnosti bankarskog sistema (povlačenje viška likvidnosti). Deviznu osnovicu čine i dinarske obaveze indeksirane deviznom klauzulom.</p> <p>Obavezno držanje sredstava na računu kod NBS po stopi od: - 5% na dinarske obaveze sa rokom do 2 godine, 0% na dinarske obaveze sa rokom preko 2 godine, - 20% na devizne obaveze sa rokom do 2 godine, 13% na devizne obaveze sa rokom preko 2 godine, osim na dinarske obaveze indeksirane deviznom klauzulom (100% za sve ročnosti).</p> <p>U dinarima se izdvaja 38% OR obračunate na devizne obaveze sa rokom do 2 godine i 30% OR obračunate na devizne obaveze sa rokom preko 2 godine.</p>

Izvor: Narodna banka Srbije (NBS, 2918b)

Kako se objašnjava od strane Narodne banke Srbije, pod stalnim olakšicama koje sprovodi Narodna banka Srbije, podrazumevaju se kreditne i depozitne olakšice. Reč je o prekonoćnim operacijama. Kreditne olakšice koriste poslovne banke (i iniciraju) radi održavanja dnevne likvidnosti putem zaloge kvalifikovanih kartija od vrednosti. Depozitne olakšice odnose se na prekonoćno deponovanje viškova likvidnih sredstava kod centralne banke (NBS, 2018a). Na osnovu Odluke o uslovima i načinu deponovanja viškova likvidnih sredstava kod Narodne banke Srbije, poslovna banka može svoje viškove likvidnih sredstava deponovati kod Narodne banke Srbije. One mogu vršiti deponovanje više puta u toku dana, a najkasnije do isteka vremena za razmenu poruka za plaćanje. Narodna banka Srbije dužna je da deponovana sredstva vrati poslovnoj banci narednog radnog dana od dana deponovanja. Na deponovana sredstva se zaračunava kamata u visini referentne kamatne stope umanjene za 1,25 procentnih poena (NBS, 2018a).

Kamatne stope koje se zaračunavaju na stalne olakšice predstavljaju osnovu za kamatne stope na međubankarskom tržištu novca. One se određuju prema visini referentne kamatne stope korigovane za određeni procentni poen. Na osnovu izveštaja Narodne banke Srbije banke su u 2016. godini deponovale sredstva kod Narodne banke Srbije u iznosu od 27,8

mlrd dinara što predstavlja manji iznos u odnosu na prošlu godinu. U ovom periodu banke su koristile i kreditne olakšice u obliku unutardnevnih kredita, a prekonoćni kredit nisu koristile (NBS, 2016b). Detaljnije se može videti u narednoj tabeli.

Tabela 21: Instrumenti i mere monetarne politike Narodne banke Srbije – stalne olakšice

Instrument	Smer	Osnovne karakteristike	Kamatna stopa	Frekvencija	Kolateral	Ročnost
DEPOZITNE OLAKŠICE	Povlačenje	Mera kojom se omogućava bankama deponovanje viškova likvidnih sredstava kod NBS.	1,75% (referentna stopa – 1,25 p.p.)	Dnevno	Nema	Prekonoćna olakšica
KREDITNE OLAKŠICE (KREDIT ZA LIKVIDNOST)	Kreiranje	Jedinstvena kreditna linija za održavanje dnevne likvidnosti banaka na osnovu zaloge HoV, i to:		<i>Ad hoc</i>	Dinarske hartije od vrednosti NBS, RS i MFI bez devizne klauzule	Prekonoćna olakšica
		- na kredit korišćen i vraćen istog radnog dana (intraday)	0%			
		- na kredit korišćen i vraćen narednog radnog dana (O/N-overnight pozajmice)	4,25% (referentna stopa + 1,25 p.p.)			

Izvor: Narodna banka Srbije (NBS, 2016b).

Narodna banka Srbije je uspeła da reguliše pojedine makroekonomske ciljeve emitovanjem hartija od vrednosti i na taj način da povuče višak likvidnih sredstava poslovnih banaka, kao i regulisanjem nivoa obavezne rezerve.

6. Sektor osiguranja

6.1. Pojam osiguranja

Pod pojmom osiguranje često se navodi da predstavlja zaštitu od rizika. Tako Marović, Kuzmanović i Njegomir (2009) navode da osiguranje ukazuje na specifičnu vrstu zaštite, obezbeđenja, poverenja i sigurnosti. Takođe, ističu da osiguranje obezbeđuje isplatu sume kod imovinskih osiguranja, tj. isplatu osigurane sume kod životnih osiguranja, ekonomsku

zaštitu osiguranicima bilo da su fizička ili pravna lica, od štetnih slučajeva i ekonomskih peremećaja koji nastaju nastupanjem osiguranog slučajeva.

Često se postavlja pitanje zašto lica uopšte pristupaju osiguranju, tj. kupovini polise osiguranja ako dužni da plate premiju, često većeg iznosa od gubitka koji će pretrpeti. Ljudi kao živa bića nisu sklona riziku i to je jednostavan razlog zašto pribegavaju kupovini polise. Oni radije žele da plate premiju osiguranja nego da žive u neizvestnosti da li će jednog momenta doživeti nesrećni slučaj ili izgubiti imovinu. To je ustvari prenos rizika na drugo lice, tj. na osiguravajuće društvo.

Kada osiguranje ne bi postojalo tada bi lica morala držati određenu svotu novca u rezervi radi sigurnosti usled nastanka nesrećnog slučajeva. Držanje rezervi značilo bi da ta sredstva dugoročno ne bi mogla da se koriste, investiraju. Zbog toga, upravo takav nekamatonosni novac stvarao bi oportunitetni trošak. Čak i kada bi se to izuzelo, pojedinac bi stalno živio pod dozom straha da li će ta svota novca biti dovoljna da pokrije nastalu štetu. Postojanje institucije osiguranja takvi problemi ne postoje i pojedinci su oslobođeni te vrste straha. S toga se može reći da je osiguranje zapravo prenošenje rizika, koji bi negativno uticao na život pojedinca, na osiguravajuće društvo.

Razlog postojanja osiguranja jeste ostvarenje indirektno ekonomske zaštite s akcentom da ono ne može sprečiti nastanak nesrećnih događaja. Osiguranje je multidisciplinarna nauka, zbog čega se javlja u tri vida:

- ekonomski vid se izražava u cilju koji se postiže u osiguranju – to su funkcije osiguranja,
- tehnički je onaj deo koji uređuje funkcionisanje osiguranja kao specifičnog mehanizma za izjednačavanje rizika,
- pravni – predstavlja uređivanje veoma brojnih pravnih odnosa koji nužno nastaju u osiguranju udruživanjem sredstava za obeštećenje svih osiguranika koje zadesi šteta. To je uređivanje prava i obaveza osiguranika i osiguravača (kao predstavnika zajednice osiguranika, odnosno organizatora i administratora te zajednice) kod

zaključenja ugovora o osiguranju, u toku trajanja osiguranja i kod ostvarivanja odštetnih prava, tj. kod likvidacije štete (Marović i saradnici, 2009, str. 19).

Sva osiguranja poštuju nekoliko osnovnih principa:

1. Mora postojati veza između osiguranika i korisnika osiguranja.
2. Osiguranik mora pružiti tj. obezbediti osiguravajućem društvu potpune i precizne podatke.
3. Osiguranik ne profitira, odnosno ne može da zaradi primajući naknadu iz osiguranja.
4. Ako treća strana nadoknadi osiguraniku gubitak, osiguravajuće društvo mora da umanjí iznos naknade štete.
5. Gubitak se mora količinski izraziti. Na primer, naftna kompanija ne može kupiti polis osiguranja za neistraženo naftno polje.
6. Osiguravajuće društvo mora biti sposobno da izračuna koliko je verovatno da će se gubitak dogoditi (Ostojić, 2007, str. 25).

Dakle, osiguranje se može objasniti i kao privredna, finansijska, uslužna delatnost, čiji je osnovni cilj ekonomska zaštita pravnih i fizičkih lica kroz naknadu šteta (Janković, 2013, 15). Bitna karakteristika osiguranja odnosi se na udruživanje onih lica koja su izložena istom riziku kako bi zajednički podneli štetu, a koja je se desiti samo nekima od njih. Tačnije, za osiguranje je karakteristično načelo uzajamnosti i solidarnosti. Suština osiguranja ogleda se u usitnjavanju i raspoređivanju rizika na veliki broj osiguranika, odnosno, usitnjavanju krupnih šteta na veliki broj malih.

6.1.1. Elementi osiguranja

Osnovni elementi osiguranja odnose na rizik, premiju i osigurani slučaj. U daljem tekstu biće pojašnjeni navedeni pojmovi radi boljeg razumevanja suštine osiguranja.

Rizik je u oblasti osiguranja potpuno nezaobilazan jer da nema rizika, ne bi bilo ni osiguranja. Jedna od najprihvatljivijih definicija rizika podrazumeva da je rizik neizvesnost u pogledu ostvarenja moguće štete. Za rizik se može reći da predstavlja izvesnost da će se nekom pojedincu desiti nesrećni slučaj, ali i da se ne može sasvim sigurno reći da li će se dogoditi. Prema nekim naučnicima rizik je definisan kao: mogućnost gubitka, verovatnoća gubitka, neizvesnost, odstupanje stvarnih od očekivanih rezultata ili verovatnoća bilo kog ishoda koji nije očekivan (Vaughan i Baughan, 1995, str. 4). Prema Jankvić (Janković, 2013, str. 39) rizik je budući, neizvestan događaj, koji može izazvati negativne ekonomske posledice, koje ne zavise od volje zainteresovanih strana, čije osiguranje je dopušteno zakonom i javnim moralom, a čija realizacija stvara obavezu osiguravača da nadoknadi štetu, ukoliko je osiguran. Znači, rizik je samo opasnost. Realizacija te opasnosti nije rizik, već osigurani slučaj.

Rizik mora ispuniti određene karakteristike da bi se moglo govoriti o njegovom postojanju:

- a) Mogućnost nastanka događaja – ukoliko je verovatnoća ostvarenja nekog štetnog događaja veća od 0 i kada je moguće ostvarenje tog događaja, tada postoji i rizik. Na primer, ukoliko se u toku nesrećnog slučaja u potpunosti uništi predmet osiguranja, tada prestaje da važi osiguranje, a samim tim i rizik.
- b) Neizvesnost nastanka – kada neizvesnosti nema, tada nema ni osiguranja ni rizika.

Različite definicije ukazuju na postojanje razlike između rizika i neizvesnosti. Pored toga što su oba pojma povezana sa slučajnošću, ipak se slučajnost kod rizika može kvantitativno izraziti kroz matematičke i statističke metode, dok se slučajnost kod neizvesnosti ne može kvantitativno izraziti niti se može prepoznati u budućnosti.

Neizvesnost se može objasniti kao stanje koje karakteriše mogućnost da će se dogoditi neki događaj ili da se neće dogoditi (Ostojić, 2007, str. 46). Nedostatak informacija o nekim budućim događajima i verovatnoća njihovog nastanka određuju neizvesnost.

Drugi bitan element osiguranja odnosi se na premiju osiguranja. Za premiju osiguranja se može reći da predstavlja cenu koštanja usluge osiguranja, tj. cenu za preuzimanje rizika uvećanu za određeni procenat profita osiguravača i određeni nivo troškova koji se javlja u toku sprovođenja postupka osiguranja. Premiju plaća osiguranik prilikom zaključenja ugovora o osiguranju sa osiguravačem. Time se osiguravač obavezuje da preuzme rizik od osiguranika i da izvrši naknadu štete osiguraniku koji je doživeo nesrečan slučaj.

Iznos premije određuje osiguravač unapred i nije predmet pregovora između učesnika u procesu osiguranja i zavisi od visine troškova osiguranja. Dominantan deo tj. trošak osiguranja odnosi se na naknadu štete, a manji deo troškova otpada na troškove poslovanja osiguravača. Za obračun premije odgovorni su aktuari osiguravača, primenom statističko-matematičkih metoda kao i primenom aktuarske matematike. Da bi visina premije bilo što tačnije obračunata, aktuari treba da raspolazu sa što većom bazom statističkih podataka sa što držim intervalom vremena.

Bruto premija osiguravača sačinjena je iz sledećih sastavnih delova:

- Funkcionalna premija (tehnička premija/neto premija i preventive)
- Režijski dodatak

Visina premije određena je sledećim faktorima:

- visinom naknade iz osiguranja po odštetnim zahtevima, kao i veličinom neisplaćenih odštetnih zahteva, koji će biti isplaćeni u narednoj godini
- veličinom prinosa koje se može ostvariti plasmanom sredstava rezervi osiguranja
- veličinom režijskih troškova osiguranja
- očekivanim profitom osiguravajuće kompanije (Marović i saradnici, 2009, str. 70).

Treći bitan element osiguranja pripada osiguranom slučaju. Za osigurani slučaj se kaže da predstavlja pretpostavku za izvršenje obaveze osiguravača da nodoknadi štetu koja je pokrivena uslovima osigurnja, a takođe povlači svojim ostvarenjem određene obaveze

osiguranika (Marović i saradnici, 2009, str. 73). Realizacijom rizika nastaje osigurani slučaj kada osiguravač ima obavezu isplate naknade štete. Kada se uporede rizik i osigurani slučaj uočava se razlika koja govori da je rizik opasnost od određenog štetnog događaja, a osigurani slučaj je upravo realizacija pomenutog rizika.

Za osigurani slučaj je važno da ispunjava određene karakteristike kako bi se mogao smatrati pravno ispravnim. On se mora dogoditi u određeno vreme, a da je pri tom to vreme navedeno u ugovoru o osiguranju. Takođe, za osigurani slučaj je važno da se u ugovoru o osiguranju tačno navede mesto nastanka štetnog događaja. Postojanje posledica nakon nastanka osiguranog slučaja tj. postojanje uzročne veze između osiguranog slučaja i štete, znak je za ispunjenje obaveza osiguravača.

6.1.2. Subjekti osiguranja

Kategorizacija subjekata u osiguranju se može izvršiti na najvažnija lica u osiguranju i ostala lica. Najvažnija lica u osiguranju su osiguravač i osiguranik.

Na osnovu Zakona o osiguranju *osiguravač* tj. osiguravajuće društvo obavlja funkciju osiguranja i uvek je jedna strana ugovora o osiguranju, ona koja preuzima rizik na sebe i naplaćuje premiju osiguranja kao cenu pružene usluge. U slučaju da nastane osigurani slučaj, osiguravač se obavezuje da izvrši isplatu štete tj. obeštećenje osiguranika, koja je nastala realizacijom rizika.

Osiguranik je druga ugovorna strana u toku zaključenja ugovora o osiguranju. Osiguranik može biti fizičko ili pravno lice koje želi da zaštiti svoju imovinu ili zdravlje ukoliko su izloženi riziku. Zaključivanjem osiguranja u svoje ime i za svoj račun osiguranik se obavezuje da plati ugovoreni iznos premije osiguranja jer u slučaju realizacije osiguranog slučaja ima pravo na naknadu štete koju je načinio osigurani slučaj. Osiguranik može biti i ugovarač i korisnik osiguranja.

Kada je reč o ostalim subjektima tj. licima osiguranja, *ugovarač* osiguranja je lice koje ugovara osiguranje, za tuđ račun, sa osiguravačem pri čemu preuzima obavezu plaćanja premije gde ne mora imati pravo primanja naknade iz osiguranja. U terijskim postavkama vezanim za lica u osiguranju, tačnije u vezi pojma osiguranika, javljaju se nejasnoće. Osiguranik je lice koje se može pojaviti i u ulozi *ugovarača* i u ulozi *korisnika* osiguranja. Naime, osiguranik i ugovarač se u najvećem broju slučajeva javljaju kao isto lice. Desava se i momentat kada su ugovarač, osiguranik i korisnik osiguranja različita lica. Najbolji primer koji oslikava ovu situaciju je kada otac (ugovarač) zaključuje ugovor o osiguranju života ukoliko se nesrećan slučaj desi majci (osiguranik). U ovom slučaju deca (korisnici osiguranja) dobijaju naknadu osiguranja.

Vinkulatar se objašnjava kao založni poverilac odnosno banka koja je odobrila kredit, a kao obezbeđenje tog kredita stavile su hipoteku na predmet osiguranja od momenta otplate kredita. Dakle, da bi se osigurale, banke zahtevaju osiguranje predmeta osiguranja u slučaju njegovog oštećenja.

Posrednici u osiguranju imaju zadatak da posreduju između osiguranika i osiguravača, a nakon njihovog spajanja prepuštaju im sklapanje ugovora. Oni rade u interesu osiguranika, proviziju plaća osiguravač. *Zastupnici u osiguranju* imaju zadatak da zastupaju interese osiguravača tj., sa osiguranicima sklapaju ugovor o osiguranju za račun osiguravača. Obavljaju poslove samo za jednog osiguravača, a mogu zastupati i fizička i pravna lica.

6.2. Uloga osiguravajućih društava kao finansijskih posrednika

Proces finansijskog posredovanja između pozitivnih i negativnih ekonomskih jedinica osnovni je razlog za nastanak velikog broja različitih finansijskih instrumenata, institucija i tržišta novca.

Prenos sredstava u finansijskom sistemu vrši se direktnim ili indirektnim tokovima finansiranja, uz tendenciju da se ostvare što niži transakcioni troškovi. Kada je reč o

direktnim tokovima finansiranja, deficitne ekonomske jedinice na finansijskom tržištu prodaju svojim zajmodavcima direktno hartije od vrednosti. Na ovaj način najčešće posluju država, korporacije, akcionarska društva i time finansiraju svoje poslovanje. Kada je reč o transferu novčanih sredstava, odnosno o prenosu sredstava od ekonomskih jedinica koje imaju štedni suficit ka onima koji imaju štedni deficit, to se obavlja preko finansijskih tržišta.

Kada je reč o indirektnim finansijskim tokovima, finansijski posrednici posluju između zajmotražilaca i zajmodavaca kupujući finansijske instrumente od zajmotražilaca, transformišući ih na taj način u indirektno tokove finansiranja. Tačnije, finansijski posrednici emituju svoje instrumente (hartije od vrednosti sa kraćim rokovima dospeća i manjim nominalnim iznosima) kako bi potencijalni kupci mogli biti i mali investitori. Ovaj proces naziva se finansijsko posredovanje, a preduzeća tj. institucije koje učestvuju u njemu su finansijski posrednici tj. institucije. Finansijski posrednici ne mogu proizvoditi sve finansijske usluge koje prodaju. Pojedini finansijski posrednici uglavnom prodaju usluge drugih firmi. Na primer, banka se pojavljuje u ulozi finansijskog posrednika kada prodaje polise osiguravajućih društava.

Finansijski posrednici svih vrsta, povezuju štediša sa investitorima i tako se izbegava potreba da štediša pronalaze investitore direktno i obrnuto. Poznato je da svi finansijski posrednici izdaju štedne račune, polise osiguranja, depozitne sertifikate i slično, pojedincima ili preduzećima i za obavljanje tog posla primaju novčana sredstva. Na taj način dobijena sredstva posrednici ulažu u obveznice, založnice, akcije i druge finansijske instrumente. Ovakvim transferom novčanih sredstava ulaganje nije ograničeno na sektor u kojem su štediša. Sredstva mogu teći od neproaktivnih ka najproduktivnijim sektorima u jednoj ekonomiji, što ukazuje na mogućnost ostvarivanja veće zarade.

Kupci najčešće nemaju vremena, sredstava, a ni sposobnosti da prikupe neophodne, kompletne i adekvatne informacije o svakoj mogućoj finansijskoj transakciji. Tako se stvara problem asimetričnosti informacija koji rešavaju upravo finansijski posrednici. Povrh

toga, investitori ne mogu biti sasvim sigurni da će menadžeri nekog preduzeća uvek raditi u njihovom interesu. Finansijski posrednici mogu pružiti pomoć na dva načina: a) posmatranjem menadžmenta firme u koju žele da investiraju i b) sprovođenjem istraživanja radi bolje informisanosti u toku odlučivanja.

Kao što je Ostojić (2008, str. 92) u svom radu naveo, uloga finansijskih posrednika podrazumeva obezbeđivanje deljivosti direktnih finansijskih instrumenata velikih nominalnih iznosa. Naime, jedan od zadataka finansijskih posrednika je da stvaraju finansijske instrumente različitih nominalnih iznosa povezivanjem velikog broja malih štediša i ulaganjem imovine štediša u finansijske instrumente velikog nominalnog iznosa. Takođe, finansijski posrednici mogu da finansiraju izvozne poslove tako što kupuju finansijske instrumente nominalne vrednosti izražene u jednoj valuti i prodaju ih kao finansijske instrumente izražene u drugoj valuti. Njihova uloga ogleda se i u ročnoj transformaciji finansijskih instrumenata. Finansijski posrednici mogu da promene rokove dospeća finansijskih instrumenata emisijom svojih HoV sa kraćim rokovima dospeća i kupovinom dugoročnih HoV. Diverzifikacija kreditnog rizika se postiže ukoliko se kupuju HoV čiji su rizici u dobroj korelaciji, u suprotnom bi bila ugrožena vrednost portfelja. Obezbeđivanje likvidnosti finansijskih instrumenata poslednja je uloga finansijskih posrednika i podrazumeva sposobnost posrednika da obezbedi svom klijentu sredstva npr. sa tekućeg računa ili depozite po viđenju.

Osiguranje nudi mnoge koristi pojedincima koji žele da izbegnu rizik u poslovanju. Iako se osiguranjem ne može u potpunosti sprečiti nastanak katastrofe ili nekog ekonomski štetnog događaja, prenosom rizika s pojedinca na osiguravajuće društvo smanjuje se iznos ukupno potrebnih sredstava za pokriće nastalih šteta u jednom društvu. Prema Skipperu i Kvonu (Skipper and Kwon, 2007, str. 516), osiguranje promoviše finansijsku stabilnost, dopunjuje socijalno osiguranje, olakšava trgovinu, pomaže u mobilisanju štednje, omogućava bolje upravljanje rizikom, podstiče na manji gubitak i omogućava efikasniju alokaciju kapitala. Samo osiguranje oduvek je imalo zadatak da obezbedi zaštitu od rizika pružanjem usluga osiguranja i reosiguranja, ali prema Maroviću i Njedomiru: „upravljanje rezervama u

kontekstu limitiranosti izloženošću rizicima osiguranja s jedne strane i traganja za investicionim prinosima na finansijskom tržištu s druge strane, postaje osnovni preduslov optimiziranja performansi osiguravajućih društava i ključni korak u upravljanju rizikom”(Marović i Njegomir, 2015, str. 29).

Prema savremenim stavovima iznetim u radu Ostojić, Lutovac i Matić: „Pojedinač se može obezbediti osiguranjem od različitih opasnosti: od egzistencije svojih najbližih u slučaju smrti ili trajnog gubitka radne sposobnosti, pa do nadoknade putnih troškova i troškova godišnjeg odmora za slučaj nepovoljnih vremenskih prilika. Savremeni čovek je prinuđen da se kreće u saobraćaju, da koristi razne tehničke aparate i mašine prilikom obavljanja svoje profesionalne delatnosti ili u stanu. Iz ovih aktivnosti može nastati šteta prema njemu samom, prema trećim licima ili prema njegovoj ili tuđoj imovini” (Ostojić, Lutovac i Matić, 2016, str. 60).

Osiguranje, a posebno životno osiguranje, može da nadopunjuje javne sisteme socijalnog osiguranja i druge sigurnosne programe. Stoga, plaćanje osiguranja može otkloniti pritisak na sisteme socijalnog osiguranja i služi za očuvanje vladinih sredstava za osnovno socijalno osiguranje i u ostale svrhe. Osiguranje koje plaća pojedinac omogućava mu da prilagodi svoje sigurnosne programe svojim potrebama. Na taj način, veća lična potrošnja na životno osiguranje utiče na to da se smanjuje rashod države namenjen socijalnim osiguravajućim programima. Ova zamena uloga je posebno važna u današnje vreme zbog rastućih finansijskih izazova sa kojima se suočavaju nacionalni socijalni sistemi osiguranja.

Prema Skipperu i Kvonu, da bi se izbegli rizici u poslovanju, svako preduzeće bi trebalo unapred da prepozna potencijalne opasnosti, da proceni njihov obim i težinu i da sačini listu prioriteta, kao i da pronađe način da upravlja rizicima kako bi se povećala vrednost preduzeća, pri čemu nije od presudne važnosti da li je taj rizik finansijski, operativni ili strateški.

U mnogim preduzećima se kupuju različiti vidovi osiguranja za zaposlene. Mnogi proizvodi se proizvode i prodaju samo ukoliko adekvatno osiguranje pokriva nastale zahteve za reklamacijom. Osiguranje može biti uslov za obavljanje određene delatnosti, na primer, takve su delatnosti vezane za popravke vazdušnih letelica ili upravljanje avionom. Zbog velikog rizika od novih poslovnih neuspeha, proizvođači često stavljaju na raspolaganje sredstva samo ako su adekvatno osigurana. Preduzetnici više vole da stvore i prošire svoje poslovanje samo u situaciji kada mogu da obezbede adekvatnu zaštitu tj. osiguranje.

6.3. Tržište osiguranja u Srbiji

U svetskoj ekonomskoj istoriji će 2008. godina biti zapamćena kao godina u kojoj se velik broj kako razvijenih, tako i zemalja u razvoju suočio s ekonomskom krizom što se iskazalo kroz pad opštih privrednih pokazatelja. Pojedini stručnjaci objašnjavaju ekonomske krize i recesiju kao nagomilane neravnoteže u odnosima između osnovnih makroekonomskih agregata i u tom smislu kriza je jedna od faza u privrednim ciklusima. U ovom delu rada se neće posebno baviti time zašto do takvih neravnoteža dolazi, niti zašto se iz prethodnih finansijskih kriza ne izvuče pouka koja bi sprečila novu ekonomsku krizu što bi bilo od izuzetnog značaja za ekonomsku politiku. Smatra se da je za ovaj deo rada bitno da se prouči dejstvo ekonomskih poteškoća na osiguravajući sektor u svetu i kod nas.

Pre svega, značajno niže stope privrednog rasta dezavuišu i smanjuju potrebu za osiguravajućom zaštitom, dok svaki gubitak na novčanom tržištu i manji obimi premije sužavaju sposobnost osiguravajućih društava da preuzmu rizik. To je osnovni razlog zbog kojeg osiguravajuća društva u vreme ekonomske krize gube na svom značaju. U celini posmatrano, ako se porede životna i neživotna osiguranja, dolazi se do zaključka da su mnogo više pogođena životna osiguranja, jer društva za životna osiguranja velik deo dohotka stiču ulaganjem sredstava od premija na novčanom tržištu. Novčana kriza nesumnjivo utiče na bilans svakog osiguravajućeg društava, ali stepen dejstva krize na pojedino društvo zavisi od nivoa tekošća u kojem se nalazi zemlja iz koje dato društvo

potiče. Najteže gubitke tokom najnovije svetske krize pretrpelo je osiguranje kredita. To je potpuno razumljivo ako se ima u vidu geneza i ispoljavanje svetske ekonomske krize. Među neživotnim osiguranjima krizom je pogođeno osiguranje motornih vozila koje predstavlja vrstu osiguranja sa najvišom premijom na tržištu.

Posledice svetske ekonomske krize u Republici Srbiji, kao zemlji koja više od drugih zavisi od spoljnih izvora finansiranja, počele su da se ispoljavaju kroz različite manifestacione oblike u drugoj polovini 2008. godine. Tržište osiguranja u Republici Srbiji je skromno razvijeno, tako da je premija iz kreditnog posla beznačajna, kada se ima u vidu da je posao osiguranja kredita upravo ona grana koja je najzastupljenija u razvijenim privredama. Posledice svetske ekonomske krize kod nas se ogledaju u suženoj ponudi kapitala, poskupljenju kredita, te opštem smanjenju tražnje. Uz osnovni problem naplate potraživanja, jasno je da se trenutno ne može očekivati da će doći do ubrzanog razvoja sektora osiguranja kredita u Srbiji.

Reforme započete početkom 21 veka, trebalo je da označe prelazak sa komandne, politički dirigovane privrede na tržišnu privredu. Proces sveobuhvatnih i široko institucionalno postavljenih reformskih poduhvata trebalo je da označi početak kraja sistemskih devijacija socijalističke privrede. Što se tiče politike u oblasti osiguranja, praktično se sa reformom ove delatnosti počelo 2004. godine usvajanjem Zakona o osiguranju. Naime, osiguravajuće kompanije u Srbiji u periodu pre tranzicije nisu funkcionisale kao samostalne i nezavisne nedepozitne finansijske institucije sa funkcijom zaštite osiguranika. Upravo suprotno od toga, one su bile instrument mobilizacije štednje kroz obavezne forme osiguranja, političkom rukovodstvu u predtranzicionom periodu, a u cilju ostvarivanja kratkoročnih političkih interesa. Usled nemogućnosti naplate naknade iz osiguranja, kao i zbog iskustava u procesu naplate naknade iz osiguranja, kada su osiguranici vodili višegodišnje, finansijski iscrpljujuće i do kraja neizvesne sudske sporove, poverenje građana Srbije u osiguravajuće kompanije pre početka reformi više nije postojalo (Ostojić, 2004, str. 77).

Reformisanje domaćeg sektora osiguranja započelo je 2004. godine u vreme tranzicije kada je Narodna banka Srbije postala sektorski regulator i supervizor. Novi pravni okvir regulisao je razdvajanje poslova životnog i neživotnog osiguranja, kao i razdvajanje osiguranja od reosiguranja. Takođe, Zakonom iz 2004. godine povećan je novčani kapitalni cenzus za sve oblike osiguranja i regulisan je ulazak stranih investitora (Vuković, 2007, str. 66). Kreiranje pravnog okvira tj. donošenje Zakona o osiguranju, podstaklo je razvoj delatnosti osiguranja u Srbiji.

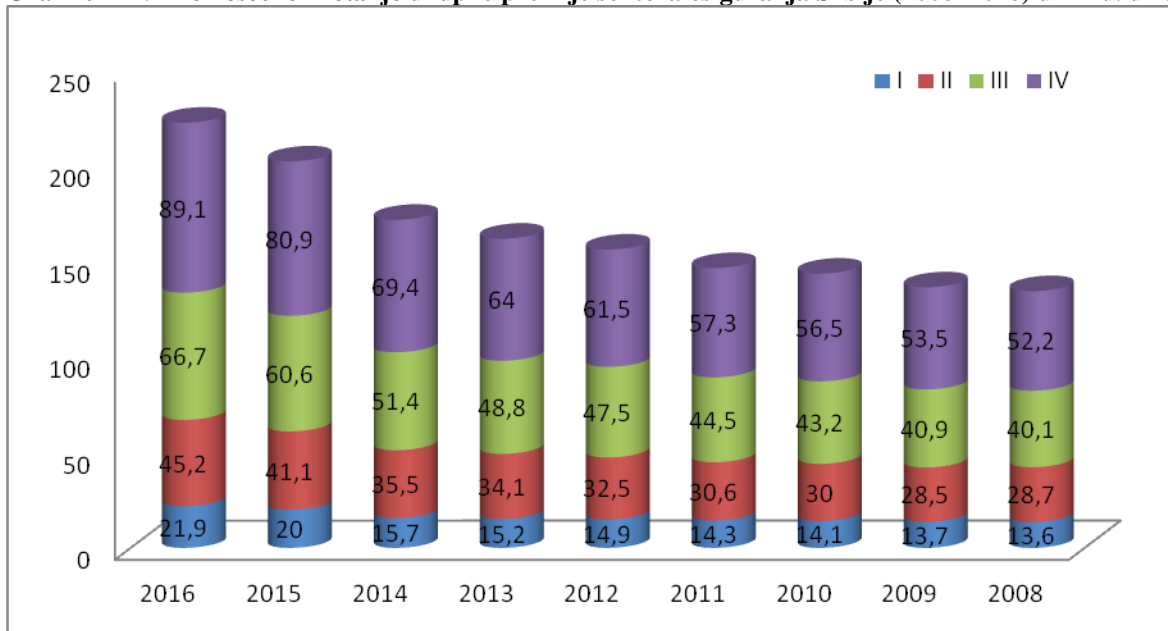
Očigledno je da je donošenjem i usvajanjem Zakona o osiguranju stvoren pozitivan pravni okvir za poslovanje osiguravajućih društava u Srbiji. Domaće zakonodavstvo je u procesu harmonizacije sa propisima Evropske unije obuhvatilo i rešenja koja se tiču prava, zakona i pitanja nadzora u oblasti osiguranja. Na osnovu Zakona o osiguranju, utvrđena je klasifikacija osiguravajućih društava prema obliku njihovog funkcionisanja. Na osnovu Zakona, društvo za osiguranje može biti osnovano u obliku akcionarskog društva ili društva za uzajamno osiguranje. Dobijanjem dozvole za poslovanje koju izdaje Narodna banka Srbije, ova društva mogu obavljati sledeće poslove: zastupanje, utvrđivanje i procena rizika i štete, posredovanje radi kupovine i prodaje oštećenih stvari, kao i druge poslove u vezi s poslovima osiguranja. Po Zakonu o osiguranju, isključivo društva na teritoriji Republike Srbije imaju mogućnost dobijanja dozvole i obavljanja poslova osiguranja.

Narodna banka Srbije dobila je ulogu regulatora i supervizora u sektoru osiguranja maja 2004. godine. Novi Zakon o osiguranju stupio je na snagu 2015. godine, a njegova prateća akta su u potpunosti stupila na snagu tokom 2016. godine. Ovaj novi Zakon o osiguranju je stvorio uslove za stabilan razvoj tržišta osiguranja, čemu je doprinela stabilnost celog finansijskog sektora. Najnoviji podaci pokazuju da se povećala ažurnost prilikom isplate šteta i da mali broj zahteva ostaje nerešen. Na osnovu rečenog, može se zaključiti da osiguravajuća društva koja posluju u Srbiji ispunjavaju proklamovanu funkciju zaštite osiguranika i njihove imovine (Jovanović, 2016, str. 278).

Na kraju 2016. godine u Republici Srbiji su poslovala 23 društva za osiguranje – jedno manje u odnosu na prethodnu godinu (NBS, 2016f). Pritom, poslovima osiguranja bavilo se 19 društava, a poslovima reosiguranja četiri društva. Od društava koja se bave poslovima osiguranja³, isključivo životnim osiguranjem bavilo se njih pet, isključivo neživotnim osiguranjem osam, a i životnim i neživotnim osiguranjem šest društava.

Na osnovu podataka Narodne banke Srbije, u 2016. godini, osiguravajuća društva ostvaruju premiju od 89,1 mlrd dinara, što predstavlja povećanje za 10.1% u odnosu na 2015. godinu. Ukupna premija sektora osiguranja u 2013. godini (64 mlrd. dinara) u odnosu na premiju u 2012. godini (61.5 mlrd. dinara) porasla je za svega 4.2%. Ukoliko se posmatraju prva tromesečja u periodu od 2008-2016. godine, takođe se mogu primetiti pozitivni trendovi rasta premija (13,6%, 13,7%, 14,1%, 14,3%, 14,9%, 15,2%, 15,7%, 20%, i 21,9% respektivno). Posmatrajući kretanje ukupne premije u periodu od 2008. godine do 2016. godine, može se zaključiti da je ona imala tendenciju rasta na šta ukazuje naredni grafikon.

Grafikon 27: Tromesečno kretanje ukupne premije sektora osiguranja Srbije (2008–2016) u mlrd. din.

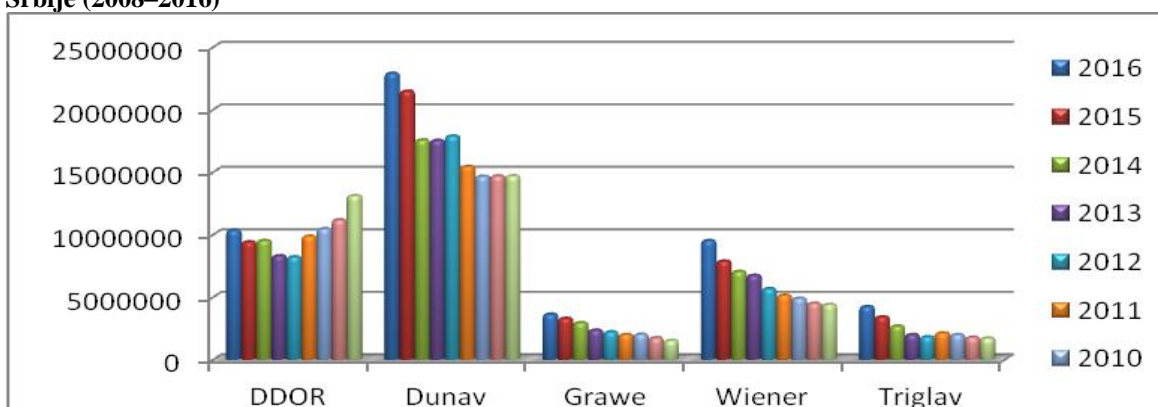


Izvor: Narodna banka Srbije

³ Poslovi osiguranja su zaključivanje i izvršavanje ugovora o osiguranju i preduzimanje mera za sprečavanje i suzbijanje rizika koji ugrožavaju osiguranu imovinu i lica. V. Zakon o osiguranju ("Sl. glasnik RS", br. 139/2014).

Preovlađujuće učešće u ukupnoj premiji na tržištu osiguranja u posmatranom periodu, imaju DDOR osiguranje i Dunav osiguranje (kojem je izvesna privatizacija). Ostala društva su društva u privatnom vlasništvu. Na narednom grafikonu se primećuje kontinuiran rast premija osiguranja kod svih društava za osiguranje izuzev DDOR osiguranja koji beleži pad premije od 2008-2013. godine kada započinje rast u ukupnoj premiji sektora osiguranja.

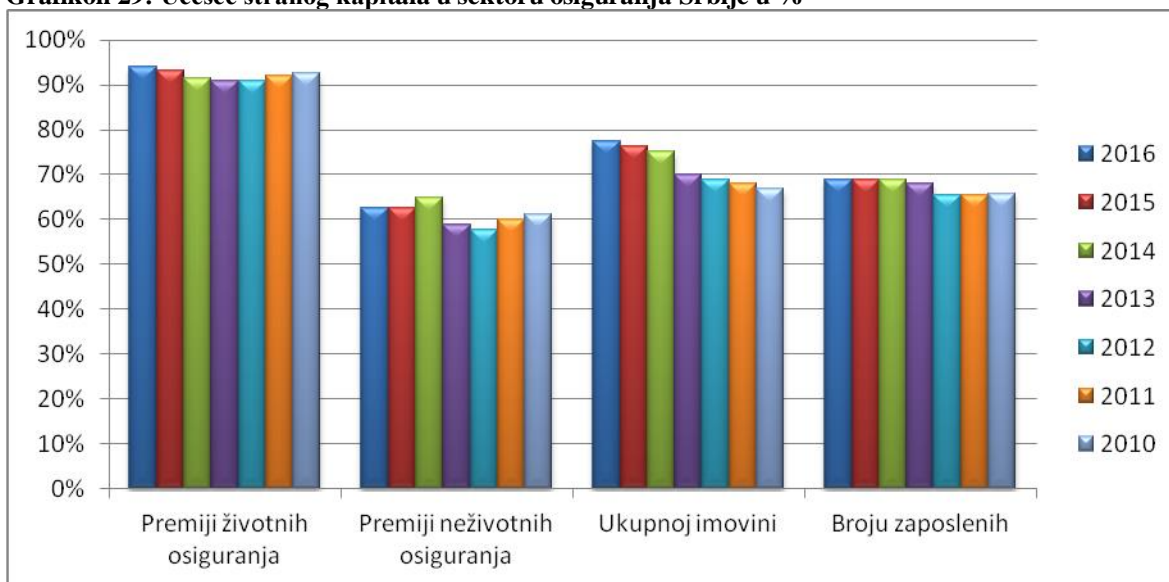
Grafikon 28: Učešće premije pojedinih osiguravajućih društava u ukupnoj premiji sektora osiguranja Srbije (2008–2016)



Izvor: Narodna banka Srbije

Posmatrajući vlasničku strukturu osiguravajućih društava u Srbiji zaključuje se da su ona većinom u stranom vlasništvu. Prema vlasničkoj strukturi kapitala u 2016. godini, 17 društava je bilo u većinskom stranom vlasništvu. Proces privatizacije obezbedio je osiguravajućim društvima ulazak na tržište inostranih kompanija, ali je isto tako potisnuo domaći kapital. Osiguravajuća društva u stranom većinskom vlasništvu u 2016. godini imaju učešće u premiji životnih osiguranja od 94%, premiji neživotnih osiguranja od 63%, ukupnoj imovini sa 78%, i u broju zaposlenih od 69%. Sektor osiguranja u Srbiji (NBS, 2016f) dozvoljava odliv sredstava premije i tehničkih rezervi u inostranstvo, ulazak inostranih osiguravača na domaće tržište. Privatizacija jedinog preostalog državnog osiguravajućeg društva (Dunav osiguranje) bila bi krajnja nužda države koja ima za alternativu ponovno zaduživanje sa dovoljno dugim grejs periodom iako je javni dug ogroman. Ishodi oba scenarija bili bi loši po domaću privredu i stanovništvo.

Grafikon 29: Učešće stranog kapitala u sektoru osiguranja Srbije u %

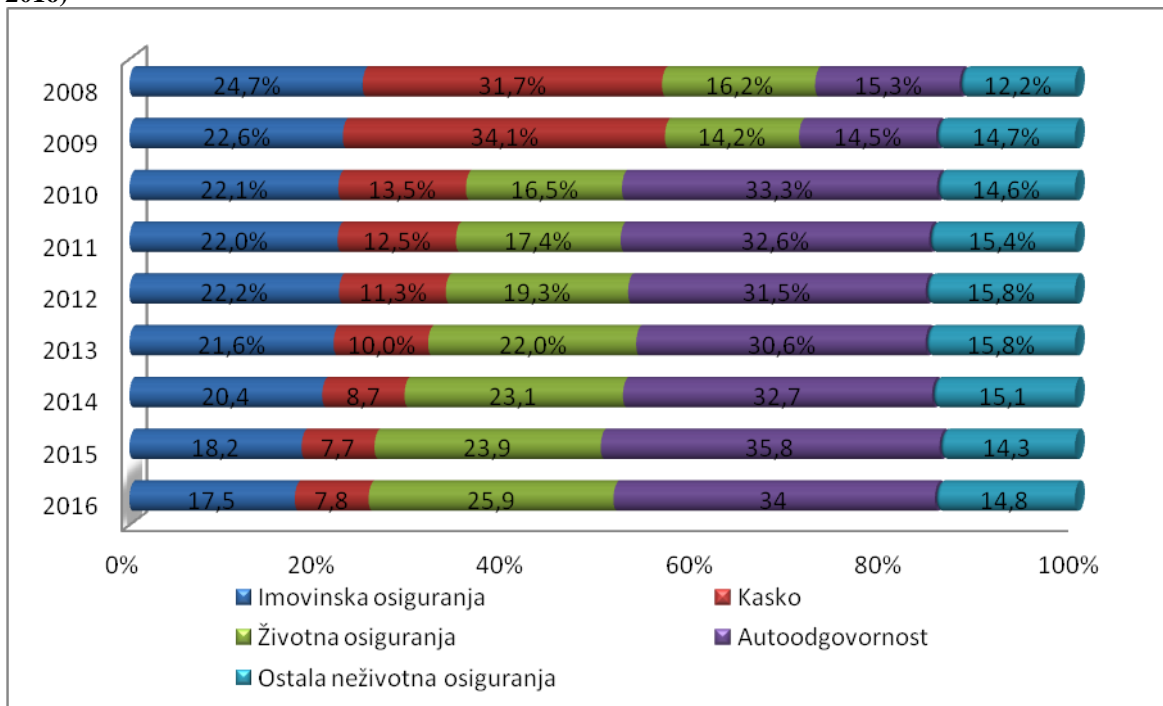


Izvor: Narodna banka Srbije (NBS, 2016f).

