

UNIVERZITET SINGIDUNUM
DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE

DOKTORSKA DISERTACIJA

**ULOGA RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA U
PODRŠCI ODRŽIVOM RAZVOJU**

Mentor: Prof. dr. Miroljub Hadžić

Student:

Ivana Ostojić

Indeks br. 450074/2020

Beograd, mart 2022. godine

ULOGA RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA U
PODRŠCI ODRŽIVOM RAZVOJU

THE ROLE OF DEVELOPMENT FINANCE INSTITUTIONS IN
SUPPORTING SUSTAINABLE DEVELOPMENT

Mentor:

Prof. dr Miroljub Hadžić

Redovni profesor Univerziteta Singidunum u Beogradu

Članovi Komisije:

Prof. dr Lidija Barjaktarović

Redovni profesor Univerziteta Singidunum u Beogradu

Prof. dr Predrag Jovanović

Vanredni profesor Fakulteta organizacionih nauka Univerziteta u Beogradu

Datum odbrane: _____

IZJAVA ZAHVALNOSTI

Zahvalnost dugujem mentoru prof. dr Miroljubu Hadžiću na ukazanom poverenju, posvećenosti, strpljenju, savetima, konstruktivnim razgovorima koji su iznedrili nove ideje i pruženoj podršci u izučavanju oblasti koja je nedovoljno istražena, sa mnogobrojnim naučnim izazovima. Zahvaljujem se i prof. dr Lidiji Barjaktarović, čije znanje i iskustvo je značajno doprinelo kvalitetu disertacije.

Posebnu zahvalnost dugujem prof. dr Predragu Jovanoviću na dragocenim savetima, sugestijama i iskrenim rečima podrške, od samog početka pisanja disertacije, koje su uvek bile prisutne u ključnim trenucima.

Zahvaljujem se i svom mentoru u postupku izrade doktorske disertacije i u naučnoistraživačkom radu u Institutu društvenih nauka, dr Predragu Petroviću, višem naučnom saradniku, na pomoći i korisnim sugestijama prilikom sprovođenja empirijskog istraživanja. Sugestije i mentorski rad su se prevashodno odnosili na ekonometrijsku analizu vremenskih serija, čiji rezultati predstavljaju originalni naučni doprinos ove disertacije.

Zahvaljujem se dr Sanji Stojković Zlatanović, naučnoj saradnici Instituta društvenih nauka, na komentorskoj pomoći kod utvrđivanja teorijskog, konceptualnog i metodološkog okvira za poglavlje 4. pod nazivom *Javnopolitički i regulatorni okvir – uporedna analiza*. Ovo, naročito, u pogledu uvođenja u osnove javnih ekonomsko-socijalnih politika, sa fokusom na politiku rada i zapošljavanja, kao važnih elemenata koncepta održivog razvoja i uloge razvojnih finansijskih institucija u kontekstu povećanja zaposlenosti u oblastima od strateškog značaja. Osim toga, njena podrška, u ovom delu, posebno je značajna kod analize dokumenata evropskog komunitarnog, odnosno prava Evropske unije, dokumenata odabranih država članica Evropske unije, država regiona, kao i pravnog režima razvojnih finansijskih institucija u Republici Srbiji. Zahvaljujem se dr Ranku Sovilju, naučnom saradniku Instituta društvenih nauka, na komentorskim sugestijama prilikom pisanja tačke 7.1. pod nazivom *Zelene obveznice – finansijski instrument duga u funkciji zaštite životne sredine*, koja se odnosi na definisanje zelenog duga, zelenih hartija od vrednosti sa posebnim osvrtom na zelene obveznice, koje dobijaju na značaju i pronalaze svoje mesto u planovima finansiranja zelenog inkluzivnog rasta i međunarodne mobilizacije kapitala, uz preporuke za unapređenje i razvoj ovog tržišta u Srbiji.

Zahvalnost dugujem i svojoj porodici na dugogodišnjoj podršci.

U Beogradu, 2022. godine

Ivana Ostojić

Apstrakt

U radu je analizirano na koji način razvojne finansijske institucije (*Development Finance Institutions-DFIs*) doprinose ostvarenju ciljeva održivog razvoja pružajući podršku privatnom sektoru u zemljama sa nižim nivoom dohotka i niskom stopom ekonomskog rasta. Predmet istraživanja se odnosio na njihove investicione aktivnosti i uticaj na unapređenje poslovne klime u nerazvijenim zemljama i ostvarenje važnih ciljeva koji se odnose na smanjenje siromaštva, rast zaposlenosti i otvaranje novih radnih mesta, rast državnih poreskih prihoda, uz poštovanje ekoloških kriterijuma i principa zelene ekonomije koji su fokusirani na očuvanje životne sredine. Prezentovan je javnopolitički i regulatorni model razvojnih finansijskih institucija Evropske unije, uporedni pregled rešenja modela razvojnih finansijskih institucija odabranih država članica Evropske unije, država regiona, kao i regulatorni režim i institucionalni okvir modela razvojnih finansijskih institucija u Republici Srbiji i ukazano na potrebu osnivanja nacionalne razvojne finansijske institucije, po ugledu na vodeće razvojne banke država Evropske unije. U radu je analizirano na koji način finansijske institucije koje su trenutno zastupljene u domaćem finansijskom sistemu pružaju finansijsku podršku sektoru mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP), koji je najviše zaslužan za generisanje novih radnih mesta, kao jedan od glavnih pokretača privrednog rasta i razvoja kroz svoj lanac vrednosti. Budući da se razvijenost finansijskog sistema ogleda u raznovrsnosti finansijskih institucija koje ga čine, napravljen je poseban osvrt na učešće banaka u finansijskim uslugama i analiziran domaći finansijski sistem i bankocentričnost kao njegova glavna karakteristika. Predstavljena je uporedna analiza domaćeg finansijskog sistema sa sistemima tranzicionih zemalja u okruženju i ustanovljeno da je potrebno uvesti mikrokreditne finansijske institucije kako bi se finansijski sistem unapredio i bio u funkciji održivog razvoja. Istraživanjem je potvrđeno da je zeleno finansiranje, kao jedan od vidova podrške održivom razvoju, u domaćem bankarskom sektoru ispod potencijala i da su zeleni krediti skup izvor finansiranja sektora MMSPP. Na kraju, ekonometrijskom analizom vremenskih serija je utvrđen pozitivan uticaj investicija razvojnih finansijskih institucija u projekte održivog razvoja na rast bruto domaćeg proizvoda i potvrđeno da bi zastupljenost razvojnih banaka, kao vidova razvojnih finansijskih institucija, u Srbiji doprinela unapređenju domaćeg finansijskog sistema i privrednom rastu.

Ključne reči: *razvojne finansijske institucije, održivi razvoj, mikro, mala i srednja preduzeća i preduzetnici (MMSPP), bankocentričnost, finansijski sistem, mikrokreditne finansijske institucije, zelena ekonomija, zeleno finansiranje*

Abstract

The paper analyzes how development finance institutions (DFIs) contribute to achieving sustainable development goals by supporting private sector investment in countries with lower incomes and low economic growth rates. The subject of the research was related to their investment activities and the impact on improving the business climate in underdeveloped countries and achieving important goals related to poverty reduction, employment growth and job creation, growth of state tax revenues while respecting environmental criteria, and green economy principles. are focused on preserving the environment. The public policy and regulatory model of development finance institutions of the European Union were presented, a comparative overview of the solution of the model of development finance institutions of selected EU member states and countries of the region, as well as the regulatory regime and institutional framework of the model of development finance institutions in the Republic of Serbia and pointed out the need of establishing a national development finance institution, following the example of the leading development banks of the European Union. The paper analyzes how currently represented financial institutions in the domestic financial system provide financial support to the sector of micro, small and medium enterprises and entrepreneurs (MSMEs), which is most responsible for generating new jobs, as one of the main drivers of economic growth and development through its value chain. Since the development of the financial system is reflected in the diversity of financial institutions that make it up, a special review of banks' participation in financial services was made and analyzed the domestic financial system and bank-centricity as its main characteristics. A comparative analysis of the domestic financial system with the systems of transition countries in the region was presented and it was established that it is necessary to introduce microcredit financial institutions to improve the financial system, in the function of sustainable development. Research confirmed that green financing, as one of the forms of support for sustainable development, is below the potential in the domestic banking sector and that green loans are an expensive source of financing for the MSME sector. Finally, the econometric analysis of time series determined the positive impact of investments of development finance institutions in sustainable development projects on gross domestic product growth and confirmed that the representation of development banks as types of development finance institutions in Serbia would contribute to improving the domestic financial system and economic growth.

Key words: *development finance institutions (DFIs), sustainable development, micro, small and medium enterprises and entrepreneurs (MSMEs), bank centric system, financial system, microcredit financial institutions, green economy, green financing*

SADRŽAJ

UVOD	- 20 -
Predmet istraživanja i značaj teme	- 20 -
Ciljevi istraživanja.....	- 22 -
Metodologija istraživanja.....	- 25 -
Hipoteze u istraživanju	- 23 -
Očekivani naučni doprinos	- 26 -
Struktura rada	- 27 -
1. POJAM I ZNAČAJ RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA	- 30 -
1.1. Pojam razvojnih finansijskih institucija	- 30 -
1.2. Globalno okruženje za finansiranje održivog razvoja	- 39 -
1.3. Uloga i značaj razvojnih finansijskih institucija	- 46 -
2. INKLUZIVNA ZELENA EKONOMIJA, CILJEVI ODRŽIVOG RAZVOJA I RAZVOJNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE	- 57 -
2.1. Koncept zelene ekonomije i inkluzivnog zelenog rasta.....	- 57 -
2.2. Direktni i indirektni doprinosi razvojnih finansijskih institucija održivom razvoju	- 65 -
2.3. Održivi razvoj i mešovito finansiranje (<i>Blended Finance</i>)	- 70 -
2.3.1. <i>Definisanje pojma mešovitog finansiranja (Blended Finance)</i>	- 71 -
2.3.2. <i>Instrumenti i mehanizmi mešovitog finansiranja</i>	- 75 -
2.3.3. <i>Značaj mešovitog finansiranja u podršci održivom razvoju</i>	- 80 -
2.4. Nejednakosti, siromaštvo i održivi razvoj.....	- 84 -

2.5. Klimatske finansije i održivi razvoj.....	- 91 -
3. EKONOMSKO-POLITIČKA PRIRODA RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA.....	- 99 -
3.1. Razvojne finansijske institucije vs. agencije za pomoć	- 99 -
3.2. Političko delovanje razvojnih finansijskih institucija	- 104 -
3.3. Ekonomske implikacije evropskih razvojnih finansijskih institucija	- 107 -
3.4. Uticaj <i>Covid-19</i> krize na ostvarenje ciljeva održivog razvoja i poslovanje razvojnih finansijskih institucija	- 116 -
4. JAVNOPOLITIČKI I REGULATORNI OKVIR – UPOREDNA ANALIZA.....	- 124 -
4.1. Integrisanje koncepta <i>Building Back Better</i> u međunarodno-javnapolitički i regulatorni okvir ostvarivanja ciljeva održivog razvoja – aspekt poslovanja razvojnih finansijskih institucija.....	- 126 -
4.2. Javnapolitički i regulatorni model razvojnih finansijskih institucija Evropske unije .	- 132 -
4.3. Uporedni pregled rešenja modela razvojnih finansijskih institucija odabranih država članica Evropske unije	- 139 -
4.4. Uporedni pregled rešenja modela razvojnih finansijskih institucija država regiona ...	- 146 -
4.5. Regulatorni režim i institucionalni okvir modela razvojnih finansijskih institucija u Republici Srbiji	- 152 -
5. BANKOCENTRIČNOST FINANSIJSKOG SISTEMA SRBIJE.....	- 157 -
5.1. Koncentracija bankarskog sektora i dominantna pozicija banaka	- 157 -
5.2. Razvijenost finansijskih sistema zemalja u okruženju.....	- 167 -

5.3. Empirijsko istraživanje: Ispitivanje stavova eksperata iz oblasti ekonomije i finansija, predstavnika bankarskog sektora i predstavnika privatnog sektora o bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema.....	- 175 -
6. FINANSIRANJE SEKTORA MIKRO, MALIH I SREDNJIH PREDUZEĆA I PREDUZETNIKA (MMSPP) U SRBIJI.....	- 182 -
6.1. Razvojni potencijal mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP) u Srbiji.....	- 182 -
6.2. Uloga mikrokreditnih finansijskih institucija u održivom razvoju sektora mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP) u Srbiji.....	- 188 -
6.3. Empirijsko istraživanje: Ispitivanje stavova eksperata iz oblasti ekonomije i finansija, predstavnika bankarskog sektora i predstavnika privatnog sektora o važnosti mikrokreditiranja za razvoj domaćeg finansijskog sistema.....	- 198 -
7. ZELENI INSTRUMENTI DUGA I ZELENO FINANSIRANJE U SLUŽBI ODRŽIVOG RAZVOJA.....	- 207 -
7.1. Zelene obveznice – finansijski instrument duga u funkciji zaštite životne sredine.....	- 207 -
7.2. Zeleno finansiranje u Srbiji.....	- 218 -
8. RAZVOJNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE I EKONOMSKI RAST.....	- 240 -
8.1. Ispitivanje uticaja razvojne finansijske institucije Hrvatske banke za obnovu i razvitak (HBOR) na rast bruto domaćeg proizvoda Hrvatske – ekonometrijska analiza.....	- 240 -
8.2. Indeksi vremenskih serija.....	- 260 -
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA.....	- 269 -

LITERATURA - 277 -

PRILOZI - 307 -

Prilog. 1. Upitnik o finansijskom sistemu Srbije - 307 -

SPISAK TABELA

Tabela 1. Primeri bilateralnih i multilateralnih razvojnih finansijskih institucija

Tabela 2. Finansijski tokovi za finansiranje razvoja zemalja sa niskim i srednjim dohotkom, 2016.

Tabela 3. Izvori finansiranja održivog razvoja

Tabela 4. Učešće bilateralnih organizacija u mobilizaciji sredstava za razvoj privatnog sektora u milionima \$, 2019.

Tabela 5. Razvojne finansijske institucije i globalni izazovi

Tabela 6. Efekti investicija razvojnih finansijskih institucija

Tabela 7. Odnos dohotka 20% najbogatijih i dohotka 20% najsiromašnijih stanovnika, 2015-2020.

Tabela 8. Održivi nivo emisije CO₂ po stanovniku (u tonama, godišnji nivo)

Tabela 9. Nejednakosti u emisiji CO₂, 1990-2019.

Tabela 10. Uloga i instrumenti podrške razvojnih finansijskih institucija u niskougljeničnoj energetske tranziji zemalja u razvoju

Tabela 11. Pokazatelji petnaest bilateralnih evropskih razvojnih finansijskih institucija: vlasnička struktura, regioni i sektori u koje investiraju, 2020.

Tabela 12. Pokazatelji petnaest bilateralnih evropskih razvojnih finansijskih institucija: investicije, zaposleni, finansijski instrumenti i tehnička podrška, 2020.

Tabela 13. Stepen koncentracije prvih 5 i prvih 10 banaka u ukupnoj aktivi, kreditima, depozitima i prihodima u Srbiji, 2010-2019.

Tabela 14. Indikatori finansijske inkluzije u Srbiji, 2011-2017.

Tabela 15. Dominantna pozicija banaka u finansijskom sistemu Srbije, 2015-2020.

Tabela 16. Pokazatelji finansijskog sistema, 2020.

Tabela 17. Razvijenost bankarskog i ostalih sektora finansijskog sistema, 2019.

Tabela 18. Pokazatelji bankarskog sektora, 2020.

Tabela 19. Pokazatelji poslovanja mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika u Srbiji, 2018.

Tabela 20. Komparacija pokazatelja sektora MMSPP sa zemljama iz okruženja, 2018.

Tabela 21. Udeo kompanija koje koriste kredite banaka za finansiranje investicionih aktivnosti, 2020.

Tabela 22. Izvori finansiranja koje MMSPP koriste u cilju obezbeđenja nedostajućih sredstava, 2020.

Tabela 23. Krediti banaka stanovništvu, pravnim licima i preduzetnicima na dan 31.12.2021.

Tabela 24. Broj kreditnih unija, nevladinih organizacija i nebankarskih finansijskih institucija koje se bave mikrokreditiranjem, 2020.

Tabela 25. Godišnja nezadovoljena tražnja za mikrokreditima u evrima, 2020.

Tabela 26. Regulisanje oblasti mikrokreditiranja u evropskim zemljama

Tabela 27. Vrednosti *Cronbach's Alpha* za skalu BANKOCENTRIČNOST (B) i skalu MIKROKREDITNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE (MFI)

Tabela 28. Distribucija odgovora prema skali BANKOCENTRIČNOST (B)

Tabela 29. Distribucija odgovora prema skali MIKROKREDITNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE (MFI)

Tabela 30. Distribucija odgovora prema skalama BANKOCENTRIČNOST (B) i MIKROKREDITNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE (MFI)

Tabela 31. Razvojne finansijske institucije u Srbiji i zemljama u okruženju

Tabela 32. Glavni emitenti zelenih obveznica, prva polovina 2021.

Tabela 33. Zeleni bankarski proizvodi

Tabela 34. Ukupni izdaci država za zaštitu životne sredine (% bruto domaćeg proizvoda), 2019.

Tabela 35. Kreditne linije domaćeg bankarskog sektora namenjene mikro, malim i srednjim preduzećim i preduzetnicima, 2022.

Tabela 36. Kreditne linije domaćeg bankarskog sektora namenjene mikro, malim i srednjim preduzećim i preduzetnicima, 2022.

Tabela 37. Kreditne linije domaćeg bankarskog sektora namenjene mikro, malim i srednjim preduzećim i preduzetnicima, 2022.

Tabela 38. Kamatne stope na kredite za energetska efikasnost namenjenih sektoru stanovništva, 2022.

Tabela 39. Bruto domaći proizvod Hrvatske (BDP), investicije HBOR, izvoz i nezaposlenost, 1998-2020.

Tabela 40. Logaritmovane vrednosti bruto domaćeg proizvoda Hrvatske (LBDP), investicija HBOR (LINV), izvoza (LIZVOZ) i nezaposlenosti (LNEZAP)

Tabela 41. ADF statistika i p-vrednost za model vremenske serije LGDP sa konstantom

Tabela 42. ADF statistika i p-vrednost za model vremenske serije LGDP sa konstantom i trendom

Tabela 43. ADF statistika i p-vrednost za model vremenske serije LGDP bez konstante i trenda

Tabela 44. Rezultati testiranja stacionarnosti vremenskih serija LINV, LIZVOZ, LNEZAP

Tabela 45. Korelogram vremenske serije LBDP

Tabela 46. Korelogram vremenske serije LINV

Tabela 47. Korelogram vremenske serije LIZVOZ

Tabela 48. Korelogram vremenske serije LNEZAP

Tabela 49. Ocenjeni regresioni model metodom najmanjih kvadrata (3 objašnjavajuće promenljive)

- Tabela 50. Koeficijenti korelacije između promenljivih
- Tabela 51. Ocenjeni regresioni model metodom običnih najmanjih kvadrata (2 objašnjavajuće promenljive)
- Tabela 52. Stvarne i ocenjene vrednosti zavisne promenljive LBDP i reziduali kao njihova razlika
- Tabela 53. *Durbin-Watson* test pozitivne autokorelacije
- Tabela 54. Testiranje autokorelacije *Breusch-Godfrey* testom
- Tabela 55. Testiranje autokorelacije pomoću Q statistike
- Tabela 56. Testiranje heteroskedastičnosti reziduala primenom *Breusch-Pagan-Godfrey* testa
- Tabela 57. Testiranje heteroskedastičnosti reziduala primenom *Glejser* testa
- Tabela 58. Testiranje heteroskedastičnosti reziduala primenom *White* testa
- Tabela 59. Testiranje specifikacije modela primenom *Ramsey (RESET)* testa
- Tabela 60. Koeficijenti korelacije između bruto domaćeg proizvoda, investicija razvojne finansijske institucije HBOR, izvoza i nezaposlenosti
- Tabela 61. Lančani indeksi vremenskih serija, 1999-2020.
- Tabela 62. Srednji tempo porasta bruto domaćeg proizvoda, obima investicija i izvoza, 1998-2020.
- Tabela 63. Bazni indeksi vremenskih serija (2005=100), 1998-2020.

SPISAK GRAFIKONA

- Grafikon 1. Udeo javnih i privatnih investicija u bruto domaćem proizvodu, 2018.
- Grafikon 2. ODA grant kao procenat bruto nacionalnog dohotka (BND) zemalja, 2020.
- Grafikon 3. Finansijski tokovi iz razvijenih zemalja ka zemljama u razvoju u milionima \$, 2020.
- Grafikon 4. Investicioni gep na godišnjem nivou za finansiranje održivog razvoja 2015-2030.
- Grafikon 5. Finansiranje razvoja mobilisano od strane privatnog sektora u milionima \$, 2012-2019.
- Grafikon 6. Učešća Svetske banke, DAC zemalja i multinacionalnih organizacija u mobilizaciji sredstava za razvoj od strane privatnog sektora, 2019. u milionima \$, 2019.
- Grafikon 7. Promena u strukturi finansijskih tokova od razvijenih ka manje razvijenim zemljama, 1990-2016.
- Grafikon 8. Rast broja razvojnih finansijskih institucija do svetske ekonomske krize, 1900-2010.
- Grafikon 9. Direktna i indirektna mobilizacija privatnog kapitala od strane razvojnih finansijskih institucija, 2018.
- Grafikon 10. Direktna i indirektna mobilizacija privatnog kapitala od strane razvojnih finansijskih institucija u zemljama sa niskim i srednjim dohotkom, 2018.
- Grafikon 11. Mobilizacija privatnog kapitala prema stepenu razvijenosti zemlje, 2018.
- Grafikon 12. Razvojni i finansijski potencijali investicija razvojnih finansijskih institucija FMO, PROPARCO i DEG, 2020.
- Grafikon 13. Projekcije rasta bruto domaćeg proizvoda na globalnom nivou („zeleni“ scenario i scenario bez zelenih investicija)
- Grafikon 14. BDP *per capita* i emisija gasova staklene bašte (kilotone) u zemljama EU, 1998-2018.
- Grafikon 15. BDP *per capita* i potrošnja obnovljive energije (% ukupne finalne potrošnje energije) u zemljama EU, 1995-2015.
- Grafikon 16. Privatne investicije, radna mesta i bruto dodata vrednost sektora povezanih sa cirkularnom ekonomijom, u milionima evra
- Grafikon 17. Rast investicionih aktivnosti agencije za pomoć ODA i razvojnih finansijskih institucija (RFI) u milijardama \$, 1990-2015.
- Grafikon 18. Mešovito finansiranje razvojnih finansijskih institucija prema obimu finansijskih aktivnosti, 2020.
- Grafikon 19. Tržište mešovitog finansiranja, 2010-2021.
- Grafikon 20. Udeo zatvorenih transakcija mešovitog kapitala prema direktnim korisnicima, 2015-2020.
- Grafikon 21. Povezanost mešovitog finansiranja sa ciljevima održivog razvoja, 2018.
- Grafikon 22. Broj siromašnih koji žive sa manje od 1,9 \$ na dan u svetu u milionima, 2016.
- Grafikon 23. Globalna dohodna nejednakost, 2021.

Grafikon 24. Globalna nejednakost u distribuciji bogatstva, 2021.

Grafikon 25. Gini koeficijent, 2020.

Grafikon 26. Globalna nejednakost emisije ugljenika, 2019. (doprinos svetskim emisijama)

Grafikon 27. Globalni tokovi klimatskih finansija-dvogodišnji proseci u milijardama \$, 2021.

Grafikon 28. Tokovi klimatskih finansija i procenjene prosečne godišnje potrebe do 2050. u milijardama \$

Grafikon 29. Broj nacionalnih obavezivanja na neto nulti cilj i udeo pokrivenih globalnih emisija, 2015-2021.

Grafikon 30. Procene potencijala rasta razvojnih finansijskih institucija (RFI) i agencije za pomoć ODA do 2026. godine u milijardama \$

Grafikon 31. Zvanična razvojna pomoć (ODA) u milijardama \$, 2020.

Grafikon 32. Korelacija između prosečnih godišnjih stopa rasta BDP i ODA, 1961-2019.

Grafikon 33. ODA sredstva upućena najmanje razvijenim zemljama u milijardama \$, 2020.

Grafikon 34. Razvojne finansijske institucije prema obimu obaveza u milionima evra, 2020.

Grafikon 35. Rast svetskog bruto proizvoda (globalne proizvodnje), 2015-2022.

Grafikon 36. Globalni prilivi stranih direktnih investicija u 000 mlrd \$, 2008-2022.

Grafikon 37. Uticaj pandemije na mikro, mala, srednja i velika preduzeća, 2020.

Grafikon 38. Odgovor humanitarne pomoći na finansiranje posledica *Covid-19* krize, 2012-2020.

Grafikon 39. Kretanje broja banaka u finansijskom sektoru Srbije, 2010-2019.

Grafikon 40. Koncentracija bankarskog sektora u zemljama u okruženju i razvijenim ekonomijama (prvih 5 banaka, aktiva), 2020.

Grafikon 41. Kretanje aktivnih kamatnih stopa bankarskog sektora Srbije (%), 2000-2025.

Grafikon 42. Razvijenost sektora osiguranja u Srbiji i zemljama u okruženju: premija osiguranja po glavi stanovnika i udeo premije osiguranja u BDP, 2019.

Grafikon 43. Premija životnog i neživotnog osiguranja (% BDP), 2019.

Grafikon 44. Udeo aktive bankarskog sektora u bruto domaćem proizvodu (%), 2000-2019.

Grafikon 45. Udeo kapitala banaka u aktivni finansijskog sektora, 2020.

Grafikon 46. Aktiva zajedničkih fondova (% BDP), 2019.

Grafikon 47. Aktiva osiguravajućih društava (% BDP), 2019.

Grafikon 48. Aktiva penzionih fondova (% BDP), 2019.

Grafikon 49. Vrednost lizinga (% BDP), 2019.

Grafikon 50. Vrednost faktoringa (% BDP), 2019.

Grafikon 51. Finansijski sistem Srbije je nerazvijen i siromašan

Grafikon 52. Finansijski sistem Srbije je bankocentričan

Grafikon 53. Bankocentričnost finansijskog sistema ne deluje podsticajno na razvoj mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika

Grafikon 54. Bankocentričnost finansijskog sistema deluje ograničavajuće na održivi razvoj

Grafikon 55. Banke u finansijskom sistemu Srbije imaju dominantan položaj

Grafikon 56. Mikro, mala, srednja i velika preduzeća (udeo u bruto dodatoj vrednosti nefinansijskog sektora), 2018.

Grafikon 57. Broj preduzetnika, malih i srednjih preduzeća na 1000 stanovnika, 2017.

Grafikon 58. Udeo kompanija na globalnom nivou koje navode pristup finansijama kao glavno ograničenje za tekuće poslovanje, 2020.

Grafikon 59. Dominantna pozicija Srbije u nezadovoljenoj tražnji za mikrokreditima među zemljama u okruženju, 2020.

Grafikon 60. Stopa bruto domaće štednje (% bruto domaćeg proizvoda), 2021.

Grafikon 61. Ponuda bankarskih kredita ne odgovara u potpunosti potrebama MMSPP

Grafikon 62. Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija bi doprinela unapređenju domaćeg finansijskog sistema

Grafikon 63. Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija bi doprinela porastu zaposlenosti

Grafikon 64. Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija bi pospešila rast i razvoj MMSPP

Grafikon 65. Usvajanje Zakona o nebankarskim finansijskim institucijama bi doprinelo unapređenju domaćeg finansijskog sistema

Grafiko 66. Usvajanje Zakona o nebankarskim finansijskim institucijama bi doprinelo podsticanju razvoja MMSPP

Grafikon 67. Razvojne finansijske institucije doprinose unapređenju finansijskog sistema Srbije

Grafikon 68. Razvojne finansijske institucije finansijskom podrškom doprinose unapređenju poslovanja MMSPP

Grafikon 69. Vrednost zelenih obveznica prvih 10 evropskih zemalja emitenata u milijardama dolara, 2020.

Grafikon 70. Vrednost zelenih obveznica prvih 15 zemalja emitenata u milijardama dolara, prva polovina 2021.

Grafikon 71. Transformacije u snabdevanju energijom do 2050. godine

Grafikon 72. Plasiranje prikupljenih sredstava od emisije zelenih obveznica u projekte održivog razvoja, 2020.

Grafikon 73. Vrednost zelenih obveznica u milionima dolara, 2020.

Grafikon 74. Kumulativna vrednost zelenih obveznica u milionima dolara, 2012-2020.

Grafikon 75. Procentualna pokrivenost ciljeva održivog razvoja strateškim okvirom, 2017.

Grafikon 76. Gubici Evropske unije izazvani meteorološkim, hidrološkim i klimatskim događajima u milionima evra, 2010-2019.

Grafikon 77. Evropske banke-lideri u oblasti zelenog finansiranja (milijarde evra), 2020.

Grafikon 78. Vrednost odobrenih kredita za projekte obnovljivih izvora energije vodećih evropskih banaka u milijardama evra, 2017.

Grafikon 79. Glavni problem u poslovanju sa kojim se suočavaju MMSPP je nedostatak finansijskih sredstava

Grafikon 80. Zastupljenost zelenog finansiranja kompanija od strane banaka doprinosi unapređenju domaćeg finansijskog sistema

Grafikon 81. Investiciona klima u Srbiji pogoduje zelenom finansiranju kompanija od strane banaka

Grafikon 82. Podsticaji države (subvencije, odbici od poreza) za kompanije koje ulažu u zelene projekte su u dovoljnoj meri zastupljeni

Grafikon 83. Tražnja za kreditima namenjenim zelenim investicijama je značajna

Grafikon 84. Napredak u rezultatima malih i srednjih preduzeća (MSP) u Srbiji, 2019.

Grafikon 85. Kompanije u Srbiji nedovoljno ulažu u zelene projekte

Grafikon 86. Kreditne linije za zeleno finansiranje kompanija od strane banaka su u dovoljnoj meri zastupljene u Srbiji

Grafikon 87. Viske kamatne stope na zelene kredite banaka predstavljaju prepreku kompanijama za ulaganja u ekološki održive zelene projekte

Grafikon 88. Prepreka kompanija za ulaganja u zelene projekte je neadekvatna ponuda finansijskih proizvoda i nerazvijenost tržišta kapitala

Grafikon 89. Prepreka kompanija za ulaganja u zelene projekte je zahtevna procedura banaka

Grafikon 90. Zeleno finansiranje kompanija od strane bankarskog sektora Srbije je ispod potencijala

Grafikon 91. Razvojne finansijske institucije mogu doprineti unapređenju investicione klime za zeleno finansiranje kompanija

Grafikon 92. Razvojne finansijske institucije mogu doprineti održivom razvoju Srbije

Grafikon 93. Banka primenjuje strategiju „ozelenjavaja“ MSSPP kroz odobravanje zelenih kredita

Grafikon 94. Udeo zelenih kredita u ukupno odobrenim kreditima banke

Grafikon 95. Bruto domaći proizvod Srbije i Hrvatske u milijardama dolara u tekućim cenama, 1998-2020.

Grafikon 96. Prikaz BDP kao zavisne promenljive i nezavisnih promenljivih (INV, IZVOZ, NEZAP)

Grafikon 97. Logaritmovane vrednosti BDP kao zavisne promenljive i logaritmovane vrednosti nezavisnih promenljivih (INV, IZVOZ, NEZAP)

Grafikon 98. Dijagrami raspršenosti logaritmovane vrednosti BDP kao zavisne promenljive i logaritmovanih vrednosti nezavisnih promenljivih (INV, IZVOZ, NEZAP)

Grafikon 99. Kritične vrednosti i ADF statistika testa

Grafikon 100. Testiranje normalnosti reziduala primenom *Jarque-Bera (JB)* testa

Grafikon 101. Bazni indeksi vremenskih serija bruto domaći proizvod, investicije razvojne finansijske institucije (RFI) i izvoz, 1998-2020.

Grafikon 102. Lančani indeksi vremenskih serija bruto domaći proizvod, investicije razvojne finansijske institucije (RFI) i izvoz, 1999-2020.

Grafikon 103. Bruto domaći proizvod i izvoz Hrvatske (milioni \$, tekuće cene), 1998-2020.

Grafikon 104. Bruto štednja, dodata vrednost industrije i neto prilivi stranih direktnih investicija (SDI) u Hrvatskoj (% bruto domaćeg proizvoda), 1995-2020.

SPISAK SLIKA

- Slika 1. Oblasti u kojima razvojne finansijske institucije ostvaruju najveći uspeh
- Slika 2. Koristi koje donosi razvoj privatnog sektora
- Slika 3. Potencijal razvojnih finansijskih institucija
- Slika 4. Rizici investicionog ekosistema u nedovoljno razvijenim zemljama
- Slika 5. Kriterijumi uspeha razvojnih finansijskih institucija (RFI)
- Slika 6. Stubovi održivog razvoja
- Slika 7. Principi zelene ekonomije
- Slika 8. Komponente Indeksa zelenog rasta
- Slika 9. Ciljevi održivog razvoja kojima doprinose razvojne finansijske institucije
- Slika 10. Doprinos razvojnih finansijskih institucija održivom razvoju
- Slika 11. Uticaj razvojnih finansijskih institucija na porast zaposlenosti
- Slika 12. Strategije i kanali finansiranja razvoja
- Slika 13. Bilateralne i multilateralne razvojne finansijske institucije (RFI) kao dominantni izvori za finansiranje privatnog sektora
- Slika 14. Mehanizam funkcionisanja mešovitog finansiranja
- Slika 15. Ilustracija algoritma kaskadnog pristupa odlučivanja u cilju maksimizacije finansiranja razvoja
- Slika 16. Rast investicija razvojnih finansijskih institucija (RFI) i Zvanične razvojne pomoći (ODA) za finansiranje razvoja privatnog sektora, 2000-2019.
- Slika 17. Evropske razvojne finansijske institucije
- Slika 18. Razvijenost finansijskog sektora i rast bruto domaćeg proizvoda *per capita*
- Slika 19. Nedostatak mikrokreditnih finansijskih institucija kao finansijske podrške domaćim mikro, malim i srednjim preduzećima i preduzetnicima

LISTA SKRAĆENICA

- AFD** – Francuska razvojna agencija (*Agence Française de Développement*)
- AfDB** – Afrička razvojna banka (*African Development Bank*)
- ADB** – Azijska razvojna banka (*Asian Development Bank*)
- BDP** – Bruto domaći proizvod (*Gross Domestic Product – GDP*)
- BIO** – Belgijska investicijska kompanija za zemlje u razvoju
- BDV** – Bruto dodata vrednost
- BND** – Bruto nacionalni dohodak
- CBI** – Inicijativa za klimatske promene (*Climate Bonds Initiative*)
- CDC** – Razvojna finansijska institucija Velike Britanije
- CDP** – Italijanska razvojna finansijska institucija (*Cassa Depositi e Prestiti*)
- CEB** – Razvojna banka Saveta Evrope (*Council of Europe Development Bank*)
- CIV** – Kolektivno investiranje (*Collective Investment Vehicle*)
- COFIDES** – Španska razvojna finansijska institucija
- DAC** – OECD Komitet za pomoć u razvoju (*Development Assistance Committee*)
- DEG** – Nemačka razvojna finansijska institucija (*Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft*)
- DFC** – Finansijska korporacija SAD za međunarodni razvoj (*U.S. International Development Finance Corporation*)
- DFIs** – Razvojne finansijske institucije (*Development Finance Institutions*)
- EBRD** – Evropska banka za obnovu i razvoj (*European Bank for Reconstruction and Development*)
- EDFIs** – Evropske razvojne finansijske institucije (*European Development Finance Institutions*)
- EFTA** – Evropska asocijacija za slobodnu trgovinu (*European Free Trade Association*)
- EFSD** – Evropski fond održivog razvoja (*European Fund for Sustainable Development*)
- EFSI** – Evropski fond za strateške investicije (*European Fund for Strategic Investment*)
- EIB** – Evropska investicijska banka (*European Investment Bank*)
- EIF** – Evropski investicioni fond (*European Investment Fund*)
- EU** – Evropska unija
- FINNFUND** – Finski fond za industrijsku saradnju
- FMO** – Holandska razvojna banka
- GEI** – Inicijativa zelene ekonomije (*Green Economy Initiative*)
- HBOR** – Hrvatska banka za obnovu i razvitak
- ICMA** – Međunarodno udruženje tržišta kapitala (*International Capital Market Association*)
- IDA** – Međunarodna razvojna agencija (*International Development Association*)
- IFC** – Međunarodna finansijska korporacija (*International Finance Corporation*)
- IFU** – Danska razvojna finansijska institucija (*Investment Fund for Developing Countries*)
- IRENA** – Međunarodna agencija za obnovljivu energiju (*International Renewable Energy Agency*)
- KfW** – Nemačka razvojna banka (*Germany's Promotional and Development Bank*)
- KGFCG** – Kreditno garantni fond Crne Gore

LCCR – Razvoj sa niskim sadržajem ugljenika i otporan na klimatske promene (*Low Carbon Climate Resilient*)

MMSPP – Mikro, mala i srednja preduzeća i preduzetnici (*Micro, small and medium enterprises and entrepreneurs - MSMEs*)

NBS – Narodna banka Srbije

NORFOUND – Norveška razvojna finansijska institucija

mil – Milion

mlrd – Milijarda

ODA – Zvanična razvojna pomoć (*Official Development Assistance*)

OeEB – Razvojna banka Austrije

OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (*Organisation for Economic Co-operation and Development*)

OPIC – Korporacija za prekomorska privatna ulaganja (*Overseas Private Investment Corporation*)

per capita – po glavi stanovnika

PROPARGO – Francuska razvojna finansijska institucija

RAS – Razvojna agencija Srbije

REITs – Investicioni fond za ulaganje u nekretnine (*Real Estate Investment Trusts*)

RFI – Razvojne finansijske institucije

RS – Repulika Srbija

SAD – Sjedinjene Američke Države

SBI-BMI – Belgijska korporacija za međunarodne investicije

SDGs – Ciljevi održivog razvoja (*Sustainable Development Goals*)

SDI – Strane direktne investicije

SIFEM – Švajcarski investicioni fond za tržišta u razvoju

SIMEST – Italijanska razvojna finansijska institucija

SOFID – Razvojna finansijska institucija Portugala

SPV – Subjekti posebne namene (*Special Purpose Vehicle*)

SWEDFUND – Švedska razvojna finansijska institucija

TA – Tehnička pomoć (*Technical Assistance*)

TCFD – Radna grupa za finansijsko izveštavanje u vezi sa klimom (*Task Force on Climate-related Financial Disclosure*)

UN – Ujedinjene nacije

UNDP – Program Ujedinjenih nacija za razvoj (*United Nations Development Programme*)

UNEP – Program Ujedinjenih nacija za životnu sredinu (*United Nations Environment Programme*)

USAID – Agencija SAD za međunarodni razvoj (*U.S. Agency for International Development*)

UVOD

Razvojne finansijske institucije pružaju finansijske podsticaje u vidu kapitala, kredita i garancija za održivi razvoj preduzeća koja posluju na tržištima koja se suočavaju sa najvećim izazovima. Takođe, ove institucije svojim aktivnostima daju značajan doprinos da se premosti jaz između investicija javnog i privatnog sektora i da se nadoknade nedostajuća finansijska sredstva mobilizacijom komercijalnih investicija. U uvodnom delu rada će se ukazati na predmet istraživanja i značaj teme, ciljeve istraživanja, kao i na metodologiju istraživanja. Takođe, predstavice se hipoteze od kojih se polazi u radu i koje će putem istraživanja biti testirane, društveni i naučni doprinos disertacije i struktura rada.