Osiguranje od autoodgovornosti ima vodeće učešće u odnosu na ostale vrste osiguranja od 2010-2016. godine. Kasko osiguranje je u 2008. i 2009. godini imalo vodeće učešće od 31.7% i 34.1%, nakon čega beleži drastično smanjenje do 2016. godine. Očekivani efekti finansijske krize u vidu pada premije neobaveznih osiguranja su se odrazili početkom 2009. godine i zadržali se tokom godine, kroz beleženje pada premije imovinskih osiguranja, kao i pada premije osiguranja motornih vozila – kasko. Ostala neživotna i životna osiguranja imaju trend porasta u periodu od 2008. do 2016. godine.

Tražnja za proizvodima životnog osiguranja susrela se sa jačanjem konkurencije iz bankarskog sektora kako bi ojačali svoje izvore finansiranja ali i zbog značajno smanjenje tražnje, zbog nelikvidnosti građana, privrede i države, za dugoročnim proizvodima sektora osiguranja (Ostojić, 2014, str. 1).

Grafikon 30: Učešće premije osiguranja pojedinih vrsta osiguranja u ukupnoj premiji u Srbiji (2008–2016)



Izvor: Narodna banka Srbije

Rast premije u sektoru neživotnog osiguranja snažno je pogođen nižim ekonomskim rastom, nezaposlenošću, kao i smanjenjem zarada u realnom smislu u mnogim ekonomijama. To je snažno ograničilo tražnju za proizvodima neživotnog osiguranja. U brojnim ekonomijama rast je ostvaren upravo zbog rasta premije osiguranja usled povećanja broja tekućih katastroflanih događaja. Praktično to znači, cene konkurenata u pojedinim segmentima neživotnog osiguranja nastavilo je da ograničava rast prihoda po osnovu premija u pojedinim ekonomijama. Katastrofalni događaji koji su se dogodili tokom 2011. godine uzrokovali su povećanje isplate odštetnih zahteva, a što je imalo negativan uticaj na odliv novčanih sredstava, novčani tok je postao negativan, a na taj način smanjuje se profitabilnost i događa se erozija kapitala osiguravača koji su povezani sa neživotnim osiguranjem. U Srbiji dominira nekolicina vrsta neživotnih osiguranja, uz primetno snažno visoko relativno učešće obaveznih osiguranja u odnosu na dobrovoljna osiguranja, naročito osiguranja autoodgovornosti zbog upotrebe vozila (Ostojić, 2014, str. 19). Učešće premije životnog osiguranja u ukupnoj premiji beleži skok sa 23,9% na 25,9% u 2016. godini, dok

premija neživotnog osiguranja ostvaruje učešće od 74,1% u ukupnoj premiji. Primećuje se da je tržište životnog osiguranja ostvarilo pomak i da postoji trend daljeg rasta paralelno sa rastom makroekonomskih pokazatelja privrede.

Na osnovu podataka prezentiranih u narednoj tabeli može se steći dojam o poziciji i razvijenosti finansijskog tržišta, tačnije tržišta osiguranja u Srbiji.

Tabela 22: Uporedni pregled podataka o razvijenosti tržišta osiguranja pojedinih država za 2016. godinu

Zemlja	GDP per capita, PPP (constant 2011 international \$)**	Populacija u milionima \$	Ukupna premija kao % BDP-a	Ukupna premija po glavi stanovnika u \$
Srbija	13.720.891	7.058.322	2,1	114
Hrvatska	31.527.968	4.173.349	2,6	307
Slovenija	29.930.037	2.065.042	5	1.084
Mađarska	25.664.136	9.814.023	2,5	317
Bugarska	17.000.167	7.127.822	2,2	160

Izvor: Swiss Re Institute (s. a.).

Na osnovu podataka u narednoj tabeli može se sagledati učešće sektora osiguranja u ukupnom finansijskom sektoru (banke, lizing, osiguranje i dobrovoljni penzioni fondovi). Osiguranje po bilansnoj sumi i broju zaposlenih zauzima drugo mesto u periodu od 2013. do 2016. godine. U bilansnoj sumi finansijskog sektora u 2016. godini, koja je iznosila 3.556 mlrd dinara, banke učestvuju sa 91,2%, a društva za osiguranje su na drugom mestu sa 6,1% (NBS, 2016f). Trend povećanja učešća u bilansnoj sumi osiguravajućih društava u finansijskom sektoru, nastavlja se do 2016. godine kada je bilo najviše, i to 6,1% u odnosu na 2005. godinu kada je bilo 5,3%.

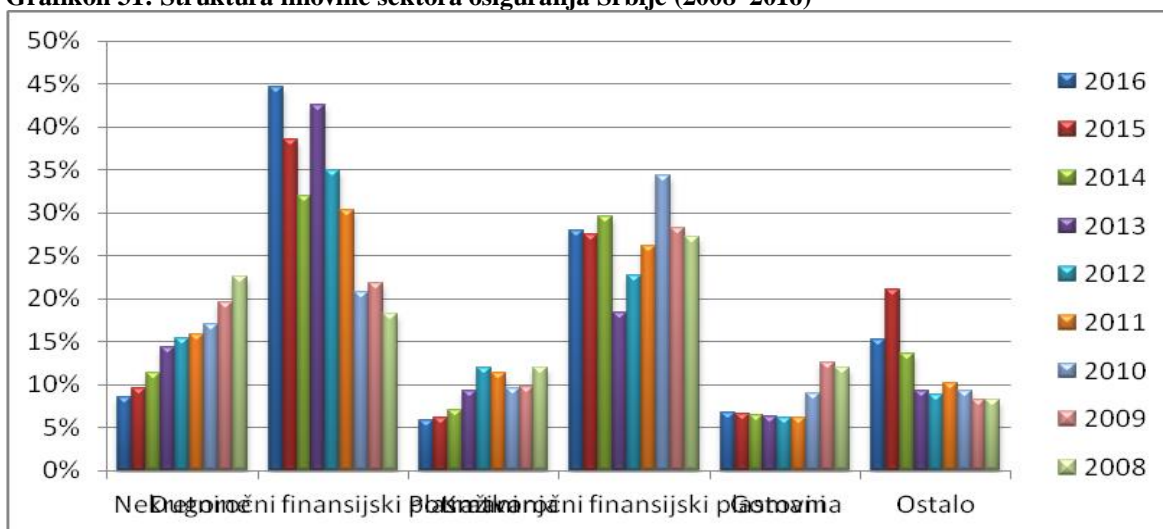
Tabela 23: Učešće sektora osiguranja u ukupnom finansijskom sektoru Srbije u % (2013–2016)

	Banke				Lizing				Osiguranje				DPF			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Bilansna suma	92,4	92	91,6	91,2	2,2	2	1,8	1,9	4,8	5,2	5,8	6,1	0,6	0,7	0,9	0,9
Kapital	93,5	93,6	92,2	91,4	0,9	1,1	1,2	1,2	5,5	5,4	6,7	7,3	-	-	-	-
Broj zaposlenih	69	67,9	68	67,5	1,1	1,2	1,2	1,1	29,5	30,5	30,5	31	0,3	0,3	0,3	0,3

Izvor: Narodna banka Srbije (NBS, 2016f).

Uvid u obim poslovanja osiguravajućih društava Srbije vrši se analizom bilansnih suma i njihovih sastavnih delova. U bilansu stanja za 2016. godinu, struktura imovine prikazuje najveće učešće dužničkih hartija od vrednosti namenjene prodaji, zatim nekretnina, gotovine te potraživanja. U odnosu na 2015. godinu, upravo dužničke hartije od vrednosti ostvaruju stopu rasta od 29,63%, a nekretnine smanjuju svoje učešće u aktivi bilansa stanja. U narednom grafikonu prikazana je detaljna struktura imovine u procentima za period od 2008. do 2016. godine.

Grafikon 31: Struktura imovine sektora osiguranja Srbije (2008–2016)

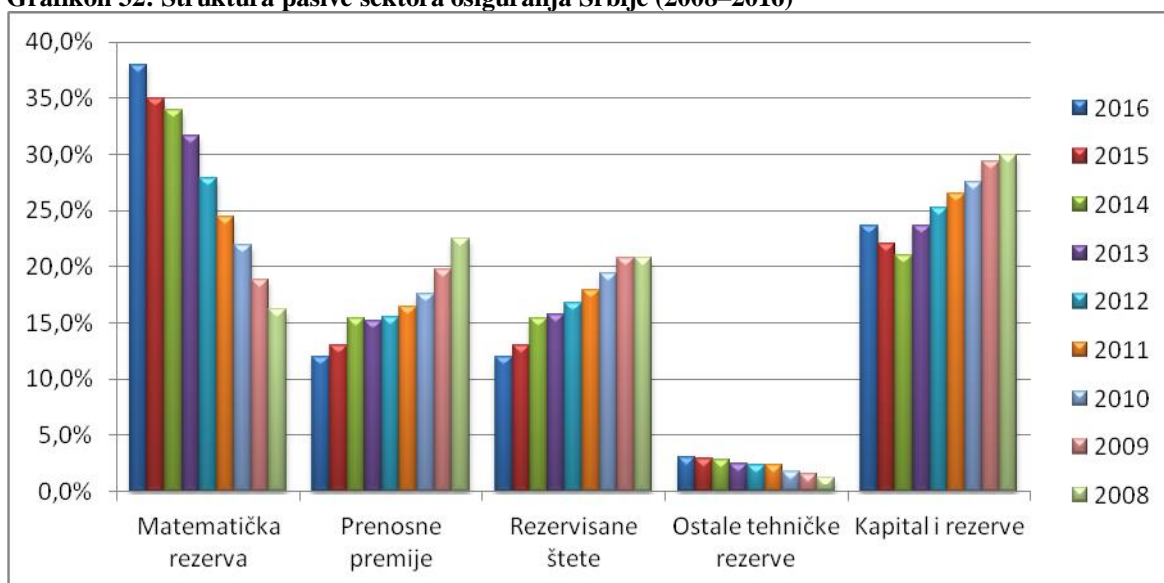


Izvor: NBS

U bilansu stanja za 2016. godinu, struktura pasive ukazuje na učešće tehničkih rezervi (matematička rezerva, prenosne premije, rezervisane štete i ostale tehničke rezerve) od

68,8%, dok kapital i rezerve imaju učešće od 23,6%. Najveće učešće u tehničkoj rezervi imala je matematička rezerva sa stopom rasta od 20,1% u 2016. godini. Nadzorom Narodne banke Srbije, struktura pasive je popravljena. U narednom grafikonu prikazana je detaljna struktura pasive u periodu od 2008. do 2016 godine.

Grafikon 32: Struktura pasive sektora osiguranja Srbije (2008–2016)



Izvor: NBS

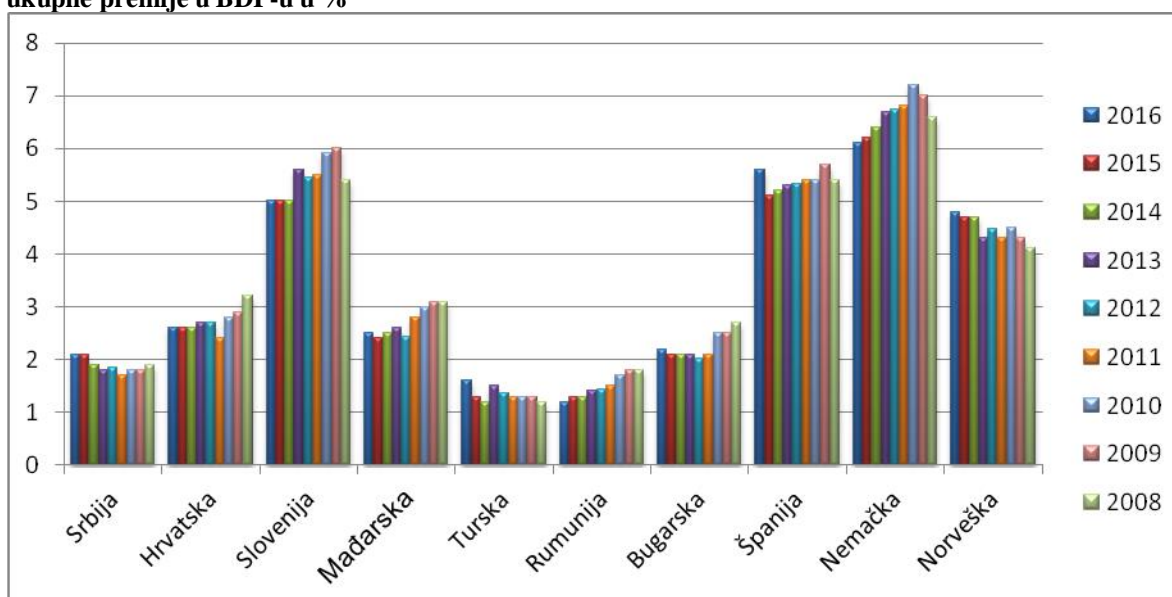
Kao i sve finansijske institucije i osiguravajuća društva imaju obavezu da upravljaju i obezbeđuju izvore sredstava koja su neophodna za obavljanje poslovnih aktivnosti. Što se tiče finansijskih plasmana, regulisani su poslovnom politikom i strategijom finansijske institucije. Plasmanima se ostvaruje privremeno plasiranje viškova sredstava radi ostarivanja dodatnih prihoda gde veličina ulaganja zavisi od visine rizika. Finansijske institucije međusobno imaju različite plasmane i izvore finansiranja.

6.4. Tržište osiguranja u svetu

Za sektor osiguranja u Srbiji karakteristična je niska razvijenost, što se uočava na osnovu odnosa ukupne premije i bruto domaćeg proizvoda, kao i ukupne premije po stanovniku.

Na osnovu učešća ukupne premije u bruto domaćem proizvodu u 2016. godini od 2,1%, Srbija se nalazi na 61. mestu na svetu i može se zaključiti da je na zadovoljavajućoj poziciji, obzirom da se zemlje kao što su Bugarska, Mađarska, Hrvatska, Slovenija nalaze ispred nje. Najveći procenat učešća u navedenom periodu ima Nemačka (prisutna je tendencija smanjivanja učešća), a slede je Slovenija i Španija, što se može videti na narednom grafikonu.

Grafikon 33: Razvijenost osiguranja u odabranim zemljama Evrope (2008–2016) na osnovu učešća ukupne premije u BDP-u u %



Izvor: Swiss Re Institute (s. a.).

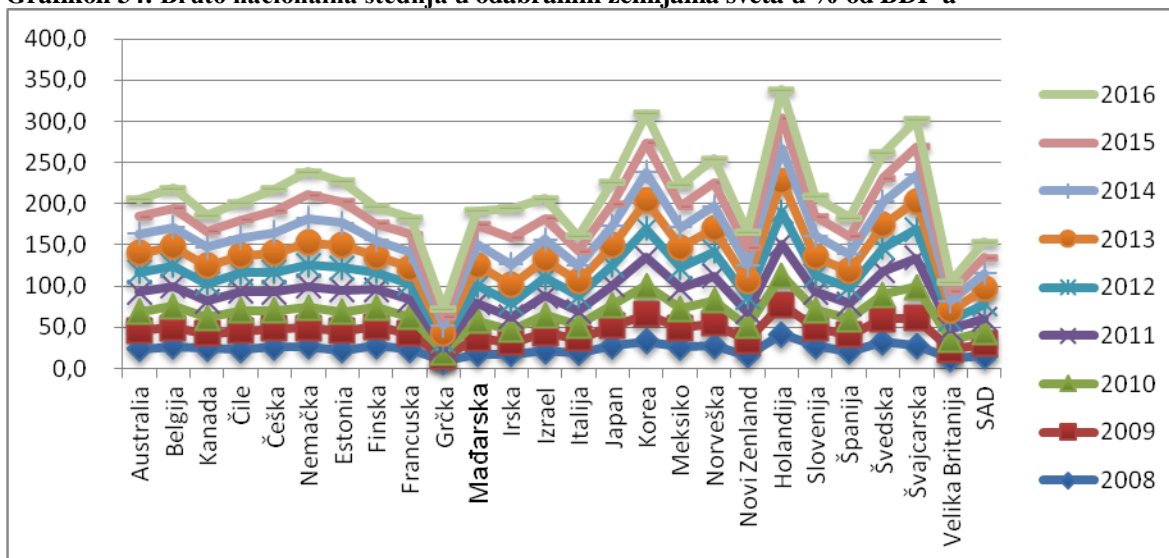
Značajna je uloga štednje u rastućim ekonomijama. Generalno, ekonomski razvijena zemlja veći deo svog ukupnog bogatstva drži kao finansijsku štednju. Različiti privredni subjekti učestvuju u procesu stvaranja dohotka u zavisnosti od sklonosti ka štednji, a ukupna štednja zavisiće od toga kako je dohodak na njih raspoređen. Tako, subjekti koji ostvaruju natprosečan dohodak (a štednja je determinisana visinom dohotka), ostvaruju natprosečnu sklonost ka štednji. Samim tim, povećava se i ukupan obim štednje. U suprotnom, svaka preraspodela dohotka, u prilog subjekata sa ispodprosečnom sklonošću ka štednji, rezultiraće padom ukupnog obima štednje (Ostojić, 2001, str. 34). Na osnovu narednog grafikona može se primetiti da pojedine zemlje u periodu 2008-2016. godine ostvaruju

veoma niske nivoe štednje. Ako se isključi verovatnoća da sve zemlje imaju natprosečnu štednju (Barrell and Weale, 2009, str. 5), može se reći da Grčka, Island, Poljska, Portugalija, Velika Britanija i USA imaju veoma nisku stopu štednje.

Zemlje sa višim stopama štednje (pod pretpostavkom da su svi činiooci privrednog rasta podjednaki) trebale bi da brže iskuse više stope ukupnog ekonomskog rasta u dužem periodu. Sam čin štednje obeshrabljuje proizvodnju potrošnih dobara, ali je zato katalizator povećanja proizvodnje investicionih dobara. Dakle, više finansijske štednje vode ka nižim kamatnim stopama i automatski većim investicionim mogućnostima (Barrell and Weale, 2009).

Zemlje sa višim stopama štednje teže dostizanju viših investicionih stopa i bržem ostvarivanju dugoročnog ekonomskog rasta. Neke od takvih zemalja su na primer: Korea, Holandija, Norveška, Švedska (Ostojić, 2014).

Grafikon 34: Bruto nacionalna štednja u odabranim zemljama sveta u % od BDP-a

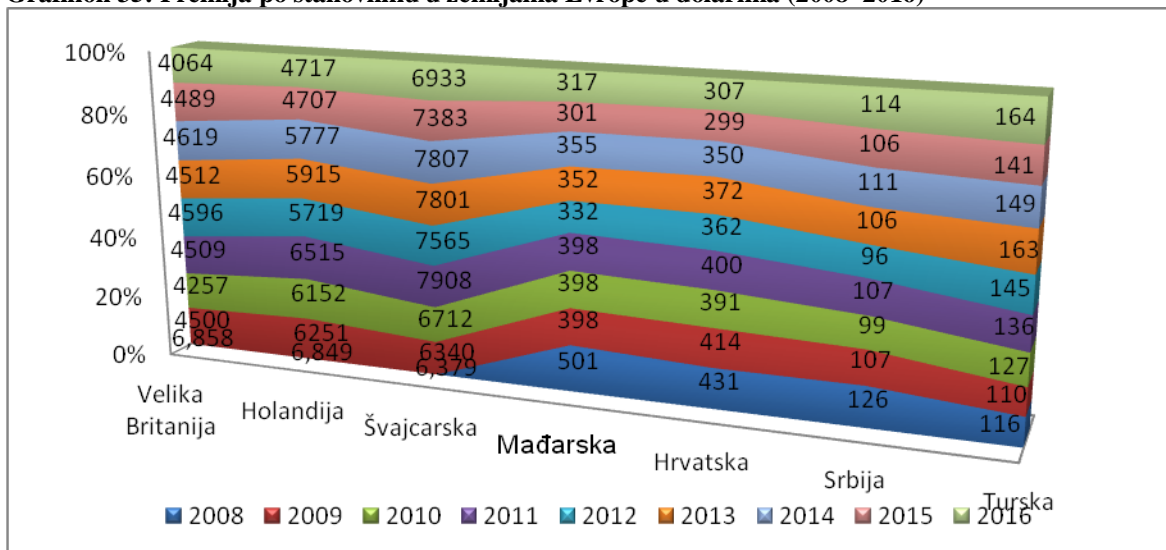


Izvor: OECD (OECD, 2018b).

Posmatrajući premiju po stanovniku u 2016. godini, Srbija zauzima 64. mesto u svetu sa 114 dolara. Na prvom mestu u svetu su Kajmanska ostrva sa 12.160 američkih dolara, a

slede Hongkong i Švajcarska, dok Slovenija sa 1.084 američka dolara i Hrvatska sa 307 američkih dolara zauzimaju 33, odnosno 53. mesto (NBS, 2017c).

Grafikon 35: Premija po stanovniku u zemljama Evrope u dolarima (2008–2016)



Izvor: Premija po stanovniku u zemljama Evrope u dolarima (Swiss Re Institute, s. a.)

6.5. Pokazatelji finansijske stabilnosti osiguravajućih društava

Radi uspešnog obavljanja aktivnosti i poboljšanja finansijske stabilnosti, postoji skup pokazatelja koji kontrolišu i upravljaju rizicima u poslovanju. Neki od njih odnose se na pokazatelje likvidnosti sektora osiguranja.

6.5.1. CARMEL pokazatelj likvidnosti

Na savremenom finansijskom tržištu postojanje konkurencije zahteva od učesnika stalno praćenje i analizu poslovnih performansi. Takav trend omogućio je jasnije i transparentnije prikazivanje trenutnog stanja kao i preciznije planiranje poslovanja u budućnosti. Subjekti koji donose poslovne odluke sa kvalitetnim i naučno utemeljenim pristupom, a sprovode ih efikasno, mogu se staviti u red perspektivnih subjekata.

U cilju formiranja tržišta osiguranja koje je sigurno i stabilno, Narodna banka Srbije formulisala je šest smernica koje zastupaju interese osiguranika i korisnika osiguranja, vraćanje i stvaranje poverenja stanovništva u ovaj sektor. U smernicama su obuhvaćeni segmenti poslovanja koji se odnose prvenstveno na nadzor i kontrolu, razvoj korporativnog upravljanja osiguravajućih društava i izveštavanje. Postojanje smernica usmerava osiguravajuća društva na najbolji način organizovanja i vršenja poslovnih zadataka, a sve u cilju povećanja efikasnosti poslovanja sektora osiguranja. Smernice Narodne banke Srbije (NBS, 2009a) se odnose na:

1. Smernica broj 1 – o dostupnosti podataka i informacija finansijskoj javnosti, o transparentnosti na tržištu osiguranja,
2. Smernica broj 2 – o korporativnom upravljanju društvima za osiguranje,
3. Smernica broj 3 – koja se odnosi na kontrolu tržišnog rizika i konkurenciju na tržištu osiguranja,
4. Smernica broj 4 – u vezi sa upravljanjem aktivom i pasivom društva za osiguranje,
6. Smernica broj 6 – o sprečavanju, otkrivanju i uklanjanju uzroka prevare u poslovima osiguranja.

Na osnovu metodologije MMF-a, Narodna banka Srbije formirala je još jednu smernicu. Ona omogućava ne samo standardizaciju performansi (između ostalog i likvidnosti) osiguravajućih društava već i pojednostavljivanje procedura. Smernica – Carmel pokazatelji, pruža kvantitativno sagledavanje, analizu i praćenje poslovnih performansi osiguravajućeg društva. Odlukom Narodne banke Srbije (NBS, 2009a), ovim smernicama se može pristupiti i upravljanju rizicima. Analiza se svodi na sledeće pokazatelje:

1. Adekvatnost kapitala (Capital adequacy),
2. Kvalitet imovine (Asset quality),
3. Reosiguranje i aktuarske pozicije (Reinsurance and actuarial issues),
4. Kvalitet upravljačke strukture (Management soundness),
5. Zarada i profitabilnost (Earnings and profitability),
6. Likvidnost (Liquidity).

Prikazani pokazatelji sadrže i svoje podgrupe. Oni se primenjuju na sve vrste životnih i neživotnih osiguranja. Svako osiguravajuće društvo dužno je da dostavlja Narodnoj banci Srbije, sve podatke u vezi sa CARMEL pokazateljima. Time se kreira baza podataka o performansama osiguravajućih društava i olakšava praćenje njihovog poslovanja.

Primenom CARMEL metoda dolazi se do esencijalnih podataka u vezi sa likvidnošću osiguravajućih društava (Milić i Arsić, 2011). Naime, kvantitativnom analizom i adekvatnom interpretacijom podgrupe pokazatelja likvidnosti, koje primenjuju Kočović, Paunović i Jovović (2014), stvara se dobra baza za donošenje budućih poslovnih odluka. Ukoliko su rezultati pokazatelja likvidnosti visoke vrednosti, jasan je znak da osiguravajuće društvo sasvim sigurno može da podmiri neočekivane potrebe za dodatnom gotovinom bez nužde da pribegne unovčavanju dugoročnih plasmana. Ukoliko su rezultati pokazatelja likvidnosti vrlo visoke vrednosti, osiguravajuće društvo se na ozbiljniji način mora nositi sa nastalom situacijom. U takvim situacijama najčešće je problem u neadekvatnoj politici plasmana što dalje ima reperkusije na smanjenje šansi za maksimiziranje profita osiguravajućeg društva.

Osnovni pokazatelji ove grupe su, prema Narodnoj banci Srbije (NBS, 2009a):

- Racio gotovine - L1: Likvidnost prvog stepena: Gotovina i gotovinski ekvivalenti / Kratkoročne obaveze⁴
- Racio redukovane likvidnosti - L2: Likvidnost drugog stepena: Obrtna imovina – zalihe / Kratkoročne obaveze
- Pokazatelj - L3: Likvidna aktiva / Kratkoročne obaveze
- Pokazatelj - L4: Likvidna aktiva 1 / Kratkoročne obaveze

⁴ Vrednost kratkoročnih obaveza uključuje i vrednosti prenosnih premija i rezervisanih šteta.

Tabela 24: Prikaz bilasne aktive društava za osiguranje u Srbiji

1	Hartije od vrednosti koje je izdala RS, odnosno NBS
2	Hartije od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu (druge hartije od vrednosti)
3	Ostale hartije od vrednosti
4	HARTIJE OD VREDNOSTI (1+2+3)
5	Gotovina u blagajni
6	Dinarska sredstva na tekućim računima (rok dospeća do 14 dana)
7	Raspoloživa devizna sredstva na tekućim računima (rok dospeća do 14 dana)
8	Potraživanja sa klirinških računa
9	NOVČANA SREDSTVA (5+6+7+8)
10	Oročeni depoziti u bankama
11	Potraživanja koja dospevaju u narednih 14 dana
12	Neiskorišćeni deo odobrenih okvirnih bankarskih kredita za osiguravajuće društvo
13	Realno očekivani priliv u narednih 14 dana
14	LIKVIDNA SREDSTVA (4+9+10+11+12+13)
15	Obaveze po osnovu šteta
16	Obaveze po osnovu premija i specifičnih obaveza
17	Finansijske obaveze
18	Obaveze po osnovu zarada i naknada zarada
19	Obaveze po osnovu poreza i doprinosa
20	Obaveze po osnovu zakupa
21	Druge obaveze iz poslovanja
22	OBAVEZE (15+16+17+18+19+20+21)

Izvor: Autor na osnovu bilansa stanja društva za osiguranje

6.5.2. Primena CARMEL pokazatelja likvidnosti na primeru dva osiguravajuća društva

Uvidom u finansijske izveštaje osiguravajućih društava, tačnije, sagledavanjem i upoređivanjem imovine i obaveza društva, može se utvrditi njihov nivo likvidnosti. U cilju redovnog izmirenja svojih obaveza, osiguravajuće društvo posebnu pažnju poklanja ročnoj usklađenosti sredstava i obaveza, kvalitetu imovine, odnosno utrživosti sredstava.

Carmel pokazateljem likvidnosti, pokušaće se u daljem tekstu prikazati i interpretirati svaki nivo ovog pokazatelja. Kompanija Dunav osiguranje u periodu od 2014–2016. godine ima sledeće nivoe likvidnosti:

Tabela 25: Carmel pokazatelj likvidnosti Kompanije Dunav osiguranje

Redni broj	Pozicija	Struktura		
		2016.	2015.	2014.
1.	Likvidnost prvog stepena (L1)	0,57	0,54	4,73
2.	Likvidnost drugog stepena (L2)	11,37	10,65	9,90
3.	L3	1,63	1,69	7,12

Izvor: Milić i Obradović (2018)

Po rečima Milić i Obradović: „Na osnovu analize likvidnosti Kompanije Dunav osiguranje, pokazatelj L1 beleži manje učešće gotovine i gotovinskih ekvivalenata u 2015. i 2016. godini, dok u 2014. godini beleži 473 dinara gotovine i gotovinskih ekvivalenata, što je dobar pokazatelj. Kompaniju Dunav osiguranje prati rast kratkoročnih obaveza i rast zaliha. Međutim, i pored rasta kratkoročnih obaveza i zaliha, u 2016. godini Kompanija Dunav osiguranje na 100 dinara kratkoročnih obaveza pokriva 1065 dinara obrtne imovine umanjene za zalihe. Pokazatelj L3 pokazuje pad likvidne aktive u Kompaniji Dunav osiguranje sa 7,12 u 2014. godini na 1,69 u 2015. i 1,63 u 2016. godini. Razlog tome je rast vrednosti kratkoročnih obaveza i pad vrednosti likvidne aktive. Na osnovu ovog pokazatelja može se zaključiti da Dunav osiguranje gotovo celokupnom obrtnom imovinom umanjenom za vrednost zaliha pokriva kratkoročne obaveze” (Milić i Obradović, 2018).

Način da se utvrdi da li je i koliko osiguravajuće društvo likvidno jeste praćenje finansijskog izveštaja Izveštaj o tokovima gotovine. Ovaj izveštaj prati novčane prilive i odlive iz tri vrste aktivnosti i to: poslovnih, investicionih i finansijskih aktivnosti u određenom periodu. Još u prošlom veku se javila potreba za ovim izveštajem jer sagledavanje samo bilansa stanja i bilansa uspeha nije moglo da obezbedi dovoljne informacije o likvidnosti osiguravajućeg društva i njegovim rezultatima poslovnaja.

Na primeru Kompanije Dunav osiguranje i njenog Izveštaja o tokovima gotovine, može se zaključiti da u posmatranim periodima ona ostvaruje neto prilive gotovine u 2014. i 2016. godini, dok neto odliv formira 2015. godine.

U narednoj tabeli biće prikazani rezultati primene Carmel analize likvidnosti primenom bilansa stanja kompanije „DDOR” Novi Sad a. d. za period od 2014. do 2016. godine.

Tabela 26: Carmel pokazatelj likvidnosti kompanije „DDOR” Novi Sad a.d.

Redni broj	Koeficijent	Struktura		
		2016	2015	2014
1.	Likvidnost prvog stepena (L1)	0,95	0,96	0,48
2.	Likvidnost drugog stepena (L2)	11,21	11,38	17,87
3.	L3	13,68	10,13	6,96

Izvor: Milić i Obradović (2018).

Na osnovu prikazanih pokazatelja likvidnosti za kompaniju „DDOR”, zapaža se dovoljnost raspoložive gotovine za izmirenje obaveza u posmatranim periodima. Putem drugog pokazatelja L2, može se zaključiti da je ovo osiguravajuće društvo sposobno da izmiri celokupne kratkoročne obaveze koristeći obrtnu imovinu umanjenu za zalihe. Za pokazatelj L3 vezuje se rast vrednosti likvidne aktive što predstavlja dobar trend.

Autorke studije izvode sledeći zaključak: „Na osnovu Izveštaja o tokovima gotovine za 'DDOR' Novi Sad a.d. takođe se može zaključiti da li ovo osiguravajuće društvo upravlja likvidnošću na adekvatan način. Analizom izveštaja o tokovima gotovine možemo uočiti da 'DDOR' Novi Sad ostvaruje neto odliv u 2014. i 2016. godini, dok priliv gotovine iz poslovne aktivnosti i aktivnosti investiranja ostvaruje u 2015. godini” (Milić i Obradović, 2018).

Oba društva za osiguranje poseduju dovoljno likvidnih sredstava za izmirenje svojih kratkoročnih obaveza pa se može reći je likvidnost na zadovoljavajućem nivou.

III DEO – MEĐUZAVISNOST EKONOMSKOG RAZVOJA SA LIKVIDNOŠĆU FINANSIJSKOG SEKTORA

1. Pregled mogućih relacija između ekonomskog razvoja i finansijskog sektora

Brojna su istraživanja sa fokusom na analizu relacija između finansijskog sektora i ekonomskog rasta i razvoja. Tako na primer, Raguram i Zingales (Raghuram and Zingales, 1998, str. 559), istražuju da li finansijski razvoj olakšava ekonomski rast i razvoj. Tačnije, da li je razvoj privrednog sektora (koji je potreban finansijskom razvoju) neproporcionalno brži u zemljama sa razvijenijim finansijskim tržištima. Dolaze do zaključka da postoji pozitivna korelacija između ekonomskog razvoja i finansijskog razvoja, upoređujući ratio odobrenih kredita i nivoa BDP zemalja koje su ušle u uporednu analizu. Za zemlje koje još uvek nisu ekonomski razvijene, tj. spadaju u red zemalja u razvoju, razvojem finansijskog sektora mogu uživati benefite ekonomskog razvoja, a visoko razvijene zemlje sa razvijenim realnim sektorom imaju finansijski sektor koji prati razvoj dominantnih sektora privrede.

Prema Bek, Demirgüç-Kunt i Levin (Beck, Demirgüç-Kunt and Levine, 2009, str. 100), predočava se da je povećanje kapaciteta finansijskih tržišta i institucija tokom vremena više naglašen u razvijenim zemljama i to više za finansijska tržišta nego za finansijske institucije. Druge grupe zemalja napravile su takođe pomak, ali ne u tom obimu. Razvoj finansijskog sektora ima daleko većeg efekta na nerazvijene i zemlje u razvoju, nego na razvijene zemlje.

U istraživanju Agion i Hault (Aghion and Howitt, 2009) postavljaju pitanja koja su interesantna za ovu tematiku. Tako na primer, da li su finansije samo uzrok rasta ili samo simptom, da li finansijski razvoj dozvoljava zemljama da se razvijaju brže ili su zemlje koje se brže razvijaju više orijentisane finansijskom sektoru. Ovo pitanje je značajno jer ako finansije uzrokuju privredni rast i razvoj, onda bi zemlja koja želi da se brzo razvija trebala

da izvrši reforme finansijskih institucija, a ukoliko su finansije samo simptom razvoja privrede, tada finansijska reforma dovodi do promene rasta bez rasta. Na ovom mestu se postavlja i pitanje da li finansijski sektor saraduje sa makroekonomskim politikama. Autori uočavaju da Sjedinjene Američke Države smanjuju kamatne stope i povećavaju budžetski deficit tokom recesije, dok zemlje evrozone jedva menjaju ove varijable tokom poslovnih ciklusa. U makroekonomskoj literature se obično isključuju analize budžetske i monetarne politike iz analize rasta i razvoja. Postavljaju pitanje da li je to opravdano?

Prema Hermes i Lensik (Hermes and Lensik, 1996), tradicionalne teorije insistirale su na pasivnoj ulozi finansijskog sistema koji se teško adaptira na finansijske potrebe realnog sektora. Vremenom, teorije su počele da naglašavaju ideju o uticaju finansijskog razvoja na ekonomski rast. Hag (Hugh, 1966, str. 174) je dao organizovan pregled relacija između finansijskog sektora i ekonomskog rasta gde pravi razliku između ekonomskog rasta vođenog razvojem finansijskog sistema (*supply-lending approach*) i razvoja finansijskog sistema iniciranim ekonomskim rastom (*demand-following approach*). U analizu ovih relacija uključuje se i nivo razvoja jedne zemlje što znači da relacije između finansijskog i ekonomskog razvoja zavise od nivoa razvijenosti određene zemlje. Takođe, Blum, Federmer, Fink i Hejs (Blum, Federmer, Fink and Haiss, 2002, str. 6), prezentuju klasifikaciju relacija (hipoteza) između finansijskog i realnog sektora i to: bez uzročne veze, demand-following pristup, supply-lending pristup, negativna uzročna veza i recipročna uzročnost.

Među zastupnicima relacije ekonomskog rasta vođenog razvojem finansijskog sistema (*supply-lending approach*) su i Ruso i Sila (Rousseau and Sylla, 2001, str. 402) koji iznose zaključak da postoji snažna korelacija finansijskog sistema i ekonomskog rasta što je u skladu sa vodećom ulogom u finansiranju u 17 zemalja u periodu od 1850–1997. godine. Prema Isu i Okpara (Isu and Okpara, 2013, str. 10) u ovom pristupu smer ide od finansijskog razvoja ka ekonomskom rastu, a objašnjava se povećanom ponudom finansijskih usluga usled razvoja finansijskih tržišta i institucija, što posledično dovodi do rasta privredne aktivnosti. Kada postoji nedovoljno razvijen finansijski sistem, sasvim je

sigurno da neće biti ni ekonomskog rasta. Ukoliko pak nema ostalih ograničavajućih faktora ekonomskog rasta, finansijski sistem može da se izbori sa održivim stopama razvoja privrede. Razvijene finansijske institucije uspeavaju da na adekvatan način plasiraju sredstva u najprofitabilnije poslove što naposljetku povećava i ubrzava razvoj jedne zemlje. Interesantna je i činjenica, koju ističe Milojević (2015, str. 178), da brzina razvoja finansijskog sektora određuje odnos tj. relaciju finansijskog razvoja i ekonomskog rasta i razvoja. Naime, ukoliko privreda zahteva veći obim sredstava za finansiranje ekonomije (kreditni bum), može doći do narušavanja održivog ekonomskog rasta i razvoja. Time bi se mogla ugroziti finansijska stabilnost kao i destabilizacija makroekonomskih indikatora.

U analizi relacije finansijskog i ekonomskog razvoja, doprinos daju i King i Levin (King and Levine, 1993, str. 717). Razmatrajući Šumpeterovo stanovište dolaze do zaključka da postoji jaka pozitivna korelacija između navedenih kategorija. Međutim, zbog razlika u odabiru pokazatelja pomenute relacije i različitog perioda koji se analizira kao i razlike u odabiru zemalja, dobijeni su različiti rezultati prilikom ispitivanja ove relacije.

Potvrdu o postojanju uticaja na relaciji finansijski-ekonomski razvoj, dao je i Haled Lafi AL-Naif (Khaled Lafi AL-Naif, 2012, str. 100), analizirajući tačnost Patrika Haga i njegovih relacija (supply-lending i demand-pulling) koristeći Grangerov test uzročnosti, kointegracije i sl. Rezultati ukazuju na postojanje dugoročne veze između finansijskog i razvoja realnog sektora i da će finansijski razvoj u Jordanu biti od značaja za budući ekonomski razvoj.

Funkcionisanje sektora osiguranja u pravcu pružanja zaštite i kao finansijskog intermedijara može doprineti ekonomskom rastu i razvoju. U analizi Arena (2008), testira se da li postoji uzročna veza između aktivnosti tržišta osiguranja (životno i neživotno osiguranje) i ekonomskog rasta. Da bi analiza bila uspešna primenjuju se podaci o visini premije kao mere aktivnosti osiguravajućih društava za 56 zemalja u periodu od 1976-2004. godine. Glavi rezultati ukazuju da na snažnu korelaciju između učešća sektora osiguranja na tržištu i ekonomskog rasta, kao i da životno osiguranje utiče na ekonomski rast, ali samo u

razvijenim zemljama, dok neživotno osiguranje utiče i u razvijenim zemljama i u zemljama u razvoju.

Istraživanje Hejsa i Šumegija (Haiss and Sumegi, 2008, str. 405), prikazuju relaciju između osiguravajućih društava naspram ekonomskog rasta. Uloga osiguravajućih društava u finansijskom sistemu dobila je manje pažnje u odnosu na bankarski sektor, iako osiguravajuća društva povećavaju svoj udeo u finansijskom posredovanju. Istraživanje se vrši na bazi podataka u vezi sa investicijama i premijama osiguravajućih društava i njihovog uticaja na BDP u Evropi. Sprovedena je analiza podataka od 1992-2005. godine za 29 evropskih zemalja. Utvrđena je pozitivna korelacija između životnog osiguranja i rasta BDP u određenom broju zemalja. Zaključuju da je potrebno dati više prostora sektoru osiguranja u analizi finansijskog sektora i makroekonomske politike.

U radu Isu i Okpara (Isu and Okpara, 2013, str. 10), jasno je objašnjen demand-following pristup tj. pristup gde je razvoj finansijskog sistema iniciran ekonomskim rastom, tada rast privrednih aktivnosti utiče na povećanu potrebu za finansijskim uslugama što za sobom povlači potrebu za razvojem finansijskog sistema. Tačnije, rast privrednih aktivnosti omogućuje formiranje štednje, ali istovremeno stvara potrebu za još većim iznosima kapitala. Da bi se obezbedio potreban iznos kapitala neophodan je razvijen finansijski sistem radi prikupljanja i efikasne alokacije nedostajućih sredstava. Upravo Ndlovu (2013, str. 436), istražuje odnos između razvoja finansijskog sistema i ekonomskog razvoja koji je privukao interes mnogih istraživača širom sveta. Ova studija ispituje uzročnu vezu između razvoja finansijskog sistema i ekonomskog rasta sa stanovišta Zimbabvea. Studija otkriva postojanje jednoznačne kauzalnosti od ekonomskog rasta ka finansijskom razvoju.

Relacija kada finansijski sistem ima negativan uticaj na ekonomsku aktivnost povezuje se sa periodom ekonomske krize.

Kada je reč o recipročnoj uzročnosti, misli se na dvosmernu vezu koja predstavlja povratnu spregu finansijskog sistema i ekonomskog rasta. Prema istraživanju Kaušala i Goša

(Kaushal and Ghosh, 2016, str. 1007), prikazuje se relacija između osiguravajućih društava i bankarskog sektora naspram ekonomskog rasta. Razvoj osiguravajućih društava i poslovnih banaka jedan su od glavnih stubova u stimulisanju finansijskog razvoja, a time i razvoja ekonomije zemlje. Ipak, uzročno dejstvo ovih finansijskih institucija ne može se generalizovati jer je razvoj finansijskih institucija različit u svakoj zemlji. Podaci koji se koriste su na mesečnom nivou. Za bankarski sektor se koriste podaci ukupno odobrenih kredita privredi, a za sektor osiguranja iznos ukupnih premija. S obzirom da nisu dostupni podaci o mesečnom BDP-u, koriste se podaci indeksa industrijske proizvodnje kao pokazatelja ekonomskog razvoja zemlje. S obzirom da je reč o Indiji i njenoj ekonomiji, autori smatraju da postoji dugoročni odnos i da osiguravajuća društva utiču na ekonomski rast i razvoj i obrnuto. Takođe, uočena je veza i razvoja poslovnih banaka sa razvojem privrede.

Prema Jusif Kalifa Al-Jusifu (Yousif Khalifa Al-Yousif, 2002), u ispitivanju relacije finansijski-ekonomski razvoj koristi se panel analiza za 30 razvijenih zemalja u periodu od 1970-1999. godine. Rezultati sprovedenog istraživanja podržavaju povezanost ovih kategorija, ali i ističu da je pored ostalih pristupa tj. relacija (koje nisu dovoljno snažne), naj snažnija je upravo recipročna. Saznanja dostignuta u ovom radu poklapaju se sa stavovima Svetske banke da se relacija finansijski-ekonomski razvoj ne može generalizovati za sve zemlje zbog ekonomske politike koja je specifična za svaku zemlju. Razvoj zemalja zavisi od efikasnosti primene ekonomske politike od strane institucija.

Relacija kada ne postoji uzročna povezanost između razvoja finansijskog sistema i ekonomskog rasta prikazana je u radu Torntona (Thornton, 1994, str. 51) koji primenjuje analizu kointegracije i Grangerov test kauzalnosti u zemljama Azije u pokušaju da utvrdi vezu i ulogu finansijskog razvoja u ekonomskom rastu i razvoju. Analizom kointegracije ne utvrđuje dokaze o dugoročnoj povezanosti finansijskog razvoja i realnog BDP-a, dok Granger-ovim testom kauzalnosti rezultati sugerišu da u mnogo slučajeva finansijski kapacitet ne pravi značajne razlike tj. promene u nivou ekonomskog rasta i razvoja u kratkom roku. U literaturi se pronalazi objašnjenje da je postojanje povezanosti finansijskog

i realnog razvoja isključivo slučajnost zbog istovremenog ekspanzivnog kretanja u oba sektora. Takođe, Favara (2003, str. 1), vrši ispitivanje relacije finansijskog i ekonomskog razvoja, ali na bazi istraživanja Levina, Loajza i Beka koje predstavlja polaznu tačku u ponovnoj evaluaciji koristeći ažuriranu bazu podataka i raznovrsne ekonometrijske metode. Rezultati govore u prilog tome da finansijski razvoj nema primarni uticaj na ekonomski razvoj. Relacija finansijskog i ekonomskog razvoja nije linearna, egzogena varijabla finansijskog razvoja ne podstiče ekonomski razvoj, a ako se uzme u obzir heterogenost među analiziranim zemljama tada postoji čak negativna relacija između finansijskog razvoja i rasta BDP. Do sličnog rezultata dolazi i grupa autora Karbi, Kregvel, Rajt i Vud (Carby, Craigwell, Wright and Wood, 2012, str. 129), koji ističu da ne postoji uzročna povezanost finansijskog i ekonomskog rasta i razvoja.

Na osnovu prezentovanih istraživanja na temu odnosa finansijskog razvoja i ekonomskog rasta i razvoja, istraživanje ove disertacije zasnivaće se na relaciji demand-pulling tj. relaciji kada je razvoj finansijskog sistema iniciran ekonomskim razvojem. Treba napomenuti da se razvoj finansijskog sistema odnosi finansijske institucije, tačnije, u analizu će biti obuhvaćeni sektor osiguranja i bankarski sektor. Za determinante ekonomskog razvoja koristiće se podaci o kretanju BDP-a, tj. kretanju indeksa industrijske proizvodnje (IIP), indeks potrošačkih cena (CPI) i broj nezaposlenih. Zavisne varijable koje se uključuju u istraživanje su likvidnost bankarskog sektora i sektora osiguranja. Dakle, krajnji cilj rada jeste definisanje međuzavisnosti posmatranih varijabli i utvrđivanje prediktivne moći modela koristeći odgovarajuće statističke metode nad podacima koji se odnose na ekonomiju Republike Srbije i period od 2008-2016. godine.

2. Međuzavisnost ekonomskog razvoja i finansijskog sektora na primeru Srbije

Da bi realni sektor mogao da deluje na finansijski sektor u pozitivnom smeru, najpre se mora uspostaviti odgovarajući nivo njegovog samog rasta i razvoja. Tako Stefanović, T., i Golubović, N., smatraju da su dugoročne mere neophodne zbog strukturnih problema koji počivaju iz prošlosti i duboko su ukorenjeni. Ovi problemi se odnose na:

- potreba za većim izvozom i smanjenjem bilansnog deficit
- potreba za povećanjem proizvodnje
- potreba za manjim nivoom državne potrošnje u BDP-u
- težnja ka monetarnoj stabilnosti
- promena i primena zakona u finansijskom sektoru (Stefanović i Golubović, 2009, str. 24).

Autori još navode da bi bila efikasna primena modela koji se u Kini pokazao najuspešnijim, a odnosi se na radikalno smanjenje potrošnje uz povećanje proizvodnje, povećanje izvoza. Primenom ovakvog modela održao bi se dugoročni ekonomski rast i razvoj sa pozitivnim efektima i na finansijski sektor. Kritičkim osvrtom na ekonomski razvoj Srbije, ističu da je najveći problem nespремnost da se odbaci praksa prekomerne potrošnje naspram proizvodnje, kao i problem kupovine socijalnog i političkog mira od strane političke vlasti.

Za zemlje u tranziciji, poput Srbije, vrlo je bitno da se ostvari stabilan i održiv ekonomski rast i razvoj, upravo zbog podrške finansijskom sektoru. Oslanjanje na prilive stranih direktnih investicija ne smatra se dobrim vođenjem ekonomske politike u ostvarivanju ekonomskog razvoja, ukoliko ne postoji rast BDP-a, efikasna institucionalna infrastruktura i znanje kao ljudski kapital, prema Maksimović (2015, str. 31). Kako Grandov, Vojvodić i Vučićević (2011, str. 189) objašnjavaju, zemlje u tranziciji su poslednje dve decenije ostvarile veliki pomak u pravcu integracije u svetsku privredu. Međutim, nije svaka zemlja imala linearan napredak. Tako na primer, zemlje sa visokim nivoom razvoja bile su obeležene većom stopom razvoja tržišta i prilivom kapitala, a druge zemlje nisu zabeležile razvoj u segmentima gde se očekivalo, poput rekonstrukcije preduzeća i banaka, reforma pravosuđa i sl. Kretanja i promene kod zemalja u tranzicije koje su na putu ka tržišnoj privredi, evidentirala je Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD) što predstavlja izrazito kompleksan zadatak. U izveštaju iznosi podatke o ekonomskim reformama i sektorskim tranzicionim pokazateljima (korporativni, energetska, infrastrukturni i finansijski sektor) u evropskim zemljama u tranziciji. Ono što je upečatljivo za zemlje u tranziciji odnosi se na spor proces privatizacije velikih preduzeća koja su bila pod velikim dugovnim

opterećenjem. Generalni utisak za evropske tranzicione zemlje jeste pomak u reformama malih preduzeća, eliminisanju kontrole cena, spoljnotrgovinskog liberalizaciji, dok je minoran napredak uočen u regulisanju finansijskog sektora, reformi velikih preduzeća i kod reforme uprave privatnog i javnog sektora.

Kako ističe Radišić, (2010) slab interes inostranih investitora za preuzimanje preduzeća koja su od strateškog interesa, zaustavilo je očekivano uključivanje u globalne tokove, kao i inkorporiranje savremenih tehnologija putem privatizacije (Radišić, Ćosić, Tkač, Anđelić, Carić i Đaković, 2010, str. 703). Što se tiče sektorskih pokazatelja koji govore u prilog ne/napretku u tranzicionim reformama, ipak se može reći da su ostvareni pomaci u reformama pojedinih sektora. Međutim, osnovna kočnica u razvoju ekonomije Srbije jeste stagnacija u oblasti strukturnih i institucionalnih reformi. U narednoj tabeli prikazani su rezultati s rasponom od 1 do 4+, gde ocena 1 podrazumeva malu ili nepostojeću promenu, a 4+ predstavlja standard u tržišnim ekonomijama. Strelice ka gore i ka dole prezentuju rast ili pad u odnosu na prethodnu godinu. Ukoliko su prisutne dve strelice tada je došlo do poboljšanja za dva stepena.

Tabela 27: Pokazatelji tranzicionih reformi po sektorima u Srbiji

Sektor	Reformsko područje	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Korporativni sektor	Agrobiznis	3-	3-	3-	3-	3-	3-	3-
	Industrija	3-	3-	3-	3-	3-	3-	3-
	Nekretnine	3-	3-	3-	3-	3-	3-	3-
	Telekomunikacije	3	3	3	3	3	3	3
Energetski sektor	Prirodni resursi	2	2	2	2	2	2	2
	Održiva energija	2	2	2+↑	2+	2+	-	2+
	Električna energija	2+	2+	2+	2+	2+	2+	2+
Infrastrukturni sektor	Voda	2	2+↑	2+	2+	2+	2+	2+
	Gradski prevoz	3-	3-	3-	2+	3-	3-	2
	Putevi	3-	3-	3-	3-	3-	3-	2+
	Železnice	3	3	3	3+	3	3	3-
Finansijski sektor	Bankarstvo	3-	3-	3-	3-	3-	3-	3-
	Osiguranje i druge finansijske usluge	3	3	3	3	3	3	3
	Finansije mikro, malih i srednjih preduzeća	3-	3-	3↑	3	3	3	3-
	Privatni fondovi	2-	2-	2-	2-	2+	2	2
	Tržište kapitala	3-	3-	3-	3-	2	2	2

Izvor: Autor na osnovu podataka Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD, 2016).

Grandov i saradnici (2011, str. 179) zaključuju da: „Ekonomске i političke promene u evropskim tranzicionim zemljama (EZT) i prelazak na tržišni način privređivanja zahteva promene na mikro i makro nivou privređivanja, uz istovremenu izgradnju pravne i institucionalne infrastrukture koja treba da omogući i potpomogne te promene”.

Budući da se istraživanje ove disertacije temelji na relaciji u kojoj je razvoj finansijskog sistema iniciran ekonomskim razvojem (demand-pulling), u daljem tekstu će pomenuta relacija pokušati i dokazati. Naime, potreba za sofisticiranim i efikasnim finansijskim tržištima i institucijama se javlja kada privreda jedne zemlje sazreva. Državna politika bi trebala svoju snagu usmeriti ka iskorištavanju prirodnih resursa zemlje, a naročito ka povećanju poljoprivrednog sektora što će rezultirati rastom i razvojem privrede koja nadalje podstiče razvoj finansijskog sistema.

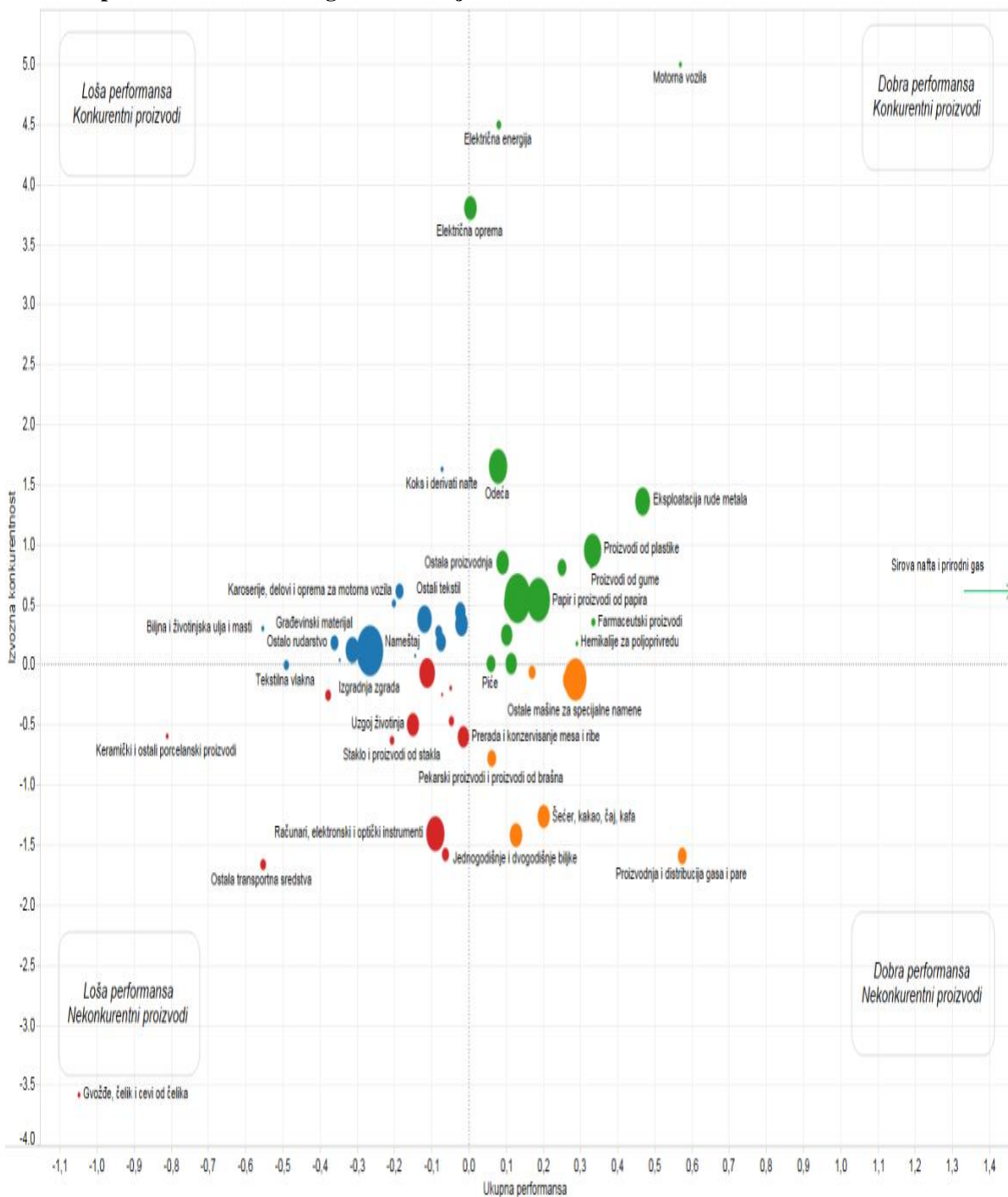
Na osnovu istraživanja grupe autora (Udovički, Šormaz, Bobić i Božović, 2014, str. 101) podržanog od USAID-a i CEVES-a, biće prikazano stanje u realnom sektoru tj. prikazaće se sektori sa najvećim potencijalom koji utiču na rast i razvoj privrede putem povećanja konkurentnosti na stranim tržištima. Ako se pod nosiocem razvoja realnog sektora podrazumevaju preduzeća ona moraju biti spremna na promene i prilagođavanje inovacijama. Postojanje prepreka u ispunjavanju punog potencijala preduzeća, signal je i za kreatorе politika da osmisle načine njihovog otklanjanja. Najinteresantijni sektori za razvoj preduzeća su oni sektori u kojima preduzeća posluju profitabilno, produktivno i proizvode konkurentne proizvode. Prisustvo preduzeća u ovakvom sektoru nije nužan uslov za uspeh, ali svakako nudi veće šanse za opstanak i razvoj.

U pomenutoj studiji, zastupa se stav da bi razvoj sektora privrede trebao biti usaglašen sa nacionalnim ciljevima, što je u ovom slučaju rast izvoza i stvaranje konkurentnosti. U skladu sa tim, akcenat će biti na sektorima koji učestvuju u međunarodnoj razmeni robe u usluga, tzv. razmenljivi sektori (proizvodnja, poljoprivreda, rudarstvo). Na narednoj slici prikazane su performanse sektora pod kojom se misli na *obim* sektora meren stopom rasta sektora i *kvalitet* sektora (rast kvaliteta treba da podstiče što veći broj preduzeća u dotičnom

sektoru) i *strukturu međunarodne konkurentnosti*. Slika obuhvata 53 sektora sa karakteristikama razmenljivosti robe i usluga, gde su sektori predstavljeni krugom čija veličina zavisi od broja preduzaća u toj grani.

U prvom, zelenom kvadrantu, zastupljeno je 18 sektora i on predstavlja primamljivu lokaciju svih preduzeća iz te oblasti. Zato bi kreatori politika trebali akcentovati upravo ove sektore merama stimulacije za održavanje i napredovanje tog položaja. *U drugom*, plavom, kvadrantu nalazi se 15 razmenljivih sektora koji ostvaruju međunarodnu konkurentnost, ali nemaju dobre performanse zbog prisustva ograničavajućih faktora. U pitanju može biti loše upravljanje, zastarela oprema, unutrašnja pitanja, kratko vreme provedeno u sektoru i sl. Adekvatan primer sektora ovog kvadranta je kompanija Fijat, koja je ostvarivala međunarodnu konkurentnost, ali su performanse profitabilnosti bile loše. Ipak je Fijat uspeo da svoju međunarodnu konkurentnost iskoristi i usmeri u dobre ocene performanse sektora. Zato je ovaj kvadrant tj. sektori u ovom kvadrantu, primamljiv preduzećima koja žele da uđu u tu sferu poslovanja, kao i investitorima. Podsticanje sektora ovog kvadranta je svakako poduhvat koji iziskuje strpljenje i poverenje ukoliko se radi o ulaganju u mlade sektore. *U četvrtom*, narandžastom kvadrantu, nalaze se sektori suprotni drugom kvadrantu i ima ih samo 7. Naime, preduzeća ovih sektora imaju dobre performanse, ali konkurentska pozicija nije na zavidnom nivou. Sektori, koji po navedenoj studiji, pripadaju ovom kvadrantu, usmereni su na domaće tržište i imaju dobre performanse. U ovom kvadrantu je najviše zastupljena oblast agrobiznisa. Za ovu oblast važi stav da pruža mogućnosti za unapređenje (putem pružanja savetodavnih usluga poljoprivredi, smanjenje troškova trgovanja i sl.) i da je visoko značajan za privredni, društveni i politički život. *U trećem*, crvenom kvadrantu, nalazi se 13 sektora koji nisu međunarodno konkurentni, a performanse su prilično niske. U sektoru su najzastupljeniji sektori poljoprivrede i šumarstva. Kada je reč o proizvodnji sirovog gvožđa i čelika, njegova pozicija je nazadovala usled povlačenja US Steel-a (Udovički i saradnici, 2014, str. 10).

Slika 2: Obim i kvalitet sektora privrede (performansa), međunarodna konkurentnost sektora privrede u periodu od 2009-2013. godine u Srbiji

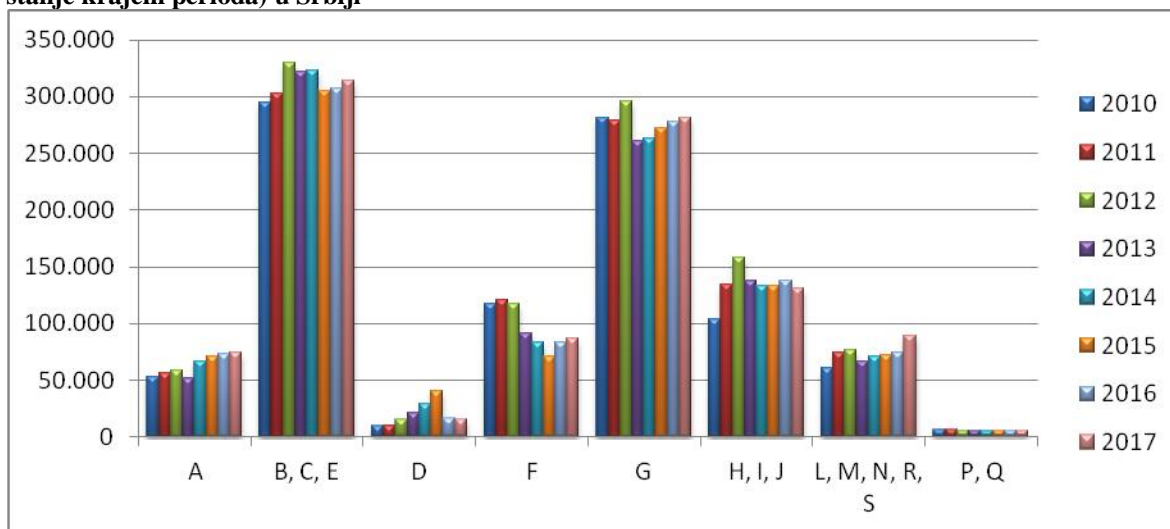


Izvor: Udovički i saradnici, 2014, str. 101

Na osnovu prethodnih saznanja, za sve sektore koji su se pokazali sa najviše potencijala, ali i oni sektori koji nisu, neophodna je podrška podsticajnim politikama. Neophodna je primena politika koje su namenski prilagođene svakom sektoru ponaosob. Među prethodno prikazana 53 sektora, izdvaja se proizvodnja metalnih proizvoda jer sadrži konkurentne proizvode i posluje sa stopama rasta, kao i zbog prisustva velikog broja preduzeća u sektoru. Za razvoj privrede u Srbiji se često u literaturi navodi razvoj privatnog sektora. Njegovim razvijanjem oformila bi se nova radna mesta i smanjila bi se nezaposlenost. U tom pogledu, stanovništvo bi bilo kreditno sposobnije i spremnije da koristi bankarske proizvode što bi uvećalo kreditnu aktivnost banke. Takođe, razvoj privatnog sektora iziskivao bi potrebu za dodatnim kapitalom što opet uvećava kreditnu aktivnost banaka.

Prema izveštaju Narodne banke Srbije za 2016. godinu (NBS, 2016d), posmatrajući potraživanja bankarskog sektora po delatnostima, uočava se trend rasta i to u oblasti kreditiranja trgovine, građevinarstva, prerađivačke industrije i energetike. Smanjeno kreditiranje prisutno je u oblastima saobraćaja i poljoprivrede. Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku, rast (u aprilu 2018. godine, u odnosu na isti mesec prethodne godine) je zabeležen u sektoru rudarstvo od 1,7%, u sektoru prerađivačka industrija 1%, sektor snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija rast od 13%, a sektor promet robe u trgovini rast od 5,1% (RZS, 2018, str. 8).

Grafikon 36: Potraživanja banaka od privrede po sektorskoj strukturi (iznos u milionima dinara, stanje krajem perioda) u Srbiji



Legenda:

Sektor A	Poljoprivreda, šumarstvo, ribarstvo	Sektor I	Usluge smeštaja i ishrane
Sektor B	Rudarstvo	Sektor J	Informisanje i komunikacije
Sektor C	Prerađivačka industrija	Sektor L	Poslovanje nekretninama
Sektor D	Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija	Sektor M	Stručne, naučne, inovacione i tehničke delatnosti
Sektor E	Snabdevanje vodom; upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti	Sektor N	Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti
Sektor F	Građevinarstvo	Sektor P	Obrazovanje
Sektor G	Trgovina na veliko i trgovina na malo, popravka motornih vozila i motocikala	Sektor Q	Zdravstvo i socijalna zaštita
Sektor H	Saobraćaj i skladištenje	Sektor R	Umetnost, zabava i rekreacija
		Sektor S	Ostale uslužne delatnosti

Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije (NBS, 2018j)

U okviru rastućih potraživanja bankarskog sektora od privrede, nalazi se i prerađivačka industrija, dok je studijom USAID od američkog naroda i CAVES – Centar za visoke ekonomske studije, proizvodnja metalnih proizvoda izdvojena kao sektor sa najboljim performansama i najboljom međunarodnom konkurentnošću za period od 2009-2013. godine. S obzirom da proizvodnja metalnih proizvoda spada u prerađivačku industriju, može se zaključiti da je rast aktivnosti ovog sektora rezultirao padom potraživanja bankarskog sektora u 2013. godini, što ukazuje na snagu sektora u redovnom izmirenju svojih obaveza. Nakon 2014. godine usledio je rast potraživanja bankarskog sektora od većine sektora privrede. Razvijenost finansijskog sistema (finansijskih institucija i finansijskog tržišta) je od velike važnosti jer samo takva mogu vršiti prikupljanje potrebnih sredstava i vršiti njihovo alociranje.

U narednoj tabeli prikazan je uporedni pregled ekonomskog razvoja zemlje i razvoja sektora osiguranja. Osenčeni delovi pokazuju da je poslovanje u sektoru osiguranja počelo da se razvija paralelno sa ekonomskim rastom i razvojem. Za zemlje u razvoju karakterističan je razvoj najpre osiguranja imovine i nesreća zbog izgradnje javne infrastrukture, dolaska trgovinskih partnera, investitora, međunarodnih brokera osiguranja. Tržište osiguranja se razvija nešto kasnije s obzirom da zavisi od porasta srednje klase (i njihove finansijske pismenosti) i postojanja tržišta likvidnog kapitala. Motorno osiguranje se razvija pre osiguranja od odgovornosti. Sektori sa velikom državnom intervencijom u pogledu subvencija, kao što je poljoprivreda, prate razvoj i u oblasti osiguranja. Razvoj

osiguranja od profesionalne odgovornosti dolazi u kasnijoj fazi. Razvojem finansijskog tržišta razvija se i osiguranje zbog potrebe pokrivanja gubitaka usled stečaja klijenata banke.

Tabela 28: Ekonomski razvoj zemalja u razvoju i razvoj sektora osiguranja

		Ekonomski razvoj		
		Rani razvoj	Uznapredovali nivo razvoja	Zreo nivo razvoja
Imovina i nesreće	Obavezno osiguranje			
	Motorno osiguranje			
	Zaštita komercijalnih sredstava (osiguranje imovine) Imovina povezana sa hipotekom obuhvata građevinsko osiguranje (infrastrukturni projekti)			
	Odgovornost			
	Ostale specijalnosti (mornarica, avijacija, kreditna garancija)			
Život i zdravlje	Poljoprivredno osiguranje			
	Strukturisana rešenja (npr. Multi-line, višegodišnje)			
	Životno osiguranje			
	Štednja			
	Penziono osiguranje			
	Životno osiguranje povezano sa hipotekom			
Proizvodi zdravstvenog osiguranja (grupno)				
Proizvodi zdravstvenog osiguranja (individualno)				

Izvor: Preuzeto i prilagođeno sa Swiss re Institute (2017).

Kako Gurgul i Lah (Gurgul and Lach, 2012), navode, finansijski razvoj rezultanta je ekonomskog rasta i razvoja. Ekonomski razvoj je vremenom stvarao nove potrebe privrednih subjekata, kako fizičkih tako i pravnih, što se odrazilo i na sektor osiguranja kao intermedijara i kao pružaoca adekvatne zaštite od rizika. Ukoliko bi sektor osiguranja bio neadekvatno usmeren tj. ukoliko ne bi pratio razvoj privrednih sektora, međunarodna trgovina ne bi mogla da obavlja svoju osnovnu delatnost, s obzirom da se razvojem ovog

sektora javlja potreba za osiguranjem proizvoda u prometu i transportu, kao i u pogledu odgovornosti proizvođača određenih proizvoda.

Kada ekonomsko stanje jedne privrede prati visoka nezaposlenost, stanovništvo je prinuđeno da zadovoljava samo svoje egzistencijalne potrebe pa se ne upušta u kupovinu proizvoda osiguranja koji bi u tom slučaju predstavljali luksuzno dobro. Sekor osiguranja tada prati smanjen priliv sredstava po osnovu premija, smanjuje se fond sredstava koji je akumuliran od velikog broja malih štediša i koji se koristi u investicione svrhe. Dakle, pad kupovne moći stanovništva, životnog standarda i pad zarada, sužavaju mogućnosti pojedinaca da se opredele za neku dobrovoljnu vrstu osiguranja. Dugotrajni pad makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja reflektuje se i na socijalne i političke probleme.

Kod osiguravajućih društava koja se bave životnim osiguranjem, karakteristična je njihova dobrovoljnost, stabilnost u prilivu prikupljenih sredstava po ugovornoj osnovi s obzirom da polise životnog osiguranja glase na period duži od jedne godine, tj. poznat je termin isplate polise osiguranja (odliv). Zbog toga se plasiranje sredstava prikupljenog po osnovu polisa životnog osiguranja vrši se u projekte značajne vrednosti, dugoročne hartije od vrednosti, investicione fondove tj. u dugoročne finansijske instrumente. Saobrazno tome, promene u ekonomskom razvoju ne ostvaruju korelaciju sa likvidnošću osiguravajućih društava koja se bave životnim osiguranjem jer je likvidnost unapred određena zbog poznatih i predvidivih priliva i odliva sredstava.

Za razliku od životnih osiguranja, kod neživotnih osiguranja prodaja polise osiguranja pruža zaštitu od krađe, poplave, udara groma i sl. pa je teže predvideti odlive sredstava u slučaju nastanka štete. Zato ova osiguravajuća društva plasman sredstava vrše u visoko likvidne oblike imovine. Promene u ekonomskom razvoju ostvaruju korelaciju sa likvidnošću osiguravajućih društava koja se bave neživotnim osiguranjem najviše zbog neadekvatnog nivoa stope nezaposlenosti te smanjenja tražnje za proizvodima osiguranja.

Prema Munitlak Ivanović, Mitić i Raspopović (2014, str. 64), pretpostavka i očekivanja vezana za povećavanje potencijala za razvoj sektora osiguranja vezuju se za period izlaska iz tranzicije, kada bi rast životnog standarda, kupovne moći i zaposlenosti delovao stimulatивно na sektor osigurnja. Orijentacija privrede Srbije ka potrošnji i slaboj proizvodnji ne vodi ka formiranju uslova za povećanje BDP-a pa se nivo životnog standarda stanovništva dovodi u pitanje. Izvozna orijentacija bi možda uticala na poboljšanje makroekonomskih indikatora i time učinila da se potencijal sektora osiguranja u potpunosti iskoristi.

3. Komparativna analiza Srbije sa zemljama u regionu

Poređenje likvidnosti finansijskih institucija Srbije sa zemljama regiona u daljem delu rada, pružiće kompletniju sliku međuzavisnosti ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskih institucija u Srbiji.

3.1. Komparativna analiza likvidnosti bankarskog sektora Srbije sa zemljama regiona

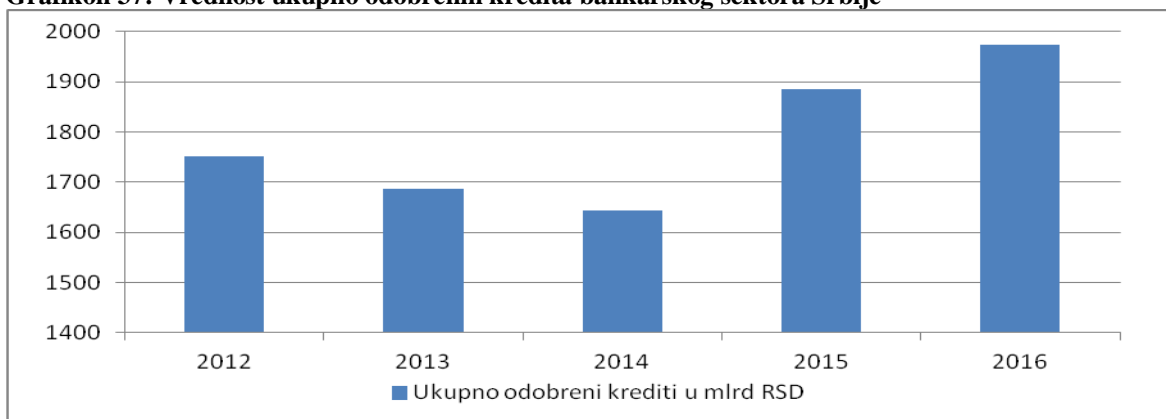
Analizom makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja, može se konstatovati da su sve zemlje regiona značajno zavisne od dešavanja na svetskom nivou pa u ključnim momentima imaju približne reakcije na zadata kretanja. Udar svetske ekonomske krize rezultirao je smanjenju privrednih aktivnosti dok je bankarski sektor donekle odoleo. Naime, način vođenja politike kursa je od krucijalnog zanačaja jer može uzrokovati prelivanje valutnog u kreditni rizik. Ova situacija posebno je karakteristična za Srbiju zbog visokog nivoa korporativne zaduženosti u inostranstvu. Zadovoljavajuća kapitalizovanost i likvidnost, čak i profitabilno poslovanje, obezbedila su minimalan udar ekonomske krize na bankarski sektor u prvi mah. Visoka nezaposlenost i niske zarade, slaba izvozna tražnja, nizak nivo proizvodnje, zajedno je doprinelo da bankarski sektor ne vrši plasman u realni sektor i stanovništvo u velikoj meri. Nakon oporavka privrede od efekata krize, poverenje stanovništva u bankarski sektor je vraćeno u svim zemljama regiona. Banke su visoko kapitalizovane i likvidne, ali se otvara novi izvor problema u pravcu visokog učešća problematičnih kredita.

Iako su zemlje regiona slične u smislu veličine i tržišnog potencijala, one imaju različite nivoe razvijenosti tj. stope ekonomskog rasta i razvoja. Upravo su kretanja determinanti ekonomskog razvoja jedni od mnogobrojnih faktora koji opredeljuju likvidnost bankarskog sektora Srbije, Crne Gore, Bosne i Hercegovine. Ovom relacijom pokušaće se utvrditi postojanje međuzavisnosti posmatranih varijabli.

3.1.1. Bankarski sektor Srbije

Na osnovu izveštaja Udruženja banaka Srbije (UBS, 2016, str. 17), kreditna aktivnost bankarskog sektora Republike Srbije je u 2016. godini ostvarila rast u odnosu na prethodnu godinu. Zbog adekvatne kapitalizovanosti i visoke likvidnosti bankarskog sektora i poboljšanih makroekonomskih determinanti, u 2016. godini stvoreni su uslovi za oporavak kreditne aktivnosti. Osnovna aktivnost bankarskog sektora imala je period trogodišnje stagnacije te je ovaj zabeleženi rast značajan. Prema izveštaju Narodne banke Srbije, rastu kreditne aktivnosti doprinelo je ubrzanje ekonomske aktivnosti, sniženje kamatnih stopa na dinarske kredite, kao i na devizne, veća konkurencija među bankama. Na ovom mestu može se navesti, da je rasterećenje bilansa bankarskog sektora prodajom problematičnih kredita i formiranje prostora za odobravanje novih kredita, doprinelo daljem jačanju kreditne aktivnosti (NBS, 2016g, str. 6). Sprovođenje ove vrste mera ima efekta samo ako se viškovi likvidnosti usmere u plasman hartija od vrednosti ili u plasman novih kredita i ako se pristupi restrukturiranju privrede.

Grafikon 37: Vrednost ukupno odobrenih kredita bankarskog sektora Srbije



Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije

U finansijskom sistemu, bankarski sektor zauzima primarno mesto među finansijskim institucijama. Karakteristika bankarskog sektora Srbije podrazumeva visoku likvidnost. Kada postoji visok nivo likvidnosti tada su sredstva neuposlana što znači da je smanjen nivo novoodobrenih kredita i da je povećan nivo problematičnih kredita. Da se likvidnost ne bi narušila, svaka poslovna banka vodi računa o odnosu odobrenih kredita i visine povučenih depozita. U slučaju disbalansa između ovih bilansnih stavki, narušava se likvidnost jer ne postoji njihova vremenska usklađenost. U uslovima nedostatka sredstava, poslovna banka koristi sredstva primarne rezerve likvidnosti ili se okreće novim izvorima sredstava.

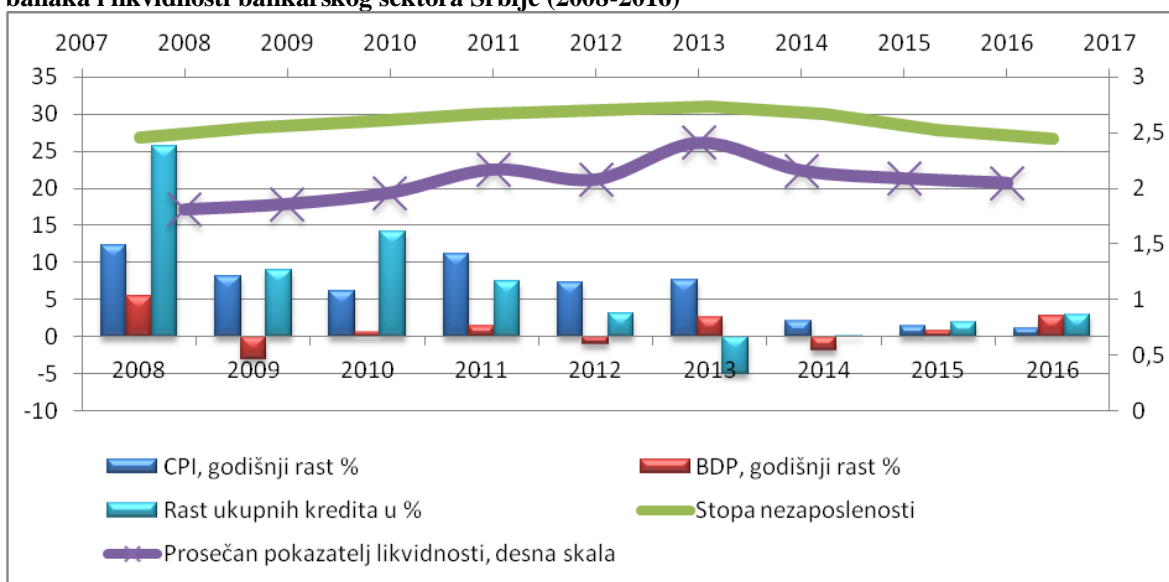
Uporednim praćenjem vrednosti makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja (BDP, stopa nezaposlenosti i indeks potrošačkih cena) i kreditne aktivnosti bankarskog sektora može se utvrditi njihovo dejstvo na nivo likvidnosti. Dakle, *ekonomski razvoj* bi trebao da utiče na bankarsko poslovanje u pozitivnom smeru jer su ekonomski razvoj i stabilni makroekonomski faktori povećali broj kvalitetnih klijenata. Sektorskom strukturom odobrenih kredita u Republici Srbiji, vodeće mesto imaju privreda i stanovništvo koje je u 2016. godini imalo veći rast od rasta privrede. Bankarski sektor usled povećane domaće tražnje povećava kreditnu aktivnost i tako pomera likvidnost na niži nivo i povećava svoju izloženost riziku likvidnosti. Ovakav scenario odigrao se 2015. i 2016. godine, kada je BDP beležio stope rasta.

Kretanje *stope nezaposlenosti* takođe je jedan od mnogobrojnih faktora koji determinišu likvidnost u određenom procentu. Promene kretanja stope nezaposlenosti su obrnuto proporcionalne sa kretanjem likvidnosti bankarskog sektora Srbije. Oscilacije ovog faktora su do 2015. godine bile usmerene ka visokim stopama, da bi nakon tog perioda došlo do pada vrednosti stope nezaposlenosti. U ovakvim uslovima privreda i stanovništvo povećavaju tražnju za kreditima, pa bankarski sektor povećava svoju kreditnu aktivnost, što na kraju rezultira smanjenjem likvidnih sredstava.

Kontrakcija privredne aktivnosti i tražnje za kreditima postoji i u uslovima visoke *inflacije*. Mere Narodne banke Srbije uticale su na stabilno kretanje ovog makroekonomskog faktora od 2014. godine. Ovakvo kretanje indeksa potrošačkih cena stimulatивно deluje na rast agregatne tražnje koja povećava privrednu aktivnost, a ujedno i tražnju za kreditima (što smanjuje nivo likvidnih sredstava banke).

Kako pokazuje istraživanje Račića: „rast GDP-a, pad nezaposlenosti, smanjenje deficita platnog bilansa i smanjenje inflacije utiču na smanjenje likvidnosti” (Račić, 2014, str. 67). Dakle, kretanje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja za posmatrani period, uticalo je u pravcu smanjenja i optimizacije likvidnih sredstava bankarskog sektora. Suprotno, kada pokazatelji likvidnosti imaju trend rasta, takvo kretanje rezultat je delovanja mnoštva faktora, među kojima se izdvaja pad privredne aktivnosti, rast nezaposlenosti i inflacije. Drugi faktori koji imaju uticaja na likvidnost mogu se odnositi na promenu udela problematičnih kredita, kao i na promenu baze potencijalnih kreditno sposobnih dužnika i tome slično.

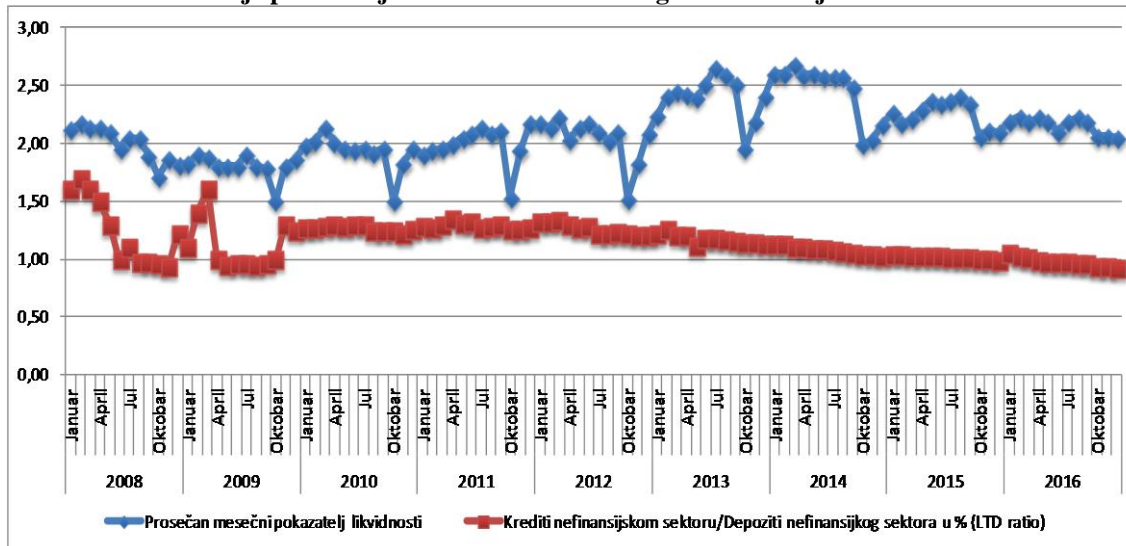
Grafikon 38: Kretanje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja, kreditne aktivnosti banaka i likvidnosti bankarskog sektora Srbije (2008-2016)



Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije

U narednom grafikonu prikazana su dva pokazatelja likvidnosti koja jasno pokazuju tendenciju pada za period koji je prethodno bio objašnjen.