Predmet istraživanja i značaj teme

Predmet istraživanja su razvojne finansijske institucije koje značajno doprinose ostvarenju ciljeva održivog razvoja kroz pokretanje ekonomskih, društvenih i ekoloških promena u nedovoljno razvijenim zemljama širom sveta. Analiziraće se njihova uloga koja je prepoznata kao ključna u finansiranju investicija neophodnih za realizaciju ciljeva održivog razvoja. Predmet istraživanja je i utvrđivanje u kojoj meri razvijen privatni sektor doprinosi održivom razvoju i na koji način razvojne finansijske institucije predstavljaju potporu tog razvoja. Takođe, u radu se izučava i veza između investicija razvojnih finansijskih institucija u projekte održivog razvoja i ekonomskog rasta.

U fokusu je domaći finansijski sistem, koji je izrazito bankocentričan, što otvara pitanje da li struktura nedovoljno razduženog i siromašnog finansijskog sistema u kojem dominiraju banke može predstavljati adekvatan pravac razvoja za jednu zemlju u tranziciji koja želi da napreduje. Analiziraće se izvori finansiranja koji su na raspolaganju sektoru mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika kao pokretača zaposlenosti, inovacija i ekonomskog rasta, kao i to koliko im trenutno zastupljene finansijske institucije u finansijskom sistemu predstavljaju potporu za iskorišćenje potencijala za rast i razvoj.

Uz to, predmet istraživanja je analiza potencijalnih koristi koje bi donelo unapređenje domaćeg finansijskog sistema zasnovano na uvođenju i zastupljenosti mikrokreditnih finansijskih institucija usvajanjem Zakona o nebankarskim finansijskim institucijama. Fokus analize je i na javnopolitičkom i regulatornom modelu razvojnih finansijskih institucija Evropske unije, uporednom pregledu rešenja modela razvojnih finansijskih institucija država članica Evropske unije i država regiona, kao i na regulatornom režimu i institucionalnom okviru modela razvojnih finansijskih institucija u Republici Srbiji.

U svrhu ostvarenja ciljeva održivog razvoja, analiziraće se principi zelene ekonomije kojima se uvažava i ekološka dimenzija razvoja i postiže kompromis između ekonomskog rasta i očuvanja kvaliteta životne sredine. Poseban predmet istraživanja je zastupljenost zelenog finansiranja u Srbiji i analiza prednosti po ostvarenje ciljeva održivog razvoja koje donosi ulazak u proces zelene tranzicije koji vodi u pravcu razvoja niskougljenične ekonomije i smanjenja karbonskog otiska.

Izabrana tema veoma je značajna, jer se bavi izučavanjem razvojnih finansijskih institucija, koje su u zemljama u razvoju i tranziciji zadužene za investiranje pod povoljnim uslovima u privatni sektor, kako bi se ubrao privredni rast i razvoj ovih zemalja i time doprinelo održivom razvoju. Izabrana tematika je takođe značajna i zbog činjenice da razvojne finansijske institucije kroz investiranje pod relativno povoljnim uslovima doprinose stvaranju povoljne poslovne klime, doprinose ostvarivanju ciljeva održivog razvoja, kao što su smanjivanje siromaštva u ovim zemljama, otvaranju novih radnih mesta i smanjivanju nivoa nezaposlenosti, kao i povećanju javnih prihoda, uz poštovanje kriterijuma zaštite životne sredine. Tema ovog rada je veoma aktuelna, jer proučavajući iskustva zemalja u okruženju vezano za izgradnju ovih finansijskih institucija može se doprineti unapređenju domaćeg finansijskog sistema i njegovoj praksi, kroz ukazivanje na preveliki stepen bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema, a koji bi se mogao smanjiti upravo razvojem ovakvih finansijskih institucija. Takođe, značajno je sagledati na koji način razvojne finansijske institucije svojim investicionim aktivnostima u projekte koji targetiraju ciljeve održivog razvoja utiču na ekonomski rast.

Tema disertacije vezana je za istraživanje instituiconalnih modela i pravnog okvira za uspostavljanje razvojnih finansijskih institucija, čime bi se prepoznali elementi za uspostavljanje regulatornog okvira i adevatnog institucionalnog modela za kreiranje razvojnih finansijskih institucija u Srbiji. U međunarodnoj finansijskoj praksi kreirane su posebne kreditne linije banaka koje zadovoljavaju principe zaštite životne sredine, pa će u disertaciji biti istraženo kolika je zastupljenost ovakvih tzv. zelenih kredita u evropskoj bankarskoj praksi, u zemljama u okruženju i Srbiji, kako bi se unapredila bankarska praksa kod nas.

Ciljevi istraživanja

Naučno-istraživački cilj je baziran na ispitivanju veze između investicija razvojnih finansijskih institucija kojima se finansiraju projekti koji daju doprinos ciljevima održivog razvoja i stope rasta bruto domaćeg proizvoda, kako bi se sagledao razvojni i finansijski potencijal ovih institucija. Takođe, jedan od naučno-istraživačkih ciljeva je da se ukaže na bankocentričnu strukturu i nerazvijenost finansijskog sistema Srbije jer bogatstvo jednog finansijskog sistema se ogleda u raznovrsnosti finansijskih institucija koje ga čine.

Naučno-istraživački cilj je da se komparativnom analizom, na primerima statusa i delovanja razvojnih finansijskih institucija Republike Hrvatske i Republike Slovenije, utvrde pristupi kreatora javnih politika, odnosno javne vlasti u definisanju mesta i uloge razvojnih finansijskih institucija u implementaciji strateških ciljeva nacionalnih i regionalnih ekonomskih politika. Takođe, potrebno je istražiti da li je uvođenje u domaći finansijski sistem nacionalne razvojne finansijske institucije, odnosno razvojne banke, opravdano sa ekonomskog stanovišta, ali i u kontekstu postepene tranzicije ka zelenoj ekonomiji i teorije tripartitne zelene ekonomije.

Naučno-istraživački cilj je analiza dostignutog stepena razvijenosti zelenog finansiranja. Potrebno je utvrditi koliko je zaživeo koncept zelene ekonomije u Srbiji, odnosno u kojoj meri se odobravaju krediti mikro, malim i srednjim preduzećima i preduzetnicima za finansiranje investicija koje doprinose ostvarenju ciljeva održivog razvoja racionalnom upotrebom i očuvanjem prirodnih resursa i smanjenjem zagađenja životne sredine. Sprovedeno istraživanje treba da pruži odgovore u kojoj meri je u domaćem finansijskom sistemu zastupljeno zeleno finansiranje, da li su zeleni krediti banka povoljni za preduzeća, da li deluju podsticajno na finansiranje projekata održivog razvoja i da li trenutna investiciona klima u Srbiji pogoduje zelenom finansiranju.

Društveni cilj istraživanja se ogleda na ukazivanju na neophodnost izgradnje mikrokreditnih finansijskih institucija (koje su istisnute sa tržišta donošenjem Zakona o bankama 2005. godine) po ugledu na uspešne prakse razvijenih zemalja u okruženju, čiji su se finansijski sistemi u prošlosti takođe oslanjali na banke, ali su se vremenom razvijali uvođenjem različitih finansijskih institucija. Mikrokreditiranjem se pruža podrška mikro, malim i srednjim preduzećima i preduzetnicima da se razvijaju, jer je za njih adekvatnije da u domaćem finansijskom sistemu budu zastupljene i neke finansijske institucije nižeg nivoa, a ne samo banke, kako bi bio prevaziđen glavni problem sa kojim se suočavaju u poslovanju, a to je nedostatak finansijskih sredstava.

Metodologija istraživanja

U radu će se koristiti deskriptivna metoda za teorijski deo rada kojom se definiše pojam, priroda, uloga i značaj razvojnih finansijskih institucija, koncept održivog razvoja, zelene ekonomije i zelenog finansiranja. Primeniće se eksplorativno istraživanje kako bi se utvrdile uzročno-posledične veze (korelacija) između određenih ekonomskih varijabli, metoda indukcije i dedukcije, kao i eksplikativna analiza za dokazivanje hipoteza postavljenih u radu.

Desk istraživanje obuhvata analizu savremene stručne literature i dosadašnjih istraživanja koji su u funkciji objašnjenja fenomena razvojnih finansijskih institucija, bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema, mikrokreditnih finansijskih institucija, zelenog finansiranja i pružanja naučnog doprinosa rada. U radu će se analizirati naučni radovi, knjige, članci u časopisima, saopštenja, rezultati sprovedenih projektnih istraživanja, odredbe zakona, propisi, politike, Bazelski sporazumi, izveštaji razvojnih finansijskih institucija, dokumenti i baze podataka Svetske banke, Evropske komisije, Evropske investicione banke, Evropske banke za obnovu i razvoj, Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj, Ujedinjenih nacija, Međunarodnog monetarnog fonda, Međunarodne organizacije rada, *Eurostat-a*, *BloombergNEF-a*, *Statista*, Agencije SAD za međunarodni razvoj, Programa Ujedinjenih nacija za razvoj, Programa Ujedinjenih nacija za životnu sredinu, Zvanične razvojne pomoći, Komiteta za pomoć u razvoju, Nacionalne alijanse za lokalni ekonomski razvoj, Međunarodne agencije za obnovljivu energiju, Inicijative za klimatske promene, Evropske organizacije potrošača, Hrvatske banke za obnovu i razvitak, dostupni zvanični podataka centralnih banaka, Republičkih zavoda za statistiku, Ministarstava privrede, Ministarstava finansija zemalja koje su predmet analize, poslovne prakse banaka, poslovne prakse mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, koji su u skladu sa cljevima istraživanja i pružaju odgovore na istraživačka pitanja postavljena u radu.

Uporedna metoda će biti korišćena za komparaciju finansijskih institucija i strukture finansijskog sistema različitih zemalja sa domaćim, kao i za pregled rešenja modela razvojnih finansijskih institucija odabranih država članica Evropske unije, država regiona i Srbije. Empirijsko istraživanje će biti obavljeno prikupljanjem i obradom podataka putem upitnika kojim se ispituju stavovi eksperata iz oblasti ekonomije i finansija, predstavnika bankarskog sektora i predstavnika privatnog sektora o bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema, postojećoj strukturi domaćeg finansijskog sistema i preporukama za njegovo unapređenje kroz izgradnju mikrokreditnih finansijskih institucija, finansijskoj podršci mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika od strane banaka putem koncepta zelenog finansiranja koje je u funkciji održivog razvoja. Standardizovani upitnik sa zatvorenim pitanjima će biti korišćen kao tehnika radi dokazivanja hipoteza koje su postavljene u radu. Intersektorski dizajn istraživanja (*Cross Sectional Study*) podrazumeva prikupljanje podataka od ispitanika iz različitih organizacija - banaka, preduzeća i naučnih institucija u jednom vremenskom periodu. Za merenje stavova

ispitanika biće primenjena Likertova skala koja sadrži pet podeoka: 1) u potpunosti se ne slažem; 2) ne slažem se; 3) neodlučan/na; 4) slažem se i 5) u potpunosti se slažem. Statistička obrada podataka će biti izvršena uz pomoć statističkog softverskog paketa IBM SPSS Statistics 21 (*The Statistical Package for the Social Sciences*). Takođe, u svrhu donošenja naučnih zaključaka, kao istraživački metod biće korišćen i intervju bankarskih i ekonomskih eksperata i predstavnika preduzeća kako bi se produbilo i upotpunilo istraživanje i postakla zainteresovanost ispitanika. Polustrukturirani intervju će se koristiti kako bi se dokazale hipoteze u radu.

Radi povezivanja stavova ispitanika o neophodnosti uvođenja mikrokreditnih finansijskih institucija sa stavovima koji se odnose na bankocentričnu strukturu domaćeg finansijskog sistema i izračunavanja udela ispitanika koji izražava saglasnost sa stavom o neophodnosti uvođenja mikrokreditnih finansijskih institucija, dok se ujedno slaže i sa stavom o bankocentričnosti finansijskog sistema, biće primenjen neparametarski metod, χ^2 test (Test o nezavisnosti obeležja). Pre formiranja skala će biti sprovedena analiza pouzdanosti i na osnovu dobijenih vrednosti *Cronbach's Alpha* će se utvrditi da li je formiran pouzdan merni instrument. Na osnovu vrednosti mere asocijacije (*Gamma*) će se istražiti da li postoji veza između dva ispitivana obeležja.

Ekonometrijska analiza vremenskih serija će biti primenjena u cilju ispitivanja uticaja investicija razvojnih finansijskih institucija na rast bruto domaćeg proizvoda i donošenja relevantnog ekonomskog zaključka o opravdanosti uvođenja razvojnih finansijskih institucija u domaći finansijski sistem u cilju njegovog unapređenja i daljeg razvoja. Primenom ekonometrijskog modela je moguće anticipirati kako će se ekonomske varijable koje su predmet posmatranja kretati u budućnosti. Isto tako, ekonometrijska analiza vremenski serija kreira mogućnost da se simuliraju potencijalni efekti donetih mera ekonomske politike. Razvojne finansijske institucije svojim investicionim i projektnim aktivnostima utiču na ekonomske pokazatelje kao što su rast bruto domaćeg proizvoda, izvoza, zaposlenosti, državnih prihoda. S obzirom na to da razvojna banka, kao jedan od vidova razvojnih finansijskih institucija, nije zastupljena u finansijskom sistemu Srbije, na primeru Hrvatske će se analizirati da li ove institucije doprinose ekonomskom rastu Hrvatske i u kojoj meri.

Softver koji će se koristiti za ekonometrijsku analizu vremenskih serija je *Eviews 10*. U višestrukom regresionom modelu zavisnu varijablu će predstavljati bruto domaći proizvod Hrvatske, dok su nezavisne varijable investicije Hrvatske banke za obnovu i razvitak u održivi razvoj, izvoz proizvoda i usluga i nezaposlenost predstavljena kao % ukupne radne snage. Analizom je obuhvaćen vremenski period 1998-2020. godine. Primenom proširenog Diki-Fulerovog testa jediničnog korena (*Augmented Dickey-Fuller test*) će se testirati stacionarnost vremenskih serija, dok će višestruki regresioni model biti ocenjen metodom najmanjih kvadrata. Biće sproveden *Durbin-Watson* test kojim će se testirati da li u modelu postoji autokorelacija prvog reda, dok će za proveru zastupljenost autokorelacije višeg reda biti primenjen *Breusch-*

Godfrey test. Za testiranje heteroskedastičnosti će biti korišćena tri testa: *Breusch-Pagan-Godfrey*, *Glejser* i *White* test. Testiranje normalnosti reziduala će biti izvršeno primenom *Jarque-Bera (JB)* testa, dok će testiranje specifikacije modela podrazumevati primenu *Ramsey (RESET)* testa kojim se ispituje da li je model dobro postavljen.

Hipoteze u istraživanja

U radu se polazi od sledećih hipoteza:

H₁: Visok stepen bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema deluje ograničavajuće na održivi razvoj.

H₂: Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija u domaćem finansijskom sistemu bi ostvarila pozitivan uticaj na održivi razvoj sektora mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP).

H₃: Zeleno finansiranje preduzeća od strane bankarskog sektora Srbije je ispod potencijala.

H₄: Rast investicija razvojnih finansijskih institucija doprinosi rastu bruto domaćeg proizvoda (BDP).

U radu će biti prezentovana struktura domaćeg finansijskog sistema, istražiće se učešće banaka u finansijskim uslugama, analiziraće se stepen koncentracije u domaćem bankarskom sektoru, kao i udeo bankarskog sektora u ukupnoj aktivni finansijskog sistema i bruto domaćem proizvodu. Uporednim metodom će se sagledati stepen koncentracije bankarskog sektora, kao i učešće banaka i drugih finansijskih institucija u bruto domaćem proizvodu u zemljama u okruženju i naprednim tranzicionim zemljama. Biće prezentovane preporuke međunarodnih finansijskih institucija o mogućim pravcima unapređenja domaćeg finansijskog sistema, kao i rezultati empirijskog istraživanja o stavovima eksperata o razvijenosti i bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema.

Analiziraće se sektor MMSPP u Srbiji, njegova uloga u ostvarenju ekonomskog rasta, kao i neiskorišćeni potencijali rasta i razvoja. Sagledaće se struktura mikrokreditnih finansijskih institucija u domaćem, kao i u finansijskom sistemu drugih razvijenih privreda iz okruženja, analizirati tražnja za mikrokreditima, kao i stavovi eksperata i predstavnika preduzeća o potrebama uvođenja mikrokreditnih finansijskih institucija, u svrhu unapređenja domaćeg finansijskog sistema i obezbeđenja podrške sektoru MMSPP na putu ka održivom razvoju.

Istražiće se u kojoj meri banke u Srbiji „ozelenjavaju“ sektor malih i srednjih preduzeća, analiziraće se ponuda zelenih bankarskih kredita za realizaciju ekoloških investicija, uslovi za njihovo odobrenje u domaćem i finansijskim sistemima zemalja iz okruženja, stepen informisanosti, zainteresovanosti i ekološke osvešćenosti MMSPP za ulaganja u zelene projekte, stavovi bankarskih eksperata i predstavnika preduzeća o mogućnostima zelenog finansiranja. Ekonometrijskom analizom vremenskih serija će biti utvrđena korelacija između investicija razvojnih finansijskih institucija i rasta bruto domaćeg proizvoda.

Očekivani naučni doprinos

Pitanje razvojnih finansijskih institucija nije dovoljno istraženo u domaćoj literaturi, a reč je o institucijama koje imaju međunarodni značaj i čije poslovne aktivnosti širom sveta dovode do značajnih rezultata u postizanju ciljeva održivog razvoja. Pojam razvojnih finansijskih institucija nije u dovoljnoj meri poznat i analiziran u domaćoj literaturi i potrebno je ukazati na njihovu ulogu i spregu sa ciljevima održivog razvoja i njihovu ekonomsko-političku prirodu.

Veoma je važno sagledati na koji način zastupljenost ovih institucija može uticati na finansijski sistem Srbije i doprineti njegovom unapređenju ispitivanjem veze između investicija razvojnih finansijskih institucija u projekte održivog razvoja i ekonomskog rasta koji je meren stopom rasta bruto domaćeg proizvoda. Ovim istraživanjem se mogu sagledati finansijski i razvojni potencijali razvojnih finansijskih institucija i dati preporuke da li bi njihova zastupljenost doprinela privrednom rastu Srbije. Hrvatska je zemlja iz okruženja koja u svom finansijskom sistemu poseduje Hrvatsku banku za obnovu i razvitak (HBOR), kao razvojnu finansijsku instituciju. Finansijski sistem Hrvatske je uporediv sa domaćim finansijskim sistemom. Na primeru Hrvatske će biti analiziran doprinos investicija razvojne finansijske institucije Hrvatske banke za obnovu i razvitak rastu bruto domaćeg proizvoda i na osnovu toga izveden zaključak da bi zastupljenost razvojne finansijske institucije doprinela unapređenju domaćeg finansijskog sistema i ekonomskom razvoju Srbije.

Naučni doprinos se ogleda u intervjuisanju eksperata, sprovedenim u svrhu ocene stepena bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema i definisanja negativnih posledica zastupljenosti finansijskog sistema koji je nedovoljno razvijen i u čijoj strukturi dominantno učešće imaju banke. Na osnovu uporedne analize finansijskog sistema Srbije i finansijskih sistema drugih tranzicionih zemalja iz okruženja, biće dat predlog koje institucije je neophodno uvesti kako bi se unapredio postojeći finansijski sistem Srbije i postao oslonac i podrška mikro, malim i srednjim preduzećima i preduzetnicima na njihovom putu ka održivom razvoju. Jedan od doprinosa se ogleda i u analizi zastupljenosti zelenog finansiranja u Srbiji i u kojoj meri banke odobravaju zelene kredite preduzećima za investicije koje podržavaju ciljeve održivog razvoja.

Takođe, rezultati u oblasti zelenog finansiranja će biti analizirani i u zemljama u okruženju i date su preporuke za dalje pravce razvoja Srbije ka zelenoj tranziciji i zelenoj ekonomiji.

Jedan od naučnih doprinosa je i analiza statusa i delovanja Hrvatske banke za obnovu i razvitak, Slovenačke izvozne i razvojne banke i nacionalnih razvojnih organizacija, koje imaju sličnu ulogu kao evropske razvojne finansijske institucije - Razvojne agencije Srbije i Fonda za razvoj Republike Srbije, u realizaciji strateških ciljeva razvojne i ekonomske politike. Istražiće se njihova uloga „mobilizatora“ aktivnosti privatnog sektora, u slučajevima kada je rizik veći a nacionalni interes izražen, kao i to na koji način bi se uvođenje nacionalne razvojne finansijske institucije u finansijski sistem Srbije, reflektovalo na sprovođenje domaće ekološke politike i promovisanje održivog razvoja, redefinisane ciljeva ekonomske politike, postepenu tranziciju ka zelenoj ekonomiji i zelenom radu i transformaciju ekonomskog sistema ka niskougledničnom, zelenom i inkluzivnom.

Struktura rada

Rad se sastoji iz 8 poglavlja. Prvom poglavlju prethodi *Uvod* u kojem je definisan predmet istraživanja, značaj teme i naučni doprinos rada. Objasnjeni su ciljevi istraživanja, hipoteze od kojih se polazi i koje se dokazuju u radu i metode istraživanja koje će biti korišćene.

Prvo poglavlje objašnjava pojam, ulogu i značaj razvojnih finansijskih institucija. Ukazuje na vrste razvojnih finansijskih institucija i njihovu ulogu u nedovoljno razvijenim zemljama. Prvo poglavlje se bavi i vidovima finansijske podrške razvojnih finansijskih institucija, projektnim ulaganjima u privatni sektor i objašnjenjem njihovog doprinosa ciljevima održivog razvoja kroz smanjenje siromaštva, otvaranje novih radnih mesta, rast državnih priroda, promovisanje zelene ekonomije i zelenog inkluzivnog rasta. Analizirano je i globalno okruženje za finansiranje ciljeva održivog razvoja u smislu aktera, finansijskih instrumenata, motiva i ciljeva, kao i izazov mobilizacije finansijskih sredstava za ispunjavanje jaza u resursima za implementaciju ciljeva održivog razvoja.

Drugo poglavlje analizira vezu između razvojnih finansijskih institucija, održivog razvoja i koncepta zelene ekonomije. Objasnjava koncept i principe na kojima se zasniva zelena ekonomija, kojom se rast dohotka i zaposlenosti ostvaruje kroz očuvanje životne sredine. Navode se direktni i indirektni efekti i doprinosi razvojnih finansijskih institucija održivom razvoju. Posebno je sagledano delovanje ovih institucija na smanjenje siromaštva kao jednog od ultimativnih ciljeva održivog razvoja. U poglavlju se definiše i pojam tzv. mešovitog finansiranja (*Blended Finance*) koji je karakterističan za razvojne finansijske institucije, njegov značaj u podršci održivom razvoju, kao i instrumenti i mehanizmi na kojima se zasniva. Takođe, predmet

analize su ekonomske i ekološke nejednakosti i njihov uticaj na siromaštvo, ekonomski rast i održivi razvoj, kao i klimatsko finansiranje u svrhu pružanja podrške akcijama preduzetim povodom ublažavanja posledica i prilagođavanja klimatskim promenama.

Treće poglavlje se odnosi na ekonomsko-političku prirodu razvojnih finansijskih institucija. Utvrđuje se razlika u poslovnoj filozofiji razvojnih finansijskih institucija i agencija za pomoć. Objasnjava se političko delovanje ovih institucija i njihovi ekonomski potencijali predstavljeni kroz obim investicija, broj zaposlenih, sklonost ka ulaganjima u rizične projekte, sektore kojima daju prioritet pri investiranju. Analizira se njihov doprinos ekonomskom rastu i rastu produktivnosti. Takođe, istražen je i uticaj poslovnih aktivnosti razvojnih finansijskih institucija na ublažavanje negativnih posledica javnozdravstvene krize izazvane pandemijom.

Četvrto poglavlje se odnosi na uporednu analizu i obuhvata integrisanje koncepta Building back better u međunarodno-javopolitički i regulatorni okvir ostvarivanja ciljeva održivog razvoja – aspekt poslovanja razvojnih finansijskih institucija. Prezentovan je javnopolitički i regulatorni model razvojnih finansijskih institucija Evropske unije i uporedni pregled rešenja modela razvojnih finansijskih institucija odabranih država članica Evropske unije, kao i država regiona. Utvrđen je i regulatorni režim i institucionalni okvir modela razvojnih finansijskih institucija u Republici Srbiji.

Peto poglavlje se odnosi na analizu stepena bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema, kao i negativnih posledica po rast i razvoj. Istražena je koncentracija domaćeg bankarskog sektora i utvrđena dominantna pozicija banaka. Takođe, analizirani su i dostignuti nivoi razvijenosti finansijskih sistema naprednih tranzicionih zemalja u okruženju, njihova struktura i raznolikost i napravljeno je poređenje sa finansijskim institucijama koje dominiraju u domaćem sistemu. Predstavljani su rezultati empirijskog istraživanja ispitivanja stavova eksperata iz oblasti ekonomije i finansija i predstavnika bankarskog i privatnog sektora, koje treba da pruži odgovore na istraživačka pitanja koja su postavljena u radu, a koja se tiču analize finansijskog sistema Srbije i ispitivanja njegove bankocentričnosti, održivosti trenutne strukture finansijskih institucija i davanja konkretnih preporuka za unapređenje finansijskog sistema Srbije.

Šesto poglavlje se odnosi na finansiranje sektora MMSPP u Srbiji. Predstavljen je razvojni potencijal MMSPP u Srbiji i naglašen njihov značajan doprinos kreiranju novih radnih mesta i rastu zaposlenosti, rastu poreskih prihoda i podsticanju ekonomskog rasta i održivog razvoja. Sagledani su problemi sa kojima se ovaj sektor sučava u svom poslovanju, kao i uloga koju bi mikrokreditne finansijske institucije imale u njihovom održivom razvoju i prevazilaženju tih problema. Predstavljani su rezultati empirijskog istraživanja o važnosti mikrokreditiranja za razvoj domaćeg finansijskog sistema. Prezentovane su razvojne finansijske institucije u Srbiji i u zemljama u okruženju i sagledana njihova uloga u podsticanju razvoja sektora MMSPP u Srbiji.

Sedmo poglavlje je bazirano na objašnjenju specifičnih hartija od vrednosti kao što su zeleni instrumenti duga i zelenom finansiranju u službi održivog razvoja. Poseban akcenat je na zelenim obveznicama, kao finansijskom instrumentu koji je u funkciji očuvanja životne sredine. Sprovedena je analiza ekološke osvešćenosti i implementacije zelenih projekata i investicija od strane sektora MMSPP u Srbiji, kao i stepena razvijenosti zelenog finansiranja u domaćem bankarskom sektoru putem odobrenja zelenih kreditnih linija za investicije sa ekološkom dimenzijom.

Osmo poglavlje se odnosi na ekonometrijsku analizu uz pomoć koje je utvrđeno na koji način se ulaganja Hrvatske banke za obnovu i razvitak (razvojna finansijska institucija Hrvatske) odražavaju na ekonomski rast Hrvatske. Takođe, na osnovu dobijenih rezultata su ustanovljene preporuke o uvođenju nacionalne razvojne banke u domaći finansijski sistem.

Na kraju rada se navode zaključna razmatranja, spisak literature i izvora koji su korišćeni u radu, kao i Prilog koji obuhvata Upitnik o finansijskom sistemu Srbije.

1. POJAM I ZNAČAJ RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA

Prvo poglavlje se odnosi na upoznavanje sa pojmom razvojnih finansijskih institucija, njihovom ulogom u ostvarenju ciljeva održivog razvoja i značajem za finansiranje privatnog sektora. Biće predstavljene vrste razvojnih finansijskih institucija i važnost njihove zastupljenosti u nedovoljno razvijenim zemljama. Prvo poglavlje se bavi i vidovima finansijske podrške razvojnih finansijskih institucija, projektnim ulaganjima u privatni sektor i objašnjenjem njihovog doprinosa ciljevima održivog razvoja kroz smanjenje siromaštva, otvaranje novih radnih mesta, rast državnih prihoda, promovisanje zelene ekonomije i zelenog inkluzivnog rasta. Predmet analize je i globalno okruženje za finansiranje ciljeva održivog razvoja u smislu aktera, finansijskih instrumenata, motiva i ciljeva, kao i izazov mobilizacije finansijskih sredstava za ispunjavanje jaza u resursima za implementaciju ciljeva održivog razvoja.

1.1. Pojam razvojnih finansijskih institucija

Razvojne finansijske institucije (*Development Finance Institutions-DFIs*) predstavljaju pravno nezavisne institucije, podržane od strane države, koje podstiču održivi razvoj kroz ulaganja u privatni sektor u nedovoljno razvijenim zemljama. Njihova uloga nije samo finansijska i investiciona već je ovaj tip institucija fokusiran i na ostvarenje ciljeva održivog razvoja kao što su kreiranje novih radnih mesta, smanjenje stope siromaštva, finansiranje mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP), rast javnih prihoda usled rasta investicija u privatnom sektoru, očuvanje životne sredine, energetska efikasnost (Savoy, Carter & Lemma, 2016).

Razvojne finansijske institucije su specijalizovani investicioni fondovi, uglavnom u većinskom vlasništvu države, koje su blisko povezane sa ostalim razvojnim institucijama u finansijskom sistemu, ali koje uživaju nezavisnost. Svoje polje delovanja sve više usmeravaju ka najsiromašnijim zemljama u nerazvijenim regionima sveta. Razvojni cilj njihovog postojanja se ogleda u premoćavanju jaza između državne razvojne pomoći i komercijalnih investicija i pružanju podrške u obezbeđivanju stabilnog, održivog i inkluzivnog ekonomskog razvoja. Finansijski cilj se ogleda u tome što ove institucije kao investitori ili koinvestitori, kroz projektne aktivnosti, kompanijama i finansijskim institucijama obezbeđuju komercijalno finansiranje i time potpomažu rast njihovih poslovnih i razvojnih performansi (Dalberg, 2009).

Slika 1. Oblasti u kojima razvojne finansijske institucije ostvaruju najveći uspeh

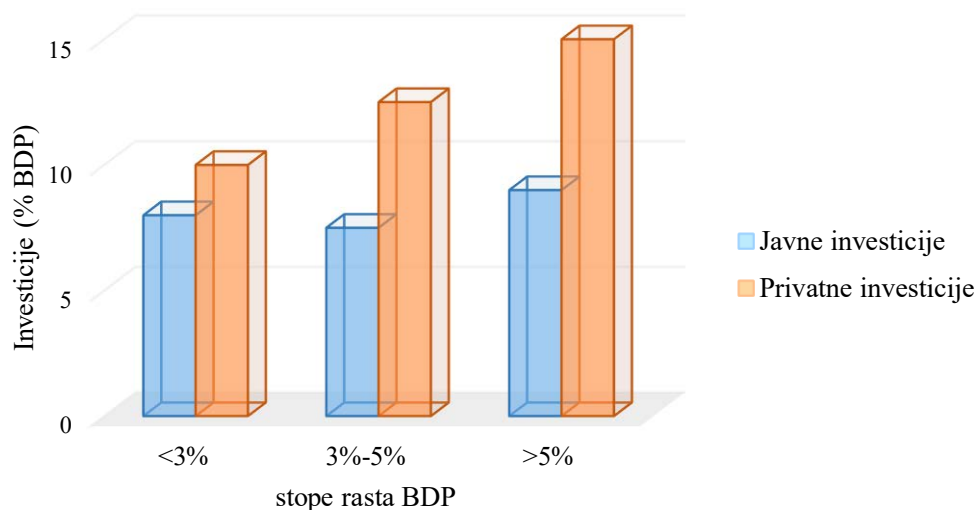


Izvor: Autor na osnovu Deloitte, *Development Finance Institutions - Strategic Choice to Build a Sustainable Operating Model*, 2021.

Razvojne finansijske institucije promovišu ciljeve javnih politika i sektorsku transformaciju koja podrazumeva prelazak ekonomija u sektore visoke produktivnosti koji podstiču dinamički rast i održivi razvoj. Naročito u periodu krize prepoznata je njihova uloga u otklanjanju nedostataka tržišta kapitala i „popunjavanju“ finansijskih gepova (Xu, Ren & Wu, 2017). Razvojne finansijske institucije doživljavaju svoj procvat širom sveta zahvaljujući svojim potencijalima da ispune ekonomske, socijalne, ekološke ciljeve održivog razvoja.