Grafikon 39: Kretanje pokazatelja likvidnosti bankarskog sektora Srbije



Izvor: Autor na osnovu podataka Narodne banke Srbije

Likvidnost bankarskog sektora Srbije, generalno posmatrano, poseduje značajne iznose viškova likvidnih sredstava u posmatranom periodu, naročito kada se razmatra prosečni mesečni pokazatelj likvidnosti koji je znatno iznad dozvoljene granice u svim periodima (1,0). Podrška Narodne banke Srbije sa aspekta nivelisanja kamatnih stopa je preko potrebna kako u periodima recesije, tako i u periodima ekspanzije privrede, radi ostvarivanja ne samo optimalne likvidnosti, nego i lepeze drugih ciljeva bankarskog poslovanja.

U bankarski sektor Srbije je uveden novi pokazatelj likvidnosti radi jačanja otpornosti i predstavlja odnos zaštitnog sloja likvidnosti (misli se na visokokvalitetnu i likvidnu aktivu) i neto odliva likvidnih sredstava do kojeg može doći u narednih 30 dana u pretpostavljenim stresnim uslovima. Od 01.01.2018. godine banke moraju održavati ovaj pokazatelj na nivou nižem od 100% što je propisana minimalna vrednost kao i u Evropskoj uniji. Pokazatelj pokriva likvidnom aktivom bankarskog sektora iznosio je 239,51%.

Prema Miletiću (Miletić, 2009, str. 3), problem bankarskog sektora nastaje kada se javne ograničenja u poslovanju usled kratkoročne ili dugoročne nelikvidnosti. Kada se problem prenese na stanovništvo koje gubi poverenje u poslovanje banaka u ispunjavanju svojih obaveza u roku, nastaje bankarska kriza. Nestabilnosti u bankarskom poslovanju mogu biti uzrok makroekonomskih poremećaja u zemlji i okruženju i niske profitabilnosti preduzeća.

3.1.2. Bankarski sektor Hrvatske

Izveštaj grupe autora iz Business Info Group (2011, str. 80) ističe da je bankarski sektor Hrvatske, kao i drugih zemalja u okruženju, osetio efekte ekonomske krize o čemu svedoči rast loših plasmana u ukupnim plasmanima.

Luka Burilović, predsednik Hrvatske gospodarske komore, objašnjava da se rast BDP-a Hrvatske temelji na rastu izvoza robe i usluga. On se ostvaruje u uslovima smanjivanja i stagniranja ukupnog javnog duga i niske kreditne aktivnosti poslovnih banaka (Hrvatska gospodarska komora, 2017). U Nacionalnom programu reformi, ističe se da problemi u realnom sektoru utiču na uspešnost bankarskog sektora. Zbog smanjenja ekonomske aktivnosti, smanjuje se i tražnja za kreditima, naročito kod stanovništva i trgovačkih preduzeća od 2012. godine. Smanjenoj kreditnoj aktivnosti doprinelo je i visoko učešće loših kredita, kao i zaostajanje u servisiranju duga. Stanovništvo je pogođeno, što se ogleda u zaostajanju otplate duga, zbog povećanja stope nezaposlenosti i nepovoljnog kretanja deviznog toka na kredite indeksirane u švajcarskim francima. Banke su preduzele mere kako bi otplaćivanje bilo lakše tako što su od 2014. godine ograničile kretanje kamatne stope na te kredite. Iako ovaj poduhvat umanjuje profitabilnost banaka, bankarski sektor i dalje raspolaže dovoljnim zaštitnim slojem kapitala i primerenim nivoom likvidnosti (Republika Hrvatska, 2016, str. 39).

Mere Hrvatske narodne banke ogledaju se u obezbeđivanju dovoljne likvidnosti bankarskog sektora (2009. godine se smanjuje zahtev za kapitalne rezerve i deviznu likvidnost banaka) kako bi podstakla kreditne tokove. Ipak, ovi napori nisu bili dovoljni da podstaknu smanjenu tražnju za kreditima. Ako se ovaj problem posmatra zajedno sa nepoželjnom

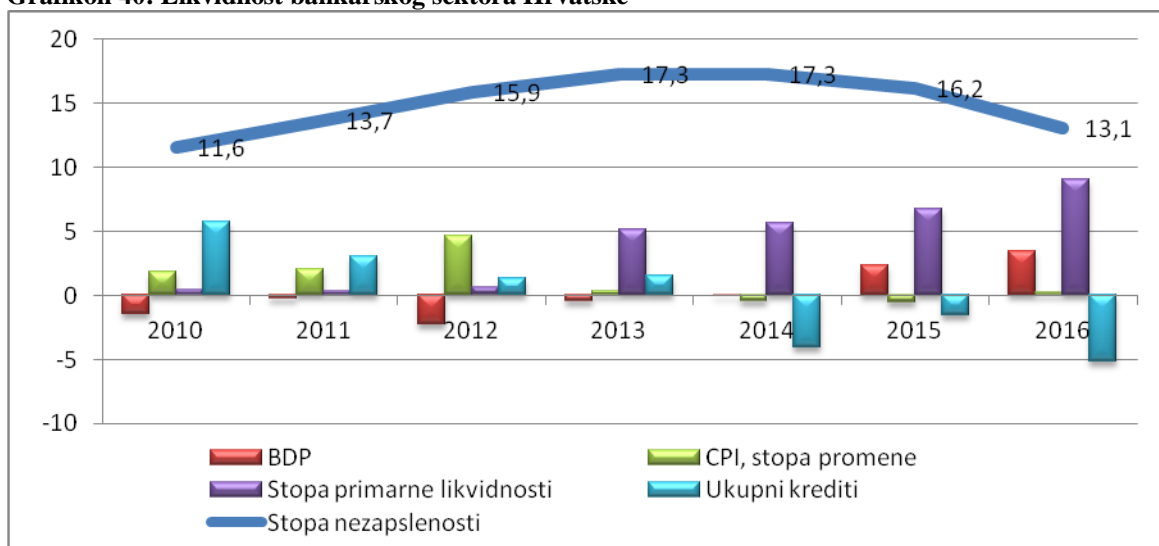
dinamikom javnog duga, aktivnosti banaka su sve više orijentisane ka finansiranju države što umanjuje dostupnost kredita privredi ukoliko se kretanje javnog duga ne uspostavi na nivo održivosti. Prethodno navedena kretanja i rizik koji ona nose, umanjeni su zahvaljujući: a) dobroj kapitalizovanosti i likvidnosti bankarskog sektora koji je u stranom vlasništvu, b) tržištu kapitala koje dobro funkcioniše i c) obavezi stranih matičnih banaka da održavaju likvidnost u regiji u okviru Bečke inicijative (Republika Hrvatska, 2016, str. 39).

Podaci Hrvatske narodne banke ukazuju da se stopa nezaposlenosti smanjuje od 2014. godine i rezultat njenog daljeg smanjenja u 2016. godini je brisanje sa evidencije zbog nepridržavanja zakonskih propisa, zbog odjave s evidencije i nejavljanja, kao i zbog novog zapošljavanja. Nakon perioda recesije koji je trajao 2009–2015. godine, privredna aktivnost je blago porasla. Rast je zabeležen i u oblasti izvoza robe i usluga, pozitivan pomak postoji kod lične potrošnje, a manji napredak u kapitalnim ulaganjima. Međutim, inflacija prosečnih potrošačkih cena je ostvarila rast sa -1,6% na 0,2% u 2016. godini u odnosu na 2015. godinu kao posledica rasta cene nafte i drugih sirovina na svetskom tržištu (Hrvatska narodna banka, 2016, str. 7–9).

Prema podacima Hrvatske narodne banke kao jedan od indikatora likvidnosti javlja se stopa primarne likvidnosti i predstavlja procentualni deo mesečnog proseka dnevnih stanja slobodnih novčanih sredstava u mesečnom proseku dnevnih stanja depozita (Hrvatska narodna banka, 2018, str. 52). Dakle, u objašnjenom periodu dolazi do rasta privredne aktivnosti, pada nezaposlenosti, negativne ali rastuće inflacije, a likvidnost ima trend rasta usled smanjene kreditne aktivnosti. Hrvatska narodna banka i dalje održava visok nivo likvidnosti bankarskog sektora. Kretanje vrednosti ukupnih kredita je bilo prigušeno i nerealno u 2015. godini zbog prisustva kredita preduzećima radi refinansiranja starih kredita. Uslovi za odobravanje kredita su pooštreni, iako je postojao višak ponude kredita. Sve navedeno ukazuje da samo dejstvo monetarne politike na podsticanje kreditne aktivnosti nije dovoljno da je osnaži i podstakne na rast.

Na narednom grafikonu prikazano je objašnjeno kretanje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja Hrvatske i kretanje stope primarne likvidnosti bankarskog sektora.

Grafikon 40: Likvidnost bankarskog sektora Hrvatske



Izvor: Autor na osnovu podataka: www.hnb.hr

Kao što je u Srbiji Narodna banka Srbije, tako je u Hrvatskoj Hrvatska narodna banka (2017, str. 24) obavestila javnost da bankarski sektor Hrvatske uvodi pokazatelj likvidonosne pokrivenosti (Liquidity Coverage Ratio – LCR), a prvim izveštajem u 2016. godini je utvrđen LCR od 188% što ukazuje da banke poseduju viškove za pokriće likvidnosti u stresnim situacijama (minimum je 70%).

Prema nalazima Krnić i Radošević (2014, str. 26–27), za Hrvatsku je karakterističan dualitet između nelikvidnog realnog sektora i likvidnog bankarskog sektora. Nelikvidnost realnog sektora jedan je od problema koji je prisutan u uslovima produžene recesije u periodu 2009–2013. godine. Među uzrocima makroekonomskih nestabilnosti nalazi se problem u odabranom modelu rasta koji uzrokuje ovaj dualitet. Kočnicu u utvrđivanju novog modela predstavljaju depresijacijski pritisci u 2014. godini, problem implementacije fiskalne konsolidacije i novih odluka za prevazilaženje makroekonomskih neravnoteža. Novi model treba da se bazira na rastu ekonomije uzrokovanim stimulacijom proizvodnje,

izvoza, investicija i zapošljavanja. Takođe, potrebno je usmeravati kreditnu aktivnost ka preduzećima i tako unaprediti proizvodnju i izvoz, s obzirom na to da je prethodno alokacija kredita bila više usmeravana ka stanovništvu tj. ka potrošnji i uvozu.

3.1.3. Bankarski sektor Bosne i Hercegovine

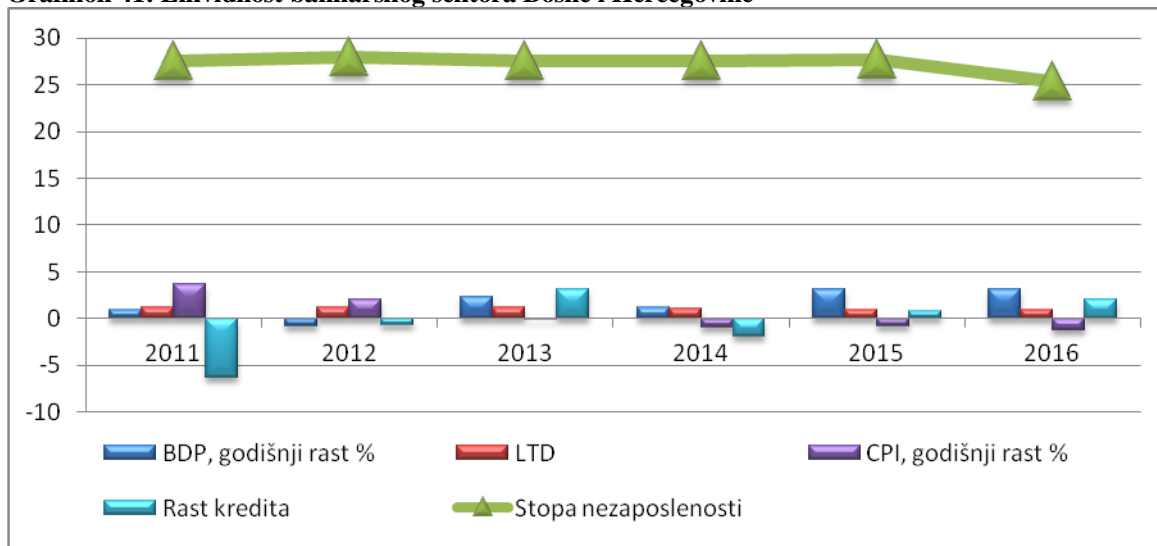
Prema izveštaju Agencije za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine, poslovanje bankarskog sektora Bosne i Hercegovine nije ostalo imuno na nepovoljna makroekonomska kretanja i uslove stagnacije privrednog rasta i razvoja u zemljama okruženja. Stanje bankarskog sektora se u proteklom periodu objašnjavalo kroz skroman ekonomski rast, nedovoljno razvijen realni sektor, kroz političke probleme i teško dostupne sigurne izvore finansiranja. Ipak, za 2015. i 2016. godinu karakterističan je ekonomski rast, blagi rast kreditne aktivnosti, smanjenje stope nezaposlenosti, kao i dezinflacija (merena indeksom potrošačkih cena) koja se nije odrazila negativno na proizvodnju i nivo zaposlenosti. Stopa nezaposlenosti sa tendencijom rasta tek u 2016. godini beleži blagi pad. Spoljnotrgovinska razmena, povećana domaća tražnja i rast proizvodnje doprineli su ovom padu nezaposlenosti (Savjet ministara, 2017, str. 7–13). Prema navodima Centralne banke Bosne i Hercegovine (Centralna banka Bosne i Hercegovine, 2016, str. 7), u strukturi ukupnog kreditnog potencijala najveći udeo zauzima stanovništvo, a potom preduzeća i ovaj trend je dugotrajan.

Prema izveštaju Savjeta ministara – Direkcije za ekonomsko planiranje, bankarski sektor se može ocenti kao likvidan, profitabilan i kapitalizovan sektor, tj. sektor koji je uprkos visokoj stopi nenaplativih kredita, recesiji i stagnaciji ostao stabilan i siguran (Agencija za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine, 2016, str. 1). Monetarna politika Bosne i Hercegovine je pod okriljem aranžmana valutnog odbora, a valuta ove zemlje vezuje se za euro, što pruža visok nivo poverenja i pouzdanosti.

Prema izveštaju Centralne banke Bosne i Hercegovine, likvidnost bankarskog sektora Bosne i Hercegovine je, u periodu koji se objašnjava, na zadovoljavajućem nivou zahvaljujući kontinuiranom povećanju depozita i niskom rastu kreditnih aktivnosti. Na

nivou celokupnog bankarskog sektora postignuta je likvidnost, iako je kod nekih banaka primetan rast potraživanja od klijenata zbog kašnjenja u isplati dospelih kreditnih obaveza. Ovo upućuje na smanjen nivo priliva sredstava, pa se kreditni rizik može pretvoriti i u rizik likvidnosti za banke u ovoj situaciji (Centralna banka Bosne i Hercegovine, 2016).

Grafikon 41: Likvidnost bankarskog sektora Bosne i Hercegovine



Izvor: Autor na osnovu podataka Evropske komisije (European Commission, 2017)

Dakle, period oporavka privrede i rasta vrednosti BDP-a vezuje se za 2015. i 2016. godinu, kada je prisutan i pad stope nezaposlenosti, dok inflacija ima negativan predznak. U posmatranom periodu raste i kreditna aktivnost banaka usled rasta depozita u odnosu na blaži rast kredita i tako se neprimetno smanjuje nivo likvidnih sredstava. Prema izveštaju Udruženja banaka, i u Bosni i Hercegovini se, kao i u prethodno prezentovanim zemljama, nameće obaveza uvođenja minimalnog koeficijenta pokrića likvidnosti – LCR (Udruženja banaka Bosne i Hercegovine, 2017).

3.1.4. Bankarski sektor Crne Gore

Crna Gora je, kao i ostale zemlje u regionu, osetila prelivanje krize sa spoljašnjih tržišta. Iako su pomaci spori i blagi, u 2016. godini ostvaren je ekonomski rast od 2,5%. Prema podacima Godišnjeg makroekonomskog izveštaja, rastu BDP-a doprineo je rast aktivnosti zabeležen u sektoru građevinarstva, sektoru trgovine i saobraćaja (Centralna banka Crne

Gore, 2017, str. 9). Realni sektor Crne Gore je pretežno nelikvidan s obzirom na to da je 2016. godine porastao broj pravnih lica i preduzetnika sa blokadom računa, ali ipak postoji i rast depozita uspješnijeg dela privrede, što upućuje na njihovu poboljšanu likvidnost.

Na osnovu Godišnjeg izvještaja o radu, inflacija merena potrošačkim cenama iznosila je 1% u 2016. godini, a prosečna godišnja stopa rasta je bila -0,3% zbog pada cena prevoza, hrane i bezalkoholnih pića (Centralna banka Crne Gore, 2016a, str. 14). Uvođenje evra, kao zvaničnog sredstva plaćanja, doprinelo je stabilnosti cena sa malim promenama u pojedinim godinama.

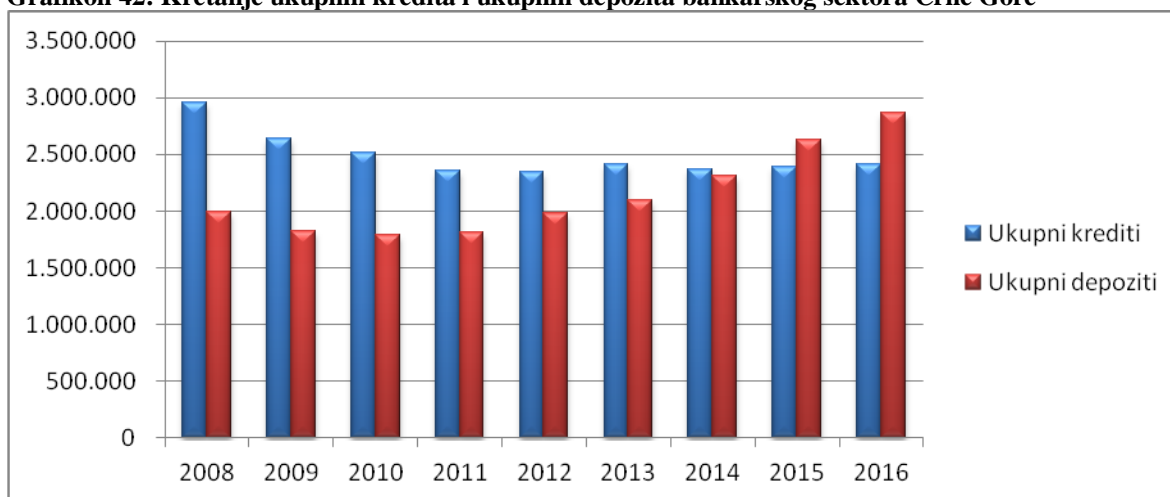
Posmatrano po periodima, stopa nezaposlenosti beleži trend rasta u periodu 2008–2010. godine, da bi do 2012. godine imala period stagniranja, nakon kojeg je prisutno sniženje ove stope sve do 2016. godine. Tržište radne snage karakteriše neaktivna radna snaga, neusklađenost ponude i tražnje, kao i visok nivo nezaposlenosti mladih žena.

Kreditna aktivnost bankarskog sektora Crne Gore je nakon finansijske krize umanjena i takav trend traje sve do 2014. godine kada su vidljivi prvi pomaci u pravcu rasta kreditnog plasmana. Tokom 2016. godine krediti su iznosili 2.415,8 miliona evra i imali su trend rasta koji se može nazvati i oporavkom, jer nije došlo samo do povećanja ukupnih kredita, nego i novoodobrenih. Najznačajniji klijenti banke bili su privreda, potom stanovništvo, kao i banke-nerezidenti. Najviše kredita bilo je usmereno u sektore trgovina, građevinarstvo i turizam, da bi samo sektori građevinarstvo i turizam ostvarili rast. Na osnovu Izvještaja o stabilnosti finansijskog sistema, prisustvo nekvalitetnih kredita privrede i stanovništva je u 2016. godini smanjeno. U ukupnom iznosu prednjače nekvalitetni krediti privrede (s docnjom u otplati više od 30 dana), što je logično s obzirom na to da je stanovništvo zbog drugačijeg sistema obezbeđenja primorano da vrši otplatu u roku, za razliku od privrede (Centralna banka Crne Gore, 2016b, str. 29).

Prema izveštaju Centralne banke Crne Gore, u poređenju sa kreditima, ukupni depoziti u celom posmatranom periodu imaju trend rasta, koji u 2015. i 2016. godini prevazilazi iznose ukupnih kredita. Dakle, ukupni depoziti u 2016. godini iznose 2.871,7 miliona evra i

beleže povećanje od 9,4% u odnosu na prethodnu godinu. Najveći deponent banaka jeste stanovništvo (53,4%), koje je ovim podatkom potvrdilo činjenicu da postoji njihovo visoko poverenje u bankarski sistem. Sledeća po značaju u visini depozita jeste privreda (33,7%) (Centralna banka Crne Gore, 2016b, str. 19). Na narednom grafikonu jasno se vidi tendencija kretanja ukupnih kredita i ukupnih depozita.

Grafikon 42: Kretanje ukupnih kredita i ukupnih depozita bankarskog sektora Crne Gore



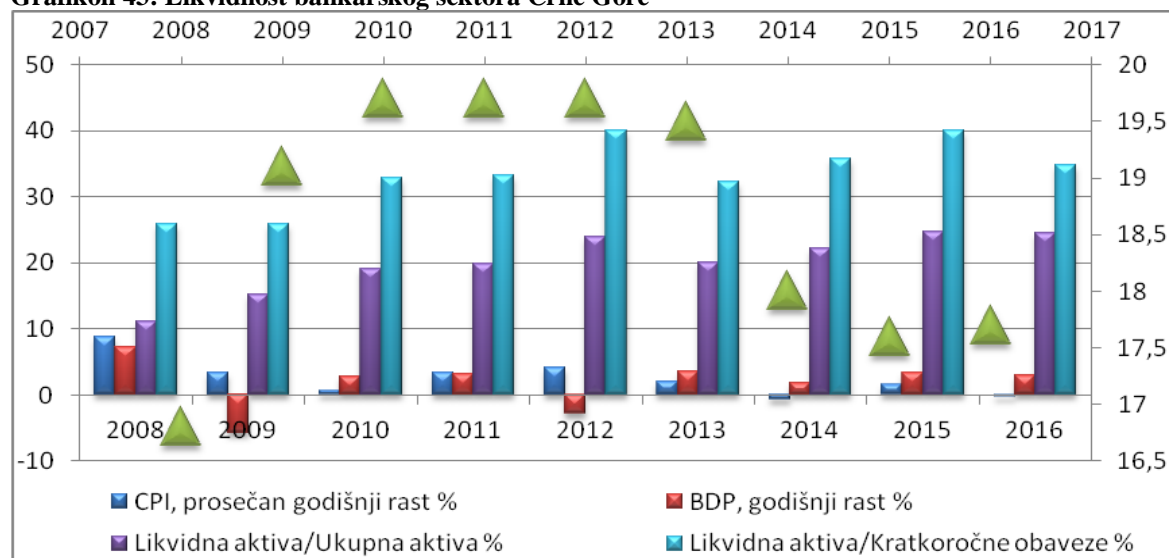
Izvor: Autor na osnovu podataka: http://www.cb-cg.org/index.php?mn1=statistika&mn2=monetarna_statistika

Prema *Preporukama vladi Crne Gore za ekonomsku politiku u 2016. godini*, kada je reč o likvidnosti bankarskog sektora Crne Gore, u 2015. i 2016. godini može se reći da je bio likvidan, solventan i kapitalizovan. Vođenje restriktivne kreditne politike uticalo je na porast sredstava i rast opšteg nivoa likvidnosti. Kako je smanjena kreditna aktivnost, višak sredstava se plasirao u hartije od vrednosti koje predstavljaju vid plasmana banke i ostvarenja prihoda banke. Postoji opreznost bankarskog sektora s obzirom da je većinski deo plasmana izvršen u državne HoV (Centralna banka Crne Gore, 2016c, str. 65).

Kao što je napomenuto, povratak poverenja stanovništva u bankarski sektor doneo je značajan rast depozita s kojim je istovremeno rasla i likvidnost banaka. Odnos kredita i depozita u 2015. i 2016. godini je ispod 100%, a odnos likvidne aktive i kratkoročnih obaveza iznosi 34,8% u 2016. godini i predstavlja smanjenje u odnosu na prethodnu

godinu. U cilju pravovremenog odgovora na potrebe likvidnosti u vidu sredstava dostupnih u kratkom roku, bankarski sektor je smanjio nivo depozita kod finansijskih institucija u inostranstvu, značajan iznos sredstava prenet je na račune za poravnanje kod Centralne banke Crne Gore, a dovoljan iznos sredstava banke drže u svojim trezorima (Centralna banka Crne Gore, 2016b, str. 32).

Grafikon 43: Likvidnost bankarskog sektora Crne Gore



Izvor: Autor na osnovu podataka: www.cb-cg.org

Sumarno gledano, ukoliko se analiza vrednosti makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti bankarskog sektora ograniči na 2016. godinu, može se reći da BDP ostvaruje napredak, stopa nezaposlenosti beleži smanjenje, prosečan godišnji rast potrošačkih cena ostvaruje pad, dok ukupni krediti prekidaju period stagnacije i ostvaruju rast vrednosti. Likvidnost bankarskog sektora sagledana kroz odnose likvidne aktive/ukupne aktive i likvidne aktive/kratkoročne obaveze, u 2016. ostvaruju blagi pad u odnosu na 2015. godinu.

Ako bi se povezao problem visokog učešća problematičnih kredita u ukupnim kreditima i problem stagniranog kretanja vrednosti kredita (poslednje tri godine posmatranog perioda), bankarski sektor bi se činio vrlo slabim i problematičnim. U 2016. godini, veza među ovim

problemima je oslabila, ali se ipak ne može reći da su problemi minorni, niti da su rešeni. Uzimajući u obzir da je do pada učešća nekvalitetnih kredita došlo usled otpisa i prodaje loše aktive, suštinski nije došlo do realnog rešenja problema, već do njegovog premeštanja van delokruga i nadležnosti Centralne banke. Stagnacija u kreditnim aktivnostima može se pripisati tome da je realni sektor i dalje sektor visokog rizika za banke, da su kamatne stope i dalje visoke, iako su prosečne kamate na kredite značajno opale, kao i drugi kreditni kriterijumi.

Prema preporukama Vlade Crne Gore potrebno je sprovođenje mera upućenih ka stvaranju održivog ekonomskog razvoja sa akcentom na otvaranje novih radnih mesta. Povećanje vrednosti BDP-a uticalo bi na rast životnog standarda stanovništva u Crnoj Gori (Vlada Crne Gore, 2016). Ovakav scenario upućuje na povećanu tražnju za bankarskim kreditima, realni sektor je, takođe, podstaknut da koristi bankarske usluge, što naposljetku vodi otpimizaciji likvidnosti bankarskog sektora.

Na osnovu izvršenih analiza u Srbiji, Hrvatskoj, Crnoj Gori, Bosni i Hercegovini, i relaciji između njihovih makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti bankarskog sektora, može se stvoriti kompletna slika o važnosti postojanja ove relacije. Dakle, ono što je zajedničko svim zemljama regiona, to je da postoji međuzavisnost i doprinos ekonomskog razvoja optimalnoj likvidnosti finansijskog sektora.

3.2. Komparativna analiza likvidnosti sektora osiguranja Srbije sa zemljama regiona

Nerazvijen sektor osiguranja u Srbiji rezultat je brojnih faktora, među kojima se ekonomski rast i razvoj može posmatrati kao najznačajniji. Takođe, među značajne faktore se mogu uvrstiti i nizak životni standard stanovništva, slaba edukovanost pojedinaca o vrstama i značaju koje osiguranje pruža, nedovoljno razvijena kultura i tradicija osiguranja.

U daljem delu rada biće prikazano kretanje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja naspram likvidnosti sektora osiguranja za zemlje u regionu. Tačnije, napraviće se

pregled ove relacije za Srbiju, Crnu Goru, Bosnu i Hercegovinu. Analiza relacije za sektor osiguranja Hrvatske nije izvršena zbog nedostupnosti potrebnih podataka za utvrđivanje likvidnosti osiguranja.

3.2.1. Sektor osiguranja Srbije

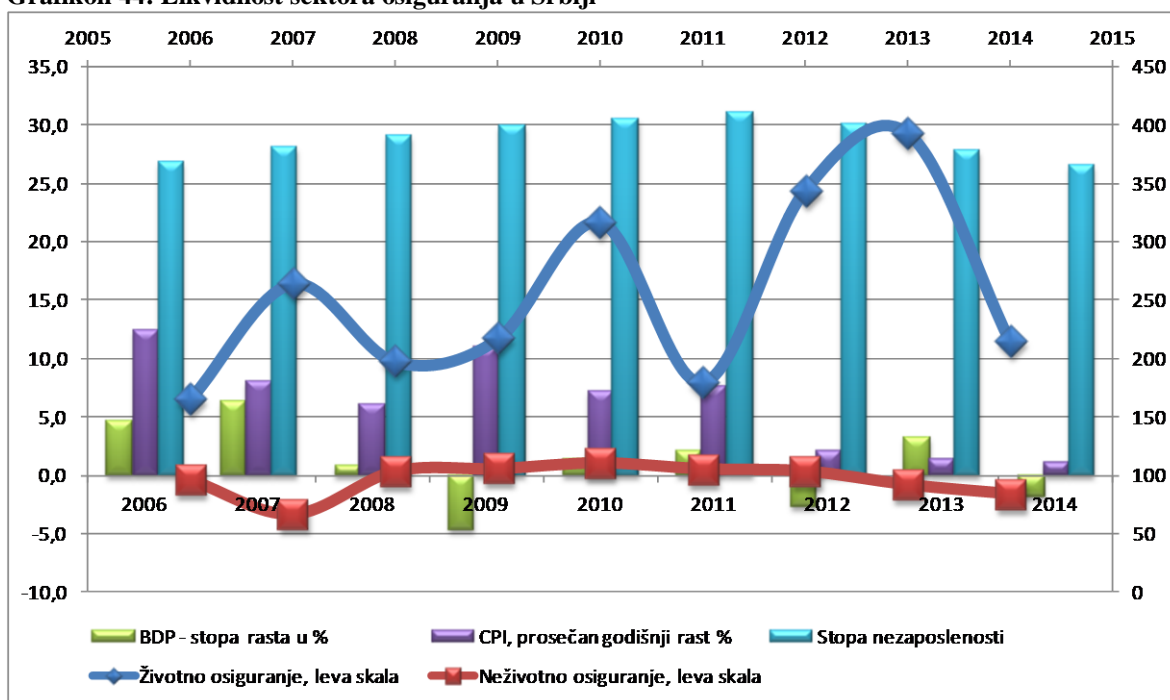
Sektor osiguranja u Srbiji imao je svoj razvojni put koji se menjao u skladu sa promenama zahteva klijenata. Na promene potreba klijenata svakako je uticalo okruženje. Ekonomske, političke i socijalne promene determinisale su pravac razvoja osiguravajućih društava.

Za razvijene zemlje karakteristično je visoko učešće životnog osiguranja u strukturi štednje stanovništva s obzirom na to da postoji viši nivo dohotka po glavi stanovnika, pa je veća tražnja za ovom uslugom osiguravajućih društava. Mali udeo životnog osiguranja u Srbiji rezultat je, između ostalog, niskog životnog standarda stanovništva i većinskog zaključivanja isključivo zakonom propisanih obaveznih osiguranja. U uslovima visokih stopa nezaposlenosti, sektor osiguranja najviše trpi u pravcu smanjene tražnje za oblicima životnog i neživotnog osiguranja i smanjene likvidnosti. Kada pojedinci usled gubitka posla ne raspolažu novčanim sredstvima, tada su realne mogućnosti za kupovinu dobrovoljnih vrsta osiguranja minimalne. Na ovom mestu treba napomenuti da dominantno učešće u neživotnim osiguranjima zauzima obavezno osiguranje od autoodgovornosti zbog upotrebe vozila. Dejstvo inflacije na likvidnost sektora osiguranja ima inverzno dejstvo s obzirom na to da je u uslovima rasta inflacije stanovništvo okrenuto kratkoročnijim i likvidnijim investicijama. Na likvidnost sektora osiguranja može uticati i politička stabilnost. Kada postoji određena politička nestabilnost, stanovništvo gubi poverenje u osiguravajuća društva u pogledu sposobnosti izmirenja obaveza, te se tražnja za uslugama osiguranja smanjuje.

Dakle, sektor osiguranja uslovljen je kretanjima i stanjem u realnom sektoru, ali isto tako zavisi i od spremnosti društava za osiguranje da unapređuju svoje usluge u oblastima tržišta koja imaju potencijal za razvoj, kao i od nivoa edukovanosti stanovništva o značaju ovog sektora. Na narednom grafikonu prikazano je kretanje likvidnosti životnog i neživotnog

osiguranja i makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja. Likvidnost se meri odnosom kratkoročnih sredstava i kratkoročnih obaveza u posmatranom periodu. Nakon posmatranog perioda, tj. nakon 2014. godine, sektor osiguranja Srbije primenjuje drugačiji sistem vrednovanja likvidnosti. Sada se likvidnost računa za ceo sektor osiguranja (ne odvojeno za životno i neživotno osiguranje) i to drugačijim odnosom (likvidna aktiva/obaveze). Radi jednoobraznosti analize likvidnosti, podaci su ograničeni na period do 2014. godine.

Grafikon 44: Likvidnost sektora osiguranja u Srbiji



Izvor: Autor na osnovu podataka NBS

S obzirom na prirodu osiguranja, budući odlivi sredstava se procenjuju, ali se nikada ne može predvideti tačno vreme nastanka i isplate naknade osiguranog slučaja. Ovo je naročito izraženo kod katastrofalnih šteta kada osiguravajuća društva moraju biti likvidna kako bi isplatila ugovorene štete osiguranicima.

Kada se posmatra likvidnost neživotnog osiguranja, uočava se slaba povezanost s kretanjem vrednosti BDP-a. Ovo se može objasniti činjenicom da strukturu neživotnih osiguranja

većinski čine obavezna osiguranja od autoodgovornosti, te se rast ili pad privredne aktivnosti ne reflektuje na likvidnost ove vrste osiguranja. Međutim, sa kretanjem stope nezaposlenosti uočljiva je obrnuto proporcionalna relacija. Kada raste stopa nezaposlenosti, dolazi do pada likvidnosti neživotnog osiguranja i obrnuto. Veza između vrednosti inflacije i likvidnosti nije uočena. Godinu 2013. karakteriše nedovoljno sredstava za izmirenje kratkoročnih obaveza, a 2014. godinu karakteriše brži rast kratkoročnih obaveza od rasta obrtne imovine umanjene za zalihe. Poplave koje su zahvatile Srbiju u maju 2014. godine mogu opravdati ovo kretanje likvidnosti ka nižim vrednostima.

Likvidnost životnog osiguranja nije povezana sa kretanjem makroekonomskih faktora. Ona ne može biti značajno narušena kretanjem makroekonomskih faktora, jer je reč o dugoročnom obliku osiguranja gde se relativno lakše može utvrditi vreme nastupanja osiguranog slučaja i iznos naknade, te je likvidnost unapred definisana i obezbeđena. Stoga, nije očekivano da postoji navedeni uticaj, najpre zbog dobrovoljnosti ove vrste osiguranja. Ovo je naročito interesantno za srpsko tržište osiguranja, gde stanovništvo ne preferira proizvode osiguranja ukoliko nisu obavezni, bez obzira na nivo zaposlenosti i životnog standarda. Visoka i nerazvijena svest stanovništva o značaju životnog osiguranja, nedovoljna edukovanost stanovništva i njihov problem sa prioritetima, činjenica da ovu vrstu osiguranja koristi samo 8% stanovništva Srbije, takođe, razlozi su izostanka međuzavisnosti ekonomskog razvoja i likvidnosti sektora životnog osiguranja.

Dakle, kretanje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja za objašnjeni period, uticalo je na likvidnost neživotnog osiguranja, dok je ovaj uticaj izostao kod životnog osiguranja.

U izlaganju Dušana Jovanovića (Jovanović, 2018), generalnog sekretara Udruženja osiguravača Srbije, predočava se da je poslovni ambijent u Srbiji značajno poboljšan u smislu realizovanih političkih i ekonomskih reformi, dostignute monetarne stabilnosti i popravljenih javnih finansija. Sektor osiguranja beleži brži rast od rasta BDP-a i ima vrednosti iznad proseka od zemalja u regionu. Ono što je potrebno popraviti odnosi se na

učešće ukupne premije u BDP-u koje iznosi 2% i predstavlja vrlo nisku vrednost u odnosu na razvijene zemlje.

Iz ugla Hrvatskog ureda za osiguranje, tek će porast vrednosti BDP-a, prihoda realnog sektora i životnog standarda omogućiti brži razvoj sektora osiguranja (Hrvatski ured za osiguranje, 2014).

3.2.2. Sektor osiguranja Crne Gore

Pokazatelji likvidnosti određuju sposobnost osiguravajućeg društva da izmiri svoje kratkoročne obaveze po dospeću. Postoji nekoliko pokazatelja likvidnosti od kojih jedan meri odnos gotovine i gotovinskih ekvivalenata prema kratkoročnim obavezama, a drugi pokazatelj meri odnos obrtne imovine umanjene za zalihe prema kratkoročnim obavezama. U Crnoj Gori se u izveštaju Agencije za nadzor osiguranja (Agencija za nadzor osiguranja Crne Gore, 2010, str. 29) računa koeficijent likvidnosti kao odnos likvidnih sredstava i kratkoročnih obaveza. Izvršeno računanje koeficijenta je u skladu sa Pravilnikom o načinu utvrđivanja i praćenja likvidnosti. Pod likvidnim sredstvima utvrđenim Pravilnikom se podrazumevaju:

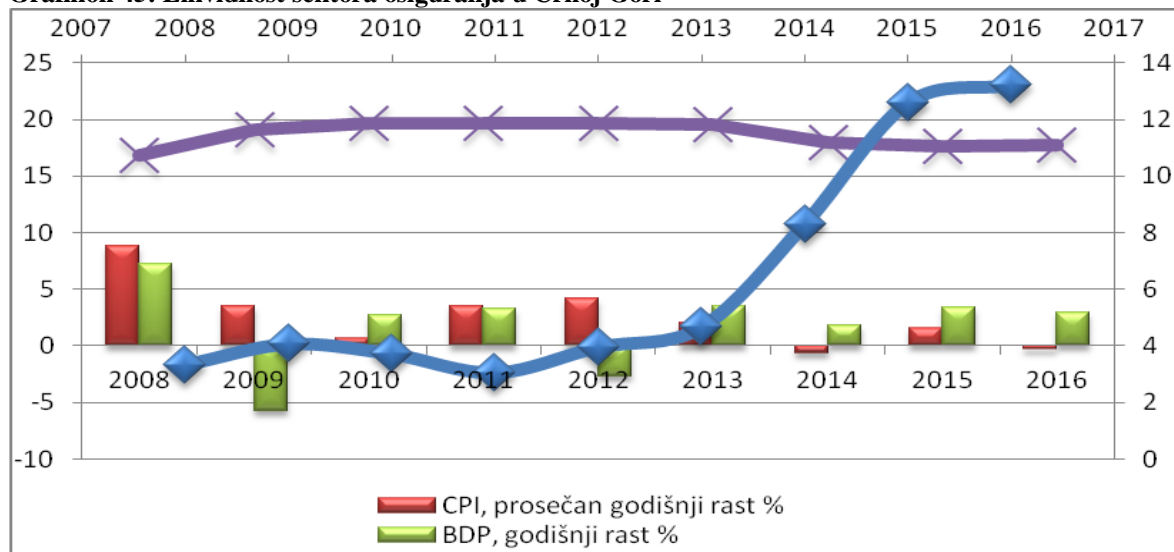
- 1) Hartije od vrednosti,
- 2) Novčana sredstva,
- 3) Potraživanja koja dospevaju u narednih 14 dana od dana utvrđivanja likvidnosti društva za osiguranje, koja su pokrivena instrumentima obezbeđenja plaćanja (ček, avalirana menica, bankarska garancija),
- 4) Neiskorišćeni deo odobrenih okvirnih bankarskih kredita za osiguravajuće društvo,
- 5) Realno očekivani priliv u narednih 14 dana po osnovu premija osiguranja i udela reosiguravača u štetama osiguravača, imajući u vidu prosečan dnevni priliv novčanih sredstava društva za osiguranje u prethodnoj godini (odnosno od dana osnivanja ako ne postoji podatak za prethodnu godinu).

Obavezama društva za osiguranje, smatraju se dospele obaveze i obaveze iz poslovanja društva, koje dospijevaju u roku od 14 dana od dana utvrđivanja koeficijenta likvidnosti društva, utvrđene na osnovu popisa, ugovora o osiguranju, aktuarskih proračuna i drugo.

Kako bi osiguravajuća društva ispunila svoje obaveze, neophodno je usklađivanje sredstava i obaveza po ročnosti, utrživosti i kvalitetu sredstava. Koeficijenti likvidnosti u Crnoj Gori u periodu 2008–2016. godine uvek su pokazivali dovoljnost sredstava za izmirenje obaveza. Vrednosti koeficijenta likvidnosti su imali tendenciju rasta, što govori da su osiguravajuća društva sposobna u ispunjavanju svojih kratkoročnih obaveza. Tako npr. u 2016. godini osiguravajuća društva su imala 13,23 puta veća likvidna sredstva u odnosu na svoje kratkoročne obaveze. Nekada ovako visoke vrednosti koeficijenta mogu da govore o tome da je osiguravajuće društvo sasvim sigurno u sposobnosti podmirenja neočekivanih potreba za gotovinom, a ukoliko su prisutne vrlo visoke vrednosti pokazatelja likvidnosti, tada osiguravajuće društvo mora pristupiti rešavanju politike neadekvatnog plasmana sredstava.

Na narednom grafikonu prikazano je kretanje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i koeficijenta likvidnosti u Crnoj Gori. Ono što se može uočiti je povezano kretanje stope nezaposlenosti i krive koeficijenta likvidnosti. U 2013. godini s padom nezaposlenosti povećava se koeficijent likvidnosti, što se može objasniti povećanom tražnjom za proizvodima osiguranja, te većeg učešća likvidne imovine u odnosu na obaveze. Period do 2013. godine beleži visoka stopa nezaposlenosti i nizak nivo likvidnosti sektora osiguranja. U periodima kada kretanje inflacije ima više vrednosti, tada je koeficijent likvidnosti na niskom nivou, i obrnuto, kada inflacija beleži niske vrednosti, tada je koeficijent likvidnosti na visokom nivou. Kretanje vrednosti BDP-a po ovom grafikonu ne ostvaruje povezanost sa vrednošću koeficijenta likvidnosti.