Jedan od osnovnih ciljeva održivog razvoja (*Sustainable Development Goals-SDGs*) jeste smanjenje siromaštva i gladi i globalni plan je da do 2030. godine siromaštvo bude iskorenjeno. Ovaj cilj je direktno povezan sa ekonomskim rastom i kreiranjem novih radnih mesta (Narayan, 2000). Prema istraživanjima Svetske banke, 9 od 10 novih radnih mesta u zemljama u razvoju generiše privatni sektor, te se stoga može zaključiti da privatni sektor igra ključnu ulogu u podsticanju održivog ekonomskog razvoja i jedno od važnih pitanja koje se nameće jeste na koji način se najefikasnije može stimulisati njegov rast (IFC, 2013). Rezultati sprovedenih istraživanja Svetske banke potvrđuju da su investicije privatnog sektora važnije za održivi razvoj od investicija javnog sektora u zemljama u razvoju, sudeći po tome da su snažnije povezane i da više doprinose rastu bruto domaćeg proizvoda (BDP) (Everhart & Sumlinski, 2001).

Grafikon 1. Udeo javnih i privatnih investicija u bruto domaćem proizvodu, 2018.

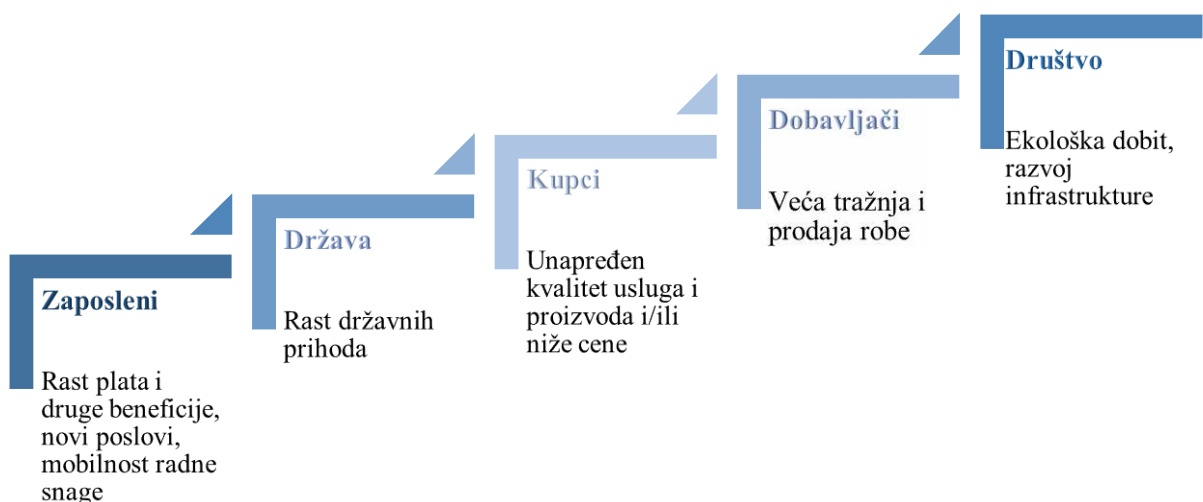


Izvor: Makuyana & Odhiambo, *Public and Private Investment and Economic Growth: An Empirical Investigation*, 2018.

Razvijene zemlje sa stopama ekonomskog rasta preko 5% su investirale 15% bruto domaćeg proizvoda u privatni sektor, dok su u odnosu na njih, investicije u javni sektor manje za 60%. Zemlje se niskom stopom ekonomskog rasta, koja je manja od 3%, investiraju 10% bruto domaćeg proizvoda u privatni sektor, a 8% u javni sektor. Disparitet između investicija u privatni i javni sektor u zemljama sa srednjim tempom rasta iznosi 50% u korist privatnog sektora (Makuyana & Odhiambo, 2018).

Svake godine oko 1500 milijardi dolara se putem stranih direktnih investicija ulaže u ekonomije kao bi se omogućio njihov rast i razvoj. Međutim, najveći deo tih sredstava odlazi u svega desetak zemalja sveta, dok se manje od 1% stranih direktnih investicija sliva u nerazvijene ekonomije kojima je pomoć u suštini i najpotrebnija (IFC, 2018a). U njima su tržišta kapitala plitka i nedovoljno likvidna, trgovina na berzi nerazvijena, lokalni investitori kojima su potrebna finansijska sredstva su suočeni sa visokom cenom kapitala, ograničene su mogućnosti za odobrenje kredita malim i srednjim preduzećima koja su pokretači razvoja (Savoy, Carter & Lemma, 2016). S druge strane, duboka i efikasna tržišta kapitala su od suštinskog značaja za ekonomski razvoj. Zemlje u razvoju predstavljaju svega 10% kapitalizacije berzi širom sveta, pri čemu je i njihov udeo na globalnom tržištu korporativnih obveznica zanemarljiv (IFC, 2018a). Analizirajući celokupnu strukturu finansijskih sredstava namenjenih razvoju, u zemljama koje karakteriše nizak priliv stranih direktnih investicija i nizak nivo prihoda koje država generiše putem poreza i drugih izvora, razvojne finansijske institucije predstavljaju važan pokretač razvoja čije potencijale nerazvijene zemlje treba da iskoriste za sopstveni progres.

Slika 2. Ekonomske i društvene koristi koje donosi razvoj privatnog sektora



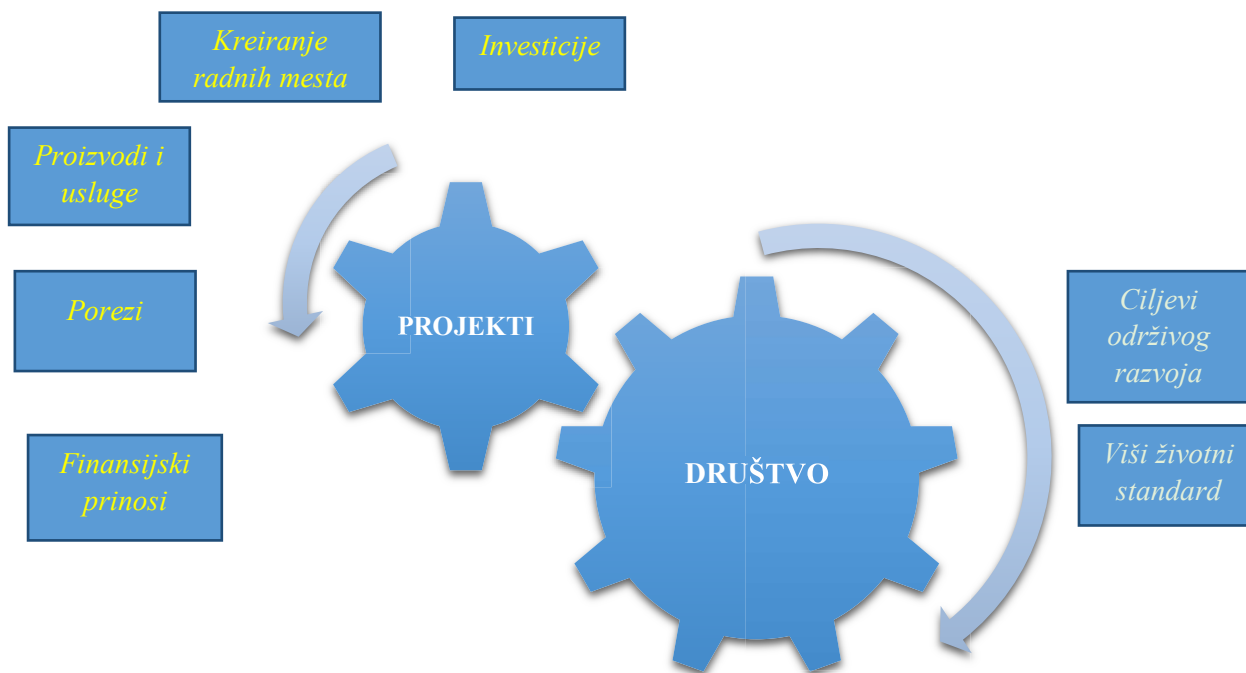
Izvor: Autor na osnovu Dalberg, *The Growing Role of the Development Finance Institutions in International Development Policy*, 2009.

Ulaganjima u privatni sektor i njegovim osnaživanjem, kompanije ostvaruju korist za sebe generišući profit, ali ujedno doprinose ukupnom ekonomskom i društvenom napretku. Koristi ostvaruju zaposleni kroz otvaranje novih radnih mesta, veće plate i ostvarenje drugih beneficija koje nisu direktno povezane sa primanjima, poboljšanje uslova rada, ostvarenje prava na radu i sl. Država od povećanog obima poslovanja kompanija ostvaruje naplatu poreza u većem iznosu. Povećani obim poslovanja kompanija utiče i na povećani obim poslovanja njihovih dobavljača u lancu snabdevanja reflektovan kroz rast tražnje za proizvodima i uslugama. Usled rasta konkurencije, kupcima su na raspolaganju proizvodi koji su unapređenog kvaliteta, ekološki održivi i cenovno pristupačniji. Značajne koristi ostvaruje i šira zajednica kroz zaštitu životne sredine, izgradnju i unapređenje proizvodne i socijalne infrastrukture (Dalberg, 2009).

Finansiranje održivog razvoja u nedovoljno razvijenim zemljama se u najvećoj meri ostvaruje putem dva glavna kanala: vladine i srodne agencije za pružanje pomoći (*aid agencies*) koje obezbeđuju grantove-bespovratnu pomoć (i neke zajmove) za razvoj i razvojne finansijske institucije (ADB, 2011). Razvojne finansijske institucije pružaju podršku privatnom sektoru u zemljama u razvoju kroz obezbeđenje finansijske potpore u onim sferama poslovanja koje su potkapitalizovane, za koje se smatra da nose visok rizik i za koje privatni investitori gube interesovanje. One obezbeđuju potreban kapital, daju garancije, odobravaju kredite u lokalnoj valuti, pružaju osiguranje od političkog rizika i sl. Ove institucije pospešuju investicije, ne samo kroz finansijsku podršku, već i kroz poboljšanje uslova poslovanja u nedovoljno razvijenim zemljama i unapređenje poslovnog ambijenta, olakšavanje procesa privatizacije preduzeća, unapređenja ekološke korporativne društvene odgovornosti (CDC, 2021). Prisustvo ovih

institucija značajno utiče na ublažavanje rizika poslovanja u nerazvijenim zemljama (valutni rizici, onemogućava se kršenje ugovora, eksproprijacija), a s druge strane, kumulirano znanje, razvijene tehnologije, ekspertiza razvojnih finansijskih institucija, set standarda koje primenjuju u procenama rizika pružaju podsticaj i za ulaganja drugih investitora. Takođe, ove institucije deluju i kao posrednici između kompanija, banaka i ostalih nacionalnih i međunarodnih finansijskih i razvojnih institucija i omogućavaju njihovo povezivanje i dugoročnu saradnju (ADB, 2011).

Slika 3. Potencijal razvojnih finansijskih institucija



Izvor: EDFI, *Investing to Create Jobs, Boost Growth and Fight Poverty*, 2016.

Razvojne finansijske institucije ulažu napore da olakšaju pristup finansijskim sredstvima tako što svoje aktivnosti čine vidljivijim privatnim investitorima, uključivanjem u debate o javnim politikama, uticanjem na povećanje komplementarnosti javnog i privatnog finansiranja, unapređenjem regulatorne prakse, povećanjem kapitalne baze i sl. (Dalberg, 2010). Svojim poslovanjem donose promene u zemljama u razvoju koje su važne za njihovo uspešnije poslovanje i koje su inhibirale njihov održivi rast. Pozitivne promene se prevashodno odnose na lakši pristup finansijskim sredstvima, tržišnim informacijama, poslovnim veštinama, najboljim poslovnim praksama, povezivanje sa savremenim tehnologijama, kreiranje podsticajnog

poslovnog okruženja koje vodi ka rastu, jačanje produktivnosti kroz razvoj ljudskih resursa i unapređenje obrazovne infrastrukture.

Razvojne finansijske institucije obuhvataju (United Nations Human Rights, 2019; United Nations Human Rights, 2021):

1. Nacionalne razvojne banke,
2. Bilateralne razvojne banke,
3. Multilateralne razvojne banke,
4. Ostale međunarodne i regionalne finansijske institucije,
5. Izvozno-kreditne agencije,
6. Privatne zajmodavce.

Prema definiciji Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (*Organisation for Economic Co-operation and Development-OECD*), bilateralne razvojne finansijske institucije su ili nezavisne institucije, kao na primer Holandska razvojna banka *FMO Entrepreneurial Development Bank*, ili deo većih bilateralnih razvojnih banaka, poput Nemačke investicione i razvojne kompanije (*German Investment and Development Company-DEG*) koja je deo Nemačke razvojne banke (*KfW Development Bank*) (OCED, 2021). Bilateralne razvojne finansijske institucije su u vlasništvu jedne države, osnovane sa ciljem da se finansiraju investicije održivog razvoja u nedovoljno razvijenim zemljama i tranzicionim ekonomijama, pri čemu termin „bilateralne“ ukazuje na odnos između razvijenih zemalja koje su osnivači razvojnih finansijskih institucija i zemalja u razvoju koje su primaoci finansijskih sredstava za postizanje razvojnih ciljeva (Gössinger & Raza, 2011).

Multilateralne razvojne finansijske institucije predstavljaju ogranke privatnog sektora međunarodnih finansijskih institucija (kao što na primer Međunarodna finansijska korporacija (*International Finance Corporation-IFC*) predstavlja ogranak privatnog sektora Grupe Svetske banke) koje su osnovane od strane dve ili više država i na taj način podležu međunarodnom pravu. Među osnivačima multilateralnih razvojnih finansijskih institucija su i razvijene i nerazvijene zemlje, kao što se i finansijska sredstva institucije investiraju kako u razvijene, tako i u nedovoljno razvijene zemlje sveta. Njihovi akcionari su uglavnom nacionalne vlade, ali mogu uključivati i druge međunarodne ili privatne institucije. Podršku privatnom sektoru pružaju kroz kapitalne investicije, dugoročne kredite ili garancije. Njihov finansijski kapacitet značajno premašuje kapacitet bilateralnih institucija i one igraju veoma važnu ulogu povezivanja i posredovanja u saradnji između država (OECD, 2021). Stoga, podela na bilateralne i multilateralne razvojne finansijske institucije ne nastaje po istom osnovu, jer se kod bilateralnih razvojnih finansijskih institucija ukazuje na odnos između razvijenih zemalja kao osnivača i nerazvijenih zemalja kao primalaca finansijskih sredstava, dok se kod multilateralnih razvojnih

finansijskih institucija ukazuje na broj država koje se javljaju kao osnivači. Od ukupnog broja razvojnih finansijskih institucija na globalnom nivou, kojih je prema poslednjim podacima 539, većinski udeo čine bilateralne (skoro 93%), dok je 7% multinacionalnog karaktera. Trećina (31%) razvojnih finansijskih institucija je locirana u Aziji, četvrtina (25%) u Africi, 20% u Evropi, 20% u Americi i 4% u Okeaniji (Xu, Ren & Wu, 2017).

Tabela 1. Primeri bilateralnih i multilateralnih razvojnih finansijskih institucija

Bilateralne DFIs	Multilateralne DFIs	
	<i>Regionalni nivo</i>	<i>Globalni nivo</i>
-15 evropskih razvojnih finansijskih institucija (EDFIs) -Japan Bank for International Cooperation (JBIC) -U.S. International Development Finance Corporation (DFC) ¹ - FinDev Canada	-African Development Bank (AFDB) -Asian Development Bank (ADB) -European Development Bank for Reconstruction and Development (EBRD) -European Investment Bank (EIB) -Inter-American Development Bank (IDB) -Islamic Development Bank (ISDB)	-International Finance Corporation (IFC)

Izvor: OECD, *Development Finance Institutions and Private Sector Development*, 2021.

Razvojne finansijske institucije predstavljaju važne aktere podrške nerazvijenim zemljama na njihovom putu ka održivom razvoju. U dokumentu Ujedinjenih nacija *Addis Ababa Action Agenda* akcentat je na ostvarivanju ciljeva održivog razvoja (*2030 Agenda for Sustainable Development*) i pružanju novog globalnog okvira za finansiranje održivog razvoja, ali i na usklađivanju svih tokova i politika finansiranja sa ekonomskim, ekološkim i socijalnim prioritetima. Agenda upravo prepoznaje i naglašava važnost malih i srednjih preduzeća za generisanje novih radnih mesta, ali i ukazuje na njihove probleme pribavljanja kapitala i pristupanja izvorima finansiranja. U cilju prevazilaženja ovog problema, Agenda podstiče da se omogući lakši pristup nedovoljno razvijenih zemalja finansijskim sredstvima međunarodnih organizacija koje su u funkciji održivog razvoja. Na taj način se siromašnim i ugroženim zemljama sa izuzetno ograničenim domaćim resursima pruža međunarodna finansijska podrška i omogućava pristup finansijskim sredstvima za razvoj (*Development Finance*) (United Nations, 2015).

Prema podacima Međunarodne finansijske korporacije (IFC) finansiranje održivog razvoja je ozbiljan finansijski poduhvat. Da bi se ostvarili ciljevi održivog razvoja do 2030. godine neophodno je 7000 milijardi dolara na godišnjem nivou, od čega više od polovine, tačnije 4500 milijardi dolara se odnosi na zemlje u razvoju (IFC, 2018a). Finansijska sredstva agencija za pomoć i donatora su nezamenljiva u podršci zemalja u razvoju u ostvarenju ciljeva održivog

¹ Prethodni naziv razvojne finansijske institucije *U.S. International Development Finance Corporation (DFC)* je *Overseas Private Investment Corporation (OPIC)*.

razvoja. S druge strane, razvojne finansijske institucije su najbrže rastuće razvojne organizacije koje su lideri u inovativnosti finansijskih rešenja za pomoć nerazvijenim zemljama (George & Prahbu, 2003).

Tabela 2. Finansijski tokovi za finansiranje razvoja zemalja sa niskim i srednjim dohotkom, 2016.

	Zemlje sa niskim dohotkom	Zemlje sa nižim srednjim dohotkom	Zemlje sa višim srednjim dohotkom
BDP (u milijardama \$)	400	5 500	18 200
IZVORI FINANSIRANJA RAZVOJA:			
ODA (% BDP)	9%	1%	0.1%
Porezi (% BDP)	18%	19%	29%
Domaće i strane privatne investicije (% BDP)	24%	25%	35%

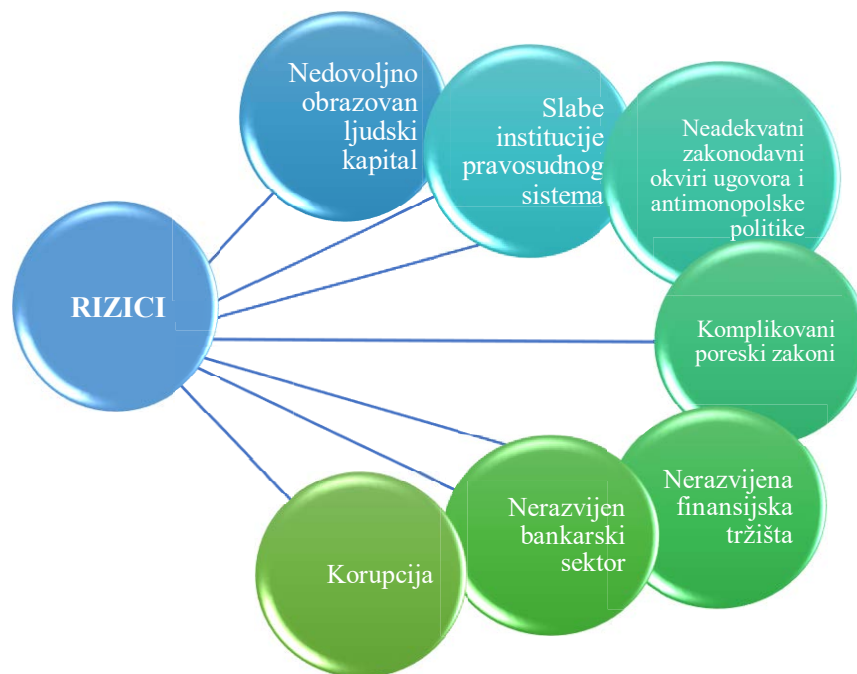
Izvor: World Bank, *Global Monitoring Report*, 2016.

Tabela 2. ilustruje na koji način se menjaju finansijski tokovi koji su na raspolaganju za finansiranje razvoja kako ekonomije rastu i razvijaju se. Naime, finansijska sredstva stranih agencija za pomoć, poput Zvanične razvojne pomoći (*Official Development Assistance-ODA*) je od izuzetnog značaja kao izvor sredstava koji podstiče razvojne aktivnosti u zemljama s niskim dohotkom, međutim, kako zemlja napreduje ka kategoriji ekonomije sa srednjim dohotkom, tako i opada značaj strane pomoći koji je izražen kao procenat bruto domaćeg proizvoda. Kod zemalja koje su prešle iz kategorije sa niskim u kategoriju sa srednjim nivoom dohotka, procenat bruto domaćeg proizvoda za rast i razvoj koji predstavljaju finansijska sredstva agencija za pomoć iznosi svega 0,1% - 1%, dok je taj udeo veći kod zemalja sa niskim nivoom dohotka i iznosi 9% bruto domaćeg proizvoda, odnosno 36 milijardi dolara. Agencije za pomoć su u mogućnosti da obezbede finansijska sredstva za humanitarne i razvojne ciljeve, ali ne doprinose održivom razvoju pojedinih ekonomija u meri u kojoj doprinose neki drugi izvori finansiranja kojima je održivi razvoj imperativ. Poreski prihodi i investicije privatnog sektora doprinose održivom razvoju zemalja i njihov udeo u bruto domaćem proizvodu znatno raste kako raste životni standard. U zemljama sa višim srednjim dohotkom, udeo finansijskih tokova, koji se koriste za finansiranje razvoja sačinjeni od poreza i investicija privatnog sektora, iznosi skoro 65% bruto domaćeg proizvoda, odnosno 11 830 milijardi dolara (World Bank, 2016).

Četvrta industrijska revolucija (*Industry 4.0, The Fourth Industrial Revolution-4IR*) je donela mnogobrojne promene u međunarodnoj politici, globalnoj ekonomiji, sferi društva, ali i u

poslovanju finansijskih institucija. Zemlje u razvoju treba da iskoriste sve potencijale tih promena, a od značajne pomoći im mogu biti razvojne finansijske institucije koje svojim aktivnostima taj progres ka održivom razvoju mogu akcelerirati. Kako šansa za napredak ne bi bila propuštena, zemlje u razvoju treba da izvrše određena ulaganja u infrastrukturu, obrasce dobrog upravljanja i vođenja države, obrazovanje ljudskih resursa, jačanje institucija i sl. (Runde, Bandura & Ramanujam, 2019). Povoljna investiciona klima praćena kvalitetnim poslovnim okruženjem ima niz pozitivnih implikacija na rast produktivnosti, inkluzivni ekonomski rast i otvaranje novih radnih mesta u zemljama u razvoju. Razvojne finansijske institucije kao posrednici između privatnog kapitala i tržišta u razvoju mogu pružiti pomoć nerazvijenim zemljama ekspanzijom novih tehnologija i na taj način ublažiti rizike tehnološke revolucije sa kojima su suočene, a ujedno pospešiti inovacije i učiniti postizanje ciljeva održivog razvoja ne tako dalekim i neostvarivim.

Slika 4. Rizici investicionog ekosistema u nedovoljno razvijenim zemljama



Izvor: Runde, Bandura & Ramanujam, *The Role of Development Finance Institutions in Enabling of Technology Revolution*, 2019.

Razvojne finansijske institucije u svrhu unapređenja tehničko-tehnološkog potencijala zemalja u razvoju ulažu u inovacije u ranoj i srednjoj fazi rasta. Takve investicije su rizičnije, period gestacije je duži, pa samim tim je prolongirano i dostizanje faze zrelosti, ali s druge strane,

doprinosu modernizaciji ekonomija, kao i unapređenju njihovih tehnoloških i inovacionih kapaciteta (Runde, Bandura & Ramanujam, 2019). Pored toga, uloga razvojnih finansijskih institucija se ogleda i u samoj pomoći zemljama sa niskim dohotkom da ublaže rizike investicionog ekosistema koji u njima preovladavaju i time omoguću uspešnu realizaciju investicionih projekata (Slika 4). Razvojne finansijske institucije kontinuirano unapređuju okvir za upravljanje rizicima investicija u nerazvijenim zemljama. Uspeh komercijalizacije ideje zavisi prvenstveno od spremnosti zemalja da izvrše neophodne reforme, redukuju političke, ekološke, ekonomske rizike koji destabilizuju zemlju i demotivisu investitore i time otvore svoja tržišta za priliv stranog kapitala i razvoj inovacija (Runde, Bandura & Ramanujam, 2019).

U zemljama u razvoju postoje značajna lokalna neiskorišćena finansijska sredstva (penzioni fondovi, domaća štednja, imovina, depoziti banaka, emisije obveznica). Ova sredstva se takođe aktiviraju za finansiranje razvojnih projekata i to po povoljnijim uslovima i uz niže troškove jer se koristi lokalni kapital. Na taj način, podsticajno razvojno delovanje na uslove privređivanja u nerazvijenim zemljama se prelijeva i na lokalna tržišta kapitala i lokalne finansijske institucije. (Demekas & Nerlich, 2020). Dakle, razvojne finansijske institucije svojom finansijskom i tehničko-tehnološkom podrškom i ekspertizom su u poziciji da privuku investicije privatnog kapitala u nerazvijenim zemljama, da im pomognu da iskoriste potencijale savremenih tehnoloških dostignuća, razviju lokalna finansijska tržišta i unaprede domaći finansijski sistem i time se preorijentišu na ostvarenje ciljeva održivog razvoja.

1.2. Globalno okruženje za finansiranje održivog razvoja

Finansiranje održivog razvoja ima za cilj uspostavljanje proaktivnih pristupa koji podrazumevaju upotrebu javnih resursa radi unapređenja kvaliteta života i uslova poslovanja uz zaštitu životne sredine (CDFA, 2021). Devizne rezerve, državni fondovi, kreditni svopovi razvojnih banaka i emisije obveznica čija se vrednost meri u hiljadama milijardi dolara su transformisali međunarodno okruženje za finansiranje razvoja. Postojeće banke i investicioni fondovi su povećali svoje obime poslovanja, polja delovanja i obaveze, a oni fondovi i banke, koji su se tek pojavili na finansijskom tržištu, su za kratko vreme postali operativni (Barrowclough & Gottchalk, 2018). Frenetične promene su donele mogućnosti zemljama u razvoju da pristupe eksternim izvorima finansiranja svojih razvojnih prioriteta, što je prezentovano u Tabeli 3.

OECD Komitet za pomoć u razvoju - *Development Assistance Committee* (DAC) kao međunarodni forum najvećih pružalaca razvojne pomoći, promovise razvojnu saradnju kao podsticaj ostvarenju Agende održivog razvoja do 2030. godine. Glavna polja delovanja se odnose na postizanje inkluzivnog i održivog rasta, iskorenjivanje siromaštva, poboljšanje životnog standarda u zemljama u razvoju i kreiranje budućnosti u kojoj zemlje neće biti zavisne od pomoći. OECD Komitet trenutno čini 30 zemalja koje poseduju odgovarajuće politike,

strategije i institucionalne okvire za implementaciju programa razvojne saradnje (OECD, 2021b). U nadležnosti OECD Komiteta je Zvanična razvojna pomoć - *Official Development Assistance* (ODA), koja predstavlja državnu pomoć kojom se podstiče ekonomski razvoj i rast blagostanja u zemljama u razvoju, a 1969. godine je prihvaćena kao „zlatni standard“ inostrane pomoći i ujedno glavni izvor finansiranja razvojne pomoći. Sredstva za razvoj Zvanične razvojne pomoći kumulirana od strane DAC članica su 2020. godine dostigla najviši nivo od 161.2 milijardi dolara. Povećanje od 3.5% u odnosu na prethodnu godinu je rezultat trošenja dodatnih sredstava koja su mobilisana radi ublažavanja posledica pandemije (OECD, 2021a).

Tabela 3. Izvori finansiranja održivog razvoja

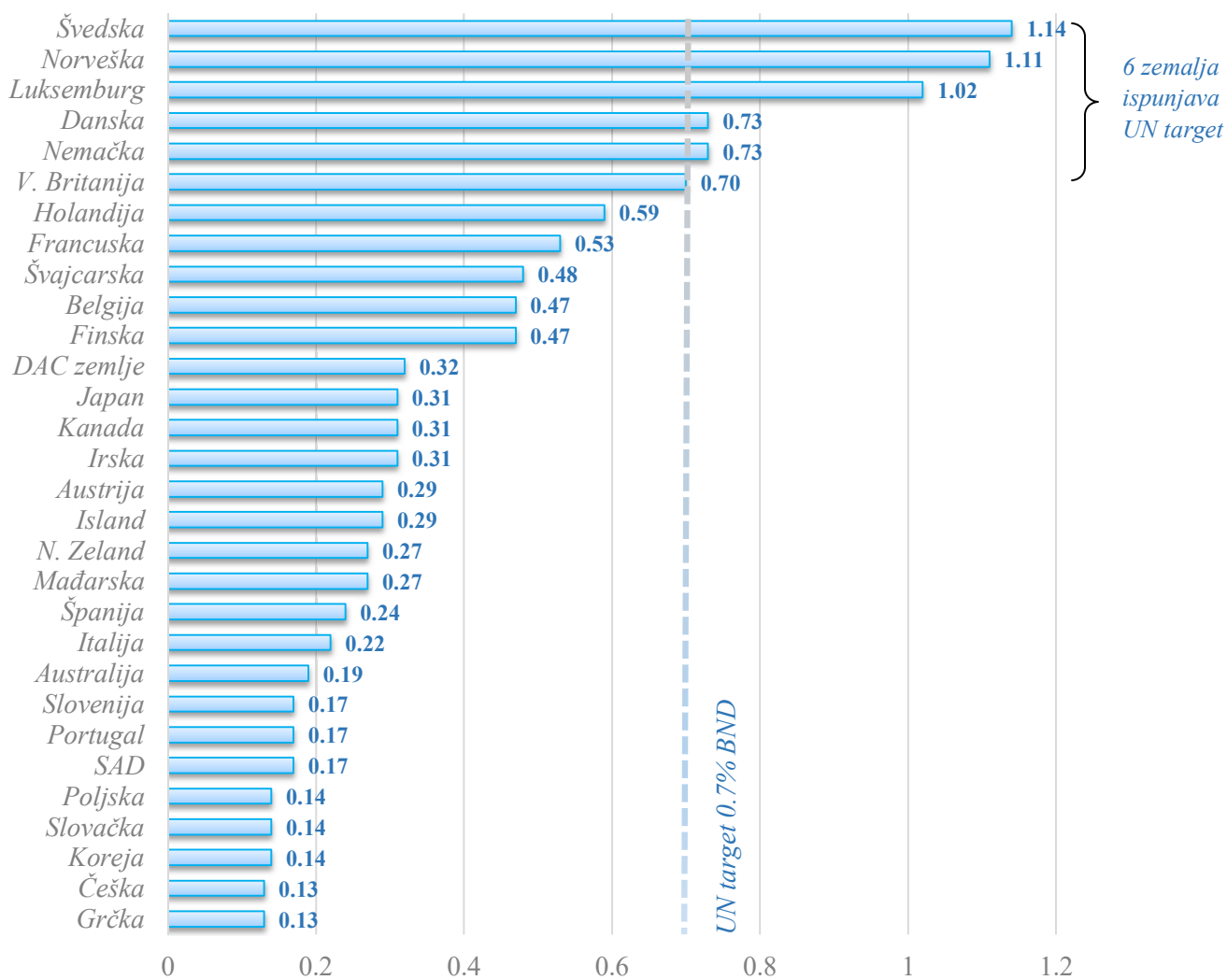
	JAVNI	PRIVATNI
DOMAĆI	Poreski prihodi	Komercijalne investicije
	Zakupnine i naknade za javna sredstva	Privatna štednja
	Javni dug	Zaduživanje privatnog sektora
	Javna štednja	Domaća filantropija
	Državni fondovi	Domaće doznake
EKSTERNI	<i>Official Development Assistance</i> (ODA)	Strane direktne investicije
	Ostali zvanični tokovi	Razvojne finansijske institucije
	Javni dug	Portfolio investicije
	Javne garancije	Ostale investicije
	„Jug-Jug“ saradnja ²	Doznake iz inostranstva
	Triangularna saradnja ³	Pozajmljivanje na međunarodnom tržištu
	Klimatske finansije	Međunarodna filantropija
		Mešovito finansiranje (<i>Blended Finance</i>)
		Investicije u održivi razvoj

Izvor: OECD, *Transition Finance ABC Methodology: A User's Guide to Transition Finance Diagnostics*, 2020.

² „Jug-Jug“ saradnju Ujedinjene nacije definišu kao ekonomsku, političku, socijalnu, kulturnu, ekološku i tehničku saradnju između zemalja u razvoju tj. zemalja globalnog Juga. Značajan broj zemalja na jugu je razvio tehnološke sposobnosti i naučio da iskoristi spregu znanja, nauke, tehnologije i inovacija kao pokretača razvoja.

³ Triangularnu saradnju OECD definiše kao saradnju na sinergetskom kreiranju inovativnih i fleksibilnih rešenja za ostvarenje ciljeva održivog razvoja od strane zemalja, međunarodnih organizacija, civilnog društva, privatnog sektora, privatne filantropije.

Grafikon 2. ODA grant kao procenat bruto nacionalnog dohotka (BND) zemalja, 2020.

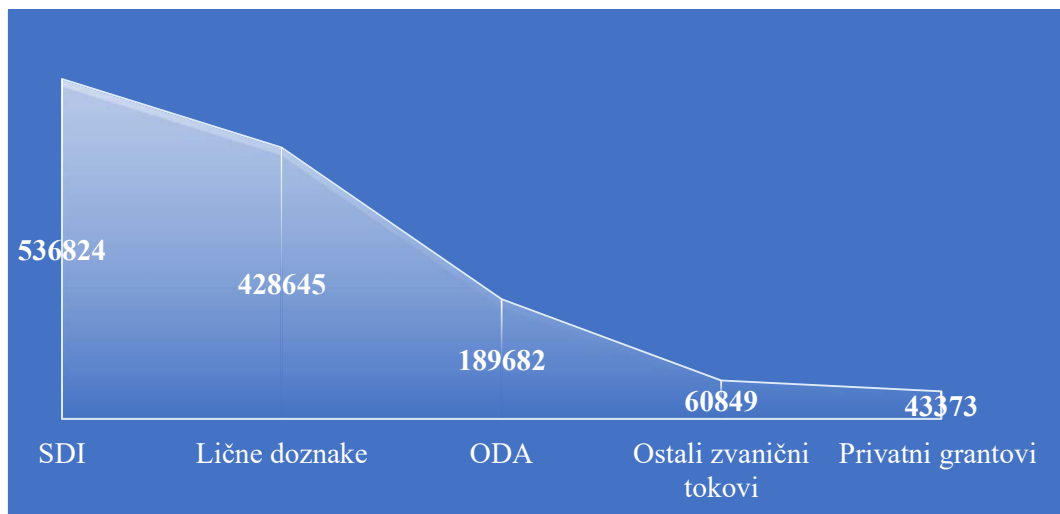


Izvor: OECD, *Official Development Assistance-Preliminary Data*, 2020.

Grafikon 2. ukazuje na udeo zemalja u sredstvima ODA, izraženih u procentima bruto nacionalnog dohotka. Na osnovu podataka, može se uvideti da je cilj da se 0.7% bruto nacionalnog dohotka zemalja investira u razvojnu pomoć u cilju ostvarenja ciljeva održivog razvoja iz Agende 2030. Od ukupno 30 zemalja, 6 zemalja ispunjava ovaj cilj (Velika Britanija, Nemačka, Danska, Luksemburg, Norveška i Švedska) (OECD, 2020a). Podaci OECD ukazuju da su zemlje Evrope vodeći pružaoci razvojne pomoći ODA. Prema poslednjim raspoloživim podacima iz 2020. godine, zvanična razvojna pomoć koju pružaju Evropska unija i njenih 27 članica iznosi 66.8 milijardi evra, što predstavlja 0.5% bruto nacionalnog dohotka Evropske unije. Ovaj iznos je uvećan za 15% u odnosu na prethodnu godinu, za približno 9 milijardi evra.