Grafikon 45: Likvidnost sektora osiguranja u Crnoj Gori



Izvor: Autor na osnovu podataka Agencije za nadzor osiguranja Crne Gore (Agencija za nadzor osiguranja Crne Gore, 2017).

Dakle, na osnovu kretanja prikazanog na grafikonu, može se zaključiti da makroekonomski faktori ekonomskog razvoja utiču na likvidnost sektora osiguranja, pored drugih neuključenih faktora.

3.2.3. Sektor osiguranja Bosne i Hercegovine

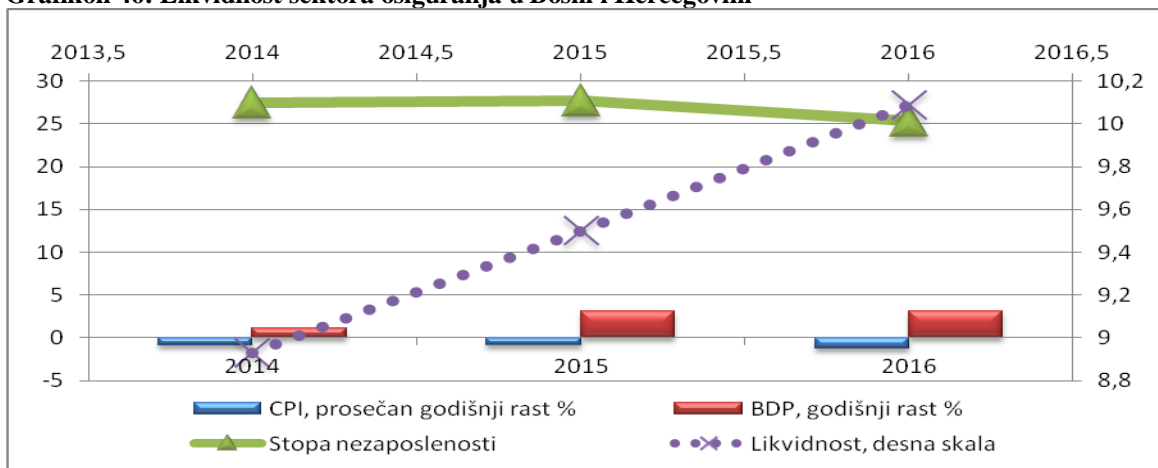
Tržište osiguranja Bosne i Hercegovine može se okarakterisati kao nedovoljno razvijeno i kao tržište sa neiskorišćenim potencijalom. Jedan od problema ogleda se u nepostojanju noviteta u proizvodima osiguranja u odnosu na već postojeće. Dalje, problem se vidi i u nedovoljnoj zastupljenosti dobrovoljnih osiguranja, iako je poslednjih godina zabeležen rast premija upravo dobrovoljnog životnog osiguranja. Učešće premije ove vrste osiguranja ne zauzima značajan udeo u ukupnoj premiji osiguranja zbog prisutnosti i dalje dominantnog obaveznog osiguranja od autoodgovornosti. Jedna od mogućnosti za prevazilaženje navedenih problema odnosi se na prebacivanje fokusa na dobrovoljna osiguranja, kao i uvođenje novih vrsta obaveznih osiguranja. Uloga države u podsticanju dobrovoljnih osiguranja bi bila od velike koristi, ukoliko bi se radilo na primeni poreskih olakšica i podsticaja za neke vrste osiguranja, kao npr. na osiguranje poljoprivrednika od dejstva klimatskih prilika.

Prema navodima Šakotića: „Višegodišnje očekivani ekonomski rast i razvoj, te rast investicija bi doprinijeli većoj zaposlenosti stanovništva i boljem standardu građana, što bi otvorilo mogućnost i sektoru osiguranja za razvoj novih proizvoda i rast premije neobaveznih vrsta osiguranja. Faktori koji su imali veliki utjecaj na nerazvijenost tržišta osiguranja su zakonska regulativa i stepen njene dosljedne primjene, državno-političko okruženje, stepen i trendovi privrednog rasta i razvoja kao i stepen i trendovi finansijskog tržišta” (Šakotić, 2016, str. 265).

Neizvesnost nastanka osiguranog događaja i visina isplate osigurane sume (sume osiguranja) navode osiguravajuća društva na važnost planiranja strukture sredstava za prvobitno izmirenje obaveza po osnovu šteta i potom ostalih obaveza. Usklađenost sredstava i obaveza osiguravajućih društava po pitanju ročnosti, kvalitetu i utrživosti neophodna je, kako bi ona bila u mogućnosti da izmire dospele obaveze.

Na narednom grafikonu prikazano je kretanje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti sektora osiguranja u Bosni i Hercegovini. Potrebno je naglasiti da se usled nedostatka podataka, tj. finansijskih izveštaja za sektor osiguranja za određene godine, analiza svodi na kraći period u odnosu na analizu sektora osiguranja Srbije i Crne Gore.

Grafikon 46: Likvidnost sektora osiguranja u Bosni i Hercegovini



Izvor: Autor na osnovu podataka Centralne banke Bosne i Hercegovine (Centralna banka Bosne i Hercegovine, 2015; 2016b)

Prema izveštaju Centralne banke Bosne i Hercegovine, visok nivo likvidnosti aktive sektora osiguranja može se pripisati vođenju i dalje konzervativne politike investiranja, slabom potencijalu tržišta kapitala, kao i zakonskim odredbama (Centralna banka Bosne i Hercegovine, 2015, str. 44). Kada se posmatra kretanje vrednosti stope nezaposlenosti, uočava se njena obrnuto proporcionalna uticajnost na likvidnost sektora osiguranja. Dakle, pad vrednosti stope nezaposlenosti dovodi do postepenog porasta tražnje za proizvodima osiguranja, što se odražava na rast likvidnih sredstava u odnosu na približno istu vrednost kratkoročnih obaveza u posmatranom periodu, te nivo likvidnosti. Prisutan blagi rast vrednosti BDP-a odgovara rastu likvidnosti sektora osiguranja što se može objasniti postepenim ozdravljenjem privrede u kojem je rast životnog standarda povećao tražnju za osiguranjem. Kretanje vrednosti inflacije po ovom grafikonu ne ostvaruje povezanost sa vrednošću likvidnosti.

Ograničenja u razvoju sektora osiguranja slična su onima koja važe za većinu zemalja u okruženju. Razvoj sektora osiguranja Bosne i Hercegovine u značajnoj meri zavisi od ograničenih ekonomskih uslova kao što su: visoka stopa nezaposlenosti i nizak nivo zarada, od nedovoljne edukovanosti stanovništva o značaju osiguranja, od niske zastupljenosti dobrovoljnog osiguranja, što nadalje sužava investicione mogućnosti sektora osiguranja. Ipak, rast bilansne sume i rast premijskih prihoda ukazuje da postoje pozitivni pomaci u sektoru osiguranja.

U cilju formiranja realne slike o likvidnosti sektora osiguranja u Srbiji, izvršeno je predstavljanje likvidnosti sektora osiguranja u Crnoj Gori i Bosni i Hercegovini. Uvođenjem i makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja, stvara se mogućnost da se oceni (ne)postojanje međuzavisnosti makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti sektora osiguranja. Može se zaključiti da je kod svih posmatranih zemalja uočena navedena međuzavisnost.

IV DEO – ISTRAŽIVANJE MEĐUZAVISNOSTI I POVEZANOSTI MAKROEKONOMSKIH DETERMINANTI EKONOMSKOG RAZVOJA I LIKVIDNOSTI FINANSIJSKOG SEKTORA

1. Pregled literature

Brojni autori proučavali su likvidnost banaka, tj. promene nivoa likvidnosti usled delovanja makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja. Neki od njih su: Trenca, Petria, Mutu and Corovei (2012), Vodová (2011), Basel Committee on Banking Supervision Working Group on Liquidity (2000), Alihodžić (2015), Račić (2014), Singh and Sharma (2016) i drugi. Zaključci do koji su došli istraživanjem odnose se na identifikovanje relevantnih i signifikantnih makroekonomskih faktora ekonomskog razvoja od uticaja na nivo likvidnosti bankarskog sektora.

Tako na primer, Račić (2014) u svom istraživanju identifikuje faktore od uticaja na likvidnost banke u periodu 2008–2012. godine. Rezultati istraživanja idu u prilog oceni da je kretanje osnovnih makroekonomskih faktora doprinelo visokoj likvidnosti bankarskog sektora Srbije. Povećanje stope nezaposlenosti, inflacije, na statistički značajnom nivou determinišu izloženost bankarskog sektora riziku likvidnosti. U istom Račićevom istraživanju, ispituje se i korelacija između likvidnosti bankarskog sektora i faza poslovnog ciklusa.

Alihodžić (2015) u svom radu, putem modela višestruke regresione analize utvđuje da li postoji obostrana kauzalnost i uslovljenost performansi realnog i bankarskog sektora za period od Q4 2008. do Q4 2014. godine. Za zavisnu promenljivu koristi bruto domaći proizvod, a za nezavisnu promenljivu: ukupne kredite privatnom sektoru, referentnu kamatnu stopu, štednju stanovništva, inflaciju, izvoz roba i usluga i uvoz roba i usluga.

Utvrđena je, uglavnom, pozitivna korelacija osim inflacije, kao i delimično slaba korelacija referentne kamatne stope sa bruto domaćim proizvodom.

Vodová (2011) u istraživanju identifikuje determinante likvidnosti slovačkih komercijalnih banaka u periodu 2001–2010. godine primenom panel-regresionog modela. U radu se navodi da likvidnost banaka uglavnom opada u periodu krize, te da se likvidna sredstva smanjuju sa većom profitabilnošću banaka, a adekvatnost kapitala raste sa većom veličinom banke. Likvidnost banaka, merena kroz kreditnu aktivnost, povećava se sa rastom bruto domaćeg proizvoda, a opada sa većom nezaposlenošću, dok kamatne stope, kamatna marža, inflacija i krediti nemaju statistički značajan uticaj na likvidnost slovačkih komercijalnih banaka.

Autori Singn i Šarma (Singhn and Sharma, 2016) rad posvećuju istraživanju specifičnih i makroekonomskih faktora vezanih za banku, a koji određuju likvidnost indijskih banaka. Specifični faktori uključuju veličinu banke, profitabilnost, troškove finansiranja, adekvatnost kapitala i depozite, dok su BDP, inflacija i nezaposlenost makroekonomski faktori koji su uzeti u obzir. Utvrđeno je da su veličina banke i BDP negativno uticali na likvidnost banke. S druge strane, depoziti, profitabilnost, adekvatnost kapitala i inflacija pokazali su pozitivan efekat na likvidnost banke. Visina finansiranja i nezaposlenost imali su beznačajan uticaj na likvidnost banke.

U fokusu brojnih istraživanja je ispitivanje relacije između ekonomskog razvoja i finansijskog sistema. Polazište u istraživanju ove relacije dali su King i Livajn (King and Levine, 1993). Oni razmatraju Šumpeterovo (Joseph Schumpeter) stanovište da finansijski sistem generiše ekonomski razvoj. Postojanje pozitivne korelacije između pokazatelja razvijenosti bankarskog sektora i godišnje stope rasta realnog BDP-a per capita, zaključak je do kog su došli. Zbog različitosti u odabiru pokazatelja ekonomskog i finansijskog razvoja, u obuhvatanju perioda istraživanja, u selektovanju zemalja, autori dobijaju različite rezultate po pitanju ispitivane relacije.

Ndlovu (2013) istražuje odnos između razvoja finansijskog sistema i ekonomskog razvoja koji je privukao interes mnogih istraživača širom sveta. Ova studija ispituje uzročnu vezu između razvoja finansijskog sistema i ekonomskog rasta sa stanovišta Zimbabvea. Studija otkriva postojanje jednoznačne kauzalnosti od ekonomskog rasta do finansijskog razvoja.

Dvoje autora Gurgul i Lah (Gurgul and Lach, 2011) u istraživanju navode da ekonomska literatura sugerše činjenicu da finansijski sistem ubrzava ekonomski razvoj i smanjuje siromaštvo. Međutim, postoje ekonomisti koji smatraju da je finansijski razvoj rezultat ekonomskog rasta. Ova studija ispituje uzročnu vezu između ekonomskog rasta i finansijskog razvoja u Poljskoj na osnovu kvartalnih podataka za period K1 2000 – K4 2009. godine.

U svojoj studiji Košal i Goš (Kaushal and Ghosh, 2016) navode da je razvoj osiguravajućih i bankarskih institucija jedan od osnovnih konstituenata koji igraju važnu ulogu u stimulanju finansijskog razvoja i time rastu ekonomije u bilo kojoj zemlji. Međutim, uzročno dejstvo ovih finansijskih institucija ne može se generalizovati, jer je razvoj finansijskih institucija sasvim drugačiji po prirodi i skali u različitim zemljama. Autori rada pokušavaju da ispituju odnos između finansijskih institucija i ekonomskog rasta u indijskoj ekonomiji. Dolaze do saznanja da postoji dugoročni odnos, a ekonomski rast promovise razvoj institucije osiguranja i obrnuto. Utvrđeno je i da ekonomski rast uzrokuje razvoj bankarskih institucija.

Istraživanja Mujea i Hasana (Muye and Hassan, 2016) pokazuju da postoji snažna pozitivna korelacija između islamskih osiguravajućih društava i ekonomskog rasta. Pozitivna i značajna veza uočena je između trgovine i ekonomskog rasta, kao i pozitivna ali ne i statistički značajna veza između inflacije (CPI) i ekonomskog rasta, dok državna potrošnja pokazuje negativnu korelaciju. Time ovo istraživanje podržava relaciju supply-leading pristup.

Autori Batja i Džejn (Bhatia and Jain, 2013) navode da je sektor osiguranja u Indiji odigrao vitalnu ulogu u razvoju te ekonomije. Rast sektora osiguranja nije rezultat jednog faktora. Raznolikost makroekonomskih faktora kao što su stanovništvo, BDP, prihod po glavi stanovnika, inflacija i nezaposlenost, imaju pozitivan i negativan uticaj na rast potražnje životnog osiguranja. Značajan odnos primećen je između različitih savremenih uslova osiguranja, tj. penetracije osiguranja, gustine osiguranja i makroekonomskih pokazatelja u ovom radu. Iz rezultata gornje analize primećuje se da su stanovništvo, BDP, BDP per capita, inflacija i nezaposlenost glavni faktori koji utiču na rast penetracije osiguranja, rast gustine i rast ukupne premije osiguranja u Indiji.

U svom istraživanju Murungi (2014) utvrđuje odnos između makroekonomskih varijabli i finansijskih performansi osiguravajućih kompanija u Keniji. Ovaj autor je utvrdio da je kamatna stopa, bruto domaći proizvod, odnos potraživanja i odnos troškova statistički značajan, dok su stopa inflacije, kursna lista, novčana masa i veličina imovine sa značajem više od 5 % tj. bez statističkog značaja. Ovo otkriva da su k1, k5, k6 i k7 pogodni prediktori finansijskih performansi osiguravajućih društava.

2. Metodologija istraživanja

Sama priroda ovog istraživanja odredila je primenu empirijske (iskustvene metode), jer se ova metoda zasniva na prikupljanju iskustvenih činjenica, tj. Podataka, s ciljem da se verifikuje postavljena hipoteza. Empirijska metoda razlikuje i neeksperimentalna istraživanja koja su karakteristična za društvene nauke. Ona se sprovode na populaciji ili češće na uzorku sa ciljem utvrđivanja povezanosti nekih pojava. Tehnika istraživanja odnosi se na analizu sadržaja (analiza dokumenata) koja je najprikladnija ovom istraživanju. Pošto je ovaj rad zasnovan na analizi dokumenata (arhive, izveštaji, analize), ovom tehnikom određeni sadržaji mogu najbolje da se opišu, objasne i razumeju. Osnovna jedinica analize odnosi se na makroekonomske determinante ekonomskog razvoja i likvidnost bankarskog sektora. Primenom statističkih tehnika, poput deskriptivne statistike (ispitivanje aritmetičke sredine, standardne devijacije), statistike zaključivanja (korelaciona analiza, linarna

logistička regresija), dolazi se do kvantitativnih zaključaka između zavisnih i nezavisnih varijabli, tj. vrši se merenje pojedinačnih i kombinovanih efekata nezavisnih varijabli na zavisnu.

Prema navodima poznatih autora: „u svim savremenim naučnim istraživanjima u oblasti ekonomije treba da se primenuje skup naučnih metoda koji čine: dijalektička metoda kao opšta, metode posmatranja, studiranja, ispitivanja i eksperimentisanja, kao posebne, kao i skup pojedinačnih metoda koje su izvedene iz posebnih metoda” (Grandov i Radovanović, 2016, str. 6).

Cilj istraživanja zasniva se na oceni da li i na koji način makroekonomske determinante ekonomskog razvoja određuju likvidnost finansijskog sektora. Značaj likvidnosti finansijskog sektora (bankarskog sektora i sektora osiguranja), motiv je istraživanja ove teme, tj. koja uvrštena nezavisna varijabla ima najveću prediktivnu moć zavisne varijable. Dobijeni rezultati istraživanja treba da potvrde značaj uvrštenih makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja, među drugim neuvrštenim odrednicama likvidnosti finansijskog sektora. Istraživanje stavlja akcenat na:

1. Analizu deskriptivne statistike posmatranih varijabli (za bankarski sektor i sektor osiguranja),
2. Utvrđivanje međuzavisnosti makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskog sektora i
3. Utvrđivanje doprinosa nezavisnih varijabli varijansi zavisne varijable.

Istraživanje u ovom radu odnosi se na likvidnost bankarskog sektora i likvidnost sektora osiguranja. U narednoj tabeli dat je pregled osnovnih informacija za dalji tok istraživanja.

Tabela 29: Osnovne informacije o istraživanju

	Bankarski sektor	Sektor osiguranja
Period istraživanja	2008–2016. godina	2006–2014. godina
Podaci	Narodna banka Srbije, Republički zavod za statistiku	Narodna banka Srbije, Republički zavod za statistiku
Nezavisne varijable	indeks industrijske proizvodnje (IIP) broj nezaposlenih (UNIP) indeks potrošačkih cena (CPI)	indeks industrijske proizvodnje (IIP) broj nezaposlenih (UNIP) indeks potrošačkih cena (CPI)
Zavisne varijable	Prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti Krediti nefinansijskom sektoru / depoziti nefinansijskog sektora	Likvidnost životnog osiguranja Likvidnost neživotnog osiguranja
Broj opservacija	108	36
Tip podataka	Mesečni	Tromesečni
Statistički program	SPSS	SPSS

3. Obuhvat istraživanja

Važnu ulogu u funkcionisanju jedne privrede, poslovanju preduzeća, poslovanju finansijskih institucija, svakako imaju makroekonomski faktori ekonomskog razvoja, poput bruto domaćeg proizvoda, indeksa potrošačkih cena, stope nezaposlenosti. Rezultati istraživanja biće podeljeni u tri segmenta. Prvi deo istraživanja odnosi se na poređenje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja Srbije sa zemljama regiona, što će pružiti kompletniju sliku o međuzavisnosti ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskih institucija u Srbiji. Komparacija će se izvršiti i sa visoko razvijenim zemljama. Drugi deo istraživanja prikazuje odnos makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i

likvidnosti bankarskog sektora, dok treći deo istraživanja, takođe, pripada ispitivanju ovog odnosa, s tim da se likvidnost odnosi na sektor osiguranja.

3.1. Komparativna analiza makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja Srbije sa zemljama regiona

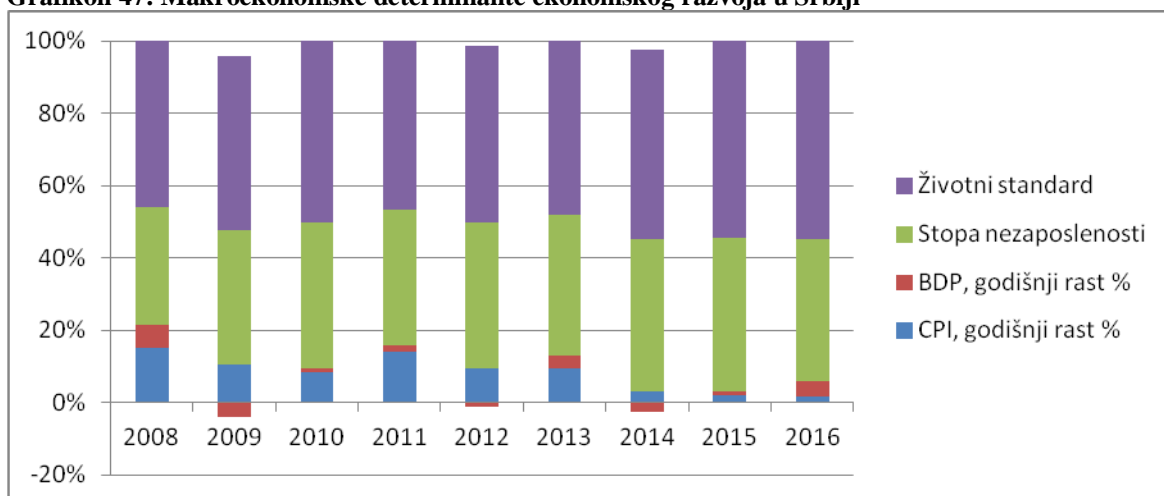
Kretanje makroekonomskih determinanti u Srbiji i zemljama regiona (Hrvatska, Crna Gora i Bosna i Hercegovina) svakako se međusobno razlikovalo, te će njihovo međusobno poređenje povećati značaj analize.

Kada je reč o kretanju BDP-a u **Srbiji**, uočljiva su dva perioda kada su vrednosti imale negativan predznak. Dakle, u 2009. godini kada su se primetili rezultati svetske ekonomske krize, kao i 2014. godina kada su velike poplave učinile da privreda Srbije uđe u period recesije. Blagi oporavak usledio je u 2015. godini. Rast privrede usmerava se ka investicijama i izvozu (dalje od koncepta usmerenog na potrošnju) kao ključnim pokretačima ekonomskih aktivnosti. Neravnoteža tržišta rada se smanjuje u 2016. godini usled prisutnih investicija i ekonomskog rasta koji otvaraju nova radna mesta. Inflacija se poslednjih godina drži pod kontrolom i očekuje se da će ta stabilnost biti očuvana merama fiskalne konsolidacije. Srbija se suočava sa nekoliko ključnih problema koji koče ekonomski razvoj. Ovde se misli, pre svega, na prekomerni uticaj države na privredu, nedovoljno razvijen privatni sektor, niske investicije, slabu infrastrukturu, učešće sive ekonomije i sl. Iz ovih razloga, hitno je potrebno doneti mere za rekonstrukciju državnih preduzeća i javne uprave, poboljšanje poslovnog okruženja i poboljšanje finansijske stabilnosti.

U cilju postizanja konkurentnosti jedne zemlje, neophodan je stabilan ekonomski rast. Pokazatelj konkurentnosti određene zemlje može biti životni standard stanovništva meren BDP-om po glavi stanovnika korigovan za paritet kupovne moći u zemljama (GDP per capita in PPP). Dakle, ako je cilj ekonomije da se poveća nivo konkurentnosti na domaćim i stranim tržištima, potrebno je raditi na povećanju životnog standarda stanovništva (Savjet ministara – Direkcija za ekonomsko planiranje, 2017, str. 3). Trenutno je životni standard

stanovništva u zemljama regiona ispod proseka zemalja Evropske unije (EU28). Dok je u EU prosek oko 60%, u 2016. godini bio je u Srbiji 37%, Hrvatskoj 60%, Bosni i Hercegovini 31%, a u Crnoj Gori 46%. U periodu 2008–2016. godine, Hrvatska je beležila najviše vrednosti ovog pokazatelja životnog standarda, zatim slede Crna Gora, Srbija i Bosna i Hercegovina. Radi poboljšanja životnog standarda stanovništva neophodno je unaprediti ekonomski rast i razvoj.

Grafikon 47: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja u Srbiji



Izvor: Autor na osnovu podataka NBS

Na osnovu predočenih makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja, Srbija u odnosu na Hrvatsku ima manje stope nezaposlenosti. Prosečan godišnji rast indeksa potrošačkih cena je najviše izražen u Srbiji, zatim u Crnoj Gori, Bosni i Hercegovini i na kraju najniže stope ostvaruje Hrvatska. Kretanje BDP-a ukazuje na najveće vrednosti u Crnoj Gori, zatim u Bosni i Hercegovini, Srbiji i Hrvatskoj.

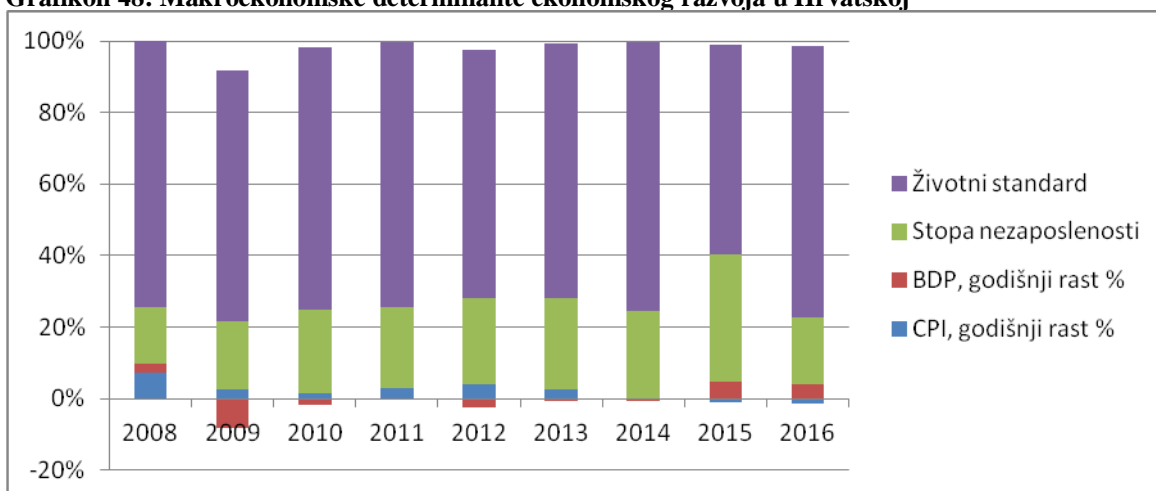
Kada je reč o makroekonomskim kretanjima u **Hrvatskoj**, može se reći da je svetska ekonomska kriza iz 2008. godine učinila da duboki strukturni problemi postanu vidljiviji i važniji. Neki od njih se odnose na slabo konkurentnu izvoznu industriju, veliki privatni dug, zapostavljeno tržište rada i neadekvatno upravljanje javnim finansijama. Navedeni problemi su još više eskalirali zbog nepovoljnog okruženja, pa se privredno prilagođavanje usporavalo, a recesija produbljivala. Stoga se pad vrednosti BDP-a odnosi na smanjenu

domaću tražnju, a naročito ulaganja. Njegovo smanjivanje rezultat je i slabosti privrede usled pada izvoza, rekonstrukcije sektora brodogradnje. Domaća tražnja je opadala, ali se 2013. godine desio blagi oporavak koji se pripisuje ulasku u Evropsku uniju, većoj potrošnji domaćinstava i većih ugostiteljskih aktivnosti. U 2014. godini došlo je do rasta od 0,5% i u 2015. od 1,2%, kao odraz poboljšanja pristupa sredstvima evropskih strukturnih i investicionih fondova. Kočnica daljeg rasta vrednosti BDP-a je fiskalno prilagođavanje (Evropska komisija – Glavna uprava za gospodarske i finansijske poslove, 2014, str. 17).

Inflacija merena indeksom potrošačkih cena beleži smanjenje tokom 2013. godine na 2,2% u Hrvatskoj, najpre zbog neizmirenih poreza i regulisanih cena.

Stopa nezaposlenosti, takođe, bila je pogođena recesijom i 2016. godine je iznosila 14,7%. Najveće stope zabeležene su 2012. i 2013. godine, kada su iznosile 20,9% i 21,5% što je svakako niže u poređenju sa Srbijom i Bosnom i Hercegovinom u tom periodu. Dalji rast nezaposlenosti sprečen je zapošljavanjem u već naraslom javnom sektoru. Problemi se nalaze u zakonodavstvu koje podiže troškove rada i tako ometa otvaranje novih radnih mesta. Vrednosti stope nezaposlenosti su ispod proseka u odnosu na prosek Evropske unije, a takav nesklad rezultat je manjak fiskalnog prostora za sprovođenje mera socijalne politike. U svom istraživanju Krnić i Radošević navode da: „Hrvatska ima jedan od najmanjih radnih kontingenata u Evropi, a istodobno pripada zemljama koje imaju najveću stopu nezaposlenosti” (Krnić i Radošević, 2014, str. 14).

Grafikon 48: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja u Hrvatskoj



Izvor: Autor na osnovu podataka: www.dzs.hr, www.imf.org, www.data.worldbank.org

Kada je reč o makroekonomskim kretanjima u **Crnoj Gori**, kao mala i otvorena ekonomija, nije izbegla prelivanje krize sa drugih tržišta, što se reflektovalo na funkcionisanje tržišta Crne Gore. Prema podacima Centralne banke Crne Gore, privreda je u 2016. godini ostvarila ekonomski rast od 2,9%. U ovom periodu rast je ostvaren u sektoru poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo, finansijske delatnosti i delatnosti osiguranja, građevinarstvo, snabdevanje električnom energijom, dok je pad ostvaren u sektoru trgovine, turizma, prerađivačkoj industriji, itd. Stope rasta BDP-a su u najvećem delu perioda 2008–2016. godine imale veće vrednosti od ostalih zemalja u analizi, što se može zaključiti u grafikonu zbirnog pregleda posmatranih zemalja.

Tabela 30: Stopa realnog rasta BDP-a po sektorima u Crnoj Gori

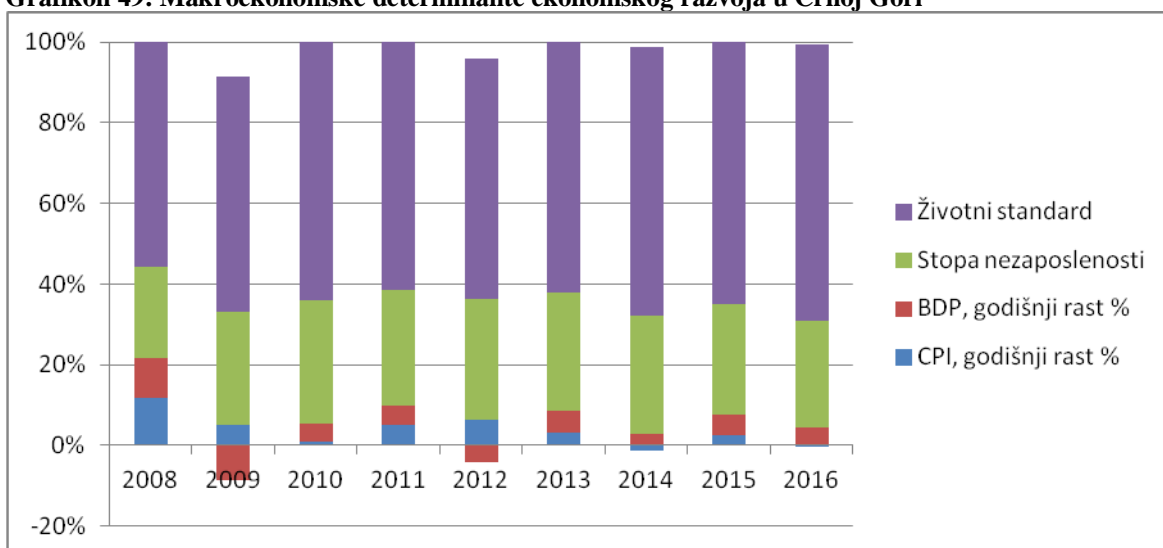
Sektor		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
A	Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	11,5	1,8	-1,3	11,0	-12,8	13,6	1,8	2,1	3,9
B	Vađenje rude i kamena	17,6	-62,9	65,1	3,8	-7,7	-6,9	-0,1	3,4	-13,0
C	Prerađivačka industrija	-6,4	-27,1	-3,9	10,7	-12,9	6,5	-2,1	6,0	-4,1
D	Snabdevanje el. energijom	20,2	8,7	21,1	-32,7	1,4	38,7	-2,4	-4,7	3,5
E	Snabdevanje vodom				8,6	0,1	-6,0	4,4	-0,1	-4,8
F	Građevinarstvo	20,7	-19,2	-7,4	15,9	-11,9	1,2	2,2	4,7	32,0
G	Trgovina na veliko i malo i popravka motornih vozila i motocikla	10,2	-18,0	0,9	13,3	-1,8	4,2	2,6	4,3	1,9
H	Saobraćaj i skladištenje	5,4	12,0	2,4	-2,5	-4,1	4,6	1,6	4,8	4,8
I	Usluge pružanja smještaja i ishrane	3,0	-3,1	5,5	7,4	3,2	2,7	1,9	16,6	1,9
J	Informisanje i komunikacije				2,5	2,2	-4,7	1,4	3,2	-3,5
K	Finansijske delatnosti i delatnosti osiguranja	5,9	2,7	1,3	1,7	-1,7	-3,5	6,0	3,6	6,7
L	Poslovanje nekretninama	1,8	7,5	1,6	6,1	0,9	1,4	2,2	2,3	1,5
M	Stručne, naučne i tehničke delatnosti				2,8	4,0	3,0	3,4	4,2	0,0
N	Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti				16,2	4,3	14,4	7,1	-0,2	2,3
O	Državna uprava i odbrana i obavezno socijalno osiguranje	4,2	1,2	0,0	2,1	2,8	1,5	1,5	2,7	1,4
P	Obrazovanje	-0,2	0,8	-0,2	-0,7	3,3	1,4	0,8	-0,3	-2,4
Q	Zdravstvena i socijalna zaštita	-0,8	-1,0	-1,9	-3,3	0,2	1,2	2,5	2,7	-2,1
R	Umetničke, zabavne i rekreativne delatnosti				-19,3	2,5	3,7	2,6	3,8	-0,8
S+T	Ostale uslužne delatnosti; Delatnosti domaćin. kao poslodavaca	-2,9	19,1	14,5	4,0	-1,9	4,2	7,4	5,3	-0,3
U	Delatnosti eksteritorijalne organizacije i tela				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
	Usluge fin. posredovanja									
	Bruto dodata vrijednost	6,7	-3,8	2,4	3,7	-2,2	4,1	1,9	3,8	2,4
	Porezi na proizvode minus subvencije na proizvode	7,7	-13,4	2,7	0,7	-5,3	0,9	1,4	1,5	5,7
	BRUTO DOMAĆI PROIZVOD	6,9	-5,7	2,5	3,2	-2,7	3,5	1,8	3,4	2,9

Izvor: Privredna komora Crne Gore (2018).

Inflacija, koja se meri indeksom potrošačkih cena, iznosila je 1% u 2016. godini, dok je njena prosečna godišnja vrednost bila -0,3%. U poređenju sa drugim zemljama regiona, Crna Gora je u svim analiziranim periodima, imala niže prosečne godišnje vrednosti u odnosu na Srbiju (izuzev 2008. i 2009. godine), dok Hrvatska i Bosna i Hercegovina imaju približne vrednosti.

Kada je reč o *stopi nezaposlenosti*, u 2016. godini je iznosila 17,1%. Na osnovu podataka narednog grafikona, može se primetiti da je najviša stopa nezaposlenosti bila upravo 2008. godine kada se desila svetska ekonomska kriza i tek 2014. godini se primećuju znaci blagog oporavka. U poređenju sa Hrvatskom, Crna Gora beleži slične vrednosti stope nezaposlenosti, dok Srbija i Bosna i Hercegovina imaju lošije vrednosti ovog pokazatelja ekonomskog razvoja.

Grafikon 49: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja u Crnoj Gori



Izvor: Autor na osnovu podataka: www.monstat.org, www.imf.org, www.data.worldbank.org

Generator razvoja privrede Crne Gore u poslednjih nekoliko godina bio je priliv kapitala. Značajni iznosi sredstava bili su usmereni ka započetim projektima u oblasti turizma, ka sektoru energetike u pogledu izgradnje hidroelektrana, ka javnom sektoru u pravcu izgradnje autoputa (Centralna banka Crne Gore, 2017). Kako navodi Žugić, guverner vrhovne monetarne institucije: „Ulaganje u infrastrukturu ne smatram pogrešnim, jer će ono

kreirati buduće benefite i povećati bezbijednost saobraćaja” (Crnogorski finansijski portal, 2018). Jednokratna kapitalna investicija za igradnju autoputa povećaće ekonomsku aktivnost, ali će povećati i javni dug, pa se po tom pitanju vodi polemika koliko je pametno ulaziti u takve poduhvate. Dakle, važna činjenica prilikom odobravanja velikih infrastrukturnih projekata jeste da razvojna komponenta obezbedi održivost javnog duga.

Kada je reč o makroekonomskim kretanjima u **Bosni i Hercegovini**, *ekonomski rast* je prema izveštaju Savjeta ministara – Direkcija za ekonomsko planiranje, neznatno povećan u 2016. godini, kada je iznosio 3,144% u odnosu na 2015. godinu kada je iznosio 3,077% (Savjet ministara – Direkcija za ekonomsko planiranje, 2017, str. 7). Međutim, u Srbiji je u istom periodu ekonomski rast višestruko povećan, sa 0,8% na 3,8% u 2016. godini. Slična situacija bila je i u Hrvatskoj, gde je rast u 2016. godini bio 3,165%, a u 2015. godini 2,347%. Crna Gora nije ostvarila ekonomski rast u ovom periodu. Napredak zemalja u regionu doprineo je izvoznoj tražnji Bosne i Hercegovine, dok je domaća tražnja nije bila na visokom nivou zbog smanjenih stranih ulaganja u potrošnju.

Prema izveštaju Savjeta ministara – Direkcija za ekonomsko planiranje, na osnovu ekonomskog rasta u 2016. godini došlo je i do smanjenja *nezaposlenosti* sa 27,7% na 25,4%, iako je po ovom pokazatelju Bosna i Hercegovina među prvima u zemljama regiona. Interesantan je podatak da postoji velika razlika između registrovanih podataka o radnoj snazi i podataka iz ankete, što ukazuje na postojanje značajnog neformalnog tržišta rada (sive ekonomije). Ovo povećanje broja zaposlenih uz dezinflaciju pozitivno je delovalo na rast privatne potrošnje (Savjet ministara – Direkcija za ekonomsko planiranje, 2016, str. 13).

Inflacija, koja se meri indeksom potrošačkih cena, u 2016. godini njena prosečna godišnja vrednost bila je -1,3%. U poređenju sa drugim zemljama regiona, Bosna i Hercegovina ima približne vrednosti kao i Hrvatska, dok Crna Gora i Srbija u gotovo svim analiziranim periodima, imaju približne vrednosti. Po svemu navedenom, može se zaključiti da dezinflacija nije negativno uticala na proizvodnju i nivo zaposlenosti usled smanjenja

prihoda proizvođača (zbog pada svetskih cena i jeftinijih sirovina i energenata) (Savjet ministara – Direkcija za ekonomsko planiranje, 2017a, str. 7).

Grafikon 50: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja u Bosni i Hercegovini



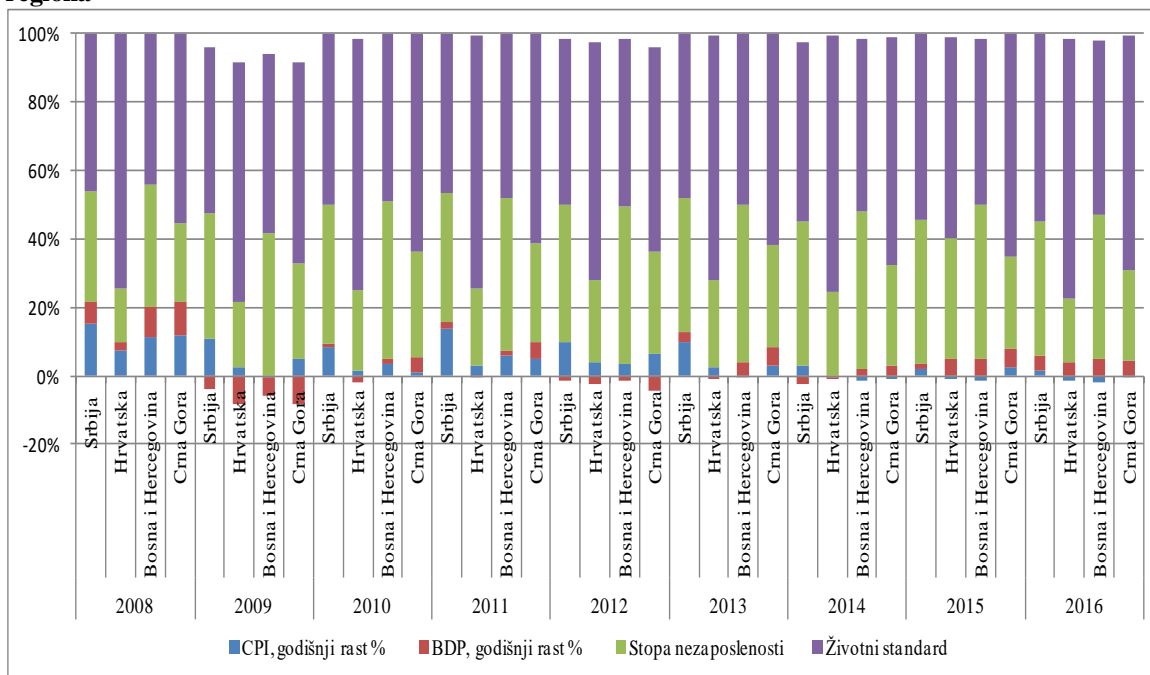
Izvor: Autor na osnovu podataka: www.dzs.hr, www.monstat.org, www.imf.org, www.data.worldbank.org

Da bi se ostvarila makroekonomska ravnoteža kao cilj ka kom se teži, neophodna je stabilnost cena, niska stopa nezaposlenosti, domaća i spoljna ravnoteža uz konstantni ekonomski rast i razvoj. Za Bosnu i Hercegovinu ovaj cilj je ostvariv ukoliko se pristupi unapređenju u upravljanju budžetom, fiskalnoj konsolidaciji i adekvatnom upravljanju javnim dugom, kao i stvaranju uslova za rast konkurentnosti i nivoa zaposlenosti.

Na narednom grafikonu prikazane su zbirno sve makroekonomske determinante ekonomskog razvoja za Srbiju i zemlje regiona u periodu 2008–2016. godine. Kao opšti zaključak može se navesti da je svetska ekonomska kriza iz 2008. godine ostavila trag na ekonomski rast svih posmatranih zemalja. Pad vrednosti BDP-a u 2012. godini u Crnoj Gori je npr. bio uslovljen smanjenom aktivnošću u poljoprivredi, ribarstvu, šumarstvu, građevinarstvu i prerađivačkoj industriji. U Hrvatskoj se pad BDP-a vezuje za jačanje negativnih trendova u domaćoj privredi i problema u evrozoni. Za Srbiju je 2012. godina takođe bila loša godina kao rezultat političke neizvesnosti i pogoršanih vremenskih uslova. U Bosni i Hercegovini je pad BDP-a bio rezultat smanjenih ekonomskih aktivnosti.