Učešće zemalja koje nisu članice Evropske unije, ali su DAC članice, je na znatno nižem nivou i u proseku iznosi 0.26% bruto nacionalnog dohotka (European Commission, 2021).

Grafikon 3. Finansijski tokovi iz razvijenih zemalja ka zemljama u razvoju u milionima \$, 2020.



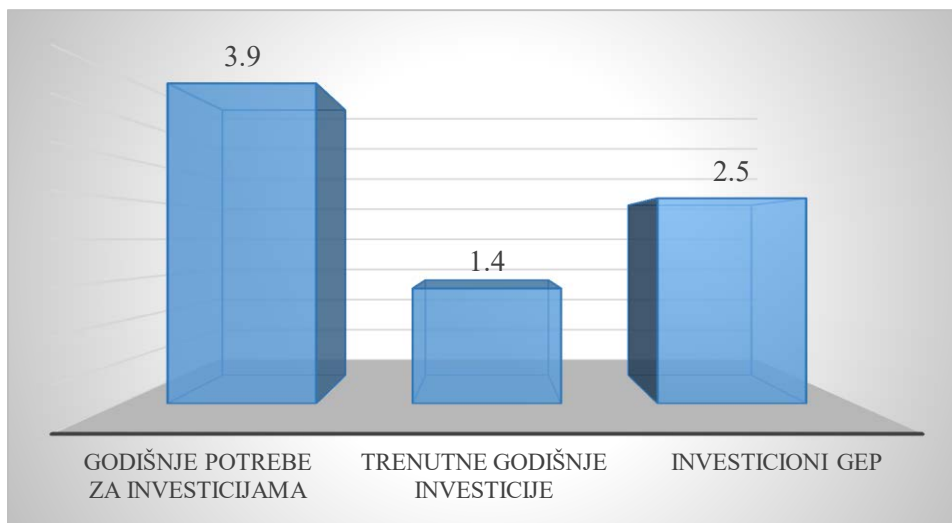
Izvor: OECD, *Big Picture of Total Resource Receipts by Year*, 2020.

U poslednjih dvadeset godina, finansiranje razvoja je bilo izloženo fundamentalnim promenama. Okruženje za finansiranje razvoja je promenjeno u smislu aktera, finansijskih instrumenata, motiva i ciljeva. Ukazale su se mogućnosti za finansiranjem razvoja tokovima koji su izvan Zvanične razvojne pomoći (ODA). Na scenu su stupili novi akteri finansiranja razvoja kao što su suvereni donatori koji nisu članovi Komiteta za pomoć u razvoju (DAC), filantropske organizacije, nevladine organizacije, fondovi posebne namene kao što su klimatski ili zdravstveni fondovi i sl. (OECD, 2014; OECD, 2014a). Da su sredstva ODA izgubila dominantnu ulogu i da ne predstavljaju glavne finansijske tokove iz razvijenih zemalja ka manje razvijenim, može se potvrditi i na osnovu analize Grafikona 3. Trenutna slika je da su na prvom i drugom mestu strane direktne investicije i doznake (OECD, 2021c).

Sa pojavom ciljeva održivog razvoja, diskusije na temu finansiranja su relativizovane. Zadovoljenje razvojnih ciljeva trenutno iziskuje značajna finansijska sredstva i procenjuje se da postoji konstantan godišnji jaz između potrebnih i raspoloživih sredstava za finansiranje održivog razvoja od 2500 milijardi dolara (OECD, 2021d). Mobilizacija potrebne finansijske podrške za ispunjavanje jaza u resursima za implementaciju ciljeva održivog razvoja predstavlja značajan izazov za zemlje u razvoju, međutim, novi akteri i inovativni finansijski instrumenti kreiraju mogućnosti za dodatno finansiranje. U ispunjavanju razvojnih ciljeva značajnu ulogu imaju investitori iz privatnog sektora poput penzionih fondova, osiguravajućih društava, korporacija, fondova kapitala, koji dodatnim kapitalom i stručnošću mogu doprineti popunjavanju gepa i obezbeđenju sredstava neophodnih za finansiranje ciljeva održivog razvoja

(Savoy & Milner, 2018). Takođe, nekonvencionalni instrumenti, poput mešovitog finansiranja⁴ dobijaju sve više na značaju kada je finansiranje održivog razvoja u pitanju i popunjavanje nedostajućeg gepa.

Grafikon 4. Investicioni gep na godišnjem nivou za finansiranje održivog razvoja 2015-2030.

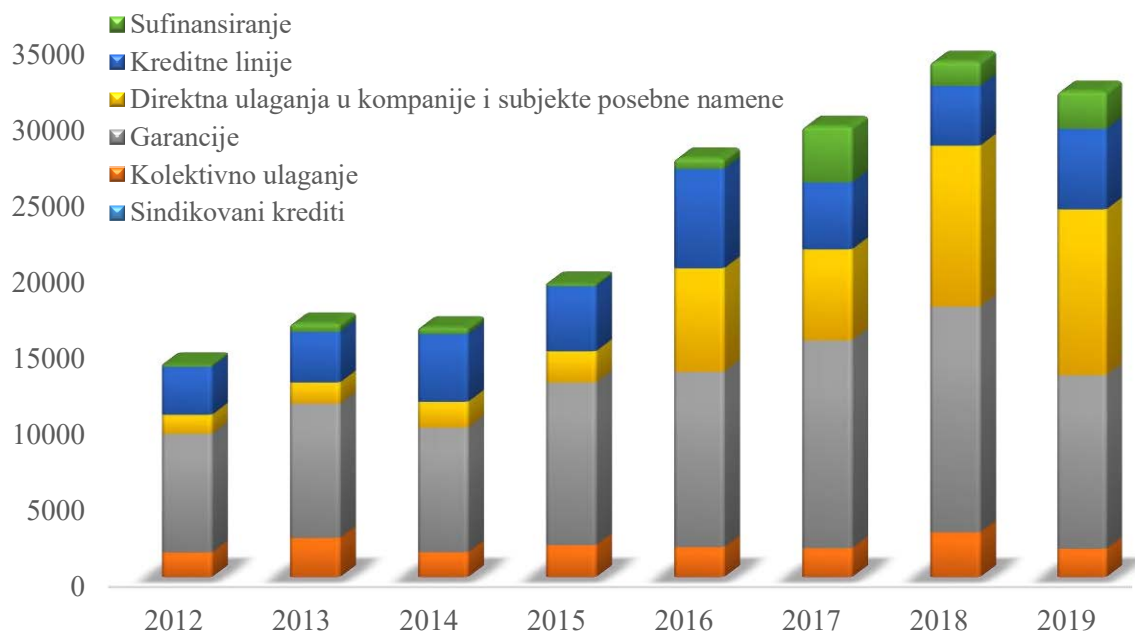


Izvor: OECD, *Development Co-operation Report*, 2021.

Uzimajući u obzir važnost privatnog sektora, treba istaći da je za period od 2012. do 2019. godine kumulirao oko 257 milijardi dolara putem zvaničnih intervencija za potrebe finansiranja razvoja. Podaci sa Grafikonu 4. ukazuju na tendenciju rasta finansijskih sredstava za celokupan period posmatranja osim za poslednju, 2019. godinu. Najveće učešće u mobilisanim sredstvima beleže garancije (29%) i direktna ulaganja u kompanije i subjekte posebne namene (35%). Subjkti posebne namene (*Special Purpose Vehicle-SPV*) predstavljaju posebna pravna lica, kreirana za određeni cilj, često da izoluju finansijski rizik. Kolektivno investiranje (*Collective Investment Vehicle-CIV*) nastaje kada investitori udružuju finansijska sredstva i ulažu ih zajedno umesto pojedinačne kupovine hartija od vrednosti (udruženi fondovi, indeksni fondovi, fondovi rizičnog kapitala, fondovi kojima se trguje na berzi, kolektivne investicione šeme). Udeo kolektivnog investiranja u 2019. godini u ukupno mobilisanim sredstvima iznosi 8%, dok je učešće sindikovanih kredita, kreditnih linija i sufinansiranja 13%, 10% i 4% respektivno. Više od polovine mobilisanih sredstava (58%) je targetiralo finansijski sektor i sektor energetike, dok je svega 8% sredstava alocirano na društvene sektore (OECD, 2021e).

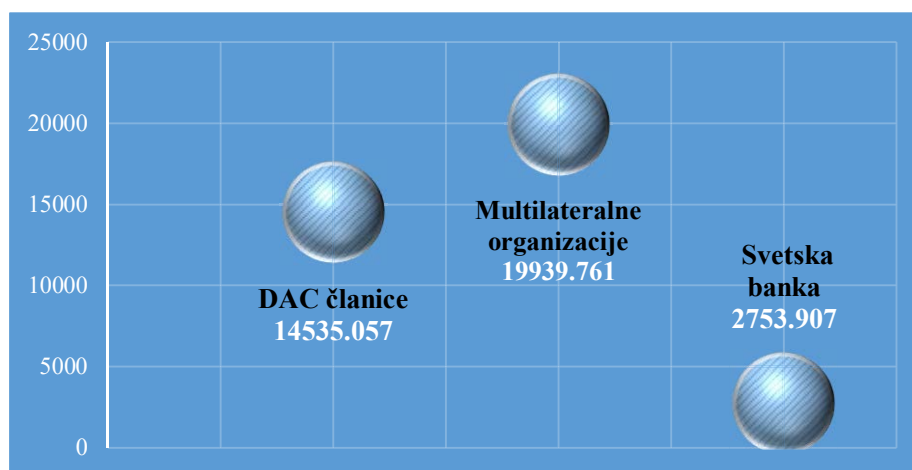
⁴ Ujedinjene nacije navode da za finansiranje ciljeva održivog razvoja do 2030. godine na globalnom nivou postoje sledeće opcije: domaći javni i privatni izvori finansiranja, međunarodni javni i privatni izvori finansiranja i mešovito finansiranje (*Blended Finance*) koje predstavlja spajanje donatorskog finansiranja sa privatnim kapitalom razvojnih finansijskih institucija. O mešovitom finansiranju će biti više reči u poglavlju 2.

Grafikon 5. Finansiranje razvoja mobilisano od strane privatnog sektora u milionima \$, 2012-2019.



Izvor: OECD, *Amounts Mobilised from the Private Sector for Development*, 2021.

Grafikon 6. Učešće Svetske banke, DAC zemalja i multinacionalnih organizacija u mobilizaciji sredstava za razvoj od strane privatnog sektora u milionima \$, 2019.

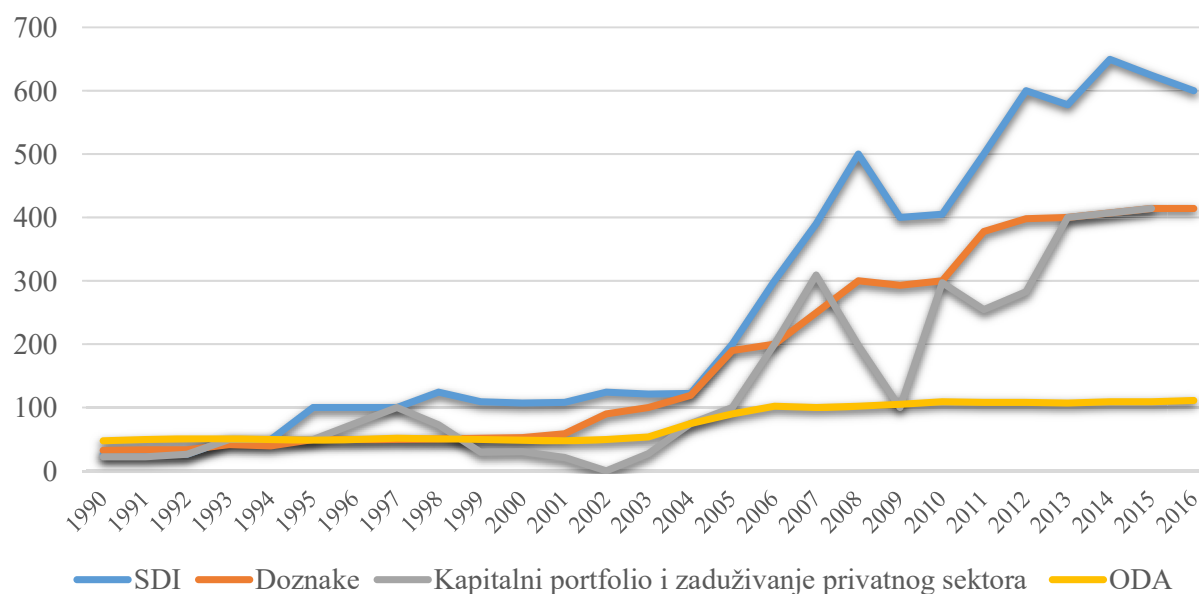


Izvor: OECD, *Amounts Mobilised from the Private Sector for Development*, 2021.

Grafikon 7. ukazuje kako su finansijski tokovi ka zemljama u razvoju evoluirali tokom godina i da su eksterni izvori finansiranja u vidu razvojne pomoći ili privatnog kapitala od 1990. godine do 2016. godine značajno uvećani. Strane direktne investicije su uvećane 12 puta, doznake 8

puta, a ODA sredstva su duplirana za posmatrani period. Posmatrajući početak devedesetih godina dvadesetog veka, finansijski tokovi ODA su preovladavali u odnosu na tokove privatnog kapitala koji obuhvataju strane direktne investicije, doznake, kapitalni portfolio kao neto priliv od kupovine i prodaje vlasničkih hartija od vrednosti (*portfolio equity*), zaduživanje privatnog sektora. Trenutno, privatni kapital čini oko 90% finansijskih tokova ka zemljama u razvoju, na šta ukazuje Grafikon 5 (OECD, 2021f). Uloga Zvanične razvojne pomoći postaje „katalitička“ i ogleda se u mobilizaciji ostalih izvora finansiranja za postizanje razvojnih rezultata (Khan & Thashfiq, 2019). Privatni sektor poseduje kapital, ekspertizu i poslovnu infrastrukturu koja ispunjava investicione zahteve zemalja u razvoju. Primarni fokus korporacija, banaka, fondova, kao privatnih investitora, nije na razvojnim ciljevima, već na dividendama za akcionare ili na ulaganjima u projekte sa budućim potencijalima rasta. Za razliku od privatnih investitora, razvojne finansijske institucije bolje razumeju probleme i izazove sa kojima se suočavaju zemlje u razvoju, upoznate su sa njihovim lancima snabdevanja, tehničko-tehnološkim potencijalima, rizicima poslovanja i fokusirane su ne samo na finansijske, već i na visoko postavljene razvojne ciljeve (Savoy & Milner, 2018).

Grafikon 7. Promena u strukturi finansijskih tokova od razvijenih ka manje razvijenim zemljama, 1990-2016.



Izvor: OECD, *Big Picture of Total Resource Receipts*, 2021; Savoy & Milner, *Blended Finance and Aligning Private Investment with Global Development*, 2018.

Tabela 4. Učešće bilateralnih organizacija u mobilizaciji sredstava za razvoj privatnog sektora u milionima \$, 2019.

Bilateralne organizacije		Finansije za razvoj	
1.	<i>Razvojne finansijske institucije</i>	4 769	(39%)
2.	<i>U.S. International Development Finance Corporation (DFC)</i>	4 342	(35%)
3.	<i>Agencije za pomoć</i>	2 616	(21%)
4.	<i>Ministarstva i resori vlade</i>	607	(5%)

Izvor: OECD, *Amounts Mobilised from the Private Sector for Development*, 2021.

Među najvažnijim akterima u mobilizaciji se izdvajaju multinacionalne razvojne banke koje su prikupile 69%, dok su bilateralne organizacije mobilisale četvrtinu finansijskih sredstava za razvoj, vrednih 12.3 milijardi dolara. Kada je reč o bilateralnim organizacijama, na prvom mestu se izdvajaju evropske razvojne finansijske institucije čiji udeo u mobilizaciji finansija za razvoj iznosi oko 40% (OECD, 2021e).

1.3. Uloga i značaj razvojnih finansijskih institucija

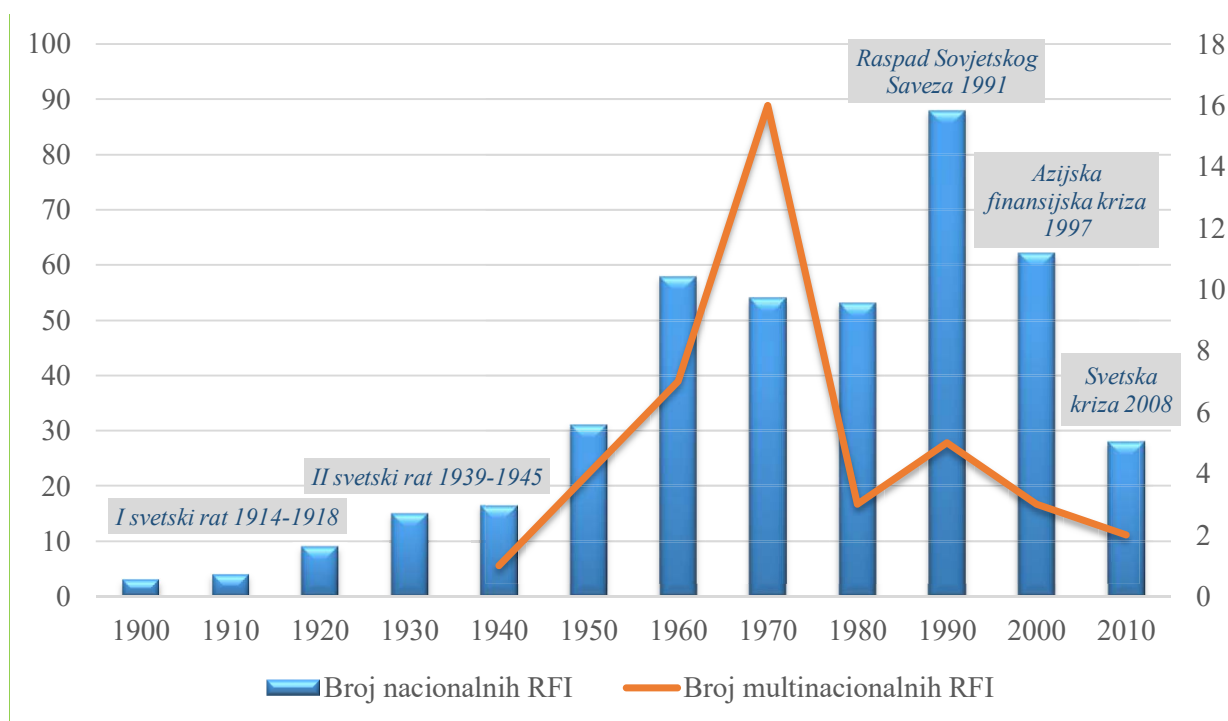
Razvojne finansijske institucije su u početku nastale sa ciljem da se pruži finansijska podrška nedovoljno razvijenim zemljama i da se osnaže nedovoljno razvijeni regioni u svetu. Međutim, vremenom se njihova uloga značajno promenila kako su se menjali i globalni ciljevi i prioriteti. Naime, kako je održivi razvoj proklamovan kao novi koncept razvoja društva koji se bazira na brizi o ljudima i planeti, prosperitetu i iskorenjivanju siromaštva, tako je rastao i značaj razvojnih finansijskih institucija, upravo zbog njihovog doprinosa realizaciji ovih ciljeva. Agendom održivog razvoja se kao dugoročni cilj postavlja iskorenjivanje siromaštva, a ovaj tip institucija upravo kroz podršku malim i srednjim preduzećima utiče na smanjenje nezaposlenosti, kreiranje novih radnih mesta, pokretanje preduzetničkih aktivnosti, podsticanje inovacija i rast produktivnosti. Takođe, ovaj tip institucija preuzima na sebe veliki deo investicija koje nose visok rizik i koje privatni sektor ne bi uspeo samostalno da realizuje. Mala i srednja preduzeća preuzimaju ključnu ulogu u inkluzivnom i održivom rastu, a razvojne finansijske institucije svojim investicionim i razvojnim aktivnostima imaju direktne implikacije na međunarodnu razvojnu politiku (Savoy, Carter & Lemma, 2016).

Prve razvojne finansijske institucije su osnovane u Evropi, u 19. veku, kako bi se ubrzao proces industrijalizacije. Najveći broj razvojnih finansijskih institucija (nacionalnih i multinacionalnih) je nastao nakon Drugog svetskog rata. Većina njih je osnovana u svrhu posleratne obnove zemalja i ubrzane industrijalizacije. Sedamdesetih godina dvadesetog veka zabeležen je značajan porast broja multinacionalnih razvojnih finansijskih institucija, dok rast ovih institucija na

nacionalnom nivou dostiže vrhunac devedestih godina dvadesetog veka nakon raspada Sovjetskog Saveza (Grafikon 8) (Xu, Ren & Wu, 2017).

Razvojne finansijske institucije postoje već više od pola veka, pri čemu njihova prava uloga i veliki razvojni potencijal nije došao do izražaja tokom dvadesetog veka jer je uglavnom u nerazvijenim zemljama bila zastupljena planska (centralizovana) ekonomija. Veliki broj zemalja je tokom osamdesetih i devedestih godina dvadesetog veka ušao u period finansijske krize (Meksiko, Argentina, Poljska, Indija). Kako su zemlje napustile etatizam, uvele efikasnije tržišno-privredne institucije u sistem, liberalizovale svoje ekonomije i otvorile tržišta i kako je potvrđena propulzivna uloga privatnog sektora, tako su i razvojne finansijske institucije dobile na važnosti i počele da se progresivno razvijaju (Sachs & Lipton, 1990).

Grafikon 8. Rast broja razvojnih finansijskih institucija do svetske ekonomske krize, 1900-2010.



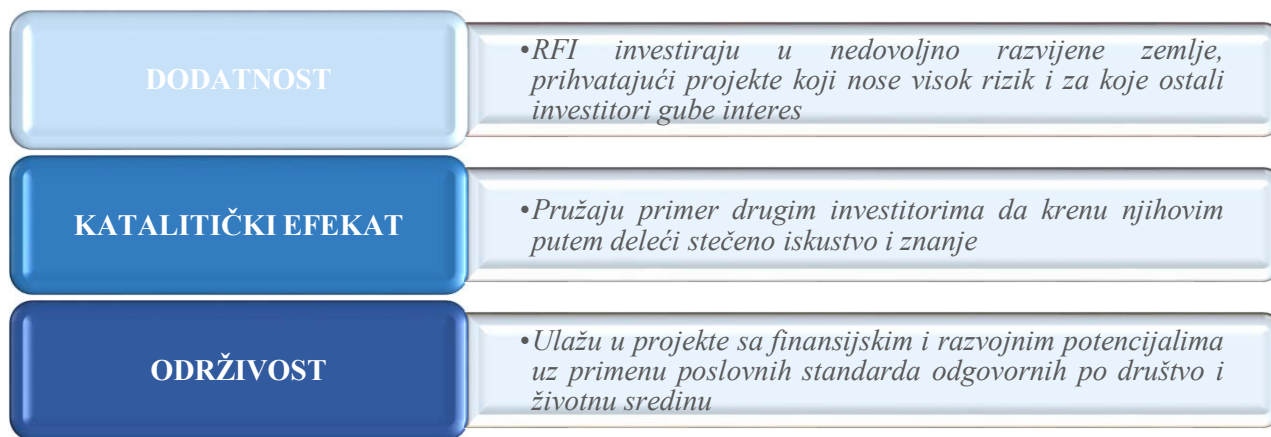
Izvor: Xu, Ren & Wu, *Mapping Development Finance Institutions Worldwide: Definitions, Rationales, and Varieties*, 2017.

Razvojne finansijske institucije su svojim projektnim aktivnostima uspele da velikom broju preduzeća pomognu da postanu konkurentni, ostvare ekspanzivan rast i osiguraju svoju poziciju na tržištu. Ove institucije su značajno angažovane na povećanju finansijske inkluzije finansiranjem projekata iz oblasti finansijskih usluga koje preduzetnicima, mikro, malim i srednjim preduzećima olakšavaju pristup izvorima finansiranja (Moretto & Scola, 2017). One naglašavaju važnost mikrokreditnih finansijskih institucija, a to potvrđuje i podatak da je 3%

investicionog portfolija namenjen mikro kreditnim finansijskim institucijama. S druge strane, u poslednjih nekoliko godina, ove institucije su lokalnim finansijskim posrednicima plasirale namenske kredite u vrednosti od preko milijardu evra kako bi preduzetnici, sektor mikro, malih i srednjih preduzeća uspeo da prenebregne jedan od glavnih problema sa kojim se suočava u svom poslovanju, a to je pristup finansijskim sredstvima. Uz veću finansijsku inkluziju, razvija se i unapređuje sektor privrede, čiji rast je praćen otvaranjem novih radnih mesta i ekonomskim progresom, čiji je krajnji cilj smanjenje broja siromašnih koji nisu u mogućnosti da podmiru svoje egzistencijalne potrebe, što je jedan od postulata održivog razvoja (TIDELINE, 2019).

Razvojne finansijske institucije značajno doprinose razvoju privatnog sektora u onim zemljama u kojima nisu zastupljene mikro kreditne finansijske institucije i kod kojih ponuda mikro kredita nije na zadovoljavajućem nivou, a s druge strane, imaju nedovoljan priliv stranih direktnih investicija. Uvidevši važnost pomenutnog problema, razvojne finansijske institucije su osnovale posebne investicione fondove koji se bave pitanjem mikro kreditiranja kako bi kompanijama koje su pokretači rasta bio omogućen lakši pristup kapitalu. Neki od pomenutih investicionih fondova su *Department for International Development (DFID Impact Fund)* kojim upravlja razvojna finansijska institucija *CDC Group* iz Velike Britanije, *MASSIF Fund*, *Acces to Energy Fund (AEF)* i *Infrastructure Development Fund (IDF)*, kojima rukovodi razvojna finansijska institucija *FMO* iz Holandije i *Investment and Support Fund for Business in Africa*, kojim rukovodi razvojna finansijska institucija *Proparco* iz Francuske (EDFI, 2016).

Slika 5. Kriterijumi uspeha razvojnih finansijskih institucija (RFI)



Izvor: EDFI, *Investing to Create Jobs, Boost Growth and Fight Poverty*, 2016.

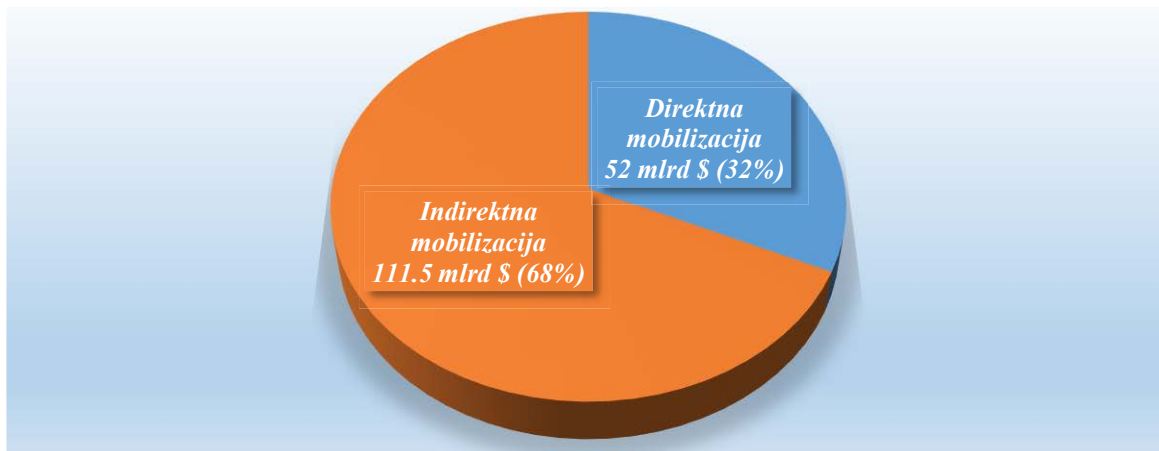
U fokusu razvojnih finansijskih institucija je da privuku što više privatnih institucionalnih investitora i obezbede njihovu participaciju u projektima koji podržavaju održivi razvoj, gradeći poverenje kod potencijalnih investitora i dajući kredibilitet investicijama. U svrhu podsticajnog delovanja na druge investitore, osnivaju kompanije za upravljanje investicijama, preuzimaju

odgovornost za upravljanje određenim investicionim fondovima, sprovode aktivnosti sindikacije zajmova ukoliko je potrebno finansirati investicije velike vrednosti koje ne može obezbediti samo jedna finansijska institucija, već više institucija uz međusobnu podelu rizika i prinosa. Razvojne finansijske institucije su na osnovu pomenutog katalitičkog efekta značajno doprinele kreiranju industrije privatnog kapitala u nedovoljno razvijenim regionima (Garmendia & Olszewski, 2014). S druge strane, za mnoge privatne investitore je ulazak na nova tržišta u nastajanju i tržišta u razvoju značajan finansijski izazov i samim tim, pristup znanju i iskustvu u investiranju i raspoloživim podacima razvojnih institucija omogućava im bolje snalaženje i ostvarenje uspešnijih poslovnih rezultata.

Mobilizacija finansijskih sredstava privatnih investitora se teže ostvaruje na tržištima sa većim rizicima. Razvojne finansijske institucije imaju intenciju da privuku velike izvore kapitala kao što su sredstva državnih fondova za razvoj, penzionih fondova, osiguravajućih kompanija. U svrhu postizanja tog cilja, ove institucije se zadužuju na tržištu kapitala kako bi uvećale svoj investicioni potencijal i sposobnost za finansiranje razvojnih ciljeva. Pored pomenutih direktnih načina za privlačenje privatnog kapitala (direktna mobilizacija privatnog kapitala), razvojne finansijske institucije kroz sprovođenje drugih aktivnosti, na indirektno načine doprinose mobilizaciji finansijskih sredstava za razvoj tako što (IFC, 2018):

- Sprovode evaluaciju investicionih projekata izdvajajući i preporučujući one koji zadovoljavaju najviše finansijske i razvojne kriterijume,
- Vrše procene rizika investicija i pružaju stručnu pomoć preporukama za njihovo ublažavanje,
- Privlače sredstva tradicionalnih investitora, ostvaruju zajednička ulaganja sa njima, ali podjednako koriste i nove izvore komercijalnog finansiranja razvoja,
- Kreiraju inovativne finansijske proizvode kako bi „otključali“ dodatne finansijske tokove za razvoj,
- Ulažu u javnu infrastrukturu koja je od značaja za privatne investicije,
- Unapređem industrijskih standarda utiču pozitivno na rast privatnih investicija,
- Aktivnostima podsticanja i unapređenja ekološki i društveno odgovornog poslovanja utiču na investicije privatnih investitora,
- Pružaju investitorima tehničku stručnu pomoć i prenose kumulirano znanje i iskustvo,
- Podržavaju reformisanje politika kako bi se podstakla privatna ulaganja,
- Ulogom savetodavnih tela vlada ostvaruju uticaj na privatne investicije,
- Izgradnjom kapaciteta i ostvarenjem pozitivnih demonstracionih efekata (demonstriranje izvodljivosti i atraktivnosti investicija) podstiču privatne investitore da preuzimaju slične projekte bez participacije razvojnih finansijskih institucija (Spratt & Ryan Collins, 2012).

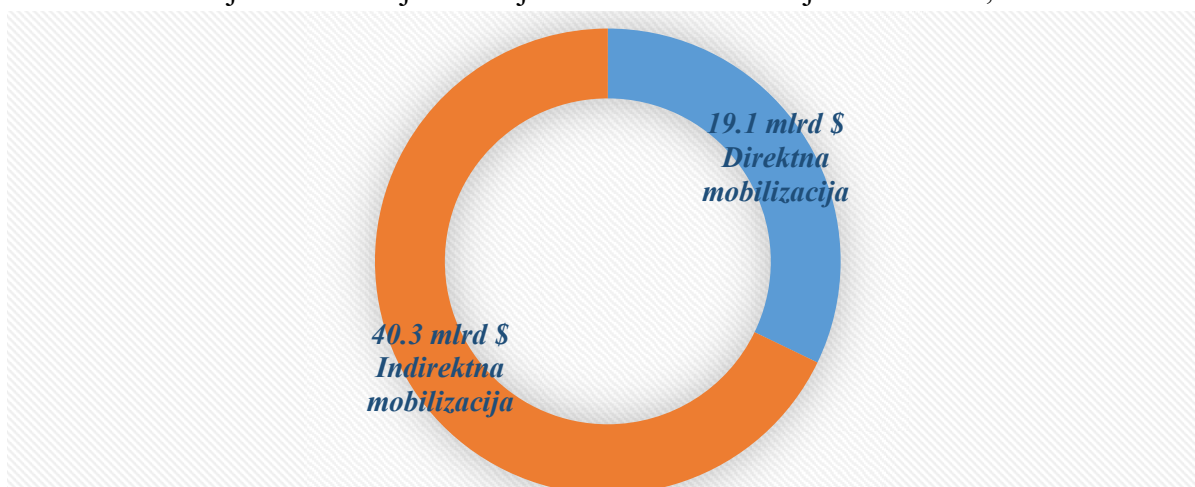
Grafikon 9. Direktna i indirektna mobilizacija privatnog kapitala od strane razvojnih finansijskih institucija, 2018.



Izvor: IFC, *Mobilization of Private Finance by Multilateral Development Banks and Development Finance Institutions*, 2018.

Prema poslednjim raspoloživim podacima, multilateralne razvojne banke i ostale razvojne finansijske institucije su svojim posrednim ili neposrednim delovanjem akumulirale 163.5 milijardi \$ sredstava za razvoj od strane privatnih investitora. Najveći udeo je postignut u razvijenim zemljama (104.1 milijardi \$), zatim u zemljama sa srednjim nivoom dohotka (54.1 milijardi \$) i najmanji udeo u zemljama sa niskim dohotkom (5.3 milijardi \$) (IFC, 2018).

Grafikon 10. Direktna i indirektna mobilizacija privatnog kapitala od strane razvojnih finansijskih institucija u zemljama sa niskim i srednjim dohotkom, 2018.

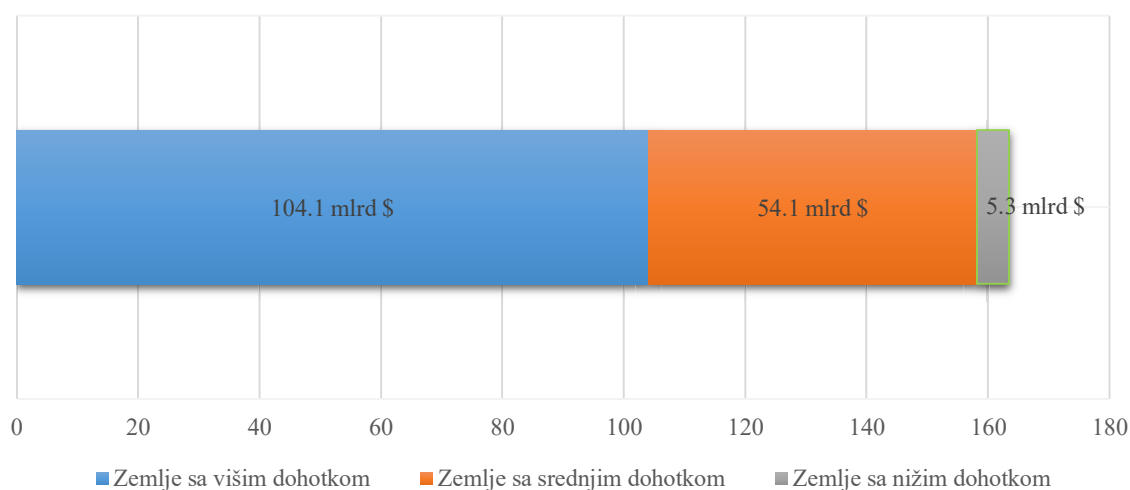


Izvor: IFC, *Mobilization of Private Finance by Multilateral Development Banks and Development Finance Institutions*, 2018.