Oporavak od efekata ekonomske krize beleže sve analizirane zemlje u 2013. godini, sem Hrvatske. Takođe, poplave u 2014. godini negativno su uticale na Srbiju i Hrvatsku.

Grafikon 51: Zbirni pregled makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja u Srbiji i zemljama regiona



Izvor: Autor na osnovu podataka: www.dzs.hr, www.monstat.org, www.imf.org, www.data.worldbank.org

Na osnovu svih analiziranih determinanti ekonomskog razvoja može se zaključiti da su postojala dva talasa negativnog ekonomskog rasta i to 2008. i 2012. za sve posmatrane zemlje. Crna Gora se može izdvojiti kao zemlja sa najvišim vrednostima rasta BDP-a u posmatranom periodu, a slede Bosna i Hercegovina, Srbija i Hrvatska. Srbija se izdvaja kao zemlja sa najvišim stepenom nezaposlenosti, a slede Bosna i Hercegovina, Crna Gora i Hrvatska. Srbija se ponovo izdvaja kao zemlja sa najvišim stopama inflacije (dok pojedine zemlje imaju problem sa dezinflacijom – padom cena, koje imaju loše dejstvo na ekonomsku aktivnost), a slede Hrvatska, Crna Gora, Bosna i Hercegovina. Po parametru životnog standarda, Hrvatska je zauzela prvo mesto, sledi je Crna Gora, Srbija i Bosna i Hercegovina.

Dakle, u odnosu na posmatrane zemlje regiona, Srbija je zemlja sa najvišim stopama nezaposlenosti i inflacije, a sa najnižim stopama vrednosti BDP-a u analiziranom periodu.

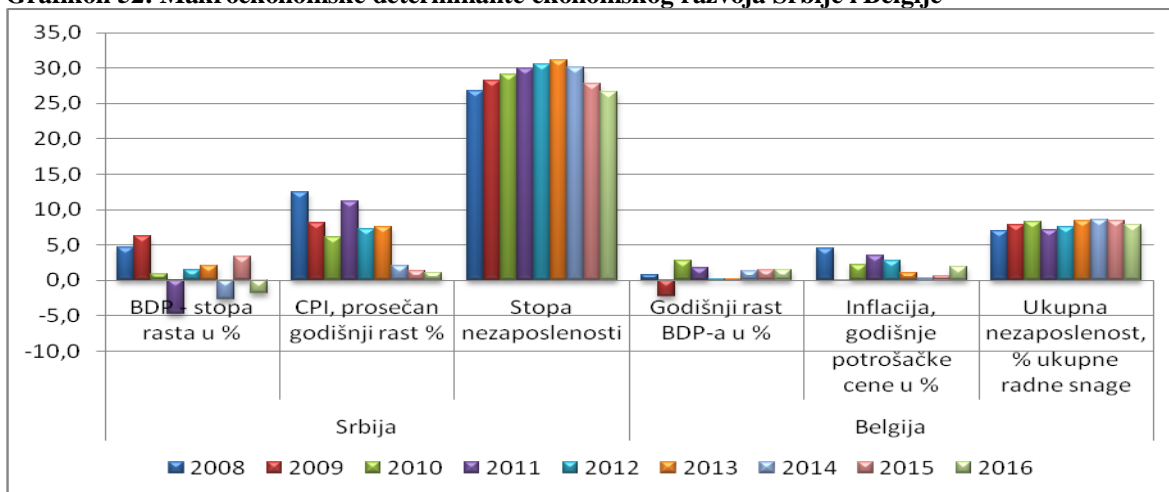
3.2. Komparativna analiza makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja Srbije sa Belgijom

Ukoliko bi se u odnos stavila Srbija i njeni makroekonomski indikatori ekonomskog razvoja sa istim indikatorima **Belgije**, kao zemlje zapadne Evrope i kao jedne od osnivača Ujedinjenih nacija, Evropske unije i NATO-a, mogu se uočiti odstupanja. S obzirom na to da je Belgija u odnosu na Srbiju po površini (30.528 km²) gotovo tri puta manja zemlja, po broju stanovnika (popis 2014. godine 11.194.824) ima skromnu prednost, a po gustini naseljenih stanovnika spada u najgušće naseljene zemlje (366,71 st./km²), ona je visoko razvijena zemlja. Dakle, iako je površinski manja, Belgija ima približan broj stanovnika naspram Srbije, a gustina naseljenosti je značajno veća u odnosu na Srbiju. Kao takva, ona je jedna od najotvorenijih država u Evropi, kada se analizira udeo uvoza i izvoza u strukturi BDP-a, kao i zemlja najzavisnija od kretanja na stranim tržištima, kao i od trgovačke saradnje sa Francuskom, Holandijom i Nemačkom. Belgija ima visoko učešće usluga i industrije, kao i poljoprivrede, u strukturi stabilnog BDP-a (najznačajnije je govedarstvo), stopa nezaposlenosti se u posmatranom periodu kreće oko 7–8%, dok je inflacija niska i stabilna. Zbog nedovoljnih prirodnih izvora, Belgija je prinuđena da uvozi značajnu količinu sirovina, a da izvozi, takođe, velike količine gotovih proizvoda. Raspolaze sa dobro razvijenom mrežom železničkog prevoza koja joj omogućuje dobru povezanost sa gradovima Evrope.

U odnosu na Srbiju, koja poseduje značajna prirodna bogatstva, koja je površinski veća zemlja, zemlja sa nešto manjim brojem ukupnog stanovništva, ipak ne spada u red visoko industrijski razvijenih zemalja. Izvozno orijentisana privreda Srbije trebala bi da podstakne dalji ekonomski razvoj i približi ga razvijenim zemljama. Na narednom grafikonu prikazano je kretanje makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja Srbije i Belgije. Uočavaju se oscilacije u kretanju BDP-a Srbije, za razliku od Belgije gde se vidi prisustvo stabilnih stopa rasta. Što se tiče inflacije, Belgiju karakterišu niske stope inflacije, što nije bio slučaj u Srbiji u posmatranom periodu. Kada je reč o nezaposlenosti u Belgiji, njegovo kretanje je u posmatranom periodu stabilno i nisko, što je dijametralno suprotno kretanjima

u Srbiji. Dakle, iako su slične po veličini i broju stanovnika, ove dve zemlje nisu na istom nivou razvijenosti.

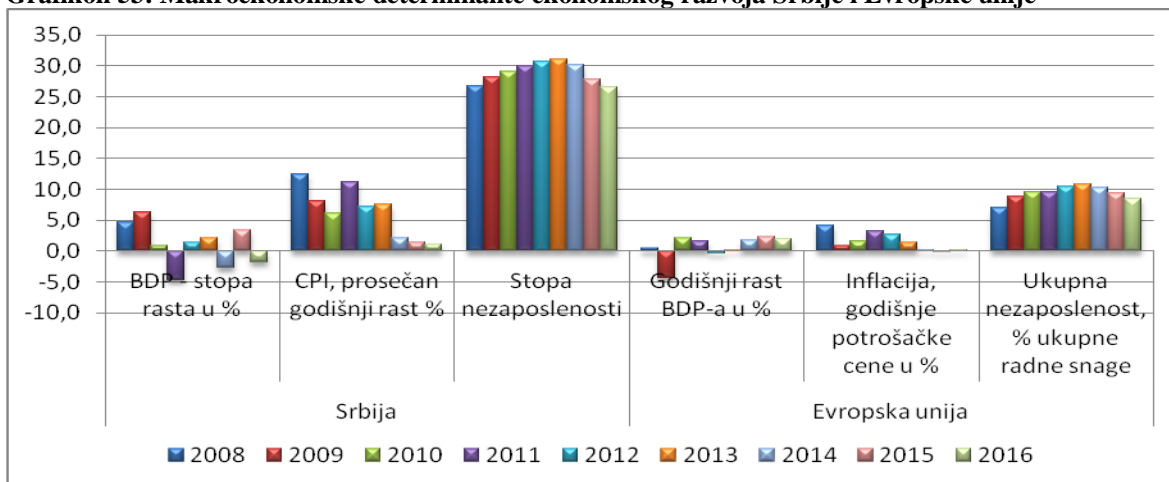
Grafikon 52: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja Srbije i Belgije



Izvor: <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.NE.ZS?end=2016&locations=BE-EU&start=2008&view=chart>

Na narednom grafikonu prikazan je odnos makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja Srbije i zemalja Evropske unije. S obzirom na to da je i Belgija jedna od članica Evropske unije, očekivano je da ovaj odnos bude sličan.

Grafikon 53: Makroekonomske determinante ekonomskog razvoja Srbije i Evropske unije



Izvor: <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.NE.ZS?end=2016&locations=BE-EU&start=2008&view=chart>

Iako Srbija po nivou razvijenosti nije merljiva sa visoko razvijenim zemljama, ona ipak predstavlja sponu ka drugim zemljama, što je važno za Evropsku uniju. Tokom posete Republici Srbiji, Antonio Tajani, predsednik Evropskog parlamenta, istakao je da se prepoznaje napredak Srbije i da stabilnost Balkana predstavlja stabilnu Evropsku uniju (Tajani, 31. 01.2018). Apostrofiranje ekonomske saradnje i otvaranje evropskih kompanija u Srbiji, a time i novih radnih mesta, podsticajno bi delovalo na ekonomski rast i razvoj Srbije.

3.3. Rezultati istraživanja za bankarski sektor

U analizi bankarskog sektora, načinjena su dva ispitivanja. Prvo je za cilj imalo ispitivanje uticaja broja nezaposlenih, godišnjeg rasta indeksa potrošačkih cena, kao i indeksa industrijske proizvodnje na prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti bankarskog sektora, dok je u drugom delu načinjeno ispitivanje uticaja ovih varijabli na odnos kredita nefinansijskom sektoru i depozita nefinansijskog sektora (LTD ratio).

Deskripcija podataka za bankarski sektor

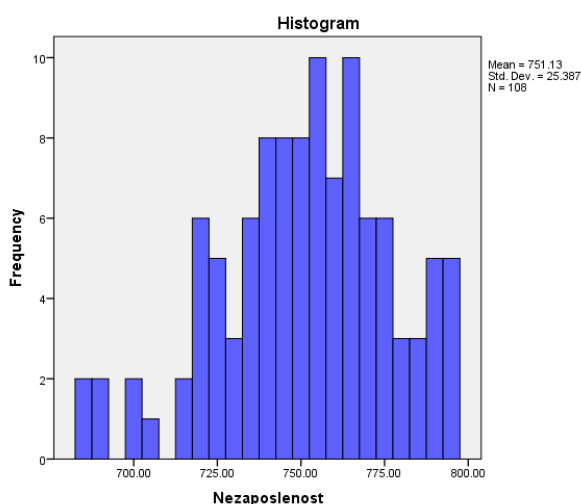
U narednoj tabeli su prikazane vrednosti aritmetičke sredine, standardne devijacije, minimalne i maksimalne vrednosti, kao i mere zakrivljenosti (skewness) i spljoštenosti (kurtosis) krive raspodele svih ispitivanih parametara: broja nezaposlenih, indeksa potrošačkih cena, indeksa industrijske proizvodnje, prosečnog mesečnog pokazatelja likvidnosti kao i LTD odnosa, za period od 108 meseci.

Tabela 31: Deskriptivna statistika

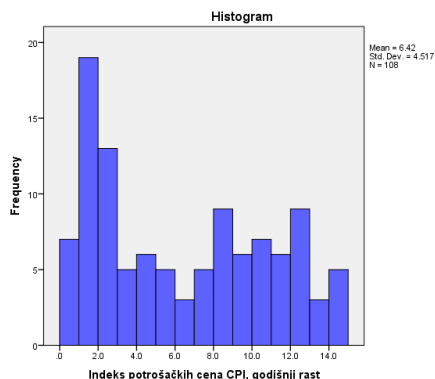
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Nezaposlenost	108	685.00	796.00	751.1296	25.38750	-.409	.233	-.061	.461
Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast	108	.1	14.9	6.424	4.5172	.270	.233	-1.350	.461
Indeks industrijske proizvodnje (IIP)	108	74.50	120.50	100.2065	9.50072	-.388	.233	-.188	.461
Prosecan mesečni pokazatelj likvidnosti	108	1.50	2.68	2.1126	.25798	.127	.233	.003	.461
Kreditni nefinansijskom sektoru/Depoziti nefinansijskog sektora u % (LTD ratio)	108	92	134	112.01	12.436	.120	.233	-1.509	.461
Valid N (listwise)	108								

Rezultati su predstavljani grafički na histogramima i takozvanim „kutijastim dijagramima” – box plot.

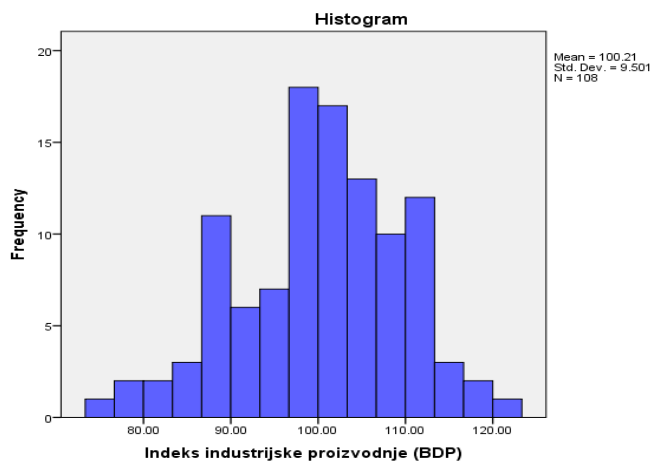
Na histogramima se zapaža da se najveći broj meseci broj nezaposlenih kretao između 750 i 775 hiljada, dok je u ispitivanom periodu bilo svega 15 meseci kada je nezaposlenost bila ispod 725 hiljada.



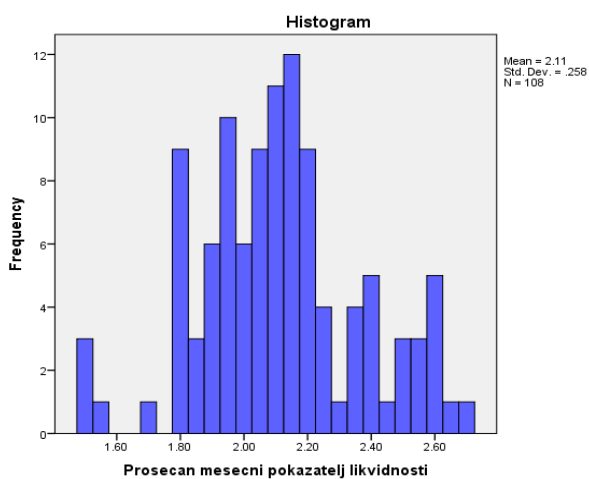
Godišnji rast indeksa potrošačkih cena tokom ispitivanog perioda u najvećem broju meseci bio je između jedan i dva, sa zakrivljenošću raspodele ulevo, što znači da je više meseci kada je CPI bio viši od onog koji je najčešće zabeležen i kreće se čak do 15. Ovo čini krivu raspodele za CPI najzakrivljenijom od svih drugih ispitivanih parametara bankarskog sektora.



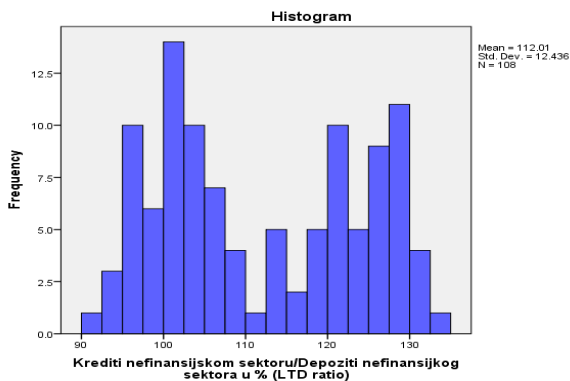
Kriva indeksa industrijske proizvodnje ne odstupa značajno od normalne raspodele, što se vidi na prikazanom histogramu koji pokazuje da je najveći broj meseci zabeležen CPI oko 100, dok je raspodela vrednosti iznad i ispod prosečne približno jednaka.



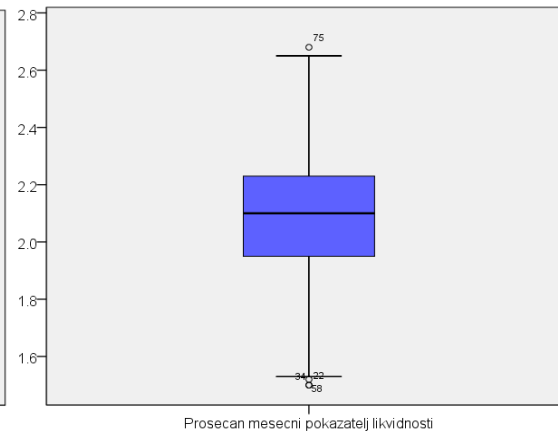
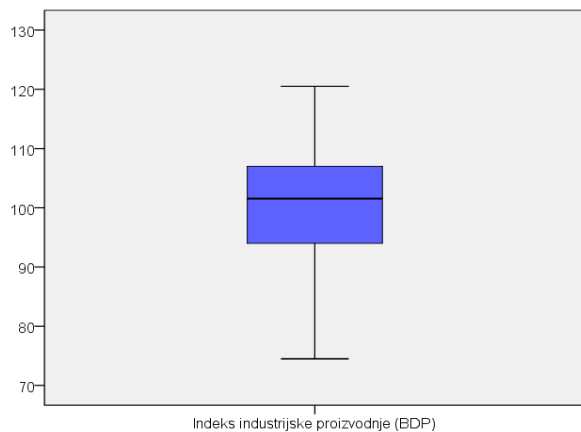
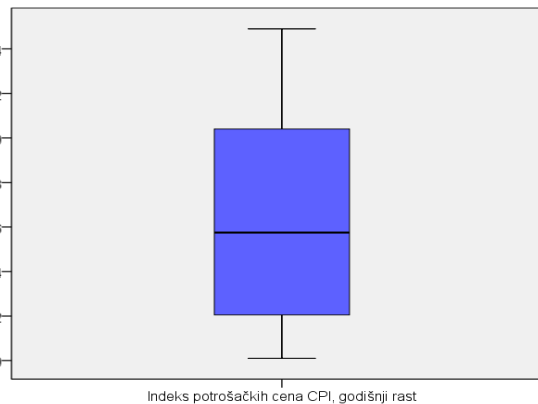
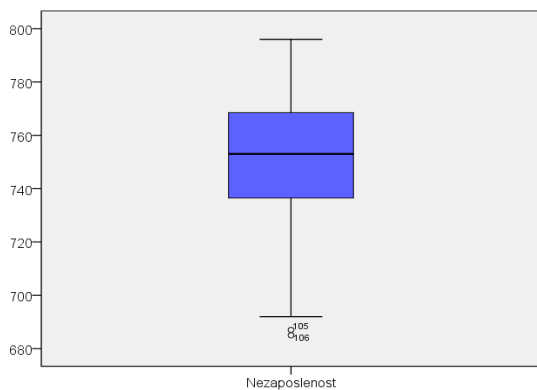
Sličan histogram zapažamo i za vrednosti prosečnog mesečnog pokazatelja likvidnosti.

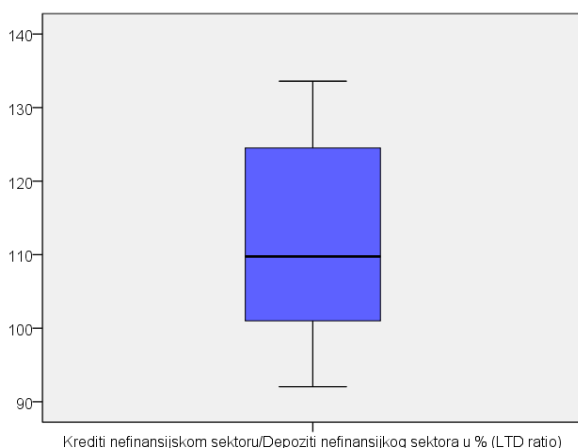


Kriva LTD odnosa pokazuje takozvanu dvogrbost, tj. u najvećem broju meseci zabeležene su vrednosti oko 100 i oko 130, dok je broj meseci u kojima se beleže vrednosti između 100 i 130 manji. Analiza histograma na taj način pruža potpuniju sliku o kretanju LTD-a od same aritmetičke sredine na osnovu koje bi se moglo zaključiti da je najčešće zabeležena vrednost LTD-a oko 110.



Dodatni uvid u kretanje ispitivanih varijabli daje pogled na kutijaste dijagrame. I ovde se uočava IIP kao najstabilniji parametar, sa najmanje odstupanja od srednje vrednosti, što se vidi po „najužoj kutiji” kutijastog dijagrama, kao i po odsustvu outlier-a. Pogled na kutijaste dijagrame jasno oslikava da je najveća varijabilnost zabeležena u godišnjem rastu CPI kao i u LTD-u.





Radi donošenja odluke o načinu dalje analize podataka i ispunjavanju uslova za pristupanje parametrijskim tehnikama, načinjena je provera normalnosti raspodele uz pomoć Kolmogorov-Smirnov testa ($n > 50$).

Tabela 32: Testovi normalnosti raspodele

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Nezaposlenost	.053	108	.200*	.977	108	.063
Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast	.156	108	.000	.911	108	.000
Indeks industrijske proizvodnje (IIP)	.085	108	.052	.983	108	.179
Prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti	.095	108	.018	.974	108	.031
Kreditni nefinansijskom sektoru/Depoziti nefinansijskog sektora u % (LTD ratio)	.146	108	.000	.910	108	.000

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Kao što je prikazano u tabeli, Kolmogorov-Smirnov test pokazao je da osim IIP-a, svi parametri značajno odstupaju od normalne raspodele. Ipak, vrednosti spoljoštenosti i zakrivljenosti raspodele prikazane u prethodnoj tabeli, pokazuju da nisu narušeni uslovi za parametrijski pristup obradi podataka, s obzirom na činjenicu da se vrednosti parametra Skewness kreću od -0.409 do 0,270, a vrednosti parametra Kurtosis kreću od -1.509 do 0.003.

Analiza uticaja broja nezaposlenih, CPI i IIP na prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti

Nakon deskriptivne obrade podataka prešlo se na prvi deo analize bankarskog sektora, koji ima za cilj ispitivanje uticaja broja nezaposlenih, CPI i IIP na prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti. U tu svrhu načinjena je u prvom koraku korelaciona analiza, a potom i linarna logistička regresija u koju su kao zavisne varijable uvedeni broj nezaposlenih, CPI i IIP, a kao nezavisna varijabla prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti.

Analiza korelacija pokazuje da prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti bankarskog sektora statistički značajno pozitivno korelira sa brojem nezaposlenih, što znači da sa povećanjem broja nezaposlenih raste i prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti. Statistički značajna negativna korelacija zabeležena je između godišnjeg rasta indeksa potrošačkih cena i prosečnog mesečnog pokazatelja likvidnosti bankarskog sektora. Naime, sa porastom indeksa potrošačkih cena opada prosečna likvidnost bankarskog sektora. IIP ne korelira statistički značajno sa prosečnim mesečnim pokazateljem likvidnosti. Rezultati su prikazani tabelarno.

Tabela 33: Korelacije (3)

		Prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti
Nezaposlenost	Pearsonova korelacija	.413**
	Sig. (2-tailed)	.000
	N	108
Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast	Pearsonova korelacija	-.372**
	Sig. (2-tailed)	.000
	N	108
Indeks industrijske proizvodnje (IIP)	Pearsonova korelacija	-.018
	Sig. (2-tailed)	.851
	N	108

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Za ocenu mogućnosti tri merila bankarskog sektora (tj. broja nezaposlenih, CPI i godišnjeg rasta indeksa industrijske proizvodnje) da predvide prosečnu likvidnost bankarskog sektora, upotrebljena je linearna regresiona analiza. Preliminarnim analizama dokazano je da nisu narušene pretpostavke normalnosti, linearnosti, multikolinearnosti i homogenosti varijanse, što je prikazano tabelarno.

Tabela 34: Korelacije (4)

		Prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti	Nezaposlenost	Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast	Indeks industrijske proizvodnje (IIP)
Pearsonova korelacija	Prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti	1.000	.413	-.372	-.018
	Nezaposlenost	.413	1.000	.286	-.366
	CPI, godišnji rast	-.372	.286	1.000	-.127
	IIP	-.018	-.366	-.127	1.000
Sig. (1-tailed)	Prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti	.	.000	.000	.426
	Nezaposlenost	.000	.	.001	.000
	CPI, godišnji rast	.000	.001	.	.095
	IIP	.426	.000	.095	.
N	Prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti	108	108	108	108
	Nezaposlenost	108	108	108	108
	CPI, godišnji rast	108	108	108	108
	IIP	108	108	108	108

Konstruisani model za predikciju vrednosti prosečne mesečne likvidnosti bankarskog sektora u celini je bio statistički značajan ($F=28.303$, $p<0.001$) – Tabela ANOVA. Na osnovu uključene tri varijable (broja nezaposlenih, IIP-a i CPI-a) objašnjava se oko 45% varijanse prosečne mesečne likvidnosti bankarskog sektora, što se vidi na osnovu vrednosti R-square i adjused R-square prikazanih u tabeli Model Summary, a što ovaj konstruisani model čini izuzetno statistički značajnim.

Tabela 35: ANOVA (1)^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.201	3	1.067	28.303	.000 ^b
	Residual	3.920	104	.038		
	Total	7.121	107			

a. Dependent Variable: Prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti

b. Predictors: (Constant), Indeks industrijske proizvodnje (BDP), Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast, Nezaposlenost

Tabela 36: Model Summary (1)^b

Model	R	R-Square	Adjusted R-Square	Std. Error of the Estimate
1	.670 ^a	.449	.434	.19416

a. Predictors: (Constant), Indeks industrijske proizvodnje (BDP), Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast, Nezaposlenost

b. Dependent Variable: Prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti

U tabeli Koeficijenti prikazano je koliko svaka od ispitivanih varijabli pojedinačno doprinosi značajnosti prediktivnog modela kao celine. Iz prikazanih rezultata u koloni Sig. uočava se da broj nezaposlenih i godišnji rast CPI visoko statistički značajno utiču na prosečnu mesečnu likvidnost bankarskog sektora ($p < 0.001$). Iako je prethodna analiza korelacija pokazala da IIP ne korelira sa prosečnom mesečnom likvidnošću bankarskog sektora, kada se ovaj parametar uvrsti u navedeni model, njegov statistički doprinos prediktivnom značaju modela kao celine pokazuje tendenciju ka statističkoj značajnosti, iako ne dostiže vrednost $p < 0.05$.

Na osnovu vrednosti standardizovanog koeficijenta Beta uočavamo da je doprinos nezaposlenosti prediktivnom značaju modela nešto viši u odnosu na doprinos godišnjeg rasta indeksa potrošačkih cena (CPI), iako su oba visoko statistički značajna. Predznak ispred vrednosti standardizovanog koeficijenta Beta ukazuje na pravac povezanosti sa prosečnom mesečnom likvidnošću bankarskog sektora, a što je pokazano i prethodnom analizom korelacija. Povećanje broja nezaposlenih povezano je sa povećanjem likvidnosti bankarskog sektora, dok isti efekat ima smanjenje rasta indeksa potrošačkih cena.

Tabela 37: Koeficijenti (1)^a

Model	Unstandard. Coeff.		Standard. Coeff.	t	Sig.	95.0% CI for B		Correlations			Collinearity Statistics	
	B	SE	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
	1 (Constant)	-2.776	.715				-3.884	.000	-4.193	-1.359		
Nezaposlenost	.006	.001	.616	7.611	.000	.005	.008	.413	.598	.554	.808	1.238
CPI, godišnji rast	-.030	.004	-.530	-6.982	.000	-.039	-.022	-.372	-.565	-.508	.918	1.090
Indeks industrijske proizvodnje (IIP)	.004	.002	.140	1.787	.077	.000	.008	-.018	.173	.130	.865	1.155

a. Dependent Variable: Prosecan mesecni pokazatelj likvidnosti

b. SE – standard error, CI – confidence interval, Unstandard. Coeff. – Unstandardized Coefficients, Standard. Coeff. – Standardised Coefficients

Kvadriranjem vrednosti koeficijenta Part iz tabele, dobijamo informaciju o tome koliki se procenat varijanse prosečnog pokazatelja likvidnosti bankarskog sektora objašnjava kojom od varijabli uvrštenih u model. Pokazani rezultati ($Part_{nezaposlenost}=0.554$, $0.554^2=0.3069$) prikazuju da broj nezaposlenih objašnjava čak 30,69% varijanse prosečne mesečne likvidnosti bankarskog sektora, dok je procenat varijanse objašnjen godišnjim rastom indeksa potrošačkih cena nešto niži i iznosi ($Part_{CPI, godišnji\ rast}=0.508$, $0.508^2=0.2581$) 25.81%.

Sumiranjem navedenih rezultata zaključuje se da jedinstven statistički značajan doprinos predikciji prosečnog mesečnog pokazatelja likvidnosti bankarskog sektora daju broj nezaposlenih i godišnji rast indeksa potrošačkih cena, sa nešto većim uticajem nezaposlenosti.

S obzirom na to da je u prethodnom poglavlju praćena i objašnjena međuzavisnost makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i kreditna aktivnost bankarskog sektora naspram likvidnosti bankarskog sektora, na ovom mestu je potrebno prikazati i statistički dokazati međuzavisnost kreditne aktivnosti i likvidnosti bankarskog sektora.

Tabela 38: Korelacije (5)

		Ukupni domaći krediti
Prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti	Pearson Correlation	-.519**
	Sig. (2-tailed)	.000
	N	108
Kreditni nefinansijskom sektoru/Depoziti nefinansijskog sektora u % (LTD ratio)	Pearson Correlation	-.084
	Sig. (2-tailed)	.387
	N	108

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Kao što je i očekivano, na osnovu teoretske pretpostavke, analiza korelacija pokazuje da ukupni domaći krediti statistički značajno negativno koreliraju sa likvidnošću bankarskog sektora (prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti). Ova korelacija nije zabeležena kada se u odnos stave ukupni domaći krediti i LTD ratio, što pokazuje da krediti nefinansijskom sektoru/depoziti nefinansijskog sektora ne koreliraju sa ukupnim domaćim kreditima.

Uticaj broja nezaposlenih, godišnjeg rasta CPI i IIP-a na LTD odnos

U drugom delu istraživanja likvidnosti bankarskog sektora za cilj se postavlja ispitivanje uticaja istih parametara (broja nezaposlenih, godišnjeg rasta indeksa potrošačkih cena –CPI i indeksa industrijske proizvodnje – IIP) na odnos kredita nefinansijskom sektoru i depozita nefinansijskog sektora (LTD ratio).

Korelaciona analiza pokazuje da LTD ratio korelira statistički značajno pozitivno sa brojem nezaposlenih i sa godišnjim rastom indeksa potrošačkih cena, dok sa indeksom industrijske proizvodnje ne korelira statistički značajno. Rezultati su prikazani tabelarno.

Tabela 39: Korelacije (6)

		Krediti nefinansijskom sektoru/Depoziti nefinansijskog sektora u % (LTD ratio)
Nezaposlenost	Pearson Correlation	.383**
	Sig. (2-tailed)	.000
	N	108
Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast	Pearson Correlation	.313**
	Sig. (2-tailed)	.001
	N	108
Indeks industrijske proizvodnje (IIP)	Pearson Correlation	-.024
	Sig. (2-tailed)	.807
	N	108

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Konstrukcijom linearnog regresionog modela, ispitan je uticaj broja nezaposlenih, godišnjeg rasta indeksa industrijskih cena i indeksa industrijske proizvodnje na LTD odnos.

Kao nezavisne varijable u model su bile uvrštene varijable:

- broj nezaposlenih,
- godišnji rast indeksa industrijskih cena (CPI) i
- indeks industrijske proizvodnje (IIP),

dok je kao zavisna varijabla uključen LTD odnos (odnos krediti nefinansijskom sektoru / depoziti nefinansijskog sektora).

Nakon sprovedenih analiza za procenu ispunjenosti uslova za pristupanje analizi linearne regresije (normalnost raspodele, multikolinearnost, linearnosti i homogenosti varijanse) – pristupilo se analizi modela.

Tabela 40: Korelacije (7)

		LTD ratio	Nezaposlenost	CPI, godišnji rast	IIP
Pearson Correlation	LTD ratio	1.000	.383	.313	-.024
	Nezaposlenost	.383	1.000	.286	-.366
	CPI, godišnji rast	.313	.286	1.000	-.127
	IIP	-.024	-.366	-.127	1.000
Sig. (1-tailed)	LTD ratio	.	.000	.000	.404
	Nezaposlenost	.000	.	.001	.000
	CPI, godišnji rast	.000	.001	.	.095
	IIP	.404	.000	.095	.
N	LTD ratio	108	108	108	108
	Nezaposlenost	108	108	108	108
	CPI, godišnji rast	108	108	108	108
	IIP	108	108	108	108

Model u celini je statistički značajan ($p < 0.05$, $F = 9.140$), i na osnovu tri ispitvane varijable model objašnjava 20% varijanse LTD-a (vrednosti R-square i adjusted R-square u tabeli Model Summary).

Tabela 41: ANOVA (2)^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3452.696	3	1150.899	9.140	.000 ^b
	Residual	13095.355	104	125.917		
	Total	16548.051	107			

a. Dependent Variable: Krediti nefinansijskom sektoru/Depoziti nefinansijskog sektora u % (LTD ratio)

c. Predictors: (Constant), Indeks industrijske proizvodnje (IIP), Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast, Nezaposlenost

Tabela 42: Model Summary (2)^b

Model	R	R-Square	Adjusted R-Square	Std. Error of the Estimate
1	.457 ^a	.209	.186	11.221

a. Predictors: (Constant), Indeks industrijske proizvodnje (IIP), Indeks potrošačkih cena CPI, godišnji rast, Nezaposlenost

b. Dependent Variable: Krediti nefinansijskom sektoru/Depoziti nefinansijskog sektora u % (LTD ratio)

U tabeli Koeficijenti (2) prikazani su rezultati koji pokazuju doprinos svake pojedinačne varijable prediktivnoj moći modela kao celine. Uočavamo da su vrednosti u koloni Sig. manje od 0.05 za parametar nezaposlenosti ($p < 0.001$) i za parametar godišnjeg rasta CPI ($p = 0.015$) što ukazuje na to da ova dva parametra daju jedinstven statistički značajan doprinos modelu kao celini, što nije slučaj sa IIP, za kojeg je vrednost $p = 0.138$. Očekivano na osnovu p vrednosti, i standardni koeficijent Beta pokazuje da je doprinos varijable nezaposlenost veći nego doprinos varijable godišnjeg rasta CPI ($Beta_{nezaposlenost} = 0.370$, dok je $Beta_{CPI}$ značajno manja i iznosi 0.225). Pozitivni predznak Beta koeficijenta govori o tome da sa porastom obe ispitivane varijable, raste i LTD ratio.

Kvadriranjem vrednosti iz kolone Part dobijamo podatke da varijabla broja nezaposlenih objašnjava 11% varijanse LTD-a ($0.332^2 = 0.110$), dok godišnji rast CPI objašnjava 4.7% varijanse LTD-a ($0.216^2 = 0.0466$).

Tabela 43: Koeficijenti (2)^a

Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff.	t	Sig.	95.0% CI for B		Correlations			Collinearity Statistics	
	B	SE	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 (Constant)	-46.347	41.302		-1.122	.264	-128.251	35.556					
Nezaposlenost	.181	.048	.370	3.808	.000	.087	.275	.383	.350	.332	.808	1.238
CPI, godišnji rast	.620	.251	.225	2.475	.015	.123	1.118	.313	.236	.216	.918	1.090
IIP	.184	.123	.140	1.495	.138	-.060	.427	-.024	.145	.130	.865	1.155

a. Dependent Variable: Krediti nefinansijskom sektoru/Depoziti nefinansijskog sektora u % (LTD ratio)

b. SE – standard error, CI – confidence interval, Stand. Coeff. – Standardised Coefficients

Kada se uporede dobijeni rezultati prvog i drugog dela ispitivanja bankarskog sektora, mogu da zaključiti dve stvari:

1. Model koji uključuje tri ispitivane varijable (broj nezaposlenih, godišnji rast indeksa potrošačkih cena – CPI i indeks industrijske proizvodnje – IIP), daleko bolje predviđa vrednosti prosečne mesečne likvidnosti bankarskog sektora, nego LTD

odnos. Iako su oba modela visoko statistički značajna sa p vrednostima manjim od 0.001, koeficijenti F nam govore da je vrednost F koeficijenata značajno viša u prvom nego u drugom modelu, što ukazuje na činjenicu da se na osnovu tri ispitivane varijable mnogo bolje može predvideti prosečna mesečna likvidnost, nego LTD odnos. Kao potvrda ove tvrdnje dolazi i procenat varijanse LTD odnosa objašnjene ispitivanim modelom koja iznosi svega 20% i značajno je manja od procenta varijanse modela za predviđanje prosečne mesečne likvidnosti koja iznosi čak 45%. Navedeni podaci navode na pretpostavku da postoji više različitih faktora koji utiču na LTD odnos, a koji nisu uključeni u istraživanje, u odnosu na broj i uticaj neuključenih faktora na prosečni mesečni pokazatelj likvidnosti.

2. Na oba parametra likvidnosti bankarskog sektora najveći uticaj ima broj nezaposlenih (kojim se objašnjava 30% varijanse prosečne mesečne likvidnosti bankarskog sektora i 11% LTD-a), potom godišnji rast CPI (25.81% varijanse prosečne mesečne likvidnosti i 4,7% varijanse LTD-a), dok ni na jedan parametar ne utiče IIP. Ovo bi se moglo shvatiti kao potvrda da na likvidnost bankarskog sektora izraženu kroz obe varijable kojima se ona opisuje, najviši uticaj ima broj nezaposlenih, i to kao upravo proporcijalna povezanost. Naime, ukoliko broj nezaposlenih raste, raste i likvidnost bankarskog sektora u globalu, bilo da je merena preko parametra prosečne mesečne likvidnosti, ili preko LTD-a.

Rezultati istraživanja (Milić and Soleša, 2017) za period 2008–2015. godine govore u prilog tome da su odabrani makroekonomski indikatori odredili likvidnost bankarskog sektora u srednjoj meri. Stopa nezaposlenosti, indeks potrošačkih cena i indeks industrijske proizvodnje na veoma sličan način utiču na prosečni mesečni pokazatelj likvidnosti i LTD, zato što je ukupna prediktivna moć oba regresiona modela veoma slična (35 i 38%). Pri tome, stopa nezaposlenosti je značajniji prediktor prosečnog mesečnog pokazatelja likvidnosti nego CPI, dok su za predikciju LTD-a stopa nezaposlenosti i CPI skoro podjednako značajni, uz blagu prednost CPI-a.

Za razliku od ovog istraživanja, u doktorskoj disertaciji je prediktivna moć modela značajno veća za prosečni mesečni pokazatelj likvidnosti od čak 45%, a LTD odnos 20%. Uvođenjem jedne godine u analizu došlo je do poboljšanja prediktivne moći prvog modela, dok drugi model beleži slabljenje u predikciji.

3.4. Rezultati istraživanja za sektor osiguranja

Drugi deo sprovedenog istraživanja imao je za cilj da se načini analiza uticaja ispitivanih makroekonomskih parametara (broja nezaposlenih, godišnjeg rasta indeksa potrošačkih cena – CPI i indeksa industrijske proizvodnje – IIP) na likvidnost sektora osiguranja, i to pojedinačno na likvidnost sektora životnog osiguranja i na likvidnost sektora neživotnog osiguranja. Podaci za likvidnost su na tromesečnom nivou i obuhvataju period 2006–2014. godine. Kontaktirajući nadležnu službu Narodne banke Srbije za sektor osiguranja, dobijen je odgovor zbog čega ne postoje mesečni podaci i zbog čega se likvidnost prikazuje odvojeno za životna i neživotna osiguranja. Takođe, pruženo je objašnjenje koji se parametri koriste za računanje likvidnosti.

„Poštovana gospođo Milić,

Zahvaljujemo se na Vašem mejlu i ujedno obaveštavamo sledeće:

Društva za osiguranje, u skladu s regulativom koja uređuje izveštavanje, dostavljaju Narodnoj banci Srbije između ostalog, knjigovodstvene podatke i to u tromesečnoj dinamici.

Obzirom na promenu računovodstvene podzakonske regulative u 2014. godini, promenjen je i način obračuna pokazatelja likvidnosti. Naime, do T4 2014 ovaj pokazatelj je predstavljao odnos obrtne imovine umanjene za zalihe i kratkoročnih obaveza i objavljivan je na sajtu NBS odvojeno za društva koja se pretežno bave neživotnim i društva koja se pretežno bave životnim osiguranjima.

Nakon izmene regulative za potrebe praćenja likvidnosti uvedena su dva pokazatelja i to:
(1) rigorozni racio likvidnosti, kao odnos gotovine i gotovinskih ekvivalenata prema

kratkoročnim obavezama i (2) pokazatelj usklađenosti likvidne aktive i obaveza. Objavljivanje prvog pokazatelja na sajtu NBS je planiran u prvoj polovini tekuće godine (28.04.2017), odvojeno za društva koja se pretežno bave neživotnim i društva koja se pretežno bave životnim osiguranjima i to počev od podataka za 2016. godinu. Drugi pokazatelj se, kao što ste primetili, objavljuje za ukupan sektor osiguranja, imajući u vidu da dugoročni karakter obaveza životnih osiguranja dovodi do izrazito visokih iznosa ovog pokazatelja (npr. u 2016. godini on iznosi 1999,1%). Drugim rečima, kod životnih osiguranja najveći iznos obaveza predstavlja matematička rezerva, koja kao obaveza dugoročnog karaktera ne ulazi u obračun likvidnosti društva.

S poštovanjem,

Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja /
Insurance Supervision Department
NARODNA BANKA SRBIJE
UPRAVA ZA NADZOR NAD FINANSIJSKIM INSTITUCIJAMA
Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja
Nemanjina 17 /113304 Beograd / Srbija
Tel: +381 11 333 8213 Fax: +381 11 333 8250
osiguranje@nbs.rs / www.nbs.rs”

S obzirom na to da su podaci za pokazatelje likvidnosti osiguravajućih društava dati kvartalno, i vrednosti ostalih ispitivanih parametara prikazani su kvartalno. Ukoliko nije dostupan kvartalni podatak kao takav, uzete su vrednosti 3, 6, 9. i 12. meseca u godini. Analiziran je period 2006–2014. godine, s obzirom na činjenicu da se nakon 2014. godine podaci o likvidnosti sektora osiguranja daju kao ukupni za ceo sektor, bez podele na životno i neživotno osiguranje. Upravo to je razlog zbog kojeg će se vrednosti deskriptivne statistike za date parametre u ovom delu istraživanja donekle razlikovati u odnosu na iste parametre prikazane u delu analize njihovog uticaja na bankarski sektor, s obzirom na to da je u bankarskom sektoru analizom obuhvaćen duži vremenski period.