Razvojne finansijske institucije takođe značajno doprinose finansijskoj stabilizaciji pojedinih tržišta ukoliko nastupe određeni krizni periodi koji dovode do povlačenja privatnog kapitala. U tim situacijama razvojne finansijske institucije popunjavaju finansijske gepove i svojim investicijama obezbeđuju neophodna sredstva lokalnim finansijskim institucijama uspostavljajući stabilne tokove finansiranja. Takođe, treba naglasiti i to da razvojne finansijske institucije nemaju tendenciju da zamene ulaganja privatnog sektora, već da predstavljaju svojevrsnu dopunu i podršku privatnom investicionom kapitalu i to uglavnom u nedovoljno razvijenim zemljama u kojima priliv stranih direktnih investicija nije značajan (Massa & Velde, 2011).

Ako se uzme za primer Podsaharska Afrika, generisanje novih radnih mesta i podsticajno delovanje na rast zaposlenosti su imperativi razvoja. Posmatrajući starosnu strukturu stanovništva, prioritet je podsticanje zaposlenosti mladih. To bi značilo da će, ako privatni sektor u Africi ne raste vrlo brzo, mnogi od polovine milijarde afričkih mladih između 5 i 25 godina starosti (što predstavlja oko 50% ukupnog afričkog stanovništva), odrasti bez izgleda za posao (IMF, 2016). Razvojne finansijske institucije svojim aktivnostima značajno doprinose rešavanju ovog esencijalnog problema.

Grafikon 11. Mobilizacija privatnog kapitala prema stepenu razvijenosti zemlje, 2018.



Izvor: IFC, *Mobilization of Private Finance by Multilateral Development Banks and Development Finance Institutions*, 2018.

Razvojne finansijske institucije karakterišu fleksibilne procedure u donošenju odluka i način poslovanja koji je nebirokratski, kooperativan, efikasan i inovativan, praćen niskim transakcionim troškovima. Procedure odobravanja investicionih prijekata karakteriše efikasnost i profesionalnost. Odbor se sastoji od eksperata, predstavnika pravnog i finansijskog sektora,

sektora preduzetništva i inovacija, kao i sektora nacionalne politike i međunarodnog razvoja (Dalberg, 2009).

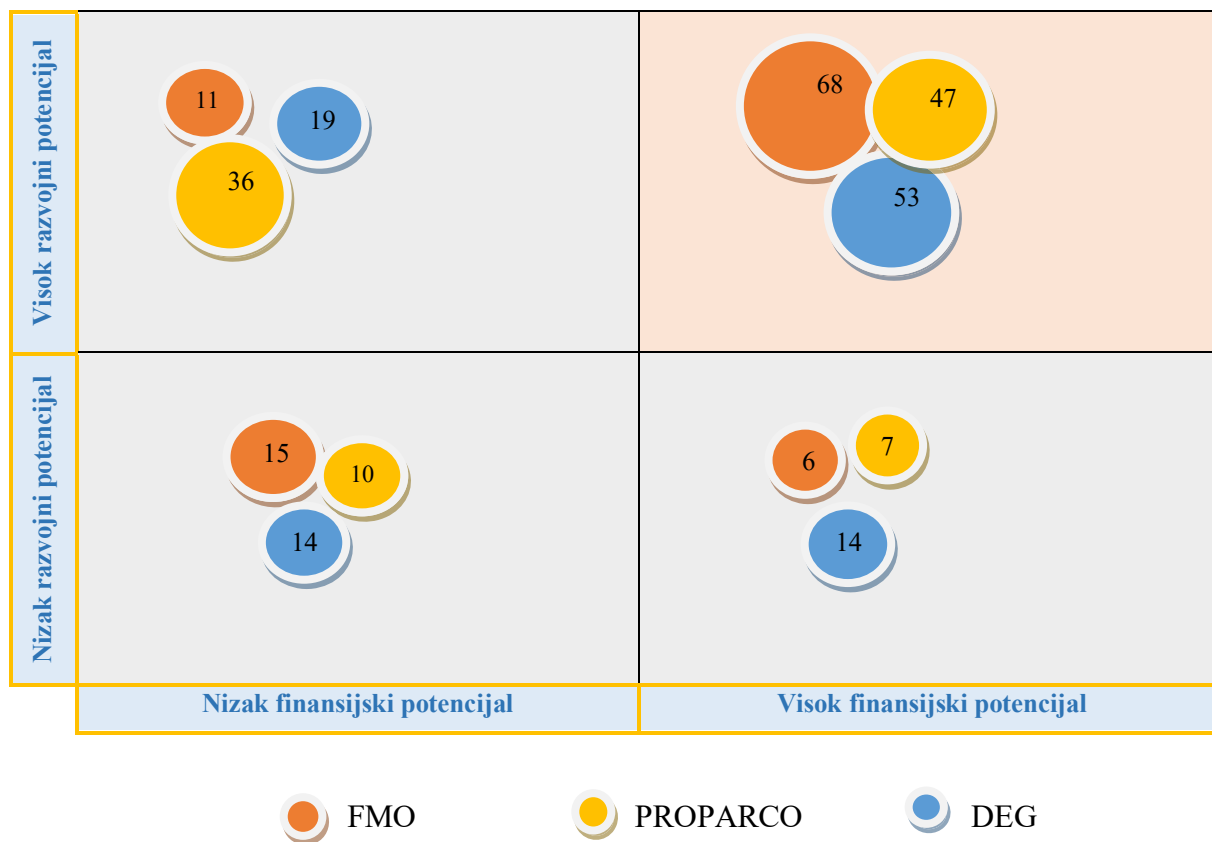
Razvojne finansijske institucije primenjuju stroga pravila kada su u pitanju projekti koje finansiraju. Ulaganja koja se uzimaju u razmatranje su samo ona koja doprinose ciljevima razvoja, koja zadovoljavaju kriterijume finansijske održivosti, transparentnosti, poštovanja ljudskih prava i sl. Na primer, kada je reč o nekim složenim projektima, može se desiti da je čak potrebno da prođe nekoliko godina pripremnog perioda u okviru kojeg razvojne finansijske institucije obezbeđuju neophodne uslove, kompetencije i pružaju tehničku, stručnu, savetodavnu pomoć kako bi projekat bio odobren i prihvaćen i time bila omogućena njegova uspešna realizacija (Savoy, Carter & Lemma, 2016).

Za finansijske razvojne institucije je karakteristično to da pružaju podršku privatnom sektoru i da veoma uspešno upravljaju rizicima i biraju one poslovne predloge koji su profitabilni. Naime, njihovi ekspertske timovi su uspešni u samoj proceni rizika koji nosi određeni poslovni poduhvat. S druge strane, kako je već prethodno istaknuto, značajna sredstva ulažu u obezbeđenje uslova za otpočinjanje komercijalizacije projektne ideje, ali i u sam postupak praćenja realizacije iste, što se pokazalo kao veoma značajno za redukciju rizika. Takođe, nakon dugogodišnjih investicija u određenim zemljama, u potpunosti su upoznati sa lokalnim uslovima poslovanja, čak ponekada i bolje od privatnih investitora u samoj zemlji (Savoy, Carter & Lemma, 2016). Razvojne finansijske institucije u projektnim aktivnostima traže značajnu angažovanost svojih privatnih partnera kojima prepuštaju kontrolni udeo u kapitalu projekta. Isto tako, ove institucije nastoje da svi projekti, naročiti oni veće vrednosti, budu osigurani uključivanjem drugih zajmodavaca i žiranata (EDFI, 2016).

Pitanje koje se nameće, jeste da li projektne aktivnosti razvojnih finansijskih institucija karakteriše protivrečnost ostvarenja uspešnih finansijskih i razvojnih rezultata, tj. da li se ovi investicioni ciljevi međusobno isključuju. Naime, sprovedena istraživanja govore u prilog tezi da što investicije razvojnih finansijskih institucija ostvaruju uspešnije poslovne rezultate i ime generišu veći profit, to su i postignuti razvojni rezultati veći (Attridge, Calleja, Gouett & Lemma, 2019). Rezultati studija razvojnih finansijskih institucija Holandije, Francuske i Nemačke: FMO - *Enterprenurial Development Bank* (razvojna banka Holandije), PROPARCO - *French Development Finance Institution* i DEG - *German Investment and Development Company* su prezentovani na Grafikonu 12. Može se uvideti da sve tri razvojne finansijske institucije implementiraju uglavnom projekte koji imaju visok i razvojni i finansijski potencijal. U slučaju razvojne banke FMO, 68% projekata se pokazalo uspešnim i na finansijskom i na razvojnom planu, dok je svega 6% projekata ostvarilo visoke finansijske, a niske razvojne ciljeve. Francuski PROPARCO u svojoj studiji beleži 47% projekata uspešnih po obe dimenzije i 36% projekata koji su visokorazvojni, ali sa niskim finansijskim performansama. Udeo neuspešnih projekata je 10%. Nemačka razvojna institucija DEG realizuje više od polovine uspešnih projekata (53%),

dok je učešće neuspješnih projekata sa zanemarljivim razvojnim i finansijskim pokazateljima 14%. Ako izdvojimo i analiziramo samo projekte sa visokim razvojnim potencijalima, njihovo učešće je značajno kod svih institucija koje su predmet istraživanja i iznosi 79% (FMO), 83% (PROPARCO) i 72% (DEG).

Grafikon 12. Razvojni i finansijski potencijali investicija razvojnih finansijskih institucija FMO, PROPARCO i DEG, 2020.



Izvor: FMO, SEO Amsterdam Economics, PROPARCO, DEG, 2020; Dalberg, 2010.

Zahvaljujući ovom tipu institucija i njihovim intenzivnim investicionim aktivnostima, u mnogim nerazvijenim regionima i zemljama je pokrenut razvojni proces i napravljeni su prvi koraci ka rešavanju problema nedostatka investicionog kapitala, unapređenja uslova života i smanjenja siromaštva. Kako je prethodno istaknuto, njihova uloga je komplementarna i bazirana na tome da dopune obrasce privatnih ulaganja u zemljama sa nižim nivoom stranih direktnih investicija, a ne da ih supstituišu. Razvojne finansijske institucije teže da zadovolje potrebe na strani tražnje pa tako, kada je to potrebno, kreiraju i određene finansijske proizvode kako bi podržale privatne investicije.

Tabela 5. Razvojne finansijske institucije i globalni izazovi

	Ekonomski	Ekološki	Ostali
<i>Globalna pravila (međunarodna javna dobra)</i>			
	Globalna pravila na tržištu kapitala (Grupa G-20)	Pravila o emisiji ugljenika (Konvencija UN o klimatskim promjenama)	Globalna pravila o javnom zdravlju; Rezolucije Saveta bezbednosti UN
<i>Politike razvijenih zemalja</i>			
Nacionalne	Promovisanje sistemske finansijske stabilnosti	Promovisanje domaće ekonomije sa niskim nivoom ugljenika	Nacionalni doprinos obezbeđivanju međunarodnih javnih dobara
Spoljne	Izvozni i investicioni krediti	Trgovinske i investicione politike koje promovišu razvoj sa niskim emisijama ugljenika	Doprinosi obezbeđivanju međunarodnih javnih dobara koji se ne odnose na pomoć
<i>Pomoć i razvojne finansijske institucije koje obezbeđuju sredstva javnom sektoru (IDA)⁵</i>			
Pomoć	Održavati kritičnu javnu potrošnju u zemljama sa niskim dohotkom-poboljšati anticikličnost (<i>Crisis Response window</i>) ⁶	Klimatske finansije, podrška za energetske efikasnost (<i>Rio konvencija</i>) ⁷	Doprinos obezbeđivanju međunarodnih javnih dobara iz sredstava pomoći sa posebnim osvrtnom na „najslabije karike“ za finansiranje
Mešovito finansiranje	Održavati kritičnu javnu potrošnju u zemljama sa srednjim nivoom dohotka-poboljšati anticikličnost	Mešovito finansiranje za projekte javnog sektora sa grantovima namenjenim održivim projektima sa „zelenom“ dimenzijom	Važna uloga mešovitog finansiranja u obezbeđivanju međunarodnih javnih dobara-posebno u slučaju finansiranja „najslabijih karika“ koje su imanentne zemljama sa srednjim nivoom dohotka
<i>Razvojne finansijske institucije koje obezbeđuju finansiranje privatnog sektora</i>			
Zajmovi, garancije, direktna ulaganja, fondovi kapitala	Podrška investicijama privatnog sektora korigovanjem nedostataka tržišta kapitala	Podrška održivim „zelenim“ investicijama privatnog sektora korigovanjem nedostataka tržišta kapitala, tehnologije, životne sredine	Intenziviranje investicija u postkonfliktnim zemljama
Tehnička pomoć, subvencionisani krediti	Podrška investicijama privatnog sektora korigovanjem nedostataka tržišta kapitala	Informacije o održivim i odgovornim korporativnim strategijama, Izveštavanje o eksternalijama, Procene uticaja na životnu sredinu itd.	Intenziviranje investicija u postkonfliktnim zemljama

Izvor: Velde, *The Role of Development Finance Institutions in Tackling Global Challenges*, 2011.

⁵ IDA – *International Development Association*, Međunarodna razvojna agencija, članica Grupe Svetske banke koja pruža pomoć najsiromašnijim zemljama u svetu. Osnovana je 1960. godine i svojim aktivnostima poput odobravanja kredita sa nultim ili niskim kamatnim stopama i grantova za programe koji podstiču ekonomski rast, daje doprinos poboljšanju uslova i kvaliteta života, smanjenju stope siromaštva i redukovanju nejednakosti.

⁶ *Crisis Response Window* (CRW) se odnosi na kapacitete IDA zemalja da se nose sa egzogenim šokovima - prirodne katastrofe, ekonomske krize, vanredne situacije u zdravstvenom sistemu i da pruže odgovore kako neutralisati negativne uticaje krize na blagovremen, strukturiran i transparentan način.

⁷ OECD Komitet za razvojnu pomoć (DAC) je ustanovio sistem Rio markera: biodiverzitet, dezertifikacija, ublažavanje klimatskih promena, smanjenje ranjivosti i adaptacija na klimatske promene i markeri politike za praćenje i statističko izveštavanje o finansijskim tokovima usmernim na razvoj pomenutih oblasti koje su predmet Rio Konvencije.

Primer za prethodno pomenutu ulogu razvojnih finansijskih institucija je Finansijska korporacija Sjedinjenih Američkih Država (SAD) za međunarodni razvoj (*U.S. International Development Finance Corporation-DFC*) koja je u značajnoj meri uticala u SAD na kreiranje tržišta osiguranja od političkih rizika uvidevši potrebu za proizvodima osiguranja koji pružaju investitorima zaštitu od rizika fluktuacije deviznog kursa domaće valute, eksproprijacije i drugih oblika nezakonitog mešanja vlade domaćina kojima se investitori lišavaju svojih prava, gubitka imovine i prihoda prouzrokovanih ratovima, pobunama, terorizmom i drugim oblicima političkog nasilja (DFC, 2021).

Tradicionalna uloga razvojnih finansijskih institucija jeste da se bave nesavršenostima tržišta kapitala i da investiraju u održiva preduzeća i finansijske posrednike. Savremena dešavanja i globalni izazovi sa kojim je svet suočen menjaju i uspostavljaju nove postulate rasta i razvoja, naročito u siromašnim zemljama. Neki od pomenutih izazova su klimatske promene, finansijske krize, geopolitički konflikti, cene prehrambenih proizvoda, volatlnost cena nafte, deficit vodnih, energetskih, zemljišnih resursa i sl. Razvojne finansijske institucije imaju ulogu da olakšaju suočavanje sa ovim izazovima. Svakako da su međunarodna saradnja i definisanje pravila i politika u oblastima klimatskih promena, trgovine, globalnog finansijskog sistema od ključnog značaja, ali važan doprinos mogu dati i razvojne finansijske institucije u obezbeđenju međunarodnih javnih dobara (*International public goods*). U pitanju su dobra čije obezbeđivanje prevazilazi ostvarenje nacionalne koristi. Iskorenjivanje zaraznih bolesti, suzbijanje ratnih sukoba i obezbeđenje ekonomski stabilnog i bezbednog okruženja, rešavanje ekoloških problema, globalno dostupno znanje svakako donose koristi većem broju zemalja i prevazilaze nacionalne interese (Morrissey, Velde & Hewitt, 2002).

Kako je već prethodno istaknuto, razvojne finansijske institucije imaju nekoliko ciljeva koji se odnose na ulaganja u projekte održivog razvoja privatnog sektora, maksimiziranje uticaja na razvoj, postizanje finansijske održivosti na dug rok i mobilizacija kapitala privatnog sektora i mogu obezbediti finansiranje (putem zajmova, garancija i sl) kako javnom, tako i privatnom sektoru. Važno je sagledati ulogu razvojnih finansijskih institucija u suočavanju sa globalnim izazovima zajedno sa drugim političkim odgovorima i globalnim pravilima. Globalni izazovi su podeljeni na ekonomske, ekološke i ostale izazove. Ekonomski izazovi su povezani sa neometanim finansiranjem u uslovima krize, ekološki sa tranzicijom ka niskougledničnom razvoju, dok se ostali izazovi odnose na obezbeđenje globalne zdravstvene zaštite i sigurnosti (Velde, 2011).

Za očuvanje finansijske stabilnosti ili smanjenje emisija gasova sa efektima staklene bašte su važna globalna pravila, dok na primer, zaštita najsiromašnijih kategorija društva u uslovima krize zahteva intervencije države u vidu bespovratne pomoći. Tabela 5. ukazuje da razvojne finansijske institucije daju najveći doprinos rešavanju globalnih problema kada su na tržištu zastupljeni finansijski, ekološki ili tehnološki nedostaci. U situacijama kada postoji potreba za

dodatnim kapitalom koji privatni sektor može uspješno investirati, razvojne finansijske institucije igraju značajnu ulogu i preuzimaju ulogu finansijera. Takođe, efekti intervencija razvojnih finansijskih institucija su značajniji i veći od nekih drugih oblika intervencija kao što je bespovratna pomoć u okolnostima nedostatka tehničko-tehnološke potpore za projekte održivog razvoja. Ove institucije koristeći adekvatne finansijske instrumente pružaju podršku zemljama kojima je ta podrška najpotrebnija, sektorima koji su najvažniji za održivi razvoj uz ostvarenje pozitivnih razvojnih i finansijskih efekata (Velde, 2011).

2. INKLUZIVNA ZELENA EKONOMIJA, CILJEVI ODRŽIVOG RAZVOJA I RAZVOJNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE

U ovom poglavlju se analizira veza između razvojnih finansijskih institucija, održivog razvoja i koncepta zelene ekonomije. Biće objašnjeni postulati i osnovni principi na kojima počiva zelena ekonomija - rast dohotka i zaposlenosti uz očuvanje životne sredine. Definisaće se direktni i indirektni efekti i doprinosi razvojnih finansijskih institucija održivom razvoju. Posebno će se sagledati delovanje ovih institucija na smanjenje siromaštva kao jednog od ultimativnih ciljeva održivog razvoja. U poglavlju se objašnjava i pojam tzv. mešovitog finansiranja (*Blended Finance*) koji je karakterističan za razvojne finansijske institucije, njegov značaj u podršci održivom razvoju, kao i instrumenti i mehanizmi na kojima se zasniva. Takođe, predmet analize su ekonomske i ekološke nejednakosti i njihov uticaj na siromaštvo, ekonomski rast i održivi razvoj, kao i klimatsko finansiranje u svrhu pružanja podrške akcijama preduzetim povodom ublažavanja posledica i prilagođavanja klimatskim promenama.

2.1. Koncept zelene ekonomije i inkluzivnog zelenog rasta

Ciljevi održivog razvoja predstavljaju globalno postavljene ciljeve koji se u današnjem vremenu smatraju imperativima razvoja. Akcijska agenda Adis Abebe predstavlja veliki pomak u strategiji međunarodne zajednice za ostvarivanje globalnih ciljeva ističući privatne poslovne aktivnosti, investicije i inovacije kao glavne pokretače produktivnosti, inkluzivnog ekonomskog rasta i kreiranja novih radnih mesta. Takođe, u Pariskom sporazumu o klimatskim promenama (*Paris Climate Change Agreement*) se ističe da održivi razvoj neće biti postignut bez suočavanja sa klimatskim promenama, niti se možemo upustiti u borbu protiv klimatskih promena bez rešavanja osnovnih uzroka siromaštva, nejednakosti i neodrživih obrazaca razvoja (EDFI, 2016).

Program Ujedinjenih nacija za životnu sredinu (*United Nations Environment Programme-UNEP*) kao vodeće globalno autoritativno telo u oblasti ekologije definiše Agendu za zaštitu životne sredine i promovise koherentnu primenu ekološke dimenzije održivog razvoja. Cilj Programa je da se obezbedi liderstvo i podstakne partnerstvo u brizi za životnu sredinu kroz informisanje i motivisanje ljudi da poboljšaju svoj kvalitet života bez ugrožavanja života budućih generacija. UN Program za životnu sredinu karakterise sveobuhvatna posvećenost konceptu održivosti kroz fokus na klimatske promene, katastrofe i sukobe, upravljanje ekosistemima, upravljanje životnom sredinom, efikasnost korišćenja resursa i unapređenje životnog okruženja (Ekins, Gupta & Boileau, 2019).

U toku 2008. godine Ujedinjene nacije su donele Inicijativu za zelenu ekonomiju (*Green Economy Initiative-GEI*) koja je osmišljena da pomogne vladama u „ozelenjavanju“ svojih

ekonomija putem preoblikovanja i preusmeravanja investicija, proizvodnje i potrošnje prema sektorima čistih tehnologija, obnovljivih izvora energije, cirkularne ekonomije, zelenog transporta, upravljanja otpadom, održive poljoprivredne proizvodnje (UNEP, 2015). Zahvaljujući ovoj inicijativi zelena ekonomija je priznata kao sredstvo za postizanje održivog razvoja. Ujedinjene nacije su razvile definiciju zelene ekonomije koja podrazumeva poboljšanje ljudskog blagostanja i socijalne jednakosti, uz značajno smanjenje rizika po životnu sredinu. Tokom protekle decenije, koncept zelene ekonomije pojavio se kao strateški prioritet mnogih vlada koje su svoje ekonomije pretvorile u pokretače održivosti (Sarangi, 2019).

Jedno od ključnih ekonomskih pitanja jeste kako ostvariti kompromis između razvoja i kvaliteta životne sredine. Rezultati sprovedenog istraživanja ukazuju na to da povećanje bruto domaćeg proizvoda od 1% dovodi do povećanja potrošnje energije od 0.48% i da smanjenjem upotrebe fosilnih goriva nije moguće izbeći negativne ekonomske posledice, te je stoga neophodna modernizacija i „ozelenjavanje“ energetske sektora sa fokusom na ekološki prihvatljive izvore energije (Petrović, 2022). Takođe, istraživanjem je potvrđeno da rast populacije, bruto domaćeg proizvoda *per capita* i energetske intenzivnosti urokuju rast emisija CO₂ (Petrović, Nikolić i Ostojić, 2018).

Slika 6. Stubovi održivog razvoja



Izvor: World Bank, *Inclusive Green Growth: The Pathway to Sustainable Development*, 2012.

Novi put razvoja se bazira na većoj komplementarnosti između prirodnog, ljudskog i fizičkog kapitala. Inkluzivna zelena ekonomija omogućava ostvarenje višestrukih koristi: ekonomskih, ekoloških, bezbednosnih, zdravstvenih i društvenih (Fedrigo-Fazio & Brink, 2012). Opozit je današnjem dominantnom ekonomskom modelu koji generiše i pospešuje široko rasprostranjene

ekološke i zdravstvene rizike, podstiče rasipničku potrošnju i proizvodnju i rezultira resursnim deficitima i nejednakostima. To je prilika za uspostavljanje koncepata održivosti i društvene jednakosti koji su u funkciji stabilnog i prosperitetnog finansijskog sistema. Zelena ekonomija je put ka postizanju Agende održivog razvoja do 2030. godine i iskorenjivanju siromaštva uz ostvarenje ekoloških ciljeva koji osiguravaju zdravlje ljudi, blagostanje i razvoj (World Bank, 2012).

Održivi razvoj podrazumeva ekonomsku, ekološku i socijalnu održivost. Ekonomski i društveni ciljevi održivog razvoja su komplementarni. Ekonomski rast utiče na smanjenje siromaštva (do nivoa koji dozvoljavaju zastupljene nejednakosti) i *vice versa*. Ostvarenje pozitivnih društvenih ishoda, poput unapređenja zdravlja, obrazovanja i smanjenja nejednakosti, podsticajno deluju na ekonomski rast. Međutim, veza između ekonomskih i ekoloških aspekata održivog razvoja govori u prilog ostvarenja ekonomskog razvoja na račun životne sredine. Posledično, zagađenje životne sredine ugrožava postizanje napretka u pokazateljima društvene održivosti kao komponente održivog razvoja. Ključ za prevazilaženje ovakvog poretka jeste zeleni rast koji naglašava efikasnost u korišćenju prirodnih resursa i minimizira zagađenje životne sredine (World Bank, 2012).

Slika 7. Principi zelene ekonomije

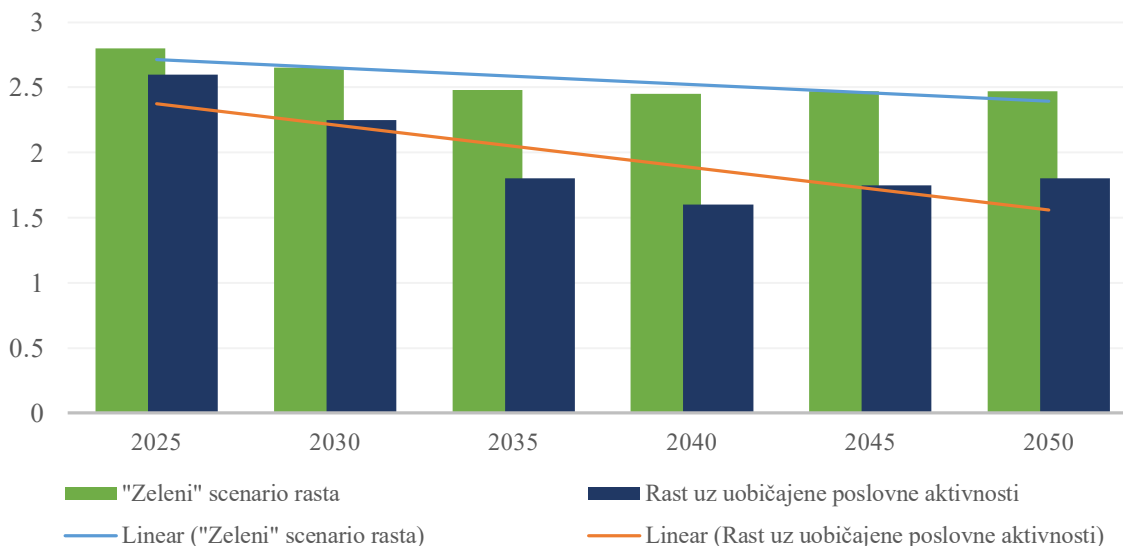


Izvor: Autor na osnovu Fedrigo-Fazio & Brink, *Green Economy*, 2012.

Inkluzivni zeleni rast treba da pomiri hitnu potrebu za brzim rastom i smanjenjem siromaštva u zemljama u razvoju sa potrebom očuvanja životne okoline i sprečavanja nastanka nepovratnih štetnih ekoloških posledica i gubitaka. Glavni instrumenti strategije ozelenjavanja rasta su ekološko oporezivanje, norme i propisi. Ostvarenje zelenog rasta zahteva podršku (javne investicije, inovacije, industrijska politika, reforme na tržišta rada, obrazovanje i stručnost), s tim da treba naglasiti da zeleni rast ne predstavlja zamenu za održivi razvoj, već praktičan i fleksibilan pristup merenja napretka u ekonomskim, ekološkim i društvenim stubovima održivog razvoja (Đorić, 2021). Ograničavajući faktori zelenog rasta su društvena i politička inercija i nedostatak finansijskih instrumenata. Ozelenjavanje rasta se ne može sprovesti u kratkom roku i zahteva definisanje razvojnih prioriteta u periodu 5-10 godina kako bi se olakšala zelena tranzicija i smanjili prateći troškovi (OECD, 2011).

Pored uticaja na smanjenje siromaštva, zelena ekonomija doprinosi kreiranju novih radnih mesta i rastu socijalne pravičnosti, uvodi intenzivno korišćenje obnovljivih izvora energije i tehnologije sa niskim sadržajem ugljenika kao zamenu za fosilna goriva, promovise unapređenje resursne i energetske efikasnosti, daje doprinos razvoju pametnih gradova koji omogućavaju kvalitetniji život u urbanim sredinama, obnavlja prirodni kapital, a prema istraživanjima raste brže od „braon“ ekonomije (UNEP, 2011). Zelene investicije podrazumevaju kapital za niskougljenične inicijative i inicijative otporne na klimu, čiste tehnologije, prirodni kapital i ostale aktivnosti koje doprinose životnoj sredini (Martines-Oviedo & Medda, 2018). Polovina zelenih investicija na globalnom nivou se odnosi na energetske efikasnost i razvoj obnovljivih izvora energije, dok je druga polovina usmerena ka poboljšanju upravljanja otpadom, infrastrukturi javnog prevoza i sektorima koji su u vezi sa prirodnim kapitalom, kao što su poljoprivreda, ribarstvo, vodosnabdevanje i šumarstvo. Zelene investicije imaju snažan potencijal za doprinos dugoročnom rastu u budućnosti. Scenario rasta putem zelenih investicija u iznosu od 2% svetskog bruto domaćeg proizvoda i vrednosti od oko 1300 milijardi dolara na godišnjem nivou, dovodi do ostvarenja viših stopa rasta do 2050. godine i povećanja zaliha obnovljivih izvora energije koje doprinose globalnom bogatstvu, u poređenju sa stopama rasta koje se ostvaruju uz uobičajene poslovne aktivnosti bez zelenih investicija (Grafikon 13) (PwC, 2017).

Grafikon 13. Projekcije rasta bruto domaćeg proizvoda na globalnom nivou do 2050. („zeleni“ scenario i scenario bez zelenih investicija)



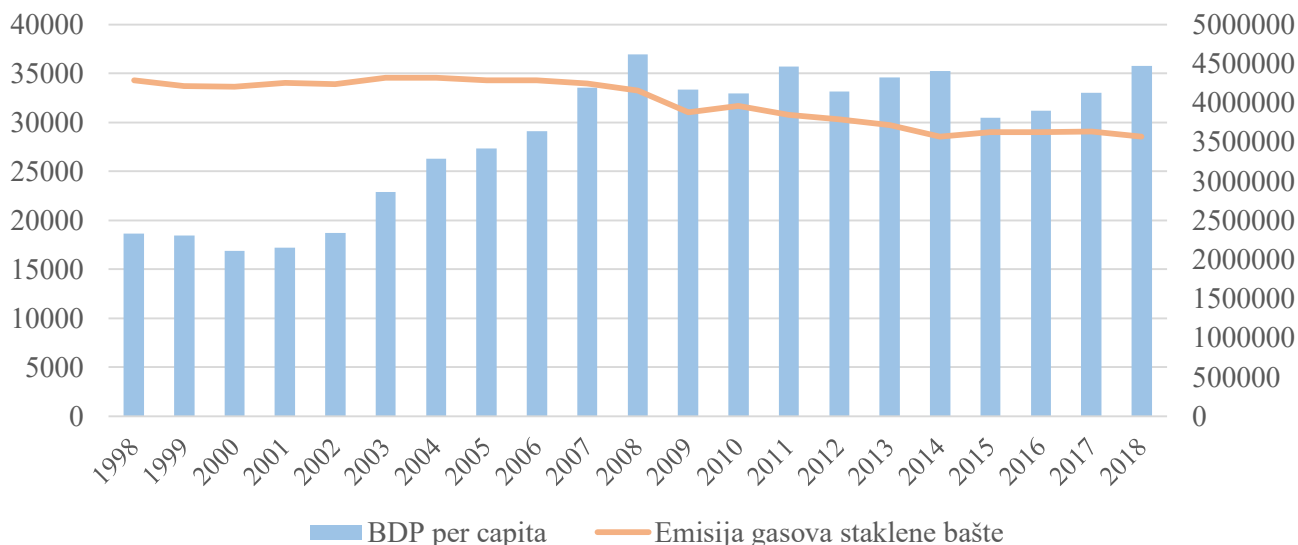
Izvor: PwC, *The World in 2050*, 2017.

Predmet mnogobrojnih istraživanja je veza između zelenih investicija, ekonomskog rasta, emisije gasova i energetske efikasnosti. Rezultati ukazuju na to da zelene investicije izazivaju niz pozitivnih ekonomskih efekata kao što je rast bruto domaćeg proizvoda, rast udela energije iz obnovljivih izvora u ukupnoj potrošnji energije, kao i smanjenje emisija gasova staklene bašte (Lyeonov, Pimonenko, Bilan, Štreimikienė & Mentel, 2019). Kako je energetska sektor značajan generator rasta privrede, ali ujedno i uzročnik velikih ekoloških šteta i rizika, ovaj sektor treba transformisati u skladu sa ciljevima održivog razvoja. To se postiže rastom zelenih investicija za podsticanje energetski efikasnijih projekata, što pozitivno deluje i na pad emisija gasova staklene bašte (Deichmann & Zhang, 2013).

Dekarbonizacija podrazumeva ulaganja u obnovljive izvore energije, nuklearne tehnologije i tehnologije hvatanja ugljenika kako bi se redukovale emisije nastale korišćenjem fosilnih goriva. Domaćinstva i kompanije treba da imaju svest o svom karbonskom otisku, dok na njegovo smanjenje države mogu uticati kroz nacionalne kampanje, regulative ili finansijske podsticaje. Preporuka Radne grupe za finansijsko izveštavanje u vezi sa klimom (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*) jeste da postoji finansijsko izveštavanje kompanija u vezi sa izloženosti rizicima povezanih sa klimom. Obelodanjivanjem informacija u vezi sa potencijalnim efektima klimatskih promena na trenutno i buduće poslovanje kompanija, raste mogućnost investitora i ostalih zainteresovanih strana da na odgovarajući način procene rizike i mogućnosti

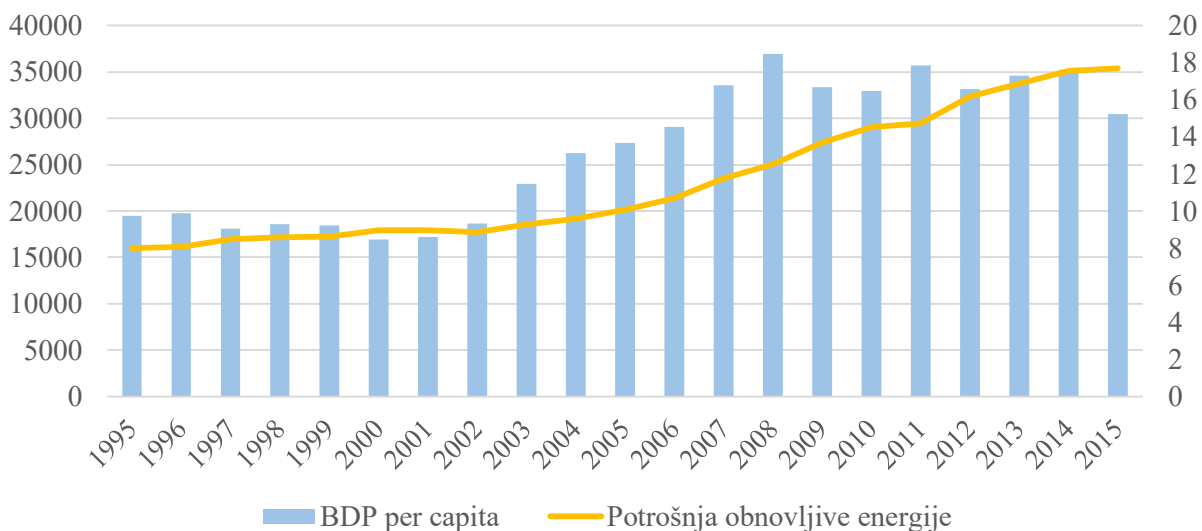
povezane sa klimom. Na taj način se pravilnije definiše cena rizika i alokacija kapitala u globalnoj ekonomiji (TCFD, 2017). Naredni grafikoni ukazuju na podatke o emisijama gasova staklene bašte i potrošnji energije iz obnovljivih izvora u zemljama Evropske unije.