Deskripcija podataka za sektor osiguranja

Vrednosti aritmetičke sredine, standardne devijacije, minimalne i maksimalne vrednosti, kao i mere zakrivljenosti (skewness) i spljoštenosti (kurtosis) krive raspodele svih

ispitivanih parametara: broja nezaposlenih, indeksa potrošačkih cena, indeksa industrijske proizvodnje, likvidnosti životnog i neživotnog osiguranja, za ispitivani period od 36 kvartala date su u Tabeli 49.

Tabela 44: Deskriptivna statistika

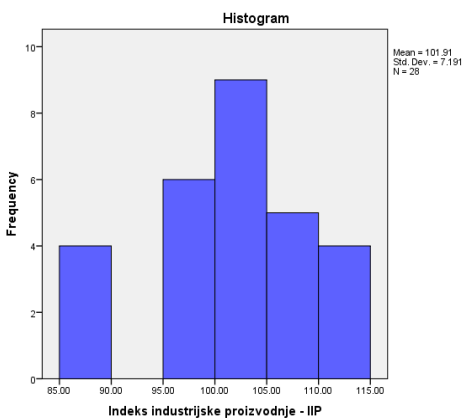
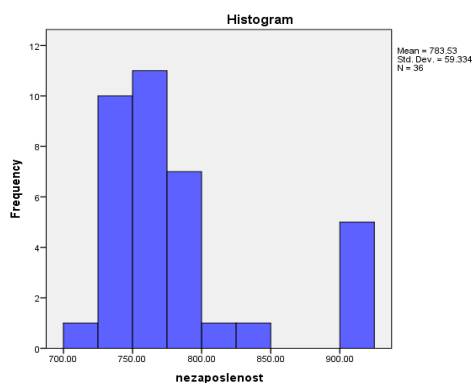
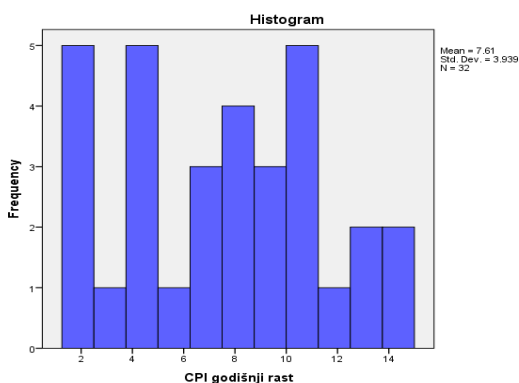
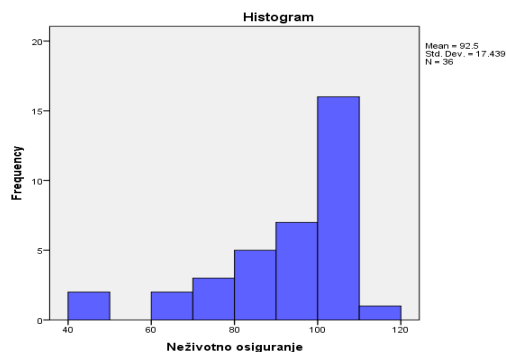
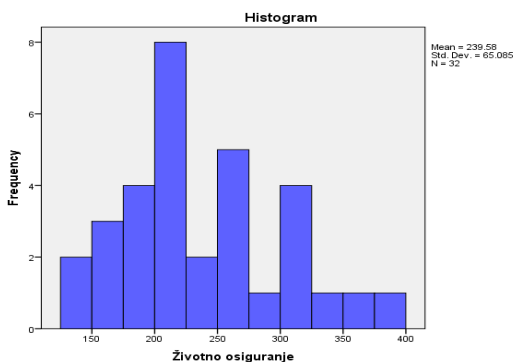
	N	Range	Min	Max	Mean		SD	Variance	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	SE	Statistic	Statistic	Statistic	SE	Statistic	SE
Životno osiguranje	32	266	127	393	239.58	11.506	65.085	4236.105	.455	.414	-.233	.809
Neživotno osiguranje	36	70	40	110	92.50	2.906	17.439	304.108	-1.550	.393	2.017	.768
CPI godišnji rast	36	14	1	15	7.61	.696	3.939	15.517	.050	.414	-1.049	.809
Nezaposlenost_3_6_9_12	36	199.00	721.00	920.00	783.53	9.889	59.334	3520.542	1.480	.393	1.073	.768
IIP_3_6_9_12	36	25.90	88.00	113.90	101.91	1.359	7.191	51.717	-.433	.441	-.335	.858
Valid N (listwise)	28											

Potrebno je napomenuti da postoji razlika u broju posmatranih meseci tj. kvartala među posmatranim varijablama, tačnije, varijabla likvidnost životnog osiguranja ima nedostajuće podatke za prva dva kvartala. Zasad realnosti korelacione analize, imajući u vidu da nedostajući podaci nisu nastali slučajnim propustom unošenja u bazu nego sistemskim nedostatkom datih podataka, iz korelacija su izuzete godine u kojima podaci za datu varijablu nedostaju.

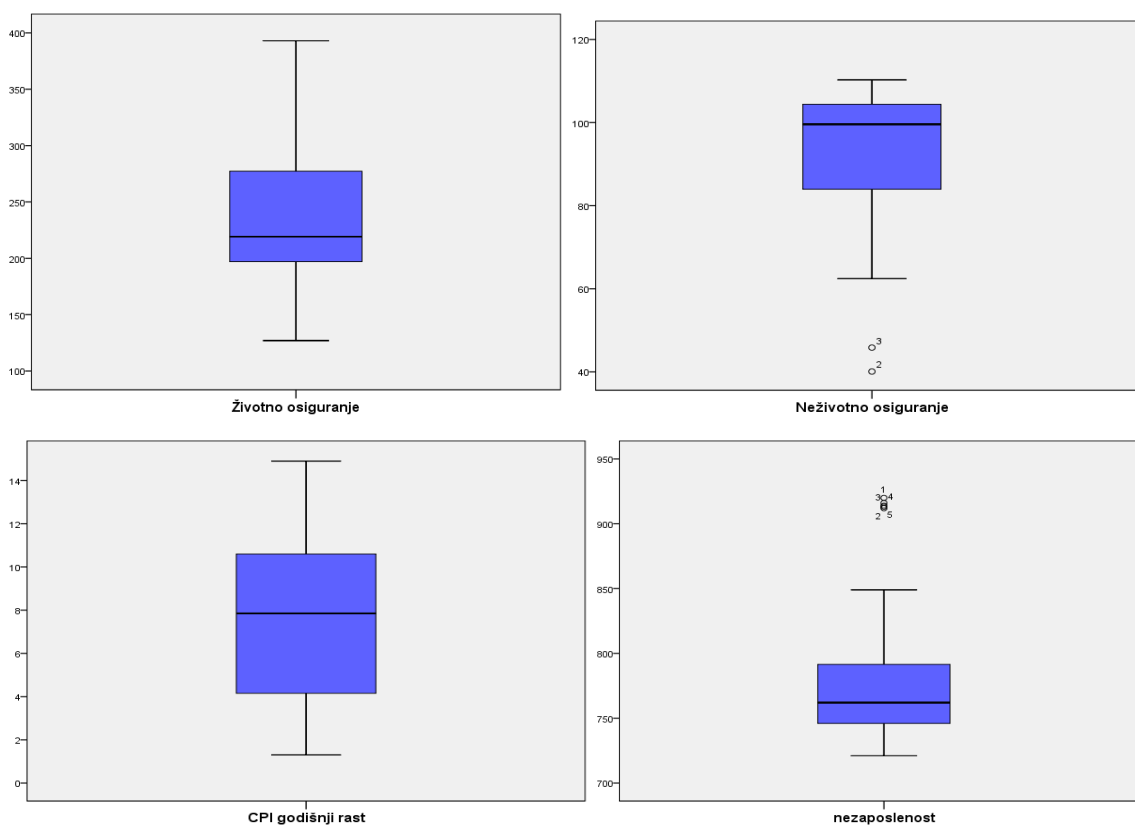
Grafički prikaz rezultata na histogramima, oslikava karakteristike raspodele ovih podataka, kao preduslova za dalju analizu parametrijskim tehnikama.

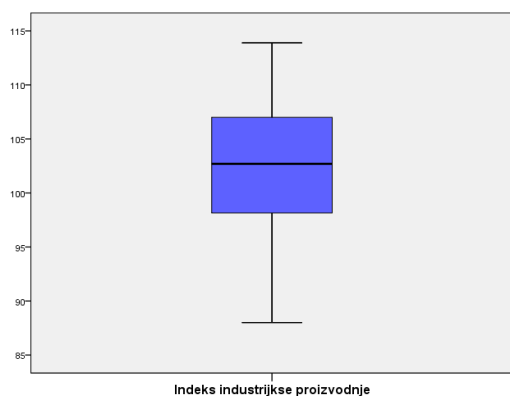
Raspodela vrednosti za životno osiguranje u najvećoj meri prati normalnu raspodelu, što pokazuju i rezultati Shapiro-Walk testa prikazani u Tabeli 50. Najveće odstupanje od normalne raspodele beleže podaci za likvidnost neživotnog osiguranja sa zakrivljenošću u desno, ka višim vrednostima, što govori u prilog tome da su u dužem vremenskom periodu zabeležene vrednosti bile više od aritmetičke sredine, što se vidi i u gore prikazanoj tabeli po negativnom predznaku u koloni Skewnes, i relativno visokoj vrednosti zakrivljenosti, koja je za ovaj parametar viša nego za ostale ispitivane varijable. Odstupanje ove krive u odnosu na normalnu zabeleženo je i po pitanju njene spljoštenosti (parametar Kurtosis je, takođe, viši za likvidnost neživotnog osiguranja u odnosu na ostale varijable). Kriva

raspodele godišnjeg rasta CPI od normalne raspodele odstupa u smislu spljoštenosti, uz tendenciju zakrivljenosti ulevo, zapaženu i na mesečnom prikazu podataka. Kriva raspodele broja nezaposlenih pokazuje zakrivljenost ka nižim vrednostima, dok kriva raspodele IIP ne odstupa u velikoj meri od normalne, kao što je konstatovano i u mesečnom prikazu podataka datom u analizi bankarskog sektora.



Pored toga što prikazani box-plot dijagrami potvrđuju navode o raspodeli zaključene na osnovu histograma, interesantno je primetiti prisustvo outlier vrednosti na dijagramu nezaposlenih. Naime, vrednosti prikazane oznakama 1, 2, 3, 4 i 5 kojima je označen hronološki redosled kvartala obuhvaćenih istraživanjem, koje su značajno više od ostalih vrednosti broja nezaposlenih u ispitivanom periodu, ukazuju na to da je u prvih 5 kvartala (tj. u prvoj godini plus prvom kvartalu druge godine obuhvaćene istraživanjem) zabeležen broj nezaposlenih koji je značajno veći od broja nezaposlenih u periodu koji je usledio. U istom periodu (2 i 3), zabeležene su outlier vrednosti za likvidnost neživotnog osiguranja koje su niže od prosečnih.





Objektivni pokazatelji odstupanja od normalnosti raspodele, Kolmogorov-Smirnov i Shapiro Walk test, potvrđuju da na ispitivanom uzorku samo varijable nezaposlenosti i likvidnost neživotnog osiguranja odstupaju statistički značajno od normalne raspodele.

Tabela 45: Test normalnosti raspodele

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Životno osiguranje	.150	32	.065	.971	32	.530
Neživotno osiguranje	.202	36	.001	.818	36	.000
CPI godišnji rast	.098	32	.200*	.962	32	.308
nezaposlenost_3_6_9_12	.229	36	.000	.774	36	.000
IIP_3_6_9_12	.097	28	.200*	.956	28	.279

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Ipak, vrednosti Skewness i Kurtosis iz prethodne tabele ukazuju na to da nisu narušeni uslovi za dalje analize parametrijskim tehnikama, te se pristupilo analizi korelacija Pirsonovom korelacijom i linearnoj logističkoj regresiji.

Analiza uticaja broja nezaposlenih, CPI i IIP na likvidnost životnog osiguranja

Radi ispitivanja uticaja ispitivanih varijabli na sektor životnog osiguranja načinjena je Pirsonova korelacija, a potom i linearna logistička regresija u koju su tri ispitivane varijable (broj nezaposlenih, CPI i IIP) u model uvedene kao zavisne varijable, dok je kao nezavisna varijabla u model uvedena likvidnost životnog osiguranja.

Pre nego što se pristupi analizi korelacija ispitivanih varijabli sa parametrom likvidnost životnog osiguranja, interesantno je primetiti odsustvo korelacije životnog i neživotnog osiguranja ($p=0.502$), što potvrđuje opravdanost odvojenog posmatranja ova dva parametra.

Od tri ispitivane varijable, jedino IIP korelira statistički značajno sa životnim osiguranjem, i to sa relativno niskim stepenom statističke značajnosti ($p=0.041$). Pozitivan koeficijent korelacije ukazuje na to da sa povećanjem indeksa industrijske proizvodnje, raste i likvidnost životnog osiguranja, što je očekivan smer ove veze. Broj nezaposlenih i godišnji rast CPI ne koreliraju sa životnim osiguranjem. Na grafikonima je slikovito prikazano odsustvo ovih korelacija, kao i jasno vidljiv porast likvidnosti životnog osiguranja sa porastom indeksa industrijske proizvodnje.

Tabela 46: Korelacije (8)

		Životno osiguranje
Neživotno osiguranje	Pearson Correlation	-.123
	Sig. (2-tailed)	.502
	N	32
CPI godišnji rast	Pearson Correlation	.008
	Sig. (2-tailed)	.966
	N	32
IIP_3_6_9_12	Pearson Correlation	.389*
	Sig. (2-tailed)	.041
	N	28
nezaposlenost_3_6_9_12	Pearson Correlation	.033
	Sig. (2-tailed)	.860
	N	32

Nakon ispitivanja korelacija pristupilo se konstrukciji regresionog modela za predviđanje kretanja likvidnosti životnog osiguranja na osnovu ispitivanih makroekonomskih parametara. U model su kao nezavisne varijable uključeni: broj nezaposlenih, indeks industrijske proizvodnje i prosečan rast CPI.

Preliminarnim analizama dokazano je da nisu narušene pretpostavke normalnosti, linearnosti, multikolinearnosti i homogenosti varijanse, što je prikazano tabelarno . U tabeli korelacija ne uočavamo međusobne korelacije nezavisnih varijabli čiji koeficijent korelacije prelazi 0.800, te se konstatuje da je multikolinearnost odsutna.

Tabela 47: Korelacije (9)

		Životno osiguranje	CPI godišnji rast	IIP_3_6_9_12	nezaposlenost_3_6_9_12
Pearson Correlation	Životno osiguranje	1.000	.008	.389	.033
	CPI godišnji rast	.008	1.000	.177	-.176
	IIP_3_6_9_12	.389	.177	1.000	.010
	nezaposlenost_3_6_9_12	.033	-.176	.010	1.000
Sig. (1-tailed)	Životno osiguranje	.	.483	.021	.430
	CPI godišnji rast	.483	.	.183	.168
	IIP_3_6_9_12	.021	.183	.	.480
	nezaposlenost_3_6_9_12	.430	.168	.480	.
N	Životno osiguranje	32	32	28	32
	CPI godišnji rast	32	32	28	32
	IIP_3_6_9_12	28	28	28	28
	nezaposlenost_3_6_9_12	32	32	28	36

U tabeli ANOVA, u koloni Sig. uočava se vrednost koja je veća od 0.05, a koja ukazuje na to da model nije statistički značajan, tj. da se na osnovu ova tri makroekonomska parametra ne može predvideti likvidnost životnog osiguranja. Iako IIP značajno korelira sa varijablom životnog osiguranja, model u celini nije statistički značajan, stoga analiza ostalih parametara modela nije relevantna.

Tabela 48: ANOVA (3)^a

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	17743.166	3	5914.389	1.469	.248 ^b
	Residual	96631.672	24	4026.320		
	Total	114374.838	27			

a. Dependent Variable: Životno osiguranje

b. Predictors: (Constant), nezaposlenost_3_6_9_12, IIP_3_6_9_12, CPI godišnji rast

Tabela 49: Koeficijenti (3)^a

Model	Unstandard. Coeff.		Standar d. Coeff.	T	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics	
	B	SE	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero- order	Partial	Part	Tol.	VIF
1 (Constant)	-136.429	236.724		-.576	.570	-625.004	352.145					
CPI godišnji rast	-.987	3.203	-.060	-.308	.761	-7.597	5.622	.008	-.063	-.058	.937	1.067
IIP_3_6_9_12	3.611	1.727	.399	2.091	.047	.046	7.175	.389	.393	.392	.967	1.034
nezaposlenost_3_6_9_12	.020	.209	.018	.095	.925	-.412	.452	.033	.019	.018	.967	1.034

a. Dependent Variable: Životno osiguranje

Analiza uticaja broja nezaposlenih, CPI i IIP na likvidnost neživotnog osiguranja

Na metodološki sličan način ispitan je i uticaj makroekonomskih varijabli na likvidnost neživotnog osiguranja.

Rezultati dobijeni korelacionom analizom pokazuju da likvidnost neživotnog osiguranja mnogo bolje korelira sa ispitivanim makroekonomskim parametrima u odnosu na likvidnost životnog osiguranja. Kao što je prikazano u tabeli, likvidnost neživotnog osiguranja visoko statistički značajno korelira sa nezaposlenošću, sa izuzetno visokim koeficijentom korelacije od čak -0.749, što je u celom istraživanju najviši zabeležen stepen korelacije. Negativan predznak u koeficijentu korelacije ukazuje na obrnutu proporcionalnost ovih parametara. Očekivano, sa porastom nezaposlenosti opada likvidnost sektora neživotnog osiguranja, verovatno iz razloga manje finansijske moći građana koja posledično čini manjom njihovu kupovnu moć, a samim tim i potrebu i mogućnost osiguravanja materijalnih dobara koja poseduju. IIP nije pokazao značajnu korelaciju sa likvidnošću neživotnim osiguranjem, dok parametar godišnjeg rasta CPI sa likvidnošću neživotnog osiguranja korelira na nivou značajnosti od $p=0.089$, što se može tumačiti kao tendencija ka signifikantnosti, koju bi pokazalo ili opovrgnulo povećanje uzorka, tj. produženje ispitivanog perioda, za šta nismo bili u mogućnosti.

Tabela 50: Korelacija za likvidnost neživotnog osiguranja

		Neživotno osiguranje
Životno osiguranje	Pearson Correlation	-.123
	Sig. (2-tailed)	.502
	N	32
CPI godišnji rast	Pearson Correlation	.306
	Sig. (2-tailed)	.089
	N	32
IIP	Pearson Correlation	.115
	Sig. (2-tailed)	.561
	N	28
Nezaposlenost	Pearson Correlation	-.749**
	Sig. (2-tailed)	.000
	N	36

Nakon sprovedene korelacione analize, konstruisan je linearni regresioni model u koji je kao zavisna varijabla uključena likvidnost neživotnog osiguranja, a kao zavisne varijable uključeni su makroekonomski pokazatelji (broj nezaposlenih, godišnji rast CPI i indeks industrijske proizvodnje). Nakon što je utvrđeno da nisu narušene pretpostavke za pristupanje konstrukciji ovog modela (ne postoji multikolinearnost zavisnih varijabli, nije narušena pretpostavka o normalnosti raspodele i homogenosti varijanse, kao i linearnosti), pristupilo se regresionoj analizi.

Tabela 51: Korelacije (10)

		Neživotno osiguranje	CPI godišnji rast	IIP_3_6_9_12	nezaposlenost_3_6_9_12
Pearson Correlation	Neživotno osiguranje	1.000	.306	.115	-.749
	CPI godišnji rast	.306	1.000	.177	-.176
	IIP_3_6_9_12	.115	.177	1.000	.010
	nezaposlenost_3_6_9_12	-.749	-.176	.010	1.000
Sig. (1-tailed)	Neživotno osiguranje	.	.044	.280	.000
	CPI godišnji rast	.044	.	.183	.168
	IIP_3_6_9_12	.280	.183	.	.480
	nezaposlenost_3_6_9_12	.000	.168	.480	.
N	Neživotno osiguranje	36	32	28	36
	CPI godišnji rast	32	32	28	32
	IIP_3_6_9_12	28	28	28	28
	nezaposlenost_3_6_9_12	36	32	28	36

Podaci iz tabele ANOVA pokazuju da je konstruisani model u celini visoko statistički značajan sa p vrednošću koja je manja od 0.001, i koeficijentom F koji iznosi 12,009.

Tabela 52: ANOVA (4)^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4928.058	3	1642.686	12.009	.000 ^b
	Residual	3282.855	24	136.786		
	Total	8210.914	27			

a. Dependent Variable: Neživotno osiguranje

b. Predictors: (Constant), nezaposlenost_3_6_9_12, IIP_3_6_9_12, CPI godišnji rast

Podaci iz tabele Model Summary ukazuju na to da konstruisani model objašnjava 55–60% varijanse u likvidnosti neživotnog osiguranja, što je izuzetno visok procenat.

Tabela 53: Model Summary (4)^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.775 ^a	.600	.550	11.696

a. Predictors: (Constant), nezaposlenost_3_6_9_12, IIP_3_6_9_12, CPI godišnji rast

b. Dependent Variable: Neživotno osiguranje

Analizom podataka Tabele 59 Koeficijenti (4), uočavamo da je nezaposlenost jedini parametar koji daje jedinstven nezavisni doprinos prediktivnom značaju modela kao celine, sa p vrednošću manjom od 0.001. Kvadriranjem vrednosti Part iz tabele korelacija ($-0,709^2=0.503$) dolazimo do podatka da broj nezaposlenih objašnjava čak 50% varijanse likvidnosti neživotnog osiguranja.

Tabela 54: Koeficijenti (4)^a

Model	Unstandard. Coeff.		Standard. Coeff.	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics	
	B	SE	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tol	VIF
	1 (Constant)	230.103	43.632				5.274	.000	140.050	320.155		
CPI godišnji rast	.719	.590	.162	1.217	.235	-.500	1.937	.306	.241	.157	.937	1.067
IIP_3_6_9_12	.226	.318	.093	.709	.485	-.431	.883	.115	.143	.091	.967	1.034
nezaposlenost_3_6_9_12	-.212	.039	-.721	-5.495	.000	-.292	-.132	-.749	-.746	-.709	.967	1.034

a. Dependent Variable: Neživotno osiguranje

Analizom međuzavisnosti makroekonomskih parametara i likvidnosti osiguranja dolazi se do podataka da:

1. Na likvidnost neživotnog osiguranja izuzetno veliki uticaj ima nezaposlenost, kojom se objašnjava čak 50% varijanse likvidnosti neživotnog osiguranja, dok ostale dve varijable ne utiču statistički značajno. Smer ove veze je negativan, što znači da povećanje nezaposlenosti utiče na smanjenje likvidnosti neživotnog osiguranja i obrnuto.
2. Likvidnost životnog osiguranja korelira statistički značajno jedino sa IIP, pri čemu celokupni model koji uključuje sva tri makroekonomska parametra ne uspeva da predvidi kretanja u likvidnosti životnog osiguranja. Zbog toga se sektor životnog osiguranja nadalje neće razmatrati prilikom potvrđivanja hipoteza istraživanja.

Sumirajući rezultate istraživanja za bankarski sektor i sektor neživotnog osiguranja, na osnovu Pearsonovog koeficijenta korelacije može se zaključiti da kod oba sektora postoji međuzavisnost makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja sa njihovom likvidnošću, čime se potvrđuje **glavna hipoteza**.

Posmatrajući kretanje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti bankarskog sektora, uočava se da njihovo poboljšanje (pad stope nezaposlenosti, pad inflacije, rast BDP-a u teorijskom delu rada) dovodi do rasta kreditne aktivnosti što optimizuje likvidnost banaka smanjenjem likvidnih sredstava (odobreno više kredita od primljenih depozita), iako je bankarski sektor visoko likvidan. Za razliku od banakrskog sektora, u sektoru neživotnog osiguranja poboljšanje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja dovodi do veće tražnje za proizvodima osiguranja, te dolazi do većeg rasta likvidne aktive od kratkoročnih obaveza, pa se likvidnost optimizuje povećanjem likvidnih sredstava. Ovim se može potvrditi **pomoćna hipoteza 1**.

Poređenjem svih dobijenih rezultata istraživanja, uviđa se da se na osnovu ispitivanih makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja može odrediti likvidnost bankarskog

sektora i sektora neživotnog osiguranja čime se potvrđuje **pomoćna hipoteza 2**. Međutim, potrebno je naglasiti da se mnogo bolje predviđa likvidnost bankarskog sektora u odnosu na sektor neživotnog osiguranja. Najveća vrednost koeficijenta F linearnog regresionog modela, praćena najvišim procentom varijanse koju konstruisani model objašnjava, zabeležena je kod parametra prosečne mesečne likvidnosti bankarskog sektora, koju ispitivani makroekonomski faktori predviđaju na bolji način nego što predviđaju LTD ratio. Varijabla koja pokazuje najveći uticaj na bankarski sektor je broj nezaposlenih, dok IIP ne pokazuje značajnu korelaciju sa pokazateljima likvidnosti bankarskog sektora na mesečnom nivou. Potencijalno objašnjenje za ovaj rezultat može biti zakasnela reakcija promena u IIP, koja se na bankarski sektor ne oslikava trenutno, nego u budućem periodu. IIP najveći uticaj pokazuje na likvidnost životnog osiguranja, dok na likvidnost neživotnog osiguranja u najvećoj meri utiče nezaposlenost, kao i na bankarski sektor. Pojedinačnom analizom, zapaža se da se nezaposlenost, ipak, u najvećoj meri odražava na sektor neživotnog osiguranja, potom na bankarski sektor, dok na likvidnost životnog osiguranja na ispitanom uzorku nezaposlenost ne utiče.

Kao jedan od najznačajnijih rezultata sprovedenog istraživanja izdvaja se činjenica da konstruisani model za predikciju likvidnosti životnog osiguranja na osnovu makroekonomskih parametara nije statistički značajan. Ovaj, inicijalno neočekivan rezultat, mogao bi se objasniti sa sociološkog aspekta, navikama u društvu u našoj zemlji, u kojoj je izuzetno slabo razvijena kultura životnog osiguranja kao takvog, što potvrđuje i literaturni podatak da je ukupno manje od 8% ljudi u Srbiji životno osigurano. Iz tog ugla, dobijeni rezultati u kojima promene u makroekonomskim faktorima ni na koji način ne utiču na likvidnost životnog osiguranja, i nisu toliko iznenađujući. Ne može se očekivati da globalne promene parametara koje oslikavaju makroekonomsku situaciju u društvu, utiču na sektor koji, zapravo, koristi manje od 8% populacije. Ostali procenat ljudi, bez obzira na kretanje u makroekonomskim parametrima, jednostavno ne koristi usluge sektora životnog osiguranja. Koliko tome doprinose kulturološke navike, a koliko kretanja u ekonomskom sektoru i aspekt finansijskih mogućnosti, ostaje kao tema nekih budućih,

multidisciplinarnih istraživanja, koja bi uključila i stručnjake iz oblasti psihologije i sociologije.

4. Ograničenja istraživanja

Istraživanja u društvenim naukama prate određena ograničenja koja se izdvajaju po različitim kriterijumima. Kada je reč o ovom istraživanju, kao ograničenje se može izdvojiti činjenica da je istraživanjem obuhvaćen period u kojem se desila ekonomska kriza i da period nakon nje karakteriše ciklično kretanje pojedinih varijabli, što može rezultirati statistički značajnim odstupanjima u poređenju sa njihovim dugoročnim kretanjem. Stoga kretanje varijabli u periodu nakon krize treba posmatrati s određenim stepenom opreza.

Moglo bi se izdvojiti još jedno generalno ograničenje prilikom vrednovanja prediktivne moći modela. Dakle, uvrštene varijable u model zasigurno ne predstavljaju sve moguće varijable od uticaja na zavisnu varijablu, već postoje i druge varijable koje se možda ne mogu kvantitativno iskazati. Zbog dejstva slučajnih faktora, dobijeni rezultati predstavljaju aproksimaciju.

Ograničenje koje se konkretno odnosi na bankarski sektor podrazumeva nepostojanje mesečnih podataka za vrednosti BDP-a, te se za potrebe istraživanja koristi vrednost indeksa industrijske proizvodnje. Možda je upravo ovo ograničenje doprinelo nepostojanju korelacije IIP sa zavisnim varijablama, niti postojanju predikcije u modelu, iako je postojalo teorijsko uporište o međuzavisnosti pomenutih varijabli. Uzimanje dužeg intervala vremena bi, eventualno, ukazalo na rast ka statističkoj značajnosti.

Ako se posmatra sektor osiguranja, kao što je već napomenuto, podaci o likvidnosti se prikazuju jednoobrazno do 2014. godine, a nakon te godine se menja regulativa za potrebe praćenja likvidnosti, te je analiza ograničena na kvartalne podatke do 2014. godine.

Nakon predočenih ograničenja tokom istraživanja, istovremeno se stvaraju ciljevi ka budućim istraživanjima u kojima bi navedena ograničenja bila minimizirana ili čak otklonjena.

5. Pravci budućeg istraživanja

Navedena ograničenja tokom istraživanja ujedno predstavljaju i težnju ka njihovom prevazilaženju u budućem periodu. Tako, u daljem istraživanju pokušaće se izvršiti analiza po periodima, tj. analiza međuzavisnosti makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskog sektora pre krize, u toku krize i nakon krize. Pretpostavka je da bi se ovakvim segmentiranjem perioda analize ispravilo prvo navedeno ograničenje u vezi sa odstupanjem kretanja u odnosu na dugoročne tendencije.

Ako se razmatra dejstvo većeg broja varijabli koje do sada nisu uključene u model, pretpostavlja se da će se povećati procenat predikcije zavisne varijable i tako smanjiti prostor za koji se kaže da predstavlja uticaj ostalih, neuključenih objašnjavajućih faktora. Uključivanje prevelikog broja varijabli u model može dovesti do konfuzije i umanjiti značaj ključnih uticajnih faktora. Dakle, treba pažljivo uvrstiti dodatne varijable, kako bi rezultat istraživanja bio što precizniji.

Unapređenje u istraživanju međuzavisnosti makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskog sektora moglo bi se postići primenom statističkog softvera koji podržava neke naprednije metode i tehnike ekonometrijske analize. Utvrđivanje i potvrđivanje smjera između zavisnih i nezavisnih varijabli, jedan je od ciljeva budućih istraživanja primenom programskog paketa EViews 10.

Buduća istraživanja imaju za cilj da iz drugačijeg ugla potvrde međuzavisnost makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskog sektora.

ZAKLJUČAK

U doktorskoj disertaciji analizirane su makroekonomske determinante ekonomskog razvoja i međuzavisnost sa likvidnošću finansijskog sektora u Republici Srbiji. Na osnovu korišćene literature i sagledavanja različitih aspekata autora, kao i na osnovu sprovedenog empirijskog istraživanja, formulisani su adekvatni zaključci.

Analizom kretanja makroekonomskih indikatora uočava se njihovo poboljšanje poslednjih godina. Kada je reč o nezaposlenosti, nedovoljna iskorišćenost potencijala radne snage direktno utiče na ekonomiju zemlje i njen BDP, što za posledicu ima pad životnog standarda stanovništva. Zbog toga je bitno raspolaganje adekvatnom kvalifikovanim radnom snagom koja može da podrži privlačenje stranih direktnih investicija u sektore sa najvećim učešćem u BDP-u, u proizvodnju i izvoz. Ekonomski razvoj bi, sigurno, beležio veće stope rasta kada bi sistem obrazovanja pratio potrebe privrede i kada bi bio u funkciji razvoja ljudskih resursa. Stopa nezaposlenosti beleži istorijski minimalnu vrednost i iznosi 11,8% u drugom kvartalu 2017. godine. U odnosu na drugi kvartal 2016. godine postoji sniženje stope nezaposlenosti od 3,4 pp.

Poboljšanje ekonomskog razvoja, ne znači automatski porast životnog standarda. Ukoliko postoji veća jednakost u raspodeli ostvarenog BDP-a, tada veći broj pojedinaca zadovoljava svoje potrebe, što se pozitivno odražava na životni standard. Kada se posmatra vrednost prosečne potrošačke korpe u Srbiji, za njeno pokriće je u decembru 2016. godine bilo potrebno izdvojiti 1,27 prosečnih zarada, a za pokriće minimalne potrošačke korpe 0,66 prosečne zarade. Nimalo prijatan zaključak se nameće da prosečna zarada u decembru 2016. godine od 53.456 RSD ne može da pokrije prosečnu potrošačku korpu koja iznosi 67.874,80 RSD, a veliki broj pojedinaca prima minimalnu zaradu. Minimalna potrošačka korpa iznosi 35.228 RSD i pokriva samo osnovne životne namirnice. Povezanost ekonomskog razvoja i životnog standarda ogleda se u tome da veća potrošnja pojedinaca

utiče na rast njihovih potreba, što uslovljava rast proizvodnje. Usled povećane proizvodnje, proizvođači unapređuju svoj sistem rada kako bi bio efikasniji. Najveći problem u Srbiji očituje se u tendencioznom smanjenju broja članova domaćinstva i visokim troškovima života u odnosu na primanja, a samim tim i nezadovoljavajući nivo životnog standarda.

Kada je reč o inflaciji, njenom kretanju proteklih godina doprineli su domaći faktori poput zadržavanja niskih troškovnih pritisaka na osnovu cena nafte i poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu i ublažavanje monetarne politike. Održavanje niske inflacije proteklih godina može imati niz pozitivnih efekata. Tako npr. nema potrebe za dodatnim štampanjem novca; potrošnja je stimulisana jer štednja nije isplativa u uslovima inflacije. Dakle, jedino u uslovima umerene inflacije postoje pozitivni efekti na razvoj zemlje. Generalno posmatrano, svaka zemlja koja je otvorena ka globalnom tržištu, postaje osetljiva na globalne uticaje.

Od vođenja monetarne politike uvek postoje velika očekivanja zbog činjenice da ona doprinosi ekonomskog razvoju. Za zemlje u tranziciji vrlo je važno da postoji dobra institucionalna izgrađenost, a tek potom upešnost sprovođenja monetarne politike. U Srbiji se sprovodi monetarna politike od strane Narodne banke Srbije putem regulisanja novčane ponude i putem kamatnih stopa. Vlada Republike Srbije, tačnije Ministarstvo finansija ima nadležnost nad sprovođenjem fiskalne politike. To podrazumeva upravljanje javnim prihodima i rashodima kako bi se uspostavio ravnotežni nivo. U Srbiji je zastupljeno vođenje politike bazirano na niskim poreskim stopama i većim stopama državnih izdataka. Osnovni cilj vođenja makroekonomske politike je očuvanje ekonomske stabilnosti kako bi se stvorili povoljni uslovi za ekonomski rast i razvoj. Zbog toga je bitno da Vlada države odredi koja je kombinacija u vođenju politike najbolja i koja ima najveći uticaj na privredu zemlje. Problem može nastati kada makroekonomske politike međusobno neutrališu dejstvo i tako nemaju uticaj na strukturne promene. Stoga, ne može akcenat biti samo na podizanju nivoa zaposlenosti, već i na delovanje ka strukturnim reformama.

Kada je reč o finansiranju ekonomskog razvoja, značajno mesto zauzimaju strane direktne investicije. Proteklih godina, one su se zasnivale na sredstvima dobijenim od preuzimanja domaćih preduzeća. Uspеле su da podstaknu poboljšanje u poslovanju tih preduzeća, međutim, bilo je i primera neuspelih privatizacija velikih preduzeća, što je umanjilo rezultate stranih direktnih investicija na rast BDP-a. Generalno posmatrano, strane direktne investicije stvaraju regionalne nejednakosti, iako je njihov cilj smanjenje tih neravnomernosti. Ipak, tržišni potencijal određuje mesto lociranja investicija i što je veći potencijal, tu se investicije najviše grupišu.

Prilikom definisanja ekonomskog razvoja, polazi se ne samo od kvantitativnih, već i od kvalitativnih, strukturnih, tehnoloških, institucionalnih promena, ali i poboljšanja životnog standarda pojedinaca. Na osnovu izvršene korelacione analize među makroekonomskim determinantama ekonomskog razvoja, odabrane su varijable koje najbolje koreliraju s vrednošću indeksa industrijske proizvodnje. Najveći stepen uticaja imaju broj nezaposlenih, indeks potrošačkih cena, minimalna potrošačka korpa na indeks industrijske proizvodnje. Postojanje njihovog međusobnog uticaja i zavisnosti doprinelo je odabiru makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja za dalje istraživanje.

Prikazanim teorijskim stavovima o finansijskom sektoru, tj. njegovim strukturnim delovima, stvorena je šira slika njegovog funkcionisanja. Usklađenost u funkcionisanju finansijskog tržišta, instrumenata i institucija, kao i njihov ravnomeran razvoj, neki su od uslova da se finansijski sektor razvija. Kada je reč o teorijskim stavovima o likvidnosti finansijskog sektora, preciznije, o likvidnosti bankarskog sektora u prvom redu, upravljanje aktivom i pasivom bankarskog sektora u periodima nelikvidnosti predstavlja izazov. U tim uslovima, postoji veliko nepoverenje između banaka, ali i u odnosu na klijente, zbog prisutnog visokog učešća problematičnih kredita. Tokom proteklih pet godina njihov iznos je značajno smanjen sprovođenjem Strategije za rešavanje problematičnih kredita. Za 2016. godinu važi da je bankarski sektor bio visoko likvidan i kapitalizovan, što ukazuje na adekvatno upravljanje aktivom i pasivom. Formiranje fleksibilnog bilansa koji se lako

adaptira na novonastale promene moguće je istovremenim upravljanjem aktivom i pasivom, tzv. ALM koncept.

Kao i druge finansijske institucije, i društva za osiguranje imaju obavezu da upravljaju aktivom i pasivom, tj. da obezbeđuju izvore sredstava radi obavljanja poslovnih aktivnosti. Likvidnost sektora osiguranja je u odnosu na bankarski sektor, u određenom stepenu predvidiva s obzirom na činjenicu da se neke obaveze društava za osiguranje mogu unapred planirati. Društva za osiguranje upravljaju likvidnošću na osnovu Zakona o osiguranju.

Nakon praćenja kretanja makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i pokazatelja likvidnosti bankarskog sektora, može se uočiti postojanje njihove međuzavisnosti. U periodima kada makroekonomski uslovi nisu obeleženi pozitivnim tokovima, smanjene su mogućnosti za ostvarenje dobrih performansi bankarskog sektora. Naime, bankarski sektor ima interes da poveća svoju kreditnu aktivnost i time likvidnost sektora svede na optimalan nivo u uslovima kada je niska stopa nezaposlenosti (investicije u znanje), kada se inflacija održava u dozvoljenim granicama, kada je proizvodnja dominantnih privrednih grana stimulisana.

Kada je reč o kretanju makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i pokazatelja likvidnosti sektora osiguranja, može se reći da postoji direktna zavisnost od visine nezaposlenosti stanovništva, a time i od njihovog životnog standarda. Orijentacija privrede ka potrošnji i izvozu ne doprinosi povećanju zaposlenosti, niti životnog standarda, zbog čega je proizvod osiguranja često samo luksuzno dobro u Srbiji. Za ovaj sektor je od velike važnosti da postoji rast BDP-a, jer on omogućava izdvajanje štednje radi pokretanja novih investicija, što dalje otvara šanse za rast proizvodnje.

Finansijski sistem Srbije karakteriše bankocentričnost, što znači da u procesu intermedijacije dominantnu ulogu ostvaruju banke. Smanjenjem privredne aktivnosti, smanjuje se i većina indikatora ekonomskog razvoja, što se odražava i na aktivnosti bankarskog sektora. Posle 2012. godine prisutno je smanjenje kreditne aktivnosti

bankarskog sektora, dok je likvidnost na zadovoljavajućem nivou. Za bankarski sektor je od ključnog značaja formiranje što veće depozitne baze, jer se tako smanjuje zavisnost od drugih izvora finansiranja, smanjuje se izloženost banke od rizika iz međunarodnog poslovanja, kao i rizik od iznenadnog povlačenja sredstava od strane matične banke. Depoziti čine čak 69,5% pasive u bankarskom sektoru.

Primena sistema rangiranja, tj. sistema ocene performansi, pomaže Narodnoj banci Srbije, koja ima funkciju nadzora nad poslovanjem bankarskog sektora, da utvrdi koje su to banke koje nisu ispunile zadate kriterijume u CAMELS rejting sistemu. Kako bi zainteresovane banke bile rangirane, priznate međunarodne rejting agencije sprovode potrebne analize i definišu rejting. CAMELS ocena performansi služi za merenje rizika bankarskog sektora i, između ostalog, za utvrđivanje likvidnosti. Likvidnost bankarskog sektora može se utvrditi i analizom ročne usklađenosti ukupnih kredita i depozita, tj. sredstava i izvora sredstava. Uporednim sagledavanjem, uočeno je da su iznosi odobrenih kredita i primljenih depozita gotovo jednaki u 2008. i 2009. godini, a nakon koje veličina kredita prevazilazi nivo primljenih depozita (negativan likvidonosni gep), sve do 2014. godine kada iznos depozita eskalira i pokriva nivo odobrenih kredita (pozitivan likvidonosni gep).

Rizik bankarskog sektora povezan je sa merama ekonomske politike koje imaju za cilj da stimulišu ekonomski razvoj u budućem periodu. Narodna banka Srbije sprovodi osnovne mere u cilju optimizacije likvidnosti bankarskog sektora i to emitovanjem hartija od vrednosti, čime povlači višak likvidnih sredstava poslovnih banaka, kao i regulisanjem nivoa obavezne rezerve.

Za sektor osiguranja u Srbiji karakteristična je niska razvijenost, što se uočava na osnovu odnosa ukupne premije i bruto domaćeg proizvoda, kao i ukupne premije po stanovniku. Na osnovu učešća ukupne premije u bruto domaćem proizvodu u 2016. godini od 2,1%, Srbija se nalazi na 61. mestu na svetu i može se zaključiti da je na zadovoljavajućoj poziciji, s obzirom na to da se zemlje kao što su Bugarska, Mađarska, Hrvatska ili Slovenija nalaze ispred nje. Analizom finansijskih izveštaja osiguravajućih društava utvrđuje se

dovoljnost imovine u izmirivanju obaveza društva, tj. utvrđuje se nivo likvidnosti. Primenom CARMEL smernica tj. podgrupe za pokazatelje likvidnosti na primeru dva društva za osiguranje prikazan je i interpretiran svaki nivo ovog pokazatelja i došlo se do zaključka da oba društva za osiguranje poseduju dovoljno likvidnih sredstava za izmirenje svojih kratkoročnih obaveza, pa se može reći da je likvidnost na zadovoljavajućem nivou.

Kada se posmatra odnos u kojem ekonomski razvoj podstiče razvoj bankarskog sektora, sasvim je sigurno da treba sprovoditi podsticajne mere za razvoj privrednih grana koje su okarakterisane kao vodeće. Razvojne strategije usmerene na proizvodnju i izvoz usloviće poboljšanje celokupne ekonomije zemlje, a samim tim i razvoj bankarskog sektora i sektora osiguranja. Ocenom da je prerađivačka industrija (proizvodnja metalnih proizvoda) sektor sa najboljim performansama i najboljom međunarodnom konkurentnošću za period 2009–2013. godine, kao i da su potraživanja bankarskog sektora u 2013. godini ka ovom sektoru opala, ukazuje na snagu sektora u redovnom izmirenju svojih obaveza ka bankarskom sektoru. Na ovaj način se stvorila prilika i za razvoj finansijskog sistema, tj. finansijskih institucija i finansijskog tržišta, kako bi mogla zadovoljiti rastuće potrebe sektora.

Istraživanja pokazuju da je ekonomski rast i razvoj pratio razvoj i sektora osiguranja. Naime, u zemljama u razvoju najpre se razvijalo osiguranje imovine i nesreća zbog izgradnje javne infrastrukture, dolaska trgovinskih partnera, investitora, međunarodnih brokera osiguranja. Pojedini autori smatraju da bi izlazak iz perioda tranzicije doprineo razvoju punog potencijala sektora osiguranja, najpre zbog rasta životnog standarda, kupovne moći i nivoa zaposlenosti. Međutim, orijentisanost privrede Srbije ka potrošnji i slaboj proizvodnji, svakako nije pogodna osnova za rast ni BDP-a, ni životnog standarda. Poboljšanje makroekonomskih indikatora svakako doprinosi poboljšanju performansi sektora osiguranja, naročito nivo zaposlenosti i životnog standarda.

Na osnovu izvršenih analiza u Srbiji, Hrvatskoj, Crnoj Gori, Bosni i Hercegovini, i relacija između njihovih makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti bankarskog sektora, može se stvoriti kompletna slika o važnosti postojanja ove relacije.

Dakle, ono što je zajedničko svim zemljama regiona, to je da postoji međuzavisnost i doprinos ekonomskog razvoja optimalnoj likvidnosti finansijskog sektora.

U cilju formiranja realne slike o likvidnosti sektora osiguranja u Srbiji, izvršeno je predstavljanje likvidnosti sektora osiguranja u Crnoj Gori i Bosni i Hercegovini. Uvođenjem i makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja, ocenjeno je postojanje međuzavisnosti pojedinih makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti sektora osiguranja. Može se zaključiti da je kod svih posmatranih zemalja uočena navedena međuzavisnost, s tim da je jedino za Srbiju likvidnost prikazana odvojeno za neživotna i životna osiguranja (koja ne pokazuju korelaciju sa makroekonomskim indikatorima).

Nakon prikaza korišćene literature, metodologije, primarno mesto dato je rezultatima istraživanja koja su podeljena u tri segmenta. Prvi deo istraživanja odnosio se na poređenje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja Srbije sa zemljama regiona, što pruža kompletniju sliku o međuzavisnosti ekonomskog razvoja i likvidnosti finansijskih institucija u Srbiji. Komparacija je izvršena i sa visoko razvijenim zemljama. Drugi deo istraživanja prikazao je odnos makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti bankarskog sektora primenom statističkih metoda, dok treći deo istraživanja, takođe, ispituje ovaj odnos s tim da se likvidnost odnosi na sektor osiguranja.

Kretanje makroekonomskih determinanti u Srbiji i zemljama regiona (Hrvatska, Crna Gora i Bosna i Hercegovina) svakako se međusobno razlikuje. Srbija je, u odnosu na posmatrane zemlje regiona, zemlja sa najvišim stopama nezaposlenosti i inflacije, a sa najnižim stopama vrednosti BDP-a u analiziranom periodu. Iako Srbija po nivou razvijenosti nije merljiva sa visoko razvijenim zemljama, ona ipak predstavlja sponu ka drugim zemljama, što je važno za Evropsku uniju. Kao što je pomenuto, Antonio Tajani, predsednik Evropskog parlamenta, istakao je da se prepoznaje napredak Srbije i da stabilnost Balkana predstavlja stabilnu Evropsku uniju. Apostrofiranje ekonomske saradnje i otvaranje

evropskih kompanija u Srbiji, a time i novih radnih mesta, podsticajno bi delovalo na ekonomski rast i razvoj Srbije.

U analizi bankarskog sektora, načinjena su dva ispitivanja. Prvo ima za cilj ispitivanje uticaja broja nezaposlenih, godišnjeg rasta indeksa potrošačkih cena, kao i indeksa industrijske proizvodnje na prosečan mesečni pokazatelj likvidnosti bankarskog sektora, dok je u drugom delu načinjeno ispitivanje uticaja ovih varijabli na odnos kredita nefinansijskom sektoru i depozita nefinansijskog sektora (LTD ratio). Nakon primenjenih adekvatnih statističkih metoda, može se zaključiti da model koji uključuje tri ispitivane varijable daleko bolje predviđa vrednosti prosečne mesečne likvidnosti bankarskog sektora nego LTD odnos.

Na likvidnost neživotnog osiguranja izuzetno veliki uticaj ima nezaposlenost, kojom se objašnjava čak 50% varijanse likvidnosti neživotnog osiguranja, dok ostale dve varijable ne utiču statistički značajno. Celokupni model životnog osiguranja koji uključuje sva tri makroekonomska parametra ne uspeva da predvidi kretanja u likvidnosti životnog osiguranja. Zbog toga se sektor životnog osiguranja ne razmatra prilikom potvrđivanja hipoteza istraživanja.

Dakle, na osnovu svega prethodno iznetog, može se zaključiti postojanje međuzavisnosti makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja sa likvidnošću bankarskog sektora i likvidnosti neživotnog osiguranja, što se dokazuje Pearsonovim koeficijentom korelacije i time potvrđuje **glavna hipoteza**.

Posmatrajući kretanje makroekonomskih determinanti ekonomskog razvoja i likvidnosti bankarskog sektora, uočava se da njihovo poboljšanje (pad stope nezaposlenosti, pad inflacije, rast BDP-a u teorijskom delu rada) dovodi do rasta kreditne aktivnosti što optimizuje likvidnost banaka padom likvidnih sredstava (odobreno više kredita od primljenih depozita), iako je bankarski sektor visoko likvidan. Za razliku od bankarskog sektora, u sektoru neživotnog osiguranja poboljšanje makroekonomskih determinanti

ekonomskog razvoja dovodi do veće tražnje za proizvodima osiguranja, te dolazi do većeg rasta likvidne aktive od kratkoročnih obaveza, pa se likvidnost optimizuje povećanjem likvidnih sredstava. Ovim se može potvrditi **pomoćna hipoteza 1**.

Primenom linearne logističke regresije, uviđa se da se na osnovu ispitivanih makroekonomskih indikatora ekonomskog razvoja može odrediti likvidnost bankarskog sektora i sektora neživotnog osiguranja, čime se potvrđuje **pomoćna hipoteza 2**. Dakle, bankarski sektor može da odredi likvidnost putem mesečnog pokazatelja likvidnosti čak 45%, a putem LTD odnosa 20%. Navedeni podaci navode na pretpostavku da postoji više različitih faktora koji utiču na LTD odnos, a koji nisu uključeni u istraživanje, u odnosu na broj i uticaj uključenih faktora na prosečni mesečni pokazatelj likvidnosti. Što se tiče sektora osiguranja, tačnije, neživotnog osiguranja, putem nezaposlenosti se može odrediti čak 50% varijanse likvidnosti neživotnog osiguranja, dok ostale nezavisne varijable nemaju statističku značajnost. Sumarno gledano, poređenjem dobijenih rezultata uočava se da je likvidnost banakrskog sektora bolje određena makroekonomskim determinantama ekonomskog razvoja u odnosu na likvidnost neživotnog osiguranja.

Rezultati istraživanja sektora osiguranja, tačnije životnog osiguranja u Srbiji, predstavljaju jedan od značajnih rezultata. Naime, konstruisani model za određenje likvidnosti životnog osiguranja na osnovu makroekonomskih indikatora nije statistički značajan. Ovakav rezultat prvobitno nije očekivan. Međutim, ako se uzme u obzir kultura životnog osiguranja i podatak da manje od 8% stanovništva Srbije kupuje ovaj oblik osiguranja, dobijeni rezultat ima smisla. Ostali procenat stanovništva, bez obzira na kretanja u makroekonomskim indikatorima ekonomskog razvoja, jednostavno ne koristi usluge sektora životnog osiguranja. Koliko tome doprinose kulturološke navike, a koliko kretanja u ekonomskom sektoru i aspekt finansijskih mogućnosti, ostaje kao tema nekih budućih, multidisciplinarnih istraživanja, koja bi uključila i stručnjake iz oblasti psihologije i sociologije.

Nakon predočenih ograničenja tokom istraživanja, ukazano je na pravce daljeg istraživanja. Doktorska disertacija bi trebalo da obogati domaću literaturu novim saznanjima s obzirom na detaljnost analize ove problematike. Takođe, može se zaključiti da bi finansijske institucije mogle da uzmu u obzir sprovedeno istraživanje u cilju održavanja i unapređenja svojih performansi. Dobijeni rezultati istraživanja mogu biti pogodna osnova za dalja istraživanja iz ove oblasti.

LITERATURA

I

1. Aghion, P. and Howitt, P. (2009). *The economics of growth*. London: Massachusetts Institute of Technology.
2. Alihodžić, A. (2015). Međusobna uslovljenost performansi bankarskog i realnog sektora Republike Srbije. *Bankarstvo*, 2, str. 46–73.
3. Arena, M. (2008). Does insurance market activity promote economic growth? A cross - Country study for industrialized and developing countries. *Journal of Risk and Insurance*, no. 4/75, str. 921–946.
4. Arsić, M. (2011). Makroekonomske politike i reforme u novom modelu privrednog rasta. *Nova strategija razvoja privrede Srbije – Izazovi ekonomske politike u 2011. godini*, Naučno društvo ekonomista Srbije sa Akademijom ekonomskih nauka i Ekonomski fakultet u Beogradu.
5. Bahovec, V., Dumičić, K. i Palić, I. (2011). Multivarijatna analiza pokazatelja društveno-ekonomskog razvoja u odabranim europskim zemljama. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, no. 1/9, str. 89–107.
6. Barrell, R. and Weale, M. (2009). *Fiscal policy, fairness between generations and national saving*. Discussion Paper Number 338. London: National Institute of Economic and Social Research.
7. Becić, S., Krstić, I. (2013). Opšta privredna ravnoteža. *Ekonomika*, br. 2/59, str. 198–204.
8. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2009). Financial Institutions and Markets across Countries and over Time: Data and Analysis. *Policy Research Working Paper*, No. 4943. Washington: The World Bank, Development Research Group, Finance and Private Sector Team.
9. Begović, B. (2017). Finansijsko posredovanje i privredni rast: da li postoji velika alternativa? *Bankarstvo*, br. 1/46, str. 14–31.

10. Bhatia, B. S. and Jain, A. (2013). Relationship of Macroeconomic Variables and Growth of Insurance in India: A Diagnostic Study. *International Journal of Advances in Management and Economics*, No. 6/2, str. 50–54.
11. Bjelica, V., Raičević, B., Radmilović, S., Babić, B. i Radičić, M. (2001). *Finansije: teorija i praksa*. Novi Sad: Stylos.
12. Blum, D., Federmaier, K., Fink, G. and Haiss, P. (2002). The Financial-Real Sector Nexus: Theory and Empirical Evidence. *IEF Working Papers*, No. 43. Vienna: University of economics and business administration.
13. Boljanović, S. M. (2013). Komparativna analiza uticaja stranih direktnih investicija na strukturu i specijalizaciju srpskog i mađarskog izvoza. *Ekonomске teme*, br. 1/51(1), str. 37–57.
14. Božić, M. i Golubović, S. (2008). Nezaposlenost radne snage u Srbiji kao razvojni problem. *Teme*, br. 04, str. 881–900.
15. Brković, M. (2014). Kreditno-depozitna funkcija banaka i privredni razvoj u tranzicionim uslovima. *Ekonomski vidici*, br. 1, str. 63-80.
16. Carby, Y., Craigwell, R., Wright, A. and Wood, A. (2012). Finance and Growth Causality: A Test of the Patrick's Stage-of-Development Hypothesis. *International Journal of Business and Social Science*, No. 21/3, str. 129–140.
17. Ćirović, M. (2007). *Finansijska tržišta: instrumenti, institucije, tehnologije*. Beograd: Naučno društvo Srbije.
18. Dang, U. (2011). *The CAMEL rating system in banking supervision: a case study*. Helsinki: Arcada University of Applied Sciences International Business.
19. Dašić, B. (2011). Strane direktne investicije kao pokazatelj regionalnih neravnomernosti u Srbiji i mogućnosti njihove efikasne alokacije. *Ekonomski horizonti*, br. 1/13, str. 28–40.
20. Đorđević, M. (2009). *Privredni razvoj*. Kragujevac: Ekonomski fakultet.
21. Đurović, G. i Cvetanović, S. (2016). *Privredni razvoj. Dio 1*. Podgorica: Ekonomski fakultet.
22. Dželetović, M., Kolar, S. i Milošević, M. (2011). Likvidnost poslovnih banaka u Srbiji. *Poslovna ekonomija*, br. 2/5, str. 33–58.

23. Fabozzi, F., Mann, S. and Choudhry, M. (2002). *The global money markets*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
24. Favara, G. (2003). An Empirical Reassessment of the Relationship Between Finance and Growth. *Working Paper No. 03/123*. Washington: International Monetary Fund.
25. Filipović, S. i Nikolić, I. (2008). Kreditna ekspanzija vs. makroekonomska (ne)stabilnost, *Industrija*, broj 3, str. 61–78.
26. Galić, J. (2013). Bankarski sektor u Srbiji: na horizontu perspektiva. *Ekonomika preduzeća*, br. 3–4/61, str. 256–272.
27. Gavrilović, M. (2014). *Odnos monetarne i fiskalne politike u ekonomskoj politici*. Neobjavljena doktorska disertacija. Beograd: Megatrend.
28. Grandov, Z. i Radovanović, T. (2016). Korišćenje naučnih metoda u društvenim istraživanjima. *Pravo: teorija i praksa*, br. 1–3, str. 1–11.
29. Grandov, Z., Stankov, B. i Đokić, M. (2013). Primena statističke metode linearanog trenda na izračunavanje vrednosti ulaznih tokova SDI u Srbiji i Hrvatskoj. *Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije = Economy and Market Communication Review*, No. 2/3, str. 164–178.
30. Grandov Z., Stankov, B. i Roganović M. (2014). Uporedna analiza faktora koji podstiču inostrane investitore na direktna ulaganja u Srbiji i Rumuniji. *Škola biznisa*, br. 2. str. 141–169.
31. Grandov, Z., Vojvodić, A. i Vučičević, M. (2011). Privredni razvoj u evropskim zemljama u tranziciji- EZT. *Zbornik radova I Međunarodni naučni skup o ekonomskom razvoju i životnom standardu “EDASOL 2011 – Economic development and Standard of living”*. (str. 179–190). Banja Luka: Panevropski univerzitet Aperia.
32. Gurgul, H. and Lach, L. (2012). Financial development and economic growth in Poland in transition: causality analysis. *Czech Journal of Economics and Finance*, No. 4/62, str. 347–367.
33. Haiss, P. and Sumegi, K. (2008). The relationship between insurance and economic growth in Europe: A theoretical and empirical analysis. *Empirica*, No. 4/35, str. 405–431.

34. Hermes, N. and Lensik, R. (1996). *Financial development and economic growth, theory and experiences from developing countries*. Abingdon-on-Thames: Routledge.
35. Hugh, T. P. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change*, No. 2/14, str. 174–189.
36. Isu, H. O. and Okpara, G. C. (2013). Does financial deepening follow supply leading or demand following hypothesis?: A look at the Nigerian evidence. *Asian Journal of Science and Technology*, No. 1/5, str. 10–15.
37. Jäger, K. (2016). The Role of Regime Type in the Political Economy of Foreign Reserve Accumulation. *European Journal of Political Economy*, 44, str. 79–96.
38. Janković, D. (2013). *Osiguranje*. Novi Sad: Visoka poslovna škola strukovnih studija.
39. Jeremić, Z. (2009). *Finansijska tržišta*. Beograd: Univerzitet Singidunum.
40. Josifidis, K. (2010). *Makroekonomija: principi, teorije, politike*. Novi Sad: Futura publikacije.
41. Jovanović, D. (2016). Tržište osiguranja Srbije u 2016. *Zbornik radova 28. Susreta osiguravača i reosiguravača – SORS* (str. 277–279). Sarajevo: SORS.
42. Kalezić, Z. (2006). *Empirijsko istraživanje uticaja obavezne rezerve na osnovne finansijske varijable u Crnoj Gori*. Podgorica: Sektor za istraživanja i statistiku, Centralna banka Crne Gore.
43. Kaushal, S. and Ghosh, A. (2016). Financial Institutions and Economic Growth: An Empirical Analysis of Indian Economy in the Post Liberalized Era, *International Journal of Economics and Financial Issues*, No. 3/6, str. 1003–1013.
44. Khaled Lafy AL-Naif (2012). Causality Relationship between Financial Development and Economic Growth in Jordan: Supply-Leading and Demand-Pulling Hypotheses Test. *Middle Eastern Finance and Economics*, No. 16, EuroJournals Publishing, str. 100–109.
45. Kindleberger, B. H. (1983). *Economic Development*, 4 ed. New York: MCGrow-Hill; vidi kod: Đurović, G. i Cvetanović. S. (2016). *Privredni razvoj. Dio 1*. Podgorica: Ekonomski fakultet.
46. King, R. G. and Levine, R. (1993). Finance and Economic Growth: Schumpeter Might be Right. *Quarterly Journal of Economics*, no. 3/108, str. 717-737.

47. Kočović, J., Paunović, B. i Jovović, M. (2014). Determinants of business performance of non-life insurance companies in Serbia, *Ekonomika preduzeća*, No. 7–8, str. 229–243.
48. Krnić, B. i Radošević, D. (2014). Makroekonomske neravnoteže u hrvatskoj ekonomiji: dualitet između financijskog i realnog sektora. *Ekonomski pregled*, br. 1/65, str. 3–34.
49. Kuzmanović, A. (2013). Efekti ekonomske krize na makroekonomiju Srbije. *Ekonomika*, br. 2/59, str. 190-197.
50. Kuzmanović, Đ. T. (2007). *Nacionalna ekonomija*. Novi Sad: Alfa - Graf NS.
51. Lazarević, M. (2016). Finansijski benčmarking u bankarstvu. *Bankarstvo*, br. 3/45, str. 74-113.
52. Lukić, Lj. i Trišić, M. (2015). Upravljanje rizicima i prinosima u bankama, *Trendovi u poslovanju*, br. 5/3, str. 29–39.
53. Maksimović Lj. (2015). Uticaj stranih direktnih investicija na ekonomski rast zemalja Zapadnog Balkana. *Institucionalne performanse konkurentnosti privrede Republike Srbije*, Kragujevac: Ekonomski fakultet.
54. Marinković, S. i Ljumović, I. (2011). Efekti vlasničke transformacije bankarskog sektora Srbije – teorijska i empirijska analiza. *Teme*, br. 1/35, str. 189–208.
55. Marović, B. i Njegomir, V. (2015). Osiguravajuća društva u ulozi institucionalnih investitora. *Zbornik radova 26. Susreta osiguravajućih i reosiguravajućih društava – SORS* (Str. 25–146). Sarajevo: SORS.
56. Marović, B., Kuzmanović, B. i Njegomir, V. (2009). *Osnovi osiguranja i reosiguranja*. Beograd: Princip press.
57. Matic, V. (2016). *Bankarski sektor Srbije u 2016. godini - analiza finansijske pozicije i finansijskog rezultata*. Beograd: Udruženje banaka Srbije.
58. Matković, G., Mijatović, B. i Petrović, M. (2010). *Uticaj krize na tržište radne snage i životni standard u Srbiji*. Beograd: Centar za liberalno-demokratske studije.
59. Micic, V. (2017). Economic development of the Republic of Serbia determined by the sectoral structure. *Economics Horizons*, 1/19, str. 33–46.
60. Miletić, I. (2009). Makroekonomski i mikroekonomski uzroci nestabilnosti banaka, *Economic research - Ekonomska istraživanja*, no. 1/22, str. 47–59.

61. Milić, D. i Arsić, N. (2011). Ekonomsko-pravna osnova procene kvaliteta imovine kao kontrolni pokazatelj likvidnosti osiguravajućih društava. *Zbornik radova. XVI Internacionalni naučni skup SM2011 "Strategijski menadžment i sistemi podrške odlučivanju u strategijskom menadžmentu" – Planiranje i kontrola u strategijskom upravljanju, Subotica-Palić, 19 maj, 2011 godine*. Subotica: Ekonomski fakultet.
62. Milić, D. and Jovin, S. (2017). The banking sector liquidity as a foundation for introducing innovations in business. *Thematic proceedings. International Scientific Conference Innovation, ICT and Education for the Next Generation*. (Str. 223-235). Novi Sad: Faculty of Economics and Engineering Management.
63. Milić, D. i Milošević, S. (2011). Očuvanje depozita u funkciji postizanja optimuma likvidnosti kao osnovne pretpostavke za održivost banaka na finansijskom tržištu Srbije. *Zbornik radova. I Međunarodni naučni skup „Ekonomska teorija i praksa u savremenim uslovima”* (str. 275–284). Brčko: Ekonomski fakultet.
64. Milić, D. i Obradović, J. (2018). Carmel pokazatelj likvidnosti osiguravajućih društava, *Ekonomija – teorija i praksa, br. 1/11*, str. 64–73.
65. Milić, D. and Soleša, D. (2017). The analysis of macroeconomic determinants of the banking sector liquidity with role in financing agricultural sector. *Economics of Agriculture, No. 2/64*, str. 533–551.
66. Mitrović, R., Nestorović, M. i Ljubić, M. (2016). Međusobna povezanost makroekonomskih agregata i poslovnih performansi banaka. *Megatrend revija, No. 1/13*, str. 131–146.
67. Milojević, N. (2015). Mogućnosti za razvoj finansijskog sektora Srbije. *Poslovna ekonomija, br. 1/9*, str. 177–204.
68. Milovanović, G. i Veselinović, P. (2009). *Globalizacija i tranzicija*. Kragujevac: Ekonomski fakultet.
69. Mishkin, F. i Eakins, S. (2005). *Finansijska tržišta i institucije*. Zagreb: Mate.
70. Munitlak Ivanović, O., Mitić, P. i Raspopović, N. (2014). Stanje i perspektive tržišta životnog osiguranja u Republici Srbiji, *Poslovna ekonomija, br. 1/8*, str. 51–66.
71. Murungi, D.U. (2014). Relationship between macroeconomic variables and financial performance of insurance companies in Kenya. *A research project submitted in partial*

- fulfillment of the requirement for the award of degree of master of science in finance, University of Nairobi.*
72. Muye, I. M., and Hassan, A. F. S. (2016). Does Islamic Insurance Development Promote Economic Growth? A Panel Data Analysis. *Procedia Economics and Finance, Vol. 35*, str. 368-373.
73. Ndlovu, G. (2013). Financial Sector Development and Economic Growth: Evidence from Zimbabwe. *International Journal of Economics and Financial Issues, No. 3/2*, str. 435–446.
74. Nikolić, Z. (2015). Kretanje nezaposlenosti i životnog standarda u Vojvodini od 2012. do 2014. godine. *Kultura polisa, br. 26/12*, str. 405–426.
75. Novotny, D. (2008). Predstavlja li inflacija opasnost od dugoročne stagnacije? Inflacija i ekonomski rast, *Ekonomija, br. 2/15*, str. 325–338.
76. Orlić, N. (2011). Likvidnost i bonitet banaka. *Pravno-ekonomski pogledi, br. 2*.
77. Ostojić, B., Lutovac, N. i Matić, M. (2016). Savremeno tržište osiguranja. *Pravo – teorija i praksa, br. 1–3*, str. 47–62.
78. Ostojić, S. (2003). Aplikativni aspekti finansijskog izveštavanja banke – analitički okvir jedinstvenog bankarskog izveštaja. *Privredna izgradnja, br. 1-2*, str. 73–110.
79. Ostojić, S. (2014). Globalni trendovi tržišta osiguranja i funkcionisanje tržišta osiguranja Srbije. *Zbornik radova. XIX Internacionalni naučni skup SM 2014, „Strategijski menadžment i sistemi podrške odlučivanju u strategijskom menadžmentu”*, Subotica-Palić, 16. maj 2014. Subotica: Ekonomski fakultet.
80. Ostojić, S. (2001). *Implementacija tržišta kapitala*, Novi Sad: autor.
81. Ostojić, S. (2004). Neophodnost restrukturiranja osiguravajućih društava u Srbiji. *Privredna izgradnja, br. 1–2/47*, str. 77–98.
82. Ostojić, S. (2007). *Osiguranje i upravljanje rizicima*. Beograd: Data status.
83. Ostojić, S. (2008). *Osnovi monetarne ekonomije*. Beograd: Data status.
84. Otašević, D. (2013). Analiza makroekonomskih determinanti kvaliteta kreditnog portfelja banaka u Srbiji. *Narodna banka Srbije – Stručni radovi, br. 27*, str. 1–29.
85. Petrović, J., Jovanović, M. i Mandžukić, Lj. (2013). Ostvarivanje makroekonomskih ciljeva u novoj ekonomiji. *Ekonomika, br. 2/59*, str. 191–199.

86. Petrović, S. (1992). *Privredni sistem*. Novi Sad: DP „TIIM.NT '90”.
87. Radišić, S., Ćosić, I., Tkač, M., Anđelić, G., Carić, M., Đaković. (2010). The Scopes and Challenges of the Privatization Process: the Case of the Republic of Serbia with a Focus on the Region of Vojvodina (2002–2007). *Journal of Economics = Ekonomický časopis*, No. 7/58, str. 690–706.
88. Raghuram R. and Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, No. 3/88, str. 559–586.
89. Ristić, Ž. (1990). *Tržište novca – teorija i praksa*, Beograd: Ž. Ristić.
90. Roganović, M. (2017). *Analiza problema siromaštva u Republici Srbiji: uzroci, posledice i mogućnosti otklanjanja*. Neobjavljena doktorska disertacija. Novi Sad: Univerzitet privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment.
91. Rostami, M. (2015). Camels' analysis in banking industry, *Global Journal of Engineering Science and Research*, No. 2/11, str. 10–26.
92. Rousseau, P.L. and Sylla, R. (2001). Financial System, Economic Growth and Globalisation. *NBER Working Paper*, No. 8323, Chicago: University of Chicago Press.
93. Schwab, K. (2017). *The Global Competitiveness Report 2017/2018*. Geneva: World Economic Forum.
94. Simić, V. (2014). *Privredni i ekonomski razvoj Srbije – dugoročan i spor proces*. Niš: Društvo ekonomista „Ekonomika”.
95. Singhn, A. and Sharma, A. K. (2016). An empirical analysis of macroeconomic and bank-specific factors affecting liquidity of Indian banks. *Future Business Journal* 2, str. 40–53.
96. Skipper, H. and Kwon, W. J. (2007). *Risk management and insurance: perspectives in a global economy*. Malden, MA: Blackwell Publishing.
97. Stefanović, T. i Golubović, N. (2009). Uticaj globalne finansijske krize na finansijski i realni sektor Srbije. *Ekonomске teme*, br. 3/47, str. 15–28.
98. Šakotić, S. (2016). Tržište osiguranja Bosne i Hercegovine u 2016. 28. *susret osiguravača i reosiguravača Sarajevo – SORS*.

99. Šoškić, D. (2014). Moguće vrste monetarnih režima za zemlje u tranziciji. *Ekonomika preduzeća, br. 1–2/62*, str. 47–52.
100. Tešić, B. (2014). *Uticaj sive ekonomije na životni standard građana*. Neobjavljen master rad. Beograd: Univerzitet Singidunum.
101. Thornton, J. (1994). Financial Deepening and Economic Growth: Evidence from Asian Economies. *Savings and Development, No. 1/18*, str. 41–51.
102. Trautmann, P. (2006). *Camels Ratings*. New York: Point Management and technology consultants, USAID/IRAQ. Citirano prema: Vunjak, N., Davidović, M. i Stefanović, M. (2012). Uticaj globalne finansijske krize na performanse bankarskog sektora Srbije, *Teme, br. 3/36*, str. 1285.
103. Trenca, I., Petria, N., Mutu, S. and Corovei, E. (2012). Evaluating the liquidity determinants in the Central and Eastern European banking system. *Finance-Challenges of the Future, no. 14/12*, str. 85–90.
104. Udovički, K., Šormaz, N., Bobić, D. i Božović, B. (2014). *Performansa realnog sektora u Srbiji: Iskazana konkurentnost prema veličini, sektoru i regionu*. Beograd.
105. Vaughan, E. i Baughan, T. (1995). *Osnove osiguranja i upravljanje rizicima*. Zagreb: MATE.
106. Veselinović, P. (2013). *Nacionalna ekonomija*. Kragujevac: Ekonomski fakultet.
107. Vodová P. (2011). *Determinants of Commercial Bank's Liquidity in Slovakia*, Czech Science Foundation. (Project GACR P403/11/P243). Str. 740-747.
108. Vuković, V. (2007). Anahrona struktura i razvoj domaćeg osiguranja. Hasan Hanić (red.). *Tržište osiguranja u Srbiji: stanje i perspektive* (str. 65–78). Beograd: Beogradska bankarska akademija; Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije; Institut ekonomskih nauka.
109. Vuković, V. i Domazet, I. (2015). Kreditno tržište Srbije: posustajanje ili kolaps. *Poslovna ekonomija, br. 1/9*, str. 159–176.
110. Vunjak, N., Davidović, M. i Stefanović, M. (2012). Uticaj globalne finansijske krize na performanse bankarskog sektora Srbije, *Teme, br. 3/36*, str. 1279–1298.
111. Vunjak, N. i Kovačević, Lj. (2011). *Bankarstvo: bankarski menadžment*, Subotica: Ekonomski fakultet; Travnik: Internacionalni Univerzitet; Bečej: Proleter.

112. Vunjak, N. i Kovačević, Lj. (2009). *Finansijska tržišta i berze*. Bečej: Proleter; Subotica: Ekonomski fakultet; Banja Luka: Nezavisni fakultet; Beograd: Čigoja.
113. Yousif Khalifa Al-Yousif. (2002). Financial development and economic growth: Another look at the evidence from developing countries. *Review of Financial Economics*, No. 2/11, str. 131–150.

II

114. Agencija za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine. (2016) *Informacija o bankarskom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine 30. 06. 2016.*
115. Agencija za nadzor osiguranja Crne Gore. (2010). *Izveštaj o stanju na tržištu osiguranja u Crnoj Gori za 2009. godinu.*
116. Agencija za nadzor osiguranja Crne Gore. (2017). *Izveštaj o stanju na tržištu osiguranja u Crnoj Gori za 2016. godinu, (2008–2016. godine).*
117. Basel Committee on Banking Supervision (2000). *Sound Practices for Managing Liquidity on Banking Organisations.*
118. Brnabić, A. (2018). Brnabić: Do kraja godine BDP premašice četiri odsto, svetski smo lideri u privlačenju stranih direktnih investicija. *Blic*, 04. 09. 2018.
119. Business Info Group. (2011). *Banke i osiguranja u Srbiji 2001–2011 i poređenje sa zemljama regiona.*
120. Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2015). *Izveštaj o finansijskoj stabilnosti za 2015. godinu.*
121. Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2016). *Mjesečni ekonomski pregled - novembar 2016.*
122. Centralna banka Crne Gore. (2016a). *Godišnji izvještaj o radu 2016. godina.*
123. Centralna banka Crne Gore. (2017). *Godišnji makroekonomski izvještaj Centralne banke Crne Gore 2016. godina.*
124. Centralna banka Crne Gore. (2016b). *Izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2016. Godini.*

125. Centralna banka Crne Gore. (2016c). *Preporuke vladi Crne Gore za ekonomsku politiku u 2016. godini.*
126. Crnogorski finansijski portal. (21. 05. 2018). *Centralna banka će povećati stopu rasta BDP-a.*
127. EBRD. (2016). *Transition Report 2016–2017: Transition for all: Equal opportunities in an unequal world.*
128. European Commission, the Council of the European Union and the European Parliament. (2017). *Economic Reform Programmes of Albania, the former Yugoslav Republic of Macedonia, Montenegro, Serbia, Turkey, Bosnia and Herzegovina and Kosovo. Institutional Paper 055.*
129. Evropska komisija – Glavna uprava za gospodarske i finansijske poslove. (2014). *Makroekonomske neravnoteže – Hrvatska 2014.*
130. Federal Reserve Release. (24 December 1996). Press Release.
131. Fondacija za razvoj ekonomske nauke – FREN. (2017). Tržište rada. *Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji*, br. 49.
132. Galenika broker. (2008). *Tržište hartija od vrednosti u Republici Srbiji.*
133. Hrvatska gospodarska komora. (12. 09. 2017). *Predsjednik HGK Burilović: Povećana kreditna aktivnost za dinamičniji rast BDP-a.*
134. Hrvatska narodna banka. (2018). *Bilten*, br. 244/24.
135. Hrvatska narodna banka. (2017). *Bilten o bankama*, br. 30.
136. Hrvatska narodna banka. (2016). *Polugodišnja informacija o finansijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike za drugo polugodište 2016.*
137. Hrvatski ured za osiguranje. (2014). *Tržište osiguranja u Republici Hrvatskoj 2014. godina.*
138. Jafferson Institute (2003) *Konkurentnost privrede Srbije.*
139. Ministarstvo finansija Republike Srbije. (2017). *Zakon o budžetskom sistemu* („Sl. glasnik RS”, br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 – ispravka, 108/2013, 142/2014, 68/2015 – dr. zakon, 103/2015, 99/2016 i 113/2017) – nezvanično prečišćen tekst redakcije „Službenog glasnika RS”.

140. Narodna banka Srbije. (2008). *Memorandum Narodne banke Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji.*
141. Narodna banka Srbije (2009a) *CARMEL pokazatelji poslovanja društava za osiguranje sa okvirnim uputstvima za njihovo tumačenje.*
142. Narodna banka Srbije. (2011b). *Odluka o upravljanju rizicima.*
143. Narodna banka Srbije. (2016a) *Bankarski sektor u Srbiji – Izveštaj za IV tromesečje 2016. godine.*
144. Narodna banka Srbije. (2016b). *Godišnji izveštaj o monetarnoj politici u 2016. godini.*
145. Narodna banka Srbije (2016c). *Godišnji izveštaj o poslovanju i rezultatima rada u 2016. godini.*
146. Narodna banka Srbije. (2016d). *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2016. godini.*
147. Narodna banka Srbije. (2016e). *Izveštaj o inflaciji – novembar 2016.*
148. Narodna banka Srbije. (2016f). *Sektor osiguranja u Srbiji – izveštaj za 2016. godinu.*
Beograd: Narodna banka Srbije, Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja.
149. Narodna banka Srbije. (2016g). *Trendovi u kreditnoj aktivnosti za IV tromesečje 2016. godine.*
150. Narodna banka Srbije (2016h). *Tromesečni pregled kretanja indikatora finansijske stabilnosti Republike Srbije.*
151. Narodna banka Srbije. (2017a). *Odluka o prvoj emisiji blagajničkih zapisa Narodne banke Srbije u 2017. godini.*
152. Narodna banka Srbije. (2017b). *Polugodišnji izveštaj o monetarnoj politici (januar-jun).*
153. Narodna banka Srbije. (2017c). *Sektor osiguranja u Srbiji – izveštaj za 2017. godinu.*
Beograd: Narodna banka Srbije, Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja.
154. Narodna banka Srbije. (2018a). *Deponovanje viškova likvidnih sredstava banaka kod Narodne banke Srbije.*

155. Narodna banka Srbije. (2018b). *Instrumenti i mere monetarne politike*.
156. Narodna banka Srbije. (2018c). *Međubankarsko devizno tržište*.
157. Narodna banka Srbije. (2018d). *Metodološka objašnjenja*.
158. Narodna banka Srbije. (2018e). *Obavezna rezerva*.
159. Narodna banka Srbije. (2018f). *O Narodnoj banci Srbije*.
160. Narodna banka Srbije. (2018g). *Operacije na otvorenom tržištu*.
161. Narodna banka Srbije. (2018h). *Operacije Narodne banke Srbije na otvorenom tržištu*.
162. Narodna banka Srbije. (2018i). *Referentna kamatna stopa zadržana na nepromenjenom nivou*.
163. Narodna banka Srbije. (2018j). *Statistika*.
164. Narodna banka Srbije. (2018k). *Ukupna međubankarska trgovina na deviznom tržištu*.
165. OECD. (2014). *Country Risk Classifications of the Participants to the Arrangement on Officially Supported Export Credits 17. oktobar 2014. godine*.
166. OECD. (2018a). *Country Risk Classifications of the Participants to the Arrangement on Officially Supported Export Credits. 26. januar 2018. godine*.
167. OECD. (2018b). *Economic Outlook Annex Tables. 05. jun 2018*.
168. Paragraf Lex. (2018). *Kretanje kupovne moći stanovništva u Republici Srbiji*. Parlamentarna budžetska kancelarija. (2016). *Izveštaj o globalnoj konkurentnosti 2016-2017. godina*.
169. Privredna komora Crne Gore. (2018). *Ekonomski pokazatelji, Bruto domaći proizvod*.
170. Republički zavod za statistiku. (2018). *Mesečni statistički bilten, br. 4/2018*.
171. Republički zavod za statistiku. (s. a.) *Metodologije*.
172. Republički zavod za statistiku, The World Bank, DFID (2008). *Studija o životnom standardu: Srbija 2002–2007*.
173. Republika Hrvatska. (2016). *Nacionalni program reformi 2016. godine*.
174. Savjet ministara – Direkcija za ekonomsko planiranje. (2017a). *Ekonomski trendovi - Godišnji izvještaj 2016. godina, Bosna i Hercegovina*.

175. Savjet ministara – Direkcija za ekonomsko planiranje. (2017b). *Informacija o konkurentnosti ekonomije u BiH*.
176. Savjet ministara – Direkcija za ekonomsko planiranje. (2016). *Informacija o konkurentnosti ekonomije u BiH, Bosna i Hercegovina – Izveštaj o razvoju 2015. godina*.
177. Swiss Re Institute, Sigma. (2017). *Insurance: adding value to development in emerging markets, No 4/2017*, str. 20.
178. Swiss Re Institute, Sigma. (s. a.) *World insurance premiums*.
179. Tajani, A. (31. 01. 2018). Poruka iz EU: prepoznamo napredak Srbije. RTS.
180. Udruženje banaka Bosne i Hercegovine. (19. 06. 2017). *Banke u BH morat će više da vode računa o likvidnosti*.
181. Udruženje banaka Srbije. (2016). *Bankarski sektor Srbije u 2016. godini – Analiza finansijske pozicije i finansijskog rezultata*.
182. USAID, FREN i Ekonomski institut. (2010). *Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije 2011–2020*.
183. USAID Srbija i CLDS. (2012). *Politike za povećanje zaposlenosti i konkurentnost radne snage*.
184. Vlada Crne Gore. (2016). *Program ekonomskih reformi za Crnu Goru 2016–2018*.
185. Zakon o osiguranju depozita. (2015). *Službeni glasnik RS, br. 14/2015*.

III

186. <https://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/vesti/20171027.html>
187. www.dzs.hr
188. www.imf.org
189. www.data.worldbank.org
190. www.monstat.org
191. <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.NE.ZS?end=2016&locations=BE-EU&start=2008&view=chart>

192. Jovanović, D. (2018). *Signali boljih vremena*. Preuzeto sa: <http://uos.rs/lat/signali-boljih-vremena/>.

BIOGRAFIJA

Dragana Milić (devojačko Ikonić) je rođena 12. decembra 1984. godine u Senti, završila je Osnovnu školu „Jovan Popović“, a potom i srednju ekonomsku u Senti sa odličnim uspehom. Ekonomski fakultet u Subotici, upisala je 2003. godine. Novembra 2007. godine odbranila je diplomski rad na temu *Razvoj preduzetništva i inovacija na primeru „Temporex” u Senti* sa ocenom 10 (deset 00/100) kod dr Božidara Lekovića, čime je stekla zvanje diplomiranog ekonomiste. Osnovne studije završila je sa prosečnom ocenom 9,3 (devet 3/100). Master studije upisala je, takođe, na Ekonomskom fakultetu Subotica, na smeru Finansije, bankarstvo i osiguranje, koji je završila sa prosečnom ocenom 9,67 (devet 67/100). Diplomski master rad, na temu *Analiza performansi osiguravajućih društava u Srbiji*, odbranila je sa ocenom 10 (deset 00/100) kod dr Siniše Ostojića, stekavši zvanje diplomiranog ekonomiste-mastera, 29.09.2010. godine (Master ekonomista, Finansije, bankarstvo i osiguranje). Doktorske studije na Ekonomskom fakultetu Subotica upisala je školske 2010/2011. godine na modulu Finansije. Nastavak doktorskih studija pohađa na Fakultetu za ekonomiju i inženjerski menadžment od 2016. godine na smeru Poslovna ekonomija.

Od 1. aprila 2008. godine zaposlena na Spoljnotrgovinskom fakultetu Privredne akademije (Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment) u Novom Sadu kao saradnik u nastavi za užu naučnu oblast Finansije i bankarstvo. Od oktobra 2008. godine zaposlena je na Visokoj poslovnoj školi strukovnih studija u Novom Sadu kao saradnik u nastavi. Izbor u zvanje asistenta na Visokoj poslovnoj školi strukovnih studija Novi Sad, za užu naučnu oblast Računovodstvo i finansije počinje od 01.12.2011. godine. U ranijim periodima je izvodila vežbe iz nastavnih predmeta Uvod u finansijsko poslovanje, Finansijsko računovodstvo, Osiguranje, Finansijski menadžment, Upravljačko računovodstvo. Učestvovala je na projektu kreiranja kurikuluma za smer Međunarodna poslovna administracija, koji se održavao u Valjevu i Beogradu tokom 2009. godine. Od 2017. godine član je Tima za samovrednovanje i ocenu kvaliteta Visoke poslovne škole strukovnih studija u Novom Sadu i Tima za marketing. Kandidatkinja je učestvovala na brojnim stručnim i naučnim konferencijama, u zemlji i u inostranstvu, te objavila radove u naučnim časopisima.