Grafikon 14. BDP *per capita* i emisija gasova staklene bašte (kilotone) u zemljama EU, 1998-2018.



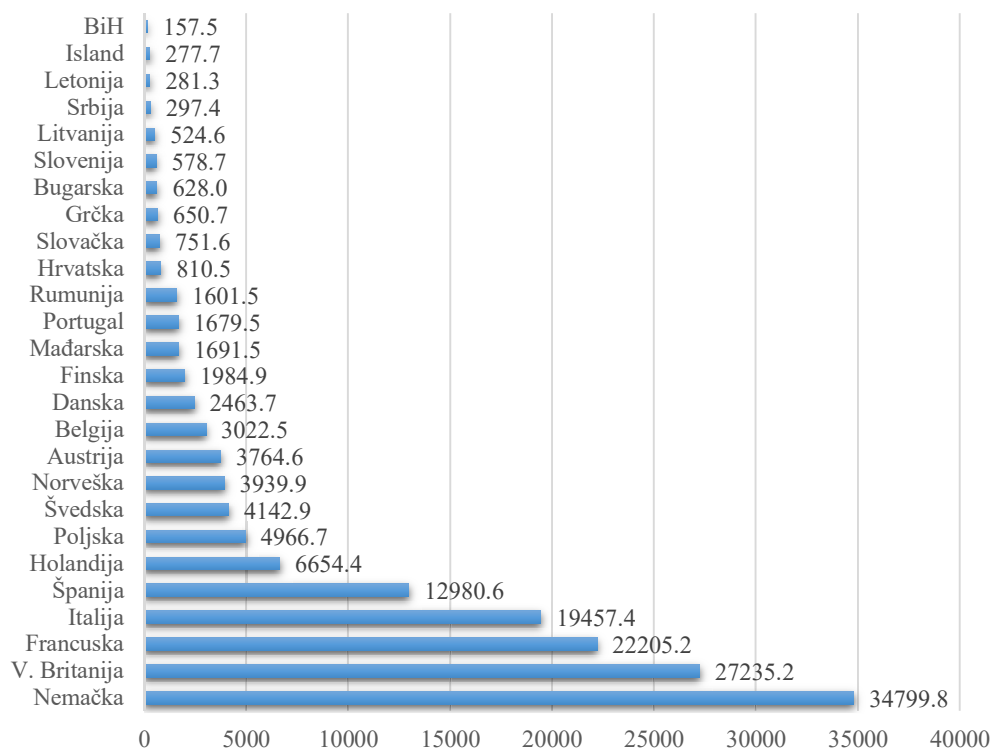
Izvor: World Bank Data, *Climate Change*, 2021.

Grafikon 15. BDP *per capita* i potrošnja obnovljive energije (% ukupne finalne potrošnje energije) u zemljama EU, 1995-2015.



Izvor: World Bank Data, *Climate Change*, 2021.

Grafikon 16. Privatne investicije, radna mesta i bruto dodata vrednost sektora povezanih sa cirkularnom ekonomijom u milionima evra, 2018.



Izvor: EUROSTAT, *Circular Economy Indicators*, 2018.

Potrošnja resursa širom sveta raste. Prema poslednjim podacima, u toku 2017. godine je potrošeno 70% više resursa kako bi se zadovoljile potrebe finalne potrošnje u odnosu na 2000. godinu, dok je zabeleženi rast globalne populacije iznosio svega 20%. Prema projekcijama, do 2060. godine, potrošnja prirodnih resursa bi trebalo da poraste na 160 milijardi metričkih tona, dok predviđeni rast proizvodnje otpada iznosi 70% (sa 2 milijarde na 3.4 milijarde metričkih tona), što stvara veliki pritisak na klimatske promene (Moraga, 2021). Cirkularna ekonomija ima potencijal da doprinese razvoju održive, niskougljenične, resursno-efikasne, konkurentne ekonomije. Inovacije i zelene investicije (u eko dizajn, sekundarne sirovine, procese reciklaže i industrijsku simbiozu) predstavljaju glavne kanale tranzicije od linearne ka cirkularnoj ekonomiji (Mitrović i Pešalj, 2021). Zemlje Evrope koje prednjače u zelenim investicijama su Nemačka, Velika Britanija, Francuska, Italija i Španija (Grafikon 16). Prema rezultatima istraživanja, Nemačka je evropska zemlja koja je najnaprednija u svojoj transformaciji ka cirkularnoj ekonomiji, time ostvarujući smanjenje negativnih uticaja na životnu sredinu, rast prihoda, smanjenje resursne zavisnosti, smanjenje proizvodnje otpada i kreiranje zelenih radnih mesta (Mazur-Wierzbicka, 2021).

Slika 8. Komponente Indeksa zelenog rasta



Izvor: GGGI, *Global Green Growth Index*, 2020.

Za uspostavljanje veze između dimenzija zelenog rasta i ciljeva održivog razvoja koristi se kompozitni Indeks zelenog rasta (*Global Green Growth Index*). U pitanju je model ekonomskog razvoja koji ima za cilj da pruži jednake mogućnosti ekonomskog prosperiteta uz očuvanje životne sredine. Planovi oporavka od pandemije treba da imaju inkorporirane ciljeve održivog razvoja kako bi se izgradila društvena i ekonomska otpornost, ne samo na posledice pandemije, već i na globalne ekološke izazove. Četiri dimenzije zelenog rasta obuhvaćene indeksom su: efikasna i održiva upotreba resursa, zelene ekonomske mogućnosti, zaštita prirodnog kapitala i socijalna inkluzija (GGGI, 2020). Sve dimenzije su usko povezane: efikasno i održivo raspolaganje resursima dovodi do proizvodnje veće količine dobara i usluga sa manje resursa i na taj način štiti prirodni kapital (vodu, energiju, zemljište). Ukoliko je zastupljen zdrav ekosistem dolazi do rasta produktivnosti i stvaranja novih ekonomskih mogućnosti. Takođe, zeleni rast ne postavlja u fokus samo ljude koji ubiraju koristi od takvog rasta, već i ljude koji doprinose efikasnom korišćenju i očuvanju prirodnih resursa. To čini socijalnu inkluziju ključnim mehanizmom za postizanje i distribuciju koristi i dobiti postignutih zelenim rastom. Zemlje Evrope sa najvišim vrednostima Indeksa zelenog rasta i ujedno najboljim performansama u postizanju inkluzivnog zelenog rasta i ciljeva održivog razvoja su Švedska (78.72), Danska (76.77), Češka (76.74), Nemačka (75.83) i Austrija (75.22) (GGGI, 2020).

2.2. Direktni i indirektni doprinosi razvojnih finansijskih institucija održivom razvoju

Saveznici u globalnoj borbi protiv siromaštva su razvojne finansijske institucije koje svojim investicionim aktivnostima generišu nova radna mesta i utiču na rast zaposlenosti. Ove institucije promovišu razvojno orijentisane politike koje podržavaju proizvodne aktivnosti, preduzetništvo, kreativnost, inovacije i podstiču rast malih i srednjih preduzeća obezbeđujući im pristup finansijskim sredstvima. One omogućavaju i dostojanstven rad, socijalnu zaštitu, prava na radu i socijalni dijalog. Ulaganjima u elektroenergetski sektor doprinose povećanju proizvodnje električne energije i dostupnosti iste domaćinstvima i kompanijama. Ulaganjima u projekte obnovljive energije i energetske efikasnosti koji umanjuju emisiju CO₂ i ekvivalenta CO₂ promovišu prelazak na ekonomiju sa niskim emisijama ugljenika. Ulaganjima u industriju i infrastrukturu doprinose povećanju produktivnosti, promovisanju tehnologije zasnovane na racionalnom korišćenju resursa i povećanju investicionih mogućnosti za mala i srednja preduzeća (Savoy, Carter & Lemma, 2016).

Otvaranje novih radnih mesta je glavni kanal za ostvarenje inkluzivnog ekonomskog rasta koji omogućava obezbeđenje boljeg položaja siromašnima, koji kao najugroženija kategorija, žive na marginama društva. Takođe, kako bi se obezbedila nulta glad i postigla sigurna proizvodnja prehrambenih proizvoda, neophodna su ulaganja u agrobiznis radi pružanja finansijske podrške i ostvarenja prihoda poljoprivrednika. Lokalni poljoprivrednici se često suočavaju sa preprekama koje ometaju izvoz poljoprivrednih proizvoda kao što su tržišne fluktuacije i neizvesnost kupaca. Razvojne finansijske institucije Nemačke, Finske i Danske (DEG, FINNFUND, IFU) najviše investiraju u agrobiznis (preko 10% investicionog portolija se odnosi na ulaganja u sektore poljoprivrede i prehrambene industrije) (FINNFUND, IFU, DEG, 2021). Ulaganja u sektor energetike doprinose povećanju proizvodnje električne energije i pristupačnosti za kompanije i domaćinstva. Razvojne finansijske institucije kojima su prioritet investicije u sektor energetike, koje čine više od 20% investicionog portfelja, su FINNFUND (Finska), FMO (Holandija), NORFUND (Norveška), PROPARCO (Francuska) i SWEDFUND (Švedska) (FINNFUND, FMO, NORFUND, PROPARCO, SWEDFUND, 2021).

Razvojne finansijske institucije svojim investicijama u privatni sektor doprinose očuvanju postojećih radnih mesta, kreiranju novih radnih mesta, ali i obezbeđenju adekvatnih uslova za rad svih zaposlenih. Ulaganjima u inovacije, infrastrukturu i industriju se postiže rast produktivnosti, promocija izvoza, pravedna raspodela prihoda, industrijalizacija, doprinosi se kreiranju novih radnih mesta, omogućava se primena tehnologije koja je resursno efikasna i koja promovise zeleni rast, što je sve u funkciji uspešnijeg poslovanja sektora malih i srednjih preduzeća i proširenja njihovih mogućnosti za rast. Preko 15% svog investicionog portfolija u infrastrukturu ulažu FINNFUND, IFU i SOFID (Portugal). Razvojne finansijske institucije BMI-

SBI (Belgija), COFIDES (Španija), DEG, SIFEM (Švajcarska) i SWEDFUND prednjače kada je reč o ulaganjima u industrijske i proizvodne sektore (četvrtina investicionog portfolija) (OECD, 2021g; DEG, BMI-SBI, COFIDES, SIFEM, 2021).

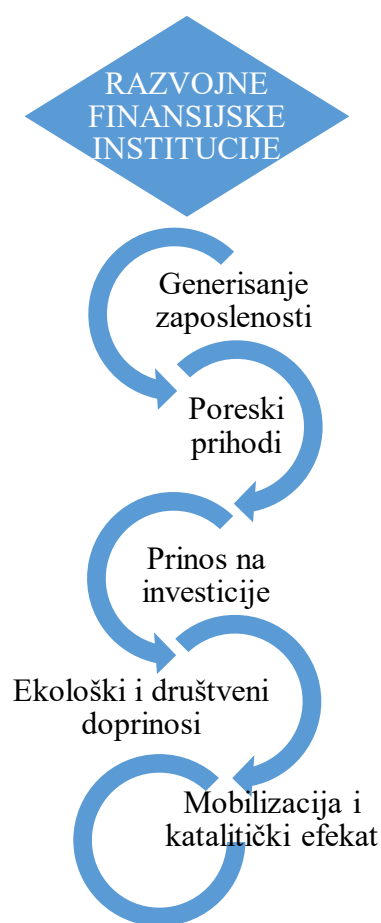
Slika 9. Ciljevi održivog razvoja kojima doprinose razvojne finansijske institucije



Izvor: EDFI, 2016; UNDP Serbia, 2021.

Primena globalnih investicionih standarda uz efikasno upravljanje ograničenim resursima obezbeđuje održivu proizvodnju. Doprinos tranziciji ekonomija ka zelenom rastu koji podrazumeva privrede sa niskim emisijama ugljenika, razvojne finansijske institucije ostvaruju podržavanjem projekata iz oblasti obnovljivih izvora energije i energetske efikasnosti koji ublažavaju emisije CO₂ i gasova ekvivalentnih CO₂. Društveno i ekološki odgovorno upravljanje kompanijama uz transparentno poslovanje i poštovanje standarda obezbeđuje odgovornu poslovnu praksu. Ulaganjima u nedovoljno razvijene zemlje koja su komercijalno održiva, privlači se kapital privatnih investitora, što značajno potpomaže mobilizaciju domaćih resursa (EDFI, 2016).

Slika 10. Doprinos razvojnih finansijskih institucija održivom razvoju



Izvor: Autor na osnovu Savoy, Carter & Lemma, 2016.

Ciljevi održivog razvoja se mogu ostvariti samo uz jaka globalna partnerstva i međunarodnu saradnju. Jača partnerstva doprineće zaštiti životne sredine i održivom razvoju mobilizacijom resursa, razmenom znanja, promovisanjem ekološki prihvatljivih tehnologija. Mnogim zemljama

je potrebna pomoć za podsticanje rasta i razvoja. Razvojne finansijske institucije tim ugroženim zemljama pružaju finansijsku pomoć i podržavaju projekte sa istaknutom ekološkom dimenzijom i sa ciljem očuvanja životne sredine. *Covid-19* kriza je pogodila mnoge zemlje i snažna međunarodna saradnja je potrebna više nego ikada kako bi se osiguralo da zemlje dobiju sredstava za oporavak od pandemije i postizanje ciljeva održivog razvoja (Murphy & Stott, 2021).

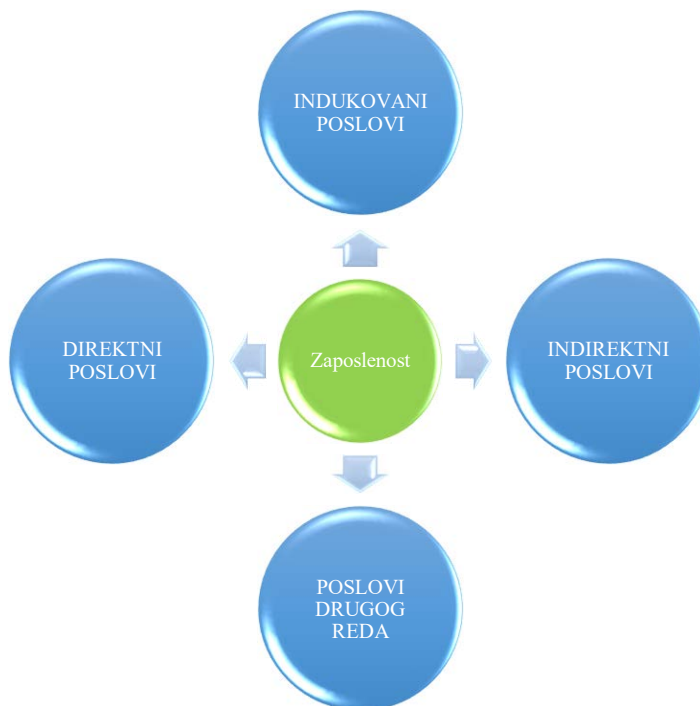
Utjecaji razvojnih finansijskih institucija se mogu sagledati kroz različite pokazatelje koji su prikazani na Slici 10. Direktni doprinosi razvojnim ciljevima se ogleda u generisanju zaposlenosti i otvaranju novih radnih mesta u kompanijama koje su podržane od strane razvojnih finansijskih institucija, unapređenju radnih uslova, veština i sposobnosti zaposlenih. Direktni doprinos je svakako i rast državnih prihoda po osnovu poreza koji se ubiraju od kompanija koje su projektno podržane od strane ovih institucija. Pospešivanje njihovih poslovnih aktivnosti dovodi do rasta budžetskih prihoda, što može ostaviti više prostora za investicije države u razvoj (obrazovna i zdravstvena infrastruktura i sl). Izgradnja kapaciteta, transfer tehnologije i znanja se takođe ubrajaju u direktne doprinose održivom razvoju, kao i neto valutni efekti koji predstavljaju doprinose kompanija u koje se investira platnom bilansu zemlje i privrednom rastu, meren u delom izvoza i uvoza (Dalberg, 2009).

Razvojne finansijske institucije ulažu u projekte koji su lukrativni i kojima ostvaruju stope prinosa na investirana sredstva. Deluju kao pokretači razvoja koji ne idu utabanim stazama već krče put drugim investitorima prenoseći im stečeno znanje i iskustvo u vezi sa rizičnim ulaganjima u nerazvijenim zemljama. Na taj način svojim primerom podsticajno i motivišuće deluju i na ostale privatne investitore mobilisući značajna finansijska sredstva. Investicije razvojnih finansijskih institucija ostvaruju šire koristi, podstičući lokalni i regionalni razvoj, rast konkurencije, naprednije sisteme lanaca snabdevanja, izgradnju infrastrukture, unapređenje stanja životne sredine i sl. (Bird & Rowlands, 2004).

Indirektni uticaj razvojnih finansijskih institucija se ogleda u njihovom posrednom uticaju na ekonomski rast, rast zaposlenosti, produktivnosti, investicija, na smanjenje stope siromaštva i očuvanje životne sredine. Kao što je važno da finansijske razvojne institucije odobre što više ekonomski isplativih i ekološki održivih projekata, od izuzetne važnosti je i to koliko ove institucije podsticajno deluju i na ostale investitore da takođe intenziviraju svoja ulaganja u industrije koje promovišu ciljeve održivog razvoja (TIDELINE, 2019). Naime, nije samo važno odobriti konkretan projekat koji donosi odgovarajuću stopu prinosa i koji zadovoljava određene ekološke ciljeve poput energetske efikasnosti, odnosno, smanjenja potrošnje energije, već se mora sagledati koliko je svojom uspešnom poslovnom praksom razvojna finansijska institucija motivisala i podstakla sveobuhvatna ulaganja u industriju obnovljivih izvora energije i zelene tehnologije. Potrebno je posmatrati širi koncept, a ne samo izolovano delovanje jedne institucije

(OECD, 2021h). Razvojne finansijske institucije treba što više da promovišu ove indirektne uticaje jer na taj način se putem njih može alocirati više sredstava i time povećavati njihov strateški doprinos globalnim ciljevima razvoja.

Slika 11. Uticaj razvojnih finansijskih institucija na porast zaposlenosti



Izvor: Autor na osnovu *IFC Jobs Study: Assessing Private Sector Contributions to Job Creation and Poverty Reduction*, 2013.

Slika 11. objašnjava na koji način razvojne finansijske institucije utiču na porast zaposlenosti. Direktni uticaj razvojnih finansijskih institucija na porast zaposlenosti se može izmeriti brojem novih radnih mesta u kompanijama koje ove institucije finansijski podržavaju. Međutim, indirektni efekti su i broj novoosnovanih radnih mesta kod ostalih učesnika u lancu snabdevanja (proizvođači, distributeri, dobavljači, marketinške, transportne, građevinske kompanije i sl) kao rezultat konkretnog investicionog projekta razvojne finansijske institucije. Pored direktnih i indirektnih postoje i indukovani uticaji koji nastaju kada zaposlena lica troše svoja finansijska sredstva kupujući proizvode i usluge i time utiču na potrošnju i povećanje prihoda njihovih proizvođača. Poslednji efekat je efekat drugog reda koji se odnosi na radna mesta koja su nastala efektom rasta, odnosno, efektom preliivanja produktivnosti. Nastaje u situaciji kada se određenom investicijom razvojne finansijske institucije otklanja neka prepreka koja je ograničavajuće delovala na rast kompanija na datom području (IFC, 2013). Zahvaljujući njenom prevazilaženju, poslovna klima se značajno unapređuje i ostvaruju se pozitivni efekti usled kojih

kompanije posluju produktivnije, efikasnije i efektivnije, povećavaju obim aktivnosti i posledično zapošljavaju nove radnike. Primer se može pronaći u nerazvijenim zemljama u kojima su razvojne institucije investirale u izgradnju dalekovoda i unapređenje infrastrukture. Unapređenje kvaliteta i pouzdanosti infrastrukturnih usluga je dovelo do rasta direktnih, indirektnih i indukovanih poslova, ali i do poslova drugog reda zbog povećane pouzdanosti snabdevanja električnom energijom celokupnog regiona (IFC, 2013). Istraživanja pokazuju da svako direktno novootvoreno radno mesto u proseku dovodi do otvaranja 1.7 indirektnih radnih mesta (Lemma, 2015).

Tabela 6. Efekti investicija razvojnih finansijskih institucija

Sektor ulaganja	Direktni poslovi	Indirektni poslovi	Indukovani/rastom generisani poslovi
Proizvodnja	<i>Veoma značajni</i>	<i>Potencijalno značajni</i>	<i>Manje značajni</i>
Turizam	<i>Srednje značajni</i>	<i>Veoma značajni</i>	<i>Manje značajni</i>
Infrastruktura	<i>Manje značajni</i>	<i>Privremeni</i>	<i>Veoma značajni</i>
Poljoprivreda	<i>Veoma značajni</i>	<i>Manje značajni</i>	<i>Manje značajni</i>

Izvor: Massa, Mendez-Parra & Velde, 2016.

Istraživanja su pokazala da postoje određeni sektori u kojima investicione aktivnosti razvojnih finansijskih institucija dovode do kreiranja većeg broja indukovanih i rastom vođenih poslova nego direktnih i indirektnih, odnosno da su indukovani efekti i efekti drugog reda mnogo značajniji od direktnih i indirektnih. Prema podacima iz tabele eklatantan primer je sektor infrastrukture. S druge strane, ako posmatramo sektore poljoprivrede i proizvodnje, možemo videti da su pak direktni efekti na generisanje zaposlenosti od najvećeg značaja, dok su indirektni efekti dominantni u sektoru turizma (Massa, Mendez-Parra & Velde, 2016).

2.3. Održivi razvoj i mešovito finansiranje (*Blended Finance*)

Mešovito finansiranje je važan mehanizam za podsticanje rasta investicija privatnog sektora u projekte održivog razvoja u kojem značajnu ulogu imaju razvojne finansijske institucije. Državni i filantropski kapital mogu katalizovati ulaganja privatnog sektora koja daju finansijske podsticaje i kreiraju inovativna rešenja za ostvarenje ciljeva održivog razvoja u nedovoljno razvijenim zemljama. U nastavku će biti objašnjen pojam mešovitog finansiranja, njegov značaj u podršci održivom razvoju, kao i instrumenti i mehanizmi na kojima se zasniva.

2.3.1. Definisanje pojma mešovitog finansiranja (*Blended Finance*)

U poslednjih nekoliko decenija je došlo do zaokreta u finansiranju razvoja. Više nisu primarna finansijska sredstava javnog sektora, već se sve veće interesovanje javlja za ulaganjima privatnog sektora u razvoj. Fondovi privatnog kapitala, multinacionalne korporacije, fondacije, finansijeri koji nisu pod kontrolom vlade, kao predstavnici investitora privatnog sektora, preuzimaju centralnu ulogu u globalnom razvoju. Finansiranje razvojnih projekata se može realizovati korišćenjem grantova bilateralnih ili multilateralnih donatora. S druge strane, na raspolaganju je i komercijalno finansiranje, gde su investitori motivisani ostvarenjem prinosa na uložena sredstva. Mešovito finansiranje (*Blended Finance*) nastaje udruživanjem pomenuta dva vida finansiranja i podrazumeva korišćenje kapitala iz javnih ili filantropskih izvora za povećanje investicija privatnog sektora u zemljama u razvoju radi pružanja podrške u ostvarivanju ciljeva održivog razvoja (Convergence, 2021). Stoga, mešovito finansiranje se najčešće javlja u vidu podrške sektoru malih i srednjih preduzeća, klimatskih finansija, investiranja u infrastrukturu i agrobiznis, razvoja lokalnog finansijskog tržišta (Savoy & Milner, 2018).

Slika 12. Strategije i kanali finansiranja razvoja



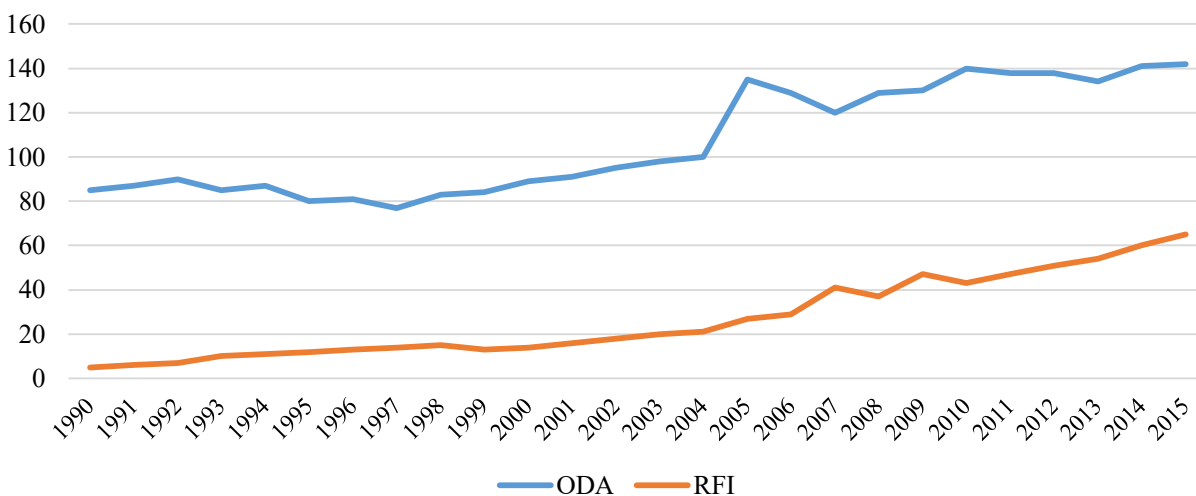
Izvor: EDFI, *Investing to Create Jobs, Boost Growth and Fight Poverty*, 2016.

Zastupljena su tri glavna kanala za finansiranje razvoja od zemalja donatora i multilateralnih institucija ka zemljama sa niskim i srednjim dohotkom: pomoć, zajmovi javnom sektoru i ulaganja u privatni sektor. Svaki od njih godišnje kanališe značajne tokove finansiranja razvoja predstavljajući komplementarne i sve uravnoteženije strategije finansiranja razvoja. Ključno, po

čemu se ove strategije razlikuju su metode i instrumenti finansiranja koje koriste. Finansijska sredstva čija je svrha pružanje pomoći ugroženim zemljama se odnose na sredstva agencija za pomoć, odnosno, donatorskih agencija i podrazumevaju grantove i tehničku pomoć. Razvojne banke odobravaju zajmove javnom sektoru koji obuhvataju koncesione i beskoncesione zajmove državama i njenim institucijama, dok razvojne finansijske institucije investiraju u privatni sektor ulažući u komercijalno i ekološki održive projekte (EDFI, 2016).

ODA predstavlja prevalentan kanal javne razvojne pomoći zemljama sa niskim i srednjim dohotkom. Investicije Zvanične razvojne pomoći beleže blagi pad tokom devedesetih godina dvadesetog veka. Od 1997. godine investicione aktivnosti rastu, pri čemu taj rast postaje značajan i intenzivan tokom 2005. godine čije se uporište može pronaći, između ostalog, i u otplati duga visoko zaduženih siromašnih zemalja. Nakon 2005. godine, investicije za razvoj ODA agencije osciliraju oko iznosa od 140 milijardi dolara na godišnjem nivou. U istom periodu, rastu i investicije razvojnih finansijskih institucija po prosečnoj godišnjoj stopi od 5%, dok obaveze na godišnjem nivou iznose oko 65 milijardi dolara. Sredstva agencija za pomoć se u praksi često kombinuju sa ulaganjima u projektne aktivnosti po preferencijalnim uslovima čiji je cilj privlačenje privatnih investitora, obezbeđujući im zaštitu od gubitaka ili neki drugi vid „preferencijalnog tretmana“ (EDFI, 2016).

Grafikon 17. Rast investicionih aktivnosti agencije za pomoć ODA i razvojnih finansijskih institucija (RFI) u milijardama \$, 1990-2015.



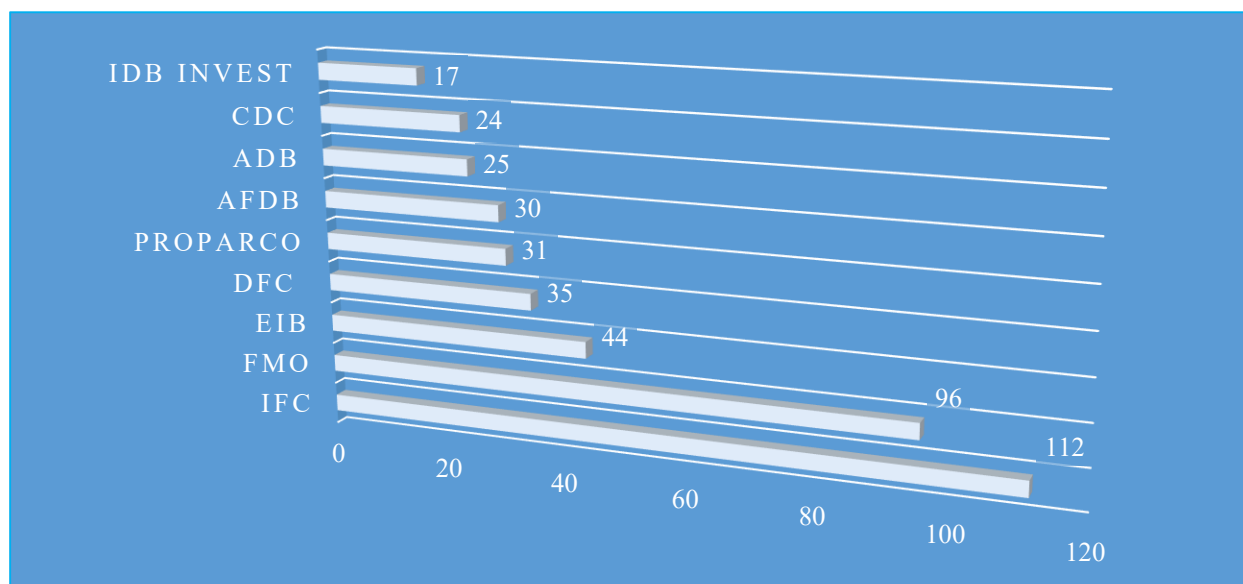
Izvor: EDFI, *Investing to create jobs, boost growth and fight poverty*, 2016.

Mešovito finansiranje je jedan od ključnih pristupa za mobilizaciju novih izvora kapitala za postizanje ciljeva održivog razvoja. Svakako da mešovito finansiranje obezbeđuje značajna sredstva za finansiranje razvoja, ali nije primenjivo na sve vrste razvojnih projekata. Kada je reč

o projektima čiji je fokus na vladavini prava ili reformisanju određene politike, grantovi, sredstva ODA ili državni prihodi su adekvatniji izvori finansiranja. Pomenuti izvori su dominantni i kada je potrebno unaprediti obrazovni sistem u jednom društvu, poboljšati kvalitet zdravstvene zaštite i doprineti unapređenju poslovne klime, ali povezivanje sa privatnim sektorom je ključ uspeha za postizanje maksimalnih rezultata (IFC, 2020a). Kombinovanjem koncesionog finansiranja od strane donatora i/ili trećih strana sa finansijskim sredstvima razvojnih finansijskih institucija i/ili drugih investitora se osnažuje privatni sektor u nerazvijenim zemljama, doprinosi se ostvarenju ciljeva održivog razvoja i mobilise se privatni kapital. Mešovito finansiranje se koristi za „otključavanje“ neiskorišćenih ulaganja u održivi razvoj, posebno iz privatnog sektora (IFC, 2019a).

Donatorske agencije i razvojne banke koje odobravaju kredite javnom sektoru često vode blizak dijalog o upravljanju i reformama u zemljama u razvoju. Mešovito finansiranje kombinuje investicije različitih organizacija koje putem takvog ulaganja ostvaruju različite ciljeve (finansijski prinos, društveni uticaj ili kombinacija prinosa i uticaja). S druge strane, u nedovoljno razvijenim zemljama se značajno pospešuju investicione aktivnosti izazivajući primetan rast kapitala privatnog sektora. Ovaj kombinovani vid finansiranja je do sada mobilisao približno 161 milijardu dolara kapitala za održivi razvoj u zemljama u razvoju, sa prosečnim godišnjim tokovima kapitala od 9 milijardi dolara od 2015. godine (Convergence, 2021).

Grafikon 18. Mešovito finansiranje razvojnih finansijskih institucija prema obimu finansijskih aktivnosti, 2020.



Izvor: Merchant, *How Development Finance Institutions Engage in Blended Finance*, 2020.

Mešovito finansiranje podrazumeva spajanje donatorskog finansiranja sa privatnim kapitalom razvojnih finansijskih institucija koje svoj kapital investiraju po tržišnim uslovima. Koncesioni kapital u ovom vidu finansiranja služi da privuče privatne investicije. To se postiže tako što se prihvataju rizičniji projekti kako bi se zadovoljili zahtevi privatnih investitora po pitanju odnosa prinosa i rizika. S druge strane, donatori koriste sredstva grantova kako bi se ostvario rebalans odnosa prinosa i rizika ili ublažili rizici koji su povezani sa investicijama u regione u koje privatni investitori nisu voljni da samostalno ulažu. Injekcija privatnog kapitala u specifične razvojne projekte može pomoći u popunjavanju finansijskog jaza za razvoj. Kroz podelu ili smanjenje rizika, sredstva donatora mogu uticati podsticajno na investitore iz privatnog sektora i obezbediti sredstva za ostvarenje finansijske stabilnosti, izgradnju nedostajućih kapaciteta i infrastrukture na novim i nerazvijenim tržištima, a s druge strane generisati i finansijski prinos za investitore (Economist, 2016). Ako se posmatra jedan mešoviti finansijski fond, jedan dolar koncesionog kapitala je u proseku mobilisao četiri dolara privatnog kapitala (kapitala po tržišnim uslovima), pri čemu tri od četiri dolara investiraju razvojne finansijske institucije (Convergence, 2020). Mobilisani kapital može obuhvatati kreditne linijama mikro, malim i srednjim preduzećima u zemljama u razvoju, projektno finansiranje i direktna ulaganja u kompanije (Pereira, 2017).

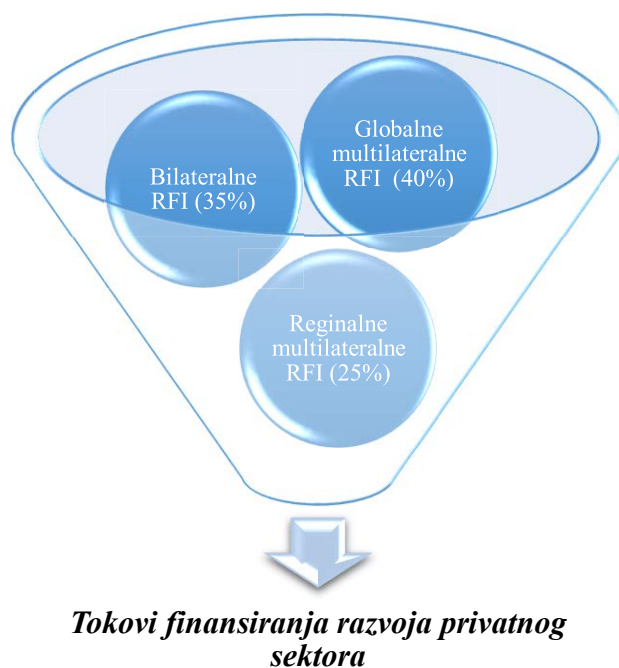
Kada je reč o ovom vidu finansiranja, interesantno je sagledati na koji način se mogu kombinovati finansijska sredstva razvojnih finansijskih institucija i agencija za pomoć. Lukrativna priroda razvojnih finansijskih institucija i njihova orijentisanost na profit im omogućava postizanje dugoročne održivosti i finansijske stabilnosti projekta i njegovu uspešnu implementaciju i ostvarenje razvojnih ciljeva. Način finansiranja koji bi kombinovao finansijska sredstva agencija za pomoć i razvojnih finansijskih institucija bi doneo korist i jednoj i drugoj strani. Agencijama za pomoć bi bilo korisno poslovno iskustvo razvojnih finansijskih institucija i njihova profitna orijentisanost jer bi na taj način obezbedile održivost svojih investicionih ulaganja koja u mnogim slučajevima nije bila postignuta. Agencije za pomoć su često u svojim projektnim aktivnostima saradivale sa nevladinim agencijama i drugim neprofitnim organizacijama, međutim ti projekti nisu imali dugoročnu dimenziju i trajali su određen vremenski period (Savoy, Carter i Lemma, 2016). Naime, ukoliko bi se uložila sredstva za izgradnju električne infrastrukture u nekim nerazvijenim područjima, pozitivni efekti bi se ostvarivali samo dok bi se postignuta unapređenja održavala, na određeni vremenski period, a dugoročna održivost projekta bi izostala. Drugim rečim, postignuti napredak nestaje, ukoliko se ne održava kontinuirano. Stoga, partnerstvom sa razvojnim finansijskim institucijama, bio bi otklonjen pomenuti nedostatak i korišćenjem njihovog kumuliranog znanja, veština i iskustva, projekti bi mogli da obezbede maksimalne rezultate i napredak koji bi bio potvrđen i garantovan i u budućem periodu. S druge strane, razvojne finansijske institucije bi mogle, koristeći iskustvo agencija za pomoć, da se više angažuju na graničnim tržištima i u zemljama u kojima vladaju nestabilnost, konflikti, ratni sukobi i kojima je njihova podrška od izuzetnog značaja. Ovo su

regioni koji sa sobom nose mnogobrojne izazove i zahtevaju obimnija i rizičnija ulaganja, koja kroz koncept mešovitog finansiranja mogu biti obezbeđena (Savoy, Carter i Lemma, 2016).

2.3.2. Instrumenti i mehanizmi mešovitog finansiranja

Kada su u pitanju investicije za razvoj privatnog sektora u nedovoljno razvijenim zemljama koje se realizuju uz podršku donatora, regionalne, bilateralne i multilateralne razvojne finansijske institucije obezbeđuju najveći deo tokova kapitala (Slika 13). Najveći udeo beleže globalne multilateralne institucije koje uključuju Međunarodnu finansijsku korporaciju (IFC) i Multilateralnu agenciju za garanciju investicija (*Multilateral Investment Guarantee Agency*), dok regionalne multilateralne razvojne institucije pokrivaju četvrtinu tokova kapitala. Bilateralne razvojne finansijske institucije obezbeđuju trećinu tokova kapitala za razvoj privatnog sektora koje čini 15 evropskih razvojnih finansijskih institucija, Finansijska korporacija SAD za međunarodni razvoj (DFC) i Japanska banka za međunarodnju saradnju (*Japan Bank for International Cooperation*) (EDFI, 2016).

Slika 13. Bilateralne i multilateralne razvojne finansijske institucije (RFI) kao dominantni izvori finansiranja privatnog sektora

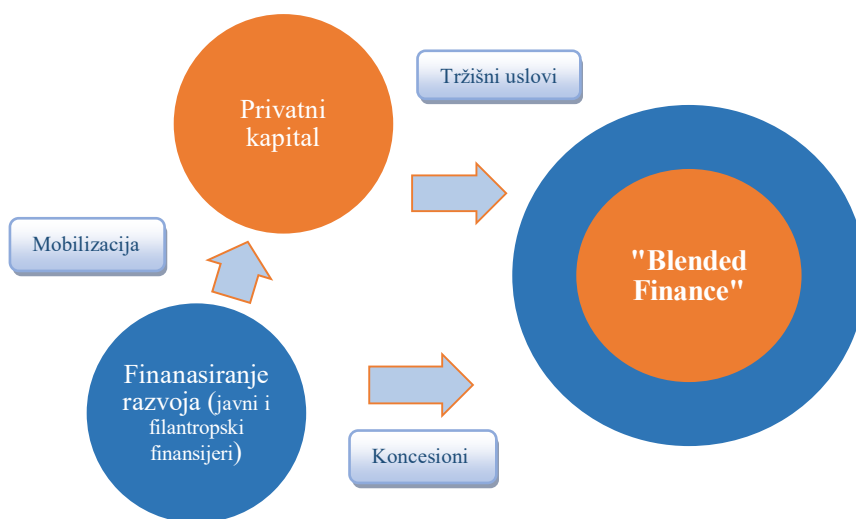


Izvor: Autor na osnovu EDFI, *Investing to create jobs, boost growth and fight poverty*, 2016.

Mešovito finansiranje se bazira na strukturalnom pristupu. Javni ili filantropski finansijeri obezbeđuju finansijska sredstva po povoljnijim uslovima od tržišnih. Na taj način se obezbeđuje snižavanje cene kapitala ili pružanje dodatne zaštite privatnim investitorima u vidu osiguranja po uslovima povoljnijih od tržišnih, davanja garancija, poboljšanja kreditnog rejtinga i sl. Javni i filantropski investitori pored toga obezbeđuju i tehničku pomoć pre ili nakon ulaganja kako bi se obezbedila održivost investicije i pospešili razvojni rezultati. Koncesioni kapital, garancije ili osiguranje rizika se koriste u svrhu poboljšanja investicionog ambijenta i atraktivnosti za privatne investitore kroz definisanje odnosa prinosa i rizika. To se postiže ili smanjenjem stope rizika koju nosi investicija ili kroz poboljšanje racija prinosa i rizika i dovođenjem u sklad sa odnosom istog na tržištu kapitala. Za razliku od privatnih investicija, koncesiono finansiranje podrazumeva scenarije u kojima investitor javnog sektora ili filantropske organizacije prihvataju viši rizik za istu ili nižu stopu prinosa ili isti rizik za nižu stopu prinosa (Convergence, 2021).

Konzensus zemalja članica Ujedinjenih nacija o važnosti raspoređivanja sredstava javnog sektora za privlačenje privatnih investicija je definisan u Akcijskoj agendi Adis Abebe koja naglašava važnost uspostavljanja kombinovanog finansijskog tržišta za privlačenje dodatnog kapitala za finansiranje ciljeva održivog razvoja (Convergence, 2021). Postoji nekoliko načina na koji donatori pokušavaju da spoje finansijska sredstva javnog sektora sa privatnim investicijama: garancije prvog gubitka, vodopad model, kaskadni model i tehnička pomoć (Savoy & Milner, 2018).

Slika 14. Mehanizam funkcionisanja mešovitog finansiranja



Izvor: Convergence, *The State of Blended Finance*, 2021.

- Garancije prvog gubitka (kapital prvog gubitka)

Ovaj vid finansiranja održivog razvoja podrazumeva saglasnost javnog sektora da pokrije deo gubitka u određenom investicionom poduhvatu, do utvrđenog iznosa. Ovaj poslovni aranžman predstavlja jednu vrstu finansijskog alata za pružanje zaštite od rizika privatnim investitorima, pokrivanjem kapitalnih gubitaka. Njegove glavne osobenosti su da postoji jedna strana koja će pokriti iznos gubitka, samim pristankom javnog sektora na pokriće gubitka se kumuliraju investicije privatnog sektora koje u suprotnom ne bi bile zastupljene, dok razlog za uključivanje novog investitora treba tražiti u usmeravanju privatnog kapitala ka ciljevima održivog razvoja (GIIN, 2013).

Ako se posmatra sektor mikro, malih i srednjih preduzeća u nekoj zemlji u razvoju, glavni izazov sa kojim se ovaj sektor privrede suočava u svom poslovanju jeste pristup finansijskim sredstvima. U želji da modernizuju i prošire svoj obim poslovanja (povećaju obim prodaje, unapred kvalitet proizvoda ili obezbede bolje uslove za rad zaposlenih) potrebna su im dodatna finansijska sredstva. Ukoliko finansijsko tržište nije naklonjeno mikro, malim i srednjim preduzećima i ukoliko nisu zastupljene mikrokreditne finansijske institucije, u takvim okolnostima, među zajmodavcima se mogu javiti samo poslovne banke koje za odobrene kredite zahtevaju garancije koje značajno nadmašuju vrednost kredita (preko 130%) i visoke kamatne stope, tretirajući investicije u ova preduzeća kao investicije visokog rizika. Kao rezultat toga, mnoga preduzeća sa ekonomski održivim projektima nisu u mogućnosti da dobiju potrebno finansiranje iz redovnog sistema finansijskog posredovanja, što dovodi do nastanka finansijskog jaza izazvanog nedovoljnom ponudom kredita mikro, malim i srednjim preduzećima (Chatzouz, Gereben, Lang & Torfs, 2017). Neobezbeđivanjem neophodnih sredstava, ovaj važan sektor privrede i pokretač razvoja ulazi u krug: nedostatak kredita - nedostatak investicija - nemogućnost održivog rasta i razvoja (Savoy & Milner, 2018).

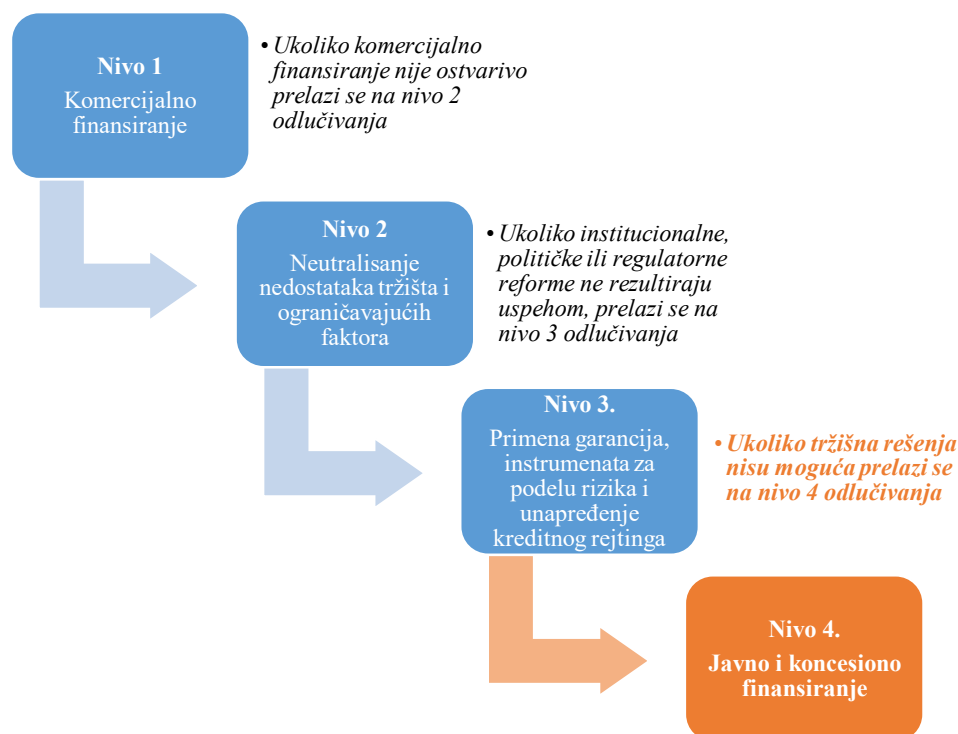
Nesavršenosti tržišta kapitala i ograničenja sa kojima se suočava sektor mikro, malih i srednjih preduzeća u pristupu finansijama uzrokovanih nedostatkom kolaterala i asimetričnim informacijama, se u određenoj meri mogu ublažiti šemom kreditnih garancija. Ukoliko se javni sektor pojavi u ulozi garanta za kredite, banke su znatno voljnije da obezbede kreditne linije za sektor mikro, malih i srednjih preduzeća jer na taj način obezbeđuju zaštitu od kreditnog rizika u obliku finansijske garancije prvog gubitka. Visoke kamatne stope na kredite mikro, malim i srednjim preduzećima poslovne banke zaračunavaju zbog nedostatka kolaterala dovoljne vrednosti i percipiranog visokog rizika investicije. Ovim vidom garancija se može uvideti na koji način se javnim politikama može odgovoriti na potrebe tržišta i eventualno popuniti određene praznine na finansijskom tržištu, obezbediti finansiranje sektora mikro, malih i srednjih preduzeća koja se suočavaju sa preprekama u pristupu kreditima i apostrofirati važnost saradnje privatnog i javnog sektora za održiv razvoj i uspešnu projektnu implementaciju (EIB, 2015).

Važno pitanje koje se nameće jeste pitanje oportunističkog ponašanja, jer se javljaju dva važna troška izdavanja kreditnih garancija: negativna selekcija i moralni hazard. Naime, banke nekada nisu u situaciji da u dovoljnoj meri razlikuju dobre i loše projekte, a privatni investitori mogu u slučajevima kada su njihove investicije osigurane garancijama javnog sektora prihvatiti i rizičnije projekte jer se osećaju zaštićenim dok neko drugi snosi cenu tog rizika. Na taj način, kreditne linije bivaju odobrene rizičnijim zajmoprimcima, što rezultira neefikasnom alokacijom resursa (Saito, 2014). Na ovaj način se vrši transfer rizika sa privatnog na javni sektor. Iz pomenutog razloga, garancije ne pokrivaju punu vrednost, već 30%-80% vrednosti kredita (Hamp, Rispoli & Agwe, 2014). Takođe, i privatni i javni sektor su uložili finansijska sredstva i ukoliko investicija ostvari uspešan poslovni ishod, oba sektora ostvaruju prinos po utvrđenim stopama. Ukoliko investicija rezultira neuspehom, javni sektor nadoknađuje privatnim investitorima njihova inicijalna ulaganja kako bi početni rizik bio pokriven. Čak i u situacijama, kada investicija ne ostvari uspeh, javni sektor može ostvariti društvenu korist i povraćaj sredstva, što je ujedno i predstavljalo razlog prihvatanja rizika (Runde, Chandler, Wyer, Savoy & Patterson, 2011).

- Vodopad model (*Waterfall model*)

Ovaj vid mešovitog finansiranja koriguje nedostatke prethodnog modela jer dobiti i gubici za javne i privatne investitore na kraju bivaju izbalansirani. Suština je u tome da i privatni i javni investitori ostvaruju prinose, ali u različitim vremenskim intervalima i po različitim stopama (OECD, 2018). Vodopad model funkcioniše po principu da se unapred odredi stopa prinosa razvojnog projekta koja je garantovana privatnom sektoru. To je obično stopa prinosa ispod uobučajene za privatni sektor, ali je garantovana od strane javnog sektora. Sav ostvaren prinos realizovanog razvojnog projekta do garantovane stope odlazi privatnom sektoru. U situacijama kada je ostvarena stopa prinosa jednaka ili manja od stope koja je garantovana privatnom sektoru, sva finansijska sredstva ostaju privatnom sektoru. Ukoliko investicija ostvari duplo veću stopu prinosa na uložena sredstva od stope koja je garantovana privatnom sektoru, privatni i javni investitori ostvaruju balansirane prinose. Ukoliko razvojni projekat ostvari i dodatna finansijska sredstva, iznad stope koja obezbeđuje uravnotežene prinose investitora, ta sredstva bivaju isplaćena javnom sektoru kao premija za prihvaćeni rizik (Savoy & Milner, 2018).

Slika 15. Ilustracija algoritma kaskadnog pristupa odlučivanja u cilju maksimizacije finansiranja razvoja



Izvor: IMF, *Maximizing Financing for Development: Leveraging the Private Sector for Growth and Sustainable Development*, 2017. i IFC, *Strategy and Business Outlook update FY20-FY22*, 2019.

- Kaskadni pristup i maksimiziranje finansiranja razvoja (*Maximizing Financing for Development – MFD*)

Kaskadni vid finansiranja razvoja podrazumeva određivanje najboljeg instrumenta za finansiranje razvoja, odnosno korišćenje stabla odlučivanja za izbor adekvatnog finansijskog alata prilagođenog specifičnostima razvojnog projekta (Savoy & Milner, 2018). Fokus je na privatnom sektoru i intenziviranju njihovih investicija u razvojne projekte i popunjavanju gema koji nedostaje za realizaciju ultimativnih ciljeva razvoja poput iskorenjivanja ekstremnog siromaštva, inkluzivnog rasta, dobrog upravljanja, podsticanja zajedničkog prosperiteta, ekološke i društvene održivosti. Uloga privatnog sektora nije samo kao izvora finansijske potpore, već i kao nosioca inovacija i stručnosti. Tek u situacijama kada ne postoji mogućnost i kada nisu ispunjeni uslovi da razvojni projekat bude finansiran sredstvima privatnih investitora, daje se

mogućnost javnom sektoru da participira. Prioritet je optimizacija korišćenja javnih resursa i nenametanje javnom sektoru neodrživog nivoa duga i potencijalnih obaveza (IMF, 2017).

- Tehnička pomoć (*Technical Assistance – TA*)

Finansijska sredstva su neophodna za iniciranje razvojnih investicija, ali za uspešnu realizaciju i komercijalizaciju projektnih ideja je od važnosti i tehnička pomoć koju pružaju donatorske i filantropske agencije. Tehnička pomoć ne podrazumeva direktno ubrizgavanje kapitala, već je cilj da se prati životni ciklus projekta i kontinuirano radi na ostvarenju finalnih pozitivnih ishoda. Eksperti svojim stručnim savetima i iskustvom mogu doprineti uspešnoj implementaciji projekta i ostvarenju viših stopa prinosa (OECD, 2015). Više od trećine ugovora o mešovitom finansiranju u toku 2020. godine je bilo povezano sa mehanizmima tehničke pomoći za izgradnju kapaciteta u koje se investiralo, što je u krajnjoj instanci rezultiralo i smanjenjem rizika i nižim transakcionim i troškovima proizvodnje. Ipak, treba konstatovati da je vrednost transakcija mešovitog finansiranja sa ovom komponentom smanjena sa 55 miliona dolara (prosečna vrednost transakcija u periodu 2015-2017) na 39 miliona dolara (prosečna vrednost transakcija u periodu 2018-2020). Tehnička pomoć može biti od velike koristi novim investitorima u oblastima koje se tradicionalno smatraju visokorizičnim kao što je sektor poljoprivrede i može obuhvatati transakcije (npr. unapređenje standarda zaštite životne sredine) koje se sprovode u periodima pre ili posle investiranja, a doprinose uspešnoj realizaciji investicija (Convergence, 2021).

2.3.3. Značaj mešovitog finansiranja u podršci održivom razvoju

Globalni kombinovani finansijski tokovi su u toku 2020. godine bili na nivou od 4.5 milijardi dolara, što je za oko 50% niže u poređenju sa tokovima u 2019. godini, što pokazuje Grafikon 19. Od 2015. godine vrednost godišnjih tokova kapitala u proseku iznosi oko 9 milijardi dolara, a prosečan broj zatvorenih transakcija na godišnjem nivou je 55. Prema projekcijama, u toku 2021. godine se očekuje značajan porast tokova mešovitog finansiranja razvoja, ali svakako se ne predviđa dostizanje nivoa iz 2019. godine (Convergence, 2021). Glavne investicione barijere sa kojima se suočavaju privatni investitori kroz mešovito finansiranje jesu visok percipirani rizik i ostvarenje nižeg prinosa u poređenju sa investicijama koje nose isti nivo rizika. Menadžeri fondova i donatori su smanjili ili odložili prikupljanje sredstava za 2020. godinu sa ciljem da se mobilizacija sredstava pokrene kada se tržišta stabilizuju i kada investitori budu bili u mogućnosti da nastave sa svojim aktivnostima u onom obimu kao pre izbijanja *Covid-19* krize. Mnogi donatori i privatni investitori trenutno su fokusirani na zaštitu postojećih portfolija od negativnih posledica koje je izazvala pandemija, što ih je u određenoj meri odvratilo od

finansiranja novih projekata (OECD/UNCDF, 2020). Samim tim, smanjeno je i učešće investicija privatnog sektora u transakcijama mešovito finansiranja sa 2.2 milijarde dolara, koliko je iznosilo 2019. godine na 1.1 milijardu dolara u 2020. godini (Convergence, 2021).

Grafikon 19. Tržište mešovito finansiranja, 2010-2021.



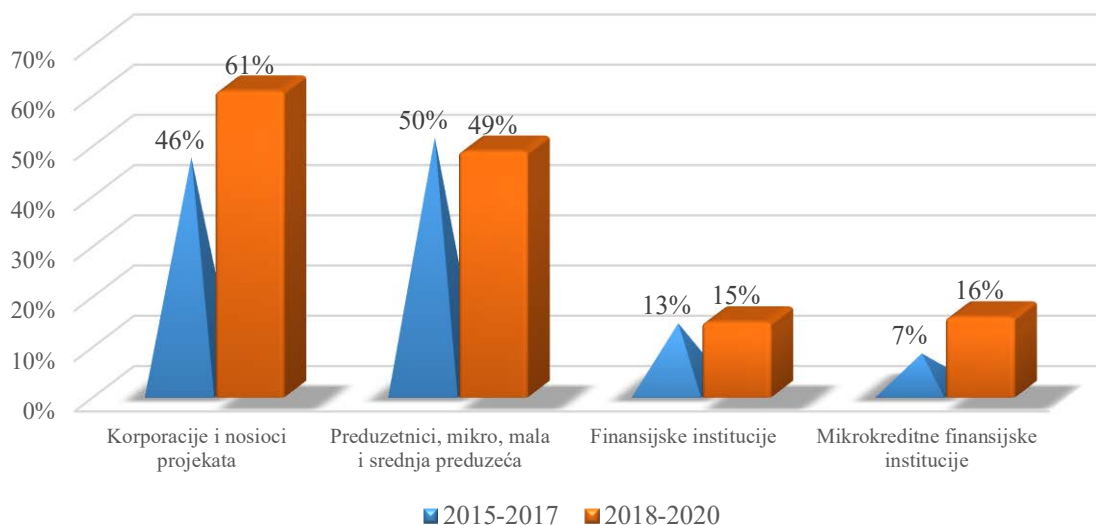
Izvor: Convergence, *The State of Blended Finance*, 2021.

U toku 2020. godine više od trećine transakcija mešovito finansiranja je povezano sa energetske sektorom (35%), a zatim slede sektori poljoprivrede (28%) i finansijskih usluga (26%) (OECD, 2021i). Najzastupljeniji direktni korisnici mešovito kapitala od 2015. godine su korporacije na koje se odnosi najveći udeo transakcija od oko 60%. Među važnim direktnim korisnicima mešovito kapitala su i preduzetnici, mikro, mala i srednja preduzeća, kao i mikrokreditne finansijske institucije (Grafikon 20).

Neke od kritika upućenih mešovito finansiranju od strane Globalne mreže za mešovito finansiranje (*Convergence*) glase da se favorizuju zemlje sa srednjim dohotkom, da nije zastupljena transparentnost u dovoljnoj meri, da je veća naklonjenost stranim na štetu lokalnih investitora, da može dovesti do pojave moralnog hazarda i „subvencionisanja“ rizika na račun poreskih obveznika (Larrea, 2021; Savoy & Milner, 2018). Većina kritika je ujedno i kritika razvojnih finansijskih institucija. Posledično, pomenuti model finansiranja razvoja treba koristiti u situacijama kada privatni sektor treba da ima primarno učešće. Naime, razvojne finansijske institucije su veoma značajne za nerazvijene zemlje i zemlje pogođene sukobima kojima su investicije privatnog sektora neophodne za pokretanje razvoja. Međutim, privatni investitori usled percipiranog visokog nivoa rizika nisu spremni za ulaganja, te su stoga ove zemlje, zajedno

sa zemljama sa niskim dohotkom, nekada nedovoljno atraktivne za investitore. Međutim, upravo u ovim zemljama mešovito finansiranje i razvojne finansijske institucije najbolje funkcionišu i ostvaruju pravu katalitičku ulogu u mobilisanju finansijskih sredstava i ublažuju i redukuju rizike (Pereira, 2017).

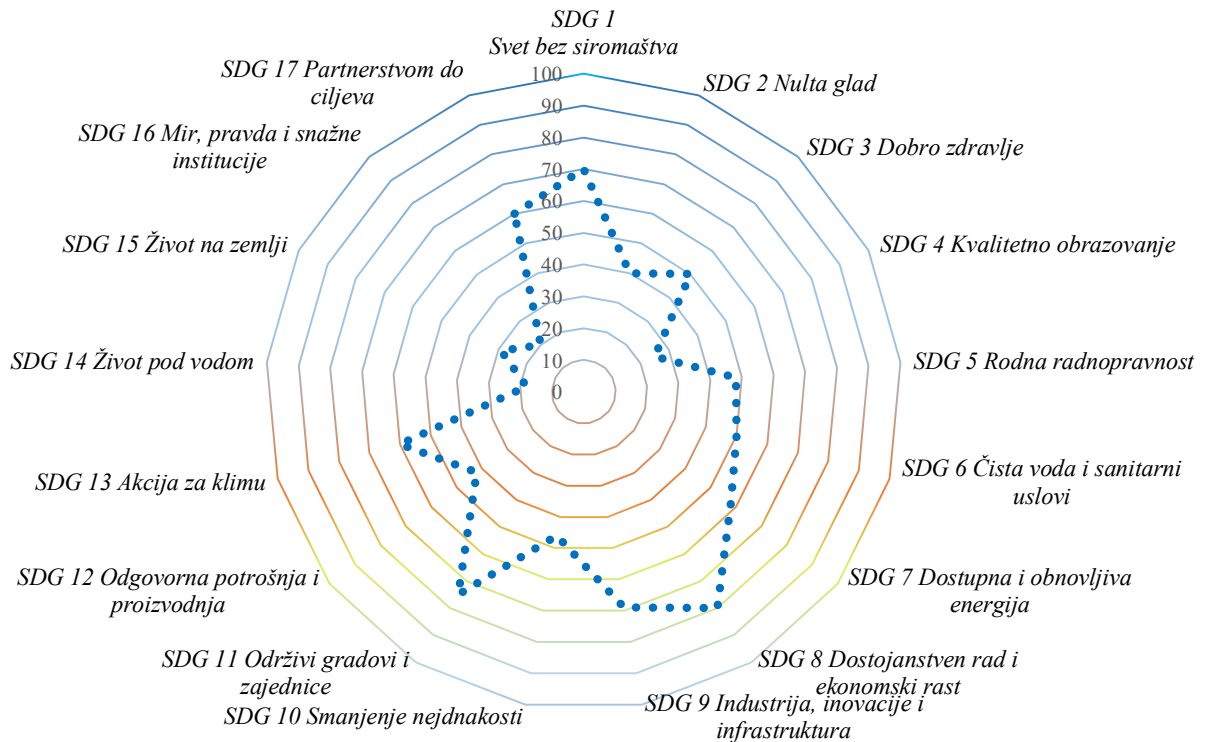
Grafikon 20. Udeo zatvorenih transakcija mešovitog kapitala prema direktnim korisnicima, 2015-2020.



Izvor: Convergence, *The State of Blended Finance*, 2021.

Kada se govori o sprezi mešovitnog finansiranja i održivog razvoja, mešovito finansiranje doprinosi onim ciljevima održivog razvoja koji zahtevaju investicije i koji mogu da generišu prihode. Prema istraživanjima, oko polovina sredstava potrebnih za ostvarenje ciljeva održivog razvoja u zemljama u razvoju se može predstaviti u vidu investicija. Stoga je i za očekivati da će mešovito finansiranje znatno više biti usklađeno sa ciljevima poput Dostojanstven rad i ekonomski rast (cilj 8) i Klimatske akcije (cilj 13) nego sa ciljem Mir, pravda i jake institucije (cilj 16). O tome svedoči i OECD istraživanje o povezanosti mešovitog finansiranja sa pojedinačnim ciljevima održivog razvoja čiji rezultati su prezentovani na Grafikonu 21. Cilj koji je najviše targetiran mešovitim finansiranjem je pomenuti cilj 8 koji se odnosi na radna mesta i ekonomski razvoj. Zatim slede ciljevi koji se odnose na industriju, inovacije i infrastrukturu (cilj 9), obnovljivu energiju (cilj 7), klimatske promene (cilj 13), smanjenje siromaštva i gladi (ciljevi 1 i 2) i zajedničku akciju i partnerstvo ka globalnom napretku (cilj 17) (OECD, 2018).

Grafikon 21. Povezanost mešovito financiranja sa ciljevima održivog razvoja, 2018.



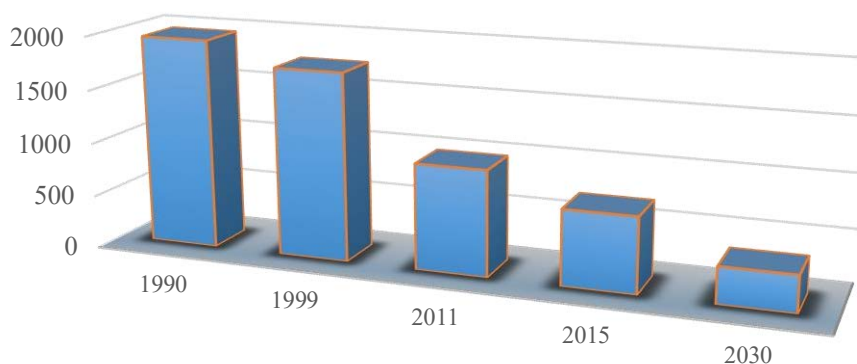
Izvor: OECD, *Making Blended Finance Work for the Sustainable Development Goals*, 2018.

Finansiranje cilja održivog razvoja koji se odnosi na nultu glad (cilj 2) je posljednjih godina dobilo na značaju, o čemu govori podatak da je dve trećine ukupnog kapitala izdvojenog za ostvarenje ovog cilja obezbeđeno u posljednje tri godine. Na taj način se može sagledati rastuća efikasnost kapitala iz kombinovanih izvora u kontekstu smanjenja siromaštva i gladi. Kako je već istaknuto, to se postiže investicijama u sektor poljoprivrede i obezbeđenjem proizvodnje hrane u zemljama u razvoju (United Nations Global Compact, 2020). Takođe, oko polovine ukupnih transakcija povezanih sa ciljevima održivog razvoja uključuje komponentu klimatskih promena (ciljevi 7,11,12,13,14,15) koje su mobilisale 105 milijardi dolara kapitala u toku 2020. godine. Dalja očekivanja su da transakcije koji imaju integrisan klimatski fokus preuzmu primat u kombinovanom finansiranju (Convergence, 2021). S druge strane, najmanje pozitivnih uticaja je ostvareno u oblastima biodiverziteta, prirodnih resursa, reformisanja i jačanja institucija i uspostavljanja vladavine prava (ciljevi 14, 15 i 16). Stoga, kako je prethodno konstatovano, ovaj vid finansiranja nema isti potencijal za doprins svim razvojnim ciljevima i nije pravi alat za primenu u svim kontekstima razvoja. Na taj način se ostavlja prostor za dalje unapređenje mešovito financiranja i ciljano traženje novih privatno-javnih pristupa razvojnom finansiranju (OECD, 2018).

2.4. Nejednakosti, siromaštvo i održivi razvoj

Smanjenje nejednakosti i iskorenjivanje siromaštva predstavljaju ciljeve održivog razvoja. Na globalnom planu *Covid-19* kriza je uticala na rast globalne nezaposlenosti i smanjenje prihoda zaposlenih. Najveći teret pomenute krize snose najnerazvijenije zemlje. Mnogobrojne studije su potvrdile da je rast ekonomskih nejednakosti negativno korelisan sa rastom bruto domaćeg proizvoda, da produžava trajanje recesije i da urušava efikasnost borbe protiv siromaštva (Ostry, Berg & Tsangarides, 2014).

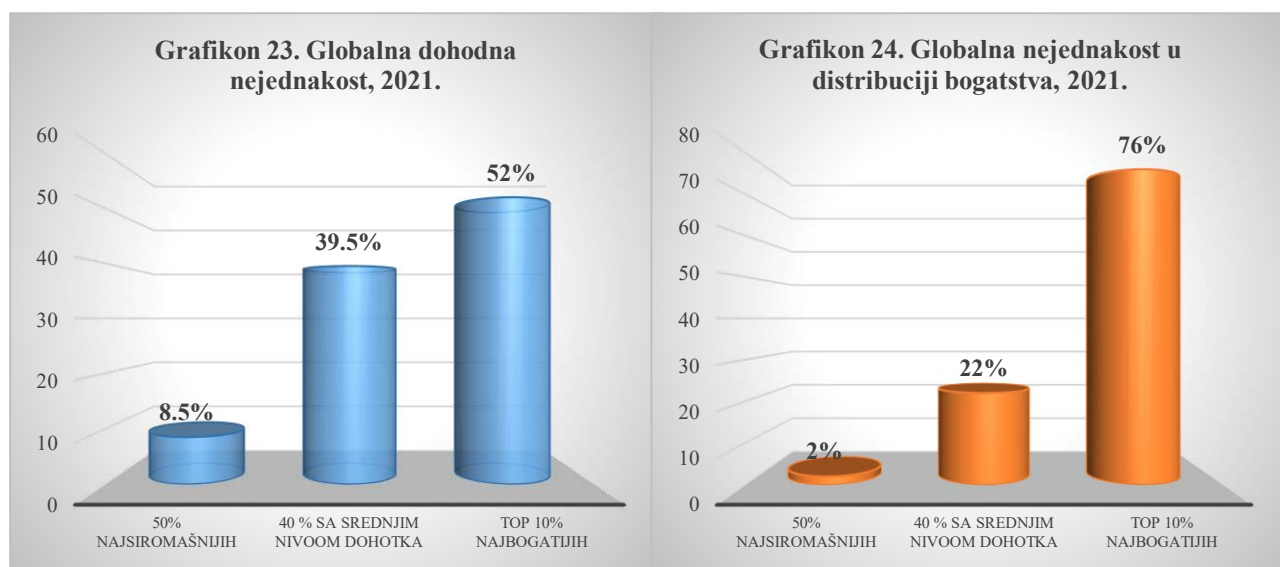
Grafikon 22. Broj siromašnih koji žive sa manje od 1,9 \$ na dan u svetu u milionima, 2016.



Izvor: World Bank, *Global Monitoring Report*, 2016.

Ekonomski rast treba da bude inkluzivan kako bi obezbedio održiva radna mesta i promovisao jednakosti. Prema procenama Svetske banke, ukupan broj siromašnih iznosi 1,3 milijarde u 75 najsiromašnijih zemalja, pri čemu je najviše siromašnih u Sub-saharskoj Africi gde više od 400 miliona ljudi živi u ekstremnom siromaštvu. Načini za suzbijanje siromaštva se ogledaju u jačanju institucija, mobilisanju investicija i promociji privatnog preduzetništva, dok ostvarenje visoko postavljenog cilja održivog razvoja koji se odnosi na iskorenjivanje siromaštva zahteva ogromna finansijska ulaganja koja se mere u hiljadama milijardi dolara. Stopa siromaštva je zabeležila pad sa 37% na 29% u periodu od 1990. do 1999. godine. Nakon toga, pad stope siromaštva je nastavljen i 2011. godine, kada je dostigla nivo od 11%, nastavljajući da opada i u narednim godinama, ali umerenijim tempom. Prema predviđanjima Svetske banke, do 2030. godine stopa siromaštva bi trebalo da se kreće između 3% i 6% (World Bank, 2016).

Nejednakosti ostvaruju mnogobrojne negativne implikacije na ekonomiju. Veća nejednakost u prihodima i bogatstvu rezultira i većim nejednakostima u pristupu kreditima ili sredstvima za proizvodnju jer siromašnija domaćinstva nisu u mogućnosti da kolateralom ili drugim vidovima garancija pokriju rizik neizmirenja obaveza. Nejednak pristup obrazovanju i zdravstvenoj zaštiti je, takođe, jedan od pokazatelja neravnomerne distribucije dohotka. Naime, bogatiji slojevi društva su u prilici da se preorijentišu na privatne fondove zdravstvenog osiguranja, kao i na privatne obrazovne ustanove i samim nefinansiranjem pomenutih javnih usluga učine ih teže dostupnim pojedincima sa nižim dohotkom (Weide & Milanović, 2018). Nepodsticanje tražnje, inovativnosti, rasta produktivnosti i izražena nejednakost u raspodeli dohotka u kojoj je stanovništvo sa najnižim prihodima suočeno sa velikim egzistencijalnim rizikom ima svoju cenu koja rezultira nižim ekonomskim rastom u budućnosti. Bez odgovarajućih institucija, nejednakosti dovode do koncentracije političkog uticaja onih koji teže stvaranju ili očuvanju nejednakih mogućnosti (UNDESA, 2020).



Izvor: Chancel, Piketty, Saez & Zucman, *World Inequality Report*, 2021.

Poslednjih decenija, nivo globalne dohodne nejednakosti je uvek bio visok. Udeo 10% najbogatijih u globalnom dohotku je oscilirao između 50% i 60%, dok je učešće 50% stanovništva sa dna hijerarhijske lestvice distribucije dohotka iznosilo 5%-10% globalnog prihoda. Takođe, udeo 1% najbogatijih u globalnom dohotku je konstantno tri do četiri puta bio veći od udela 50% stanovništva sa najnižim prihodima. Takođe, ovaj udeo stanovništva je ujedno prisvojio 38% dodatno kumuliranog bogatstva od sredine devedesetih godina dvadesetog veka i od tada je njihovo bogatstvo raslo po godišnjoj stopi 6%-9%, dok je prosečno bogatstvo raslo po stopi od oko 3% godišnje (Chancel & Piketty, 2021). Gini koeficijent se zasniva na poređenju kumulativnih proporcija stanovništva sa kumulativnim proporcijama dohotka koji zarađuju i

kreće se u rasponu od 0 (savršena jednakost) do 100 (savršena nejednakost). Prema podacima o vrednostima Gini koeficijenta za 2020. godinu (Grafikon 25), prvih 5 zemalja sa najnižim nivoom dohodnih nejednakosti su Azerbejdžan, Slovenija, Slovačka, Moldavija i Češka, dok su zemlje sa najvišim vrednostima ovog koeficijenta od preko 50% i ujedno sa najviše izraženim nejednakostima u distribuciji dohotka Bocvana, Mozambik, Zambija, Namibija i Južnoafrička Republika. Odnos dohotka 20% najbogatijih prema dohotku 20% najsiromašnijih je prezentovan u Tabeli 7. Prosečna vrednost ovog racija za zemlje Evropske unije je 5, dok Bugarska i Turska beleže najviše vrednosti pokazatelja distribucije dohotka 20/20. Prosečna godišnja zarada pojedinca iz grupe 10% najbogatijih iznosi 87.200 evra, dok je prosečna zarada pojedinca sa dna lestvice distribucije dohotka 2.800 evra na godišnjem nivou. Globalne nejednakosti u bogatstvu su još izraženije od nejednakosti u dohotku. Najsiromšnija polovina svetske populacije gotovo da i ne posuduje ikakvo bogatstvo, dok 10% stanovništva poseduje 76% ukupnog bogatstva (Chancel, Piketty, Saez & Zucman, 2021).

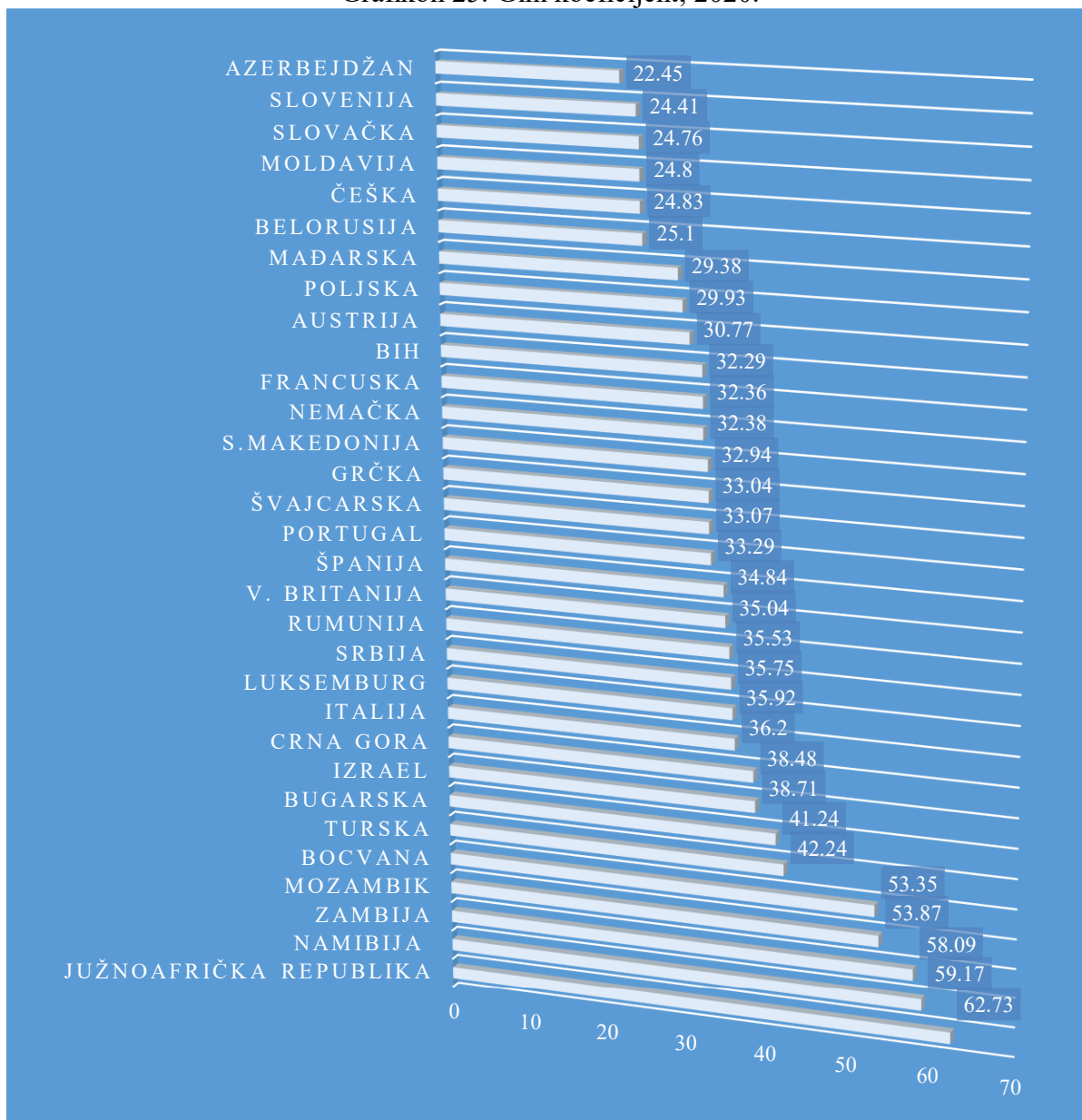
Pandemija je na različite načine uticala na zaposlenost i dohodnu nejednakost u razvijenim i manje razvijenim zemljama. Sa znatno više negativnih posledica se odrazila na manje obrazovane radnike koji obavljaju slabije plaćene poslove nego na obrazovane kategorije radnosposobnog stanovništva. To se može objasniti sledećim argumentima: visoko obrazovani zaposleni na bolje plaćenim pozicijama u razvijenim zemljama su u toku pandemije dobili mogućnosti prelaska na specifičan oblik obavljanja rada a to je rad od kuće. Na taj način, pandemija nije uticala na smanjenje dohotka ove kategorije zaposlenih. Za razliku od njih, pandemija je uticala na dohodak radnika sa niskim stepenom obrazovanja i kvalifikacijama, ali u razvijenim zemljama taj pad je neutralisan državnim programima pomoći. Stoga, može se zaključiti da u razvijenim zemljama pandemija ne samo da nije uticala na rast dohodne nejednakosti, već je u određenoj meri i redukovala (Deaton, 2021).

U nerazvijenim zemljama je ograničena mogućnost prelaska na „rad na daljinu“ u sadejstvu sa izostankom finansijske podrške države ugroženim kategorijama društva uticala na rast dohodne nejednakosti, najviše pogodivši zaposlene sa niskim stepenom obrazovanja i niskim prihodima. S druge strane, pandemija je ujedno otkrila i ranjivost „outsajdera“ na tržištu rada jer gotovo svi gubici prihoda koji se vezuju za prvu polovinu 2020. godine (januar-maj) se odnose na samozaposlene, uključujući i one sa najvišim primanjima. Ističe se i važnost prethodno nastalih socijalnih davanja i uspostavljanja države blagostanja i ukazuje na to da zemlje koje su više sredstava izdavajale za socijalnu zaštitu od početka pandemije su manje sredstava trošile u vidu mera podrške (Fiala & Watts, 2020).

Istraživanja pokazuju da su u proteklih 40 godina zemlje značajno povećale svoje bogatstvo, ali da su istovremeno njihove vlade siromašnije jer je najveći udeo tog bogatstva koncentrisan u rukama privatnog sektora. Ovaj trend je dodatno podstaknut i tokom *Covid-19* krize kada su se vlade zaduživale kod privatnog sektora pozajmljujući u proseku 10%-20% bruto domaćeg

proizvoda. Ovakva konstelacija odnosa u raspodeli bogatstva značajno imobilise kapacitete zemalja da nastave borbu sa nejednakostima u budućnosti, ali i da se suoče sa mnogobrojnim izazovima 21. veka poput klimatskih promena (Chancel, Piketty, Saez & Zucman, 2021).

Grafikon 25. Gini koeficijent, 2020.



Izvor: Statista, *Ranking of the Gini Index by Country, 2021.*

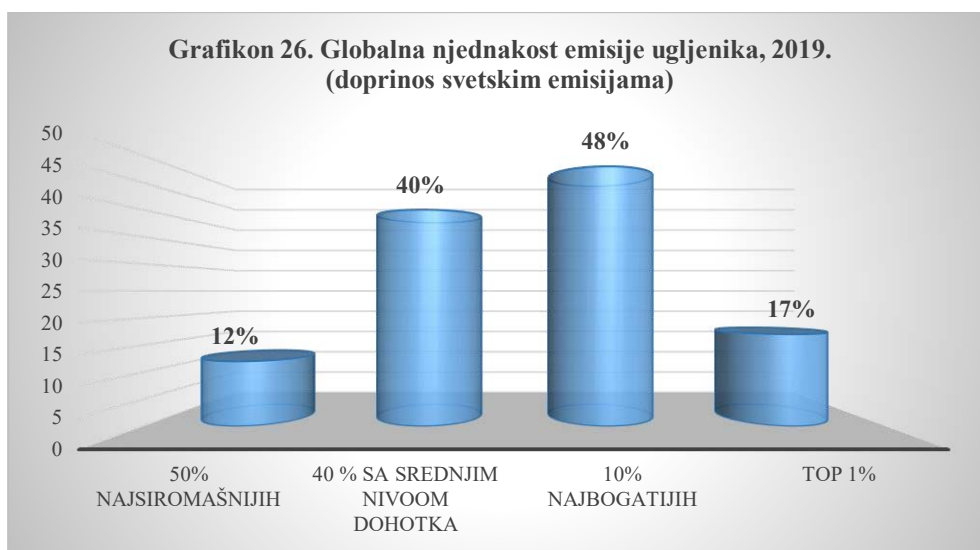
Tabela 7. Odnos dohotka 20% najbogatijih i dohotka 20% najsiromašnijih stanovnika, 2015-2020.

Zemlja	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EU - 27 zemalja	5.22	5.16	5.03	5.05	4.99	5.24
<i>Belgija</i>	3.83	3.85	3.84	3.79	3.61	3.65
<i>Bugarska</i>	7.11	7.69	8.23	7.66	8.10	8.01
<i>Češka</i>	3.51	3.50	3.40	3.32	3.34	3.34
<i>Danska</i>	4.08	4.06	4.08	4.11	4.09	4.00
<i>Nemačka</i>	4.80	4.62	4.49	5.07	4.89	6.47
<i>Estonija</i>	6.21	5.56	5.42	5.07	5.08	5.03
<i>Irska</i>	4.50	4.45	4.63	4.23	4.03	4.13
<i>Grčka</i>	6.51	6.55	6.11	5.51	5.11	5.15
<i>Španija</i>	6.87	6.60	6.59	6.03	5.94	5.77
<i>Francuska</i>	4.29	4.32	4.31	4.23	4.27	4.48
<i>Hrvatska</i>	5.16	5.00	5.03	5.00	4.76	4.61
<i>Italija</i>	5.84	6.27	5.92	6.09	6.01	6.00
<i>Kipar</i>	5.20	4.88	4.56	4.29	4.58	4.31
<i>Letonija</i>	6.51	6.20	6.30	6.78	6.54	6.27
<i>Litvanija</i>	7.46	7.06	7.28	7.09	6.44	6.14
<i>Luksemburg</i>	4.26	4.62	4.56	5.18	5.34	4.99
<i>Mađarska</i>	4.30	4.26	4.27	4.35	4.23	4.30
<i>Malta</i>	4.15	4.22	4.21	4.28	4.18	4.69
<i>Holandija</i>	3.82	3.93	3.99	4.05	3.94	4.15
<i>Austrija</i>	4.05	4.09	4.29	4.04	4.17	4.11
<i>Poljska</i>	4.92	4.76	4.56	4.25	4.37	4.07
<i>Portugal</i>	6.01	5.88	5.75	5.22	5.16	4.99
<i>Rumunija</i>	8.32	7.20	6.45	7.21	7.08	6.62
<i>Slovenija</i>	3.60	3.56	3.42	3.38	3.39	3.32
<i>Slovačka</i>	3.54	3.63	3.49	3.03	3.34	3.03
<i>Finska</i>	3.56	3.58	3.54	3.65	3.69	3.72
<i>Švedska</i>	4.06	4.25	4.27	4.13	4.33	4.12
<i>Norveška</i>	3.50	3.69	3.90	3.71	3.81	3.78
<i>Švajcarska</i>	4.48	4.42	4.63	4.50	4.75	4.89
<i>Crna Gora</i>	7.48	7.38	7.57	7.37	6.72	6.70
<i>S. Makedonija</i>	6.62	6.63	6.38	6.16	5.56	5.50
<i>Srbija</i>	10.70	11.02	9.38	8.58	6.46	6.06
<i>Turska</i>	8.61	8.65	8.68	8.66	8.35	9.20

Izvor: EUROSTAT, Database: *Goal 11 - Reduced Inequalities*, 2020.

Visoka i rastuća nejednakost inhibira napredak društva ka ciljevima održivog razvoja. Osim dohotka i bogatstva, prate se i druge dimenzije socio-ekonomskih dispariteta poput ekoloških nejednakosti. Globalna ekološka nejednakost uključuje nejednakost u pristupu prirodnim resursima, izloženosti zagađenju, doprinosima degradaciji životne sredine, nastanku katastrofa usled neodrživog korišćenja prirodnih resursa (Zechariah, Amegavi, Donkor & Mensah, 2021). U toku 2021. godine je proizvedeno oko 50 milijardi tona CO₂, od čega tri četvrtine potiče iz energetskog sektora i sagorevanja fosilnih goriva, 12% iz sektora poljoprivrede, 9% iz sektora

industrije (najviše kao posledica proizvodnje cementa) i 4% iz upravljanja otpadom. Istorijski posmatrano, emisija CO₂ po glavi stanovnika je 1850. godine iznosila 0.8 tona, da bi 1900. porasla na 2.7 tona, a tokom 1950. godine zabeležila dodatni rast i dostigla nivo od 4.3 tone. Osamdesetih godina dvadesetog veka je prisutan dalji rast emisije ugljenika po stanovniku (6.8 tona), da bi nakon pada na 5.8 tona u toku 2000. godine, došlo do ponovnog rasta tokom 2019. godine do iznosa od 6.6 tona. Smanjenje emisije od sredine sedamdesetih godina do 1980. godine je rezultat rasta populacije, kao i poboljšanja energetske efikasnosti nakon naftne krize sedamdesetih godina (IPCC, 2021). Maksimalni godišnji nivo emisije CO₂ po stanovniku za ostvarenje targetiranog ispodprosečnog globalnog zagrevanja je prezentovan u Tabeli 8. Održive emisije od 3.4 tone po stanovniku, koje nameće ograničenje porasta globalnih prosečnih temperatura do 2°C do 2050. godine, su na duplo nižem nivou od trenutnih prosečnih godišnjih vrednosti, odnosno na 6 puta nižem nivou za ostvarenje pomenutog cilja do 2100. godine (Carnevale & Sachs, 2019).



Izvor: Chancel, Piketty, Saez & Zucman, *World Inequality Report*, 2021.

Tabela 8. Održivi nivo emisije CO₂ po stanovniku (u tonama, godišnji nivo)

	Globalno zagrevanje od 1.5°C	Globalno zagrevanje od 2°C
2050.	1.1	3.4
2100.	0.4	1.1
<i>Trenutni nivo emisije CO₂ - 6.6 tona</i>		

Izvor: Carnevale & Sachs, *Roadmap to 2050*, 2019.

Jedna desetina populacije je odgovorna za gotovo polovinu (48%) svih emisija štetnih gasova u atmosferu, proizvodeći 31 tonu CO₂ po stanovniku godišnje (Grafikon 26). Proizvodnja ugljen-dioksida *per capita* 0.01% najbogatijih u svetskoj populaciji, za period od 1990. do 2019. godine

je skoro udvostručena i iznosi oko 2500 tona, dok polovina najsiromašnije populacije proizvodi svega 1.6 tona po stanovniku. S druge strane, za isti period posmatranja, doprinos 0.01% populacije rastu emisije ugljen-dioksida na globalnom nivou je skroman i iznosi svega 7%. Takođe, ako se u fokus analize postavi komparacija doprinosa rastu globalnih emisija CO₂ za period 1990-2019. godine jedne desetine svetske populacije (77 miliona pojedinaca) i polovine najsiromašnijih, uvideće se da je prva grupa odgovorna za 21% rasta emisije ugljen-dioksida, dok je doprinos globalnom rastu polovine najsiromašnijih u svetskoj populaciji svega 16%.

Tabela 9. Nejednakosti u emisiji CO₂, 1990-2019.

	Emisije <i>per capita</i> (t CO ₂)		Ukupne emisije (mlrd t CO ₂)		Rast emisija <i>per capita</i>	Rast ukupnih emisija	Udeo u rastu emisije
	1990	2019	1990	2019	(1990-2019)	(1990-2019)	(1990-2019)
Ukupna populacija	6.2	6.6	32	50.5	7%	58%	100%
50% najsiromašnijih	1.2	1.6	3.1	6.1	32%	96%	16%
40% sa srednjim dohotkom	6	6.6	13.3	20.4	4%	54%	39%
Top 10% najbogatijih	30	31	15.7	24	4%	54%	45%
Top 1%	87	110	4.5	8.5	26%	87%	21%
Top 0.1%	323	467	1.7	3.6	45%	114%	10%
Top 0.01%	1397	2531	0.7	2	81%	168%	7%

Izvor: Chancel, Piketty, Saez & Zucman, *World Inequality Report*, 2021.

Razvijene zemlje najviše proizvode i troše proizvode i usluge koji imaju negativne efekte po životnu sredinu. Pravedna tranzicija ka zelenim ekonomijama zahteva integraciju ekoloških ciljeva održivog razvoja sa ekonomskim i socijalnim politikama i može uticati na višu stopu oporezivanja bogatih i razvijenih zemalja koje svojim aktivnostima najviše ugrožavaju životnu sredinu. Na taj način se može uticati na zemlje da smanje proizvodnju i potrošnju proizvoda i usluga sa negativnim ekološkim posledicama ili pak da izdvoje finansijska sredstava za razvoj zelenih tehnologija koje će proizvoditi manje neželjenih efekata na zagađenje životne sredine (Milanović, 2021).

Ukupni poreski prihodi čine 30%-50% nacionalnog dohotka u bogatim zemljama, 15%-30% u zemljama u razvoju i manje od 10% u zemljama sa niskim dohotkom (OECD, 2021j). Najbogatiji slojevi društva danas u najvećoj meri poseduju finansijsku imovinu, pa bi samim tim transformisanje poreza na imovinu u moderne progresivne poreze, koji obuhvataju sve oblike imovine, bio veliki korak ka integrisanijem i koherentnijem poreskom sistemu. S obzirom na veliki obim koncentracije bogatstva i porast ukupnog bogatstva privatnog sektora u odnosu na nacionalni dohodak, progresivno oprezivanje bi moglo generisati značajne javne prihode u

iznosu od 1.6% globalnih prihoda koji se mogu reinvestirati u unapređenje obrazovanja, zdravstvene infrastrukture i zelenu tranziciju (Chancel, Piketty, Saez & Zucman, 2021).

2.5. Klimatske finansije i održivi razvoj

Klimatske promene dovode do ubrzane degradacije životne sredine, povećavajući učestalost, trajanje i intenzitet ekstremnih vremenskih i klimatskih nepravilnosti. Društva se suočavaju sa ekstremnim temperaturnim promenama, poplavama, sušama, olujama, porastom nivoa mora i drugim prirodnim opasnostima za koje se očekuje da će se u budućnosti manifestovati u još intenzivnijoj formi. Klimatske promene na direktan ili indirektan način ostvaruju uticaj na sredstva za zadovoljenje životnih potreba, zdravlje, ekonomsku aktivnost i produktivnost rada, zagađenje životne sredine, poljoprivrednu proizvodnju i cenu hrane (Hoegh-Guldberg, Jacob & Taylor, 2018).

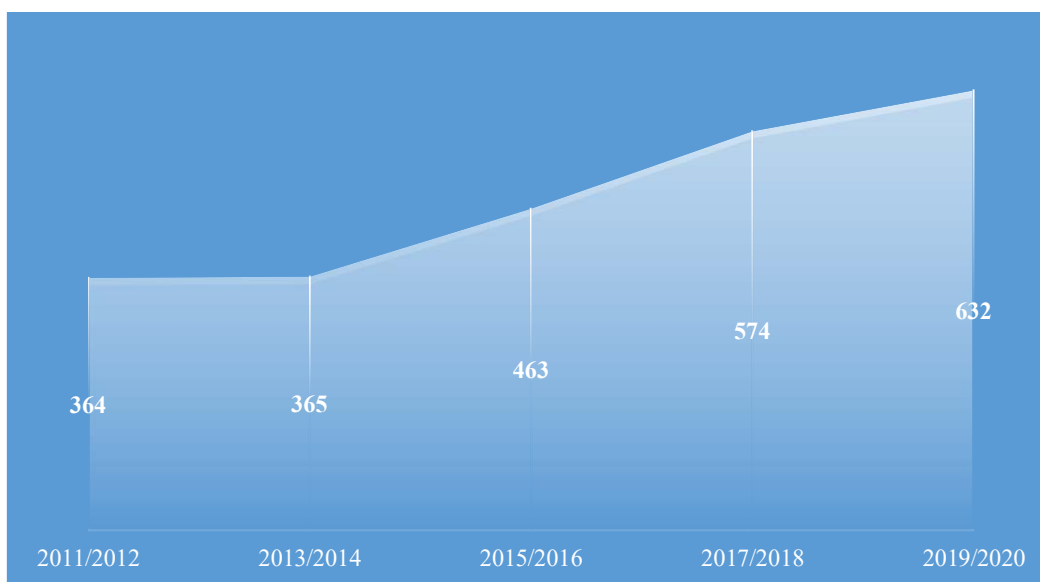
Poljoprivredna proizvodnja je osetljiva na vremenske prilike i samim tim pod direktnim je uticajem klimatskih promena. Prema procenama, u budućnosti će domaćinstva značajan deo dohotka trošiti na hranu, s obzirom na to da se očekuje rast cena hrane međunarodnih proizvođača u proseku za 20% do 2050. godine. Uprkos višim prihodima, poljoprivrednici neće biti u boljem položaju jer rastuće cene hrane neće moći da nadoknade smanjene prinose u poljoprivrednoj proizvodnji (PNAS, 2014).

Globalno zagrevanje destimuliše ekonomsku aktivnost i uzrokuje pad obima proizvodnje i produktivnosti rada koje posledično izazivaju negativne implikacije na održiv ekonomski rast. Takvom scenariju doprinose gubici u proizvodnji u industrijama pogođenim klimatskim promenama, porast rizika od nezgoda na radnom mestu i rast bolesti i smrtnih slučajeva izazvanih globalnim zagrevanjem. Prema procenama, klimatske promene će se odraziti na smanjenje projektovane globalne proizvodnje do 2100. godine za 23% i time dodatno podstaći nejednakosti u raspodeli dohotka (Burke, Hsiang & Miguel, 2015).

Klimatske promene mogu uticati na podsticanje rasta nejednakosti unutar i između zemalja i povećanje siromaštva. Prema procenama Svetske banke, klimatske promene ispoljavaju rizik da u narednih 10 godina bude 100 miliona više siromašnih (Hallegatte, Bangalore, Bonzanogo, Fay, Kane, Narloch, Rozenberg, Treguer & Vogt-Schilb, 2016). Tranzicija ka zelenoj ekonomiji zahteva integrisanje klimatskih ciljeva sa ekonomskim i socijalnim politikama koje imaju za cilj smanjenje ranjivosti, pružanje podrške onima koji su pogođeni klimatskim promenama i stvaranje radnih mesta i obezbeđenje dostojanstvenog rada. Klimatske finansije, transfer tehnologije i izgradnja kapaciteta mogu podržati zemlje u razvoju u sprovođenju pravedne tranzicije (Grigoryev, Makarov, Sokolova, Pavlyushina & Stepanov, 2020).

Klimatske promene su prepoznate kao veliki finansijski rizik od strane finansijskog sektora. Klimatsko finansiranje podrazumeva lokalno, nacionalno ili transnacionalno finansiranje (iz javnih, privatnih ili alternativnih izvora) u svrhu pružanja podrške akcijama preduzetim povodom ublažavanja posledica i prilagođavanja klimatskim promenama. Adaptacija na klimatske promene ima za cilj smanjenje ranjivosti, rizika i povećanje otpornosti na klimatske promene, dok finansije za ublažavanje posledica klimatskih promena smanjuju ili ograničavaju emisije gasova staklene bašte. U cilju zelenog rasta, prepoznata je važnost dugoročnih strukturnih promena, kao što je prelazak na tehnologije obnovljivih izvora energije i usvajanje koncepta niskokarbonskog razvoja (EBRD, 2021).

Grafikon 27. Globalni tokovi klimatskih finansija-dvogodišnji proseci u milijardama \$, 2021.



Izvor: Climate Policy Initiative, *Global Landscape od Climate Finance*, 2021.

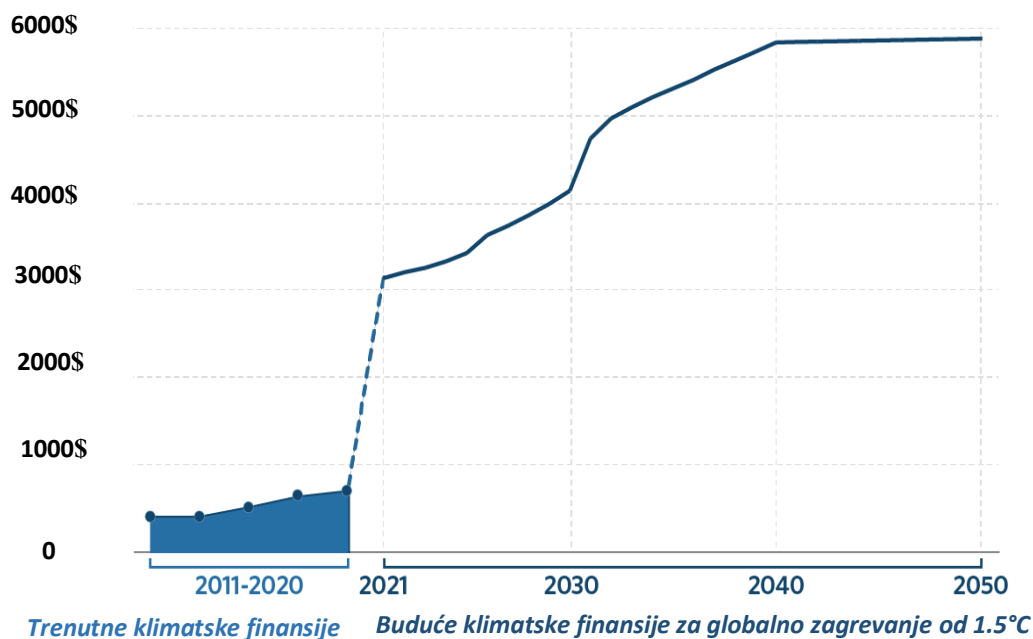
Globalne klimatske finansije, prema poslednjim podacima za 2019/2020. godinu iznose 632 milijarde dolara. Ono što se može zaključiti na osnovu Grafikona 27. jeste da je ostvaren rast klimatskih finansija, ali po umerenoj stopi od 10%. Ako se posmatra razdoblje od 2013/2014 do 2018/2019, klimatske finansije su rasle za približno 25% iz perioda u period. Takođe, treba uzeti u obzir da će ovi tokovi biti dodatno smanjeni nakon procene posledica *Covid-19* krize, što, uz već dva i po puta smanjen rast u odnosu na prethodne godine, nije preterano optimistično za održivi razvoj (Climate Policy Initiative, 2021).

Polovinu tokova klimatskih finansija (51%) obezbeđuju javni akteri, među kojima dominantno učešće imaju razvojne finansijske institucije koje finansiraju 69% ovih tokova u iznosu od 219 milijardi dolara, dok ostatak sredstava obezbeđuju državne finansijske institucije (14%) i vlade (17%). Investitori privatnog sektora učestvuju u klimatskom finansiranju sa 49% (310 milijardi

dolara), pri čemu u strukturi najveći rast sa 18% na 39% ostvaruju komercijalne finansijske institucije koje obuhvataju banke i druge finansijske organizacije, kao i kompanije koje se bave pozajmljivanjem finansijskih sredstava u svom redovnom poslovanju. Uloga banaka kao posrednika u trgovini zelenim finansijskim instrumentima duga je veoma značajna. Pored komercijalnih finansijskih institucija, koje obezbeđuju 122 milijarde dolara, odnosno 39% finansiranja klimatskih investicija, značajno učešće imaju i korporacije sa doprinosom akcijama za klimu u vrednosti od 124 milijarde dolara. Dug je dominantan instrument klimatskih finansija (61%), ulaganja u kapital čine 33% ukupnih finansijskih sredstava izdvojenih za klimatske promene, dok grantovi obuhvataju 6% finansijskih tokova (Climate Policy Initiative, 2021).

Do 2030. godine, klimatske finansije bi trebalo da se povećaju skoro 7 puta do iznosa od 4350 milijardi dolara kako bi se ostvario cilj ograničenja globalnog zagrevanja od 1.5°C. Potrebne su podsticajne politike i inovativna finansijska rešenja kako bi se obezbedile potrebne investicije. S druge strane, svi javni i privatni akteri bi trebalo da usklade svoje poslovne prakse, investicije i portfolija sa globalnim zajedničkim ciljem ograničenja globalnog zagrevanja (Climate Policy Initiative, 2021).

Grafikon 28. Tokovi klimatskih finansija i procenjene prosečne godišnje potrebe do 2050. u milijardama \$



Izvor: Climate Policy Initiative, *Global Landscape od Climate Finance*, 2021.

Većina klimatskih finansija se odnosi na ublažavanje posledica klimatskih promena (571 milijarda dolara), dok preuzete obaveze u oblasti finansiranja prilagođavanja na klimatske

promene iznose 46 milijardi dolara. Dodatnih 15 milijardi dolara je upotrebljeno za finansiranje projekata sa obostranim ciljevima (ublažavanje posledica i adaptacija na klimatske promene). Javni sektor finansira skoro celokupne finansijske potrebe za prilagođavanje klimatskim promenama, dok sredstva za ublažavanje negativnih efekata u najvećoj meri obezbeđuje privatni sektor. Takođe, razvojne finansijske institucije učestvuju sa 80%, odnosno 36.8 milijardi dolara u finansiranju prilagođavanja klimatskim promenama, pri čemu multilateralne razvojne finansijske institucije ostvaruju najveći doprinos (35%) u iznosu od 16.1 milijardi dolara (Climate Policy Initiative, 2021).

Godišnje investicije u obnovljive izvore energije bi trebalo najmanje utrostručiti kako bi se ostvario cilj globalnog zagrevanja od 1.5°C do 2050. godine. Potrebno je ostvariti rast sa trenutnih 324 milijardi dolara na iznos između 800 i 1900 milijardi dolara na godišnjem nivou, koliko iznose procenjene potrebe. Nacionalne razvojne finansijske institucije su obezbedile 28 milijardi dolara, odnosno 28% javnih investicija u obnovljive izvore energije. Bilateralne i multilateralne razvojne finansijske institucije su obezbedile 5%, odnosno 10% investicija, respektivno (Climate Policy Initiative, 2021).

U narednih 10 godina, prema procenama, biće potrebno investirati 93000 milijardi dolara u energetske, vodnu i transportnu infrastrukturu kako bi ih učinili niskougljeničnim. Kao sastavni deo postizanja tog investicionog cilja javljaju se procenjeni inkrementalni troškovi u iznosu od 4.5% u odnosu na uobičajeno poslovanje. Koristi ostvarivanja tranzicije ka zelenom niskougljeničnom rastu su višestruke i ogledaju se u poboljšanju zdravlja, energetske efikasnosti, odvijanja saobraćaja i značajno prevazilaze procenjene troškove. Da bi postojala šansa da se globalno zagrevanje ograniči na manje od 2°C, investicije u energetske sektor do 2035. godine treba da dostignu nivo od 35000 milijardi dolara, što je svega 10% više u odnosu na trenutne politike (OECD, 2015a). Investicioni kapital treba preusmeriti sa opcija koje podrazumevaju visoke emisije ugljenika na one koje su niskokarbonske.

Pokrenuta političkim akcijama, tehnološkim inovacijama i neophodnošću suočavanja sa klimatskim promenama, nova energetska ekonomija (*New Energy Economy*) je u nastajanju. O tome svedoči i 2020. godina koja je uprkos opterećenju *Covid-19* krizom zapažena po rastućim rezultatima u oblasti obnovljivih izvora energije (energija vetra i solarna fotonaponska energija), dok je prodaja vozila na električni pogon rekordna. *Covid-19* krizu i klimatsku krizu ne treba odvojeno analizirati, već sve donete odluke posmatrati u kontekstu budućih implikacija na klimatske promene i kreiranja održive i inkluzivne budućnosti. Nova energetska ekonomija podrazumeva upotrebu čistijih tehnologija, donosi porast efikasnosti i viši stepen elektrifikacije (Mills, 2019). Udeo električne energije u svetskoj finalnoj potrošnji energije poslednjih decenija beleži rast i trenutno iznosi 20%. Pouzdanost u snabdevanju i pristupačnost električne energije će u narednom periodu biti još značajnija za sve životne aspekte stanovnika, kao i za blagostanje u državama. Ipak, ako se osvrnemo na 2021. godinu, pored zavidnih rezultata u oblasti obnovljivih

izvora energije i električne mobilnosti, ostvaren je rast upotrebe uglja i nafte, kao i drugi po redu najveći godišnji rast emisije CO₂ u historiji. Energetski sektor je zaslužan za tri četvrtine emisija, stoga je ovaj sektor ključan za rešavanje problema klimatskih promena. Do 2050. godine, emisije ugljenika koje su povezane sa energetskim sektorom treba da budu niže za 40% (IEA, 2021).

Razvojne finansijske institucije imaju veoma važnu ulogu u pružanju podrške u tranziciji ka zelenim niskougljeničnim ekonomijama. Postepeno izbacivanje uglja iz upotrebe u ekonomijama u nastajanju i zemljama u razvoju olakšavaju razvojne finansijske institucije svojim aktivnostima koje zahtevaju upotrebu niza instrumenata podrške od garancija, preko koncesionih zajmova do garantovanih pokrića gubitaka. Na primer, u Čileu je uvedena strategija postepenog ukidanja upotrebe uglja koja je potpomognuta mešovitim finansiranjem, kao i porez na ugljenik. Smele akcije u vezi sa klimatskim promenama bi mogle generisati ekonomsku dobit od 26000 milijardi dolara i stvoriti 65 miliona novih zelenih radnih mesta do 2030. godine (IEA, 2021). Zelena radna mesta omogućavaju dostojanstven rad, pružaju jednake mogućnosti muškarcima i ženama, bezbedna su, ne ugrožavaju zdravlje radnika i omogućavaju pristup osnovnoj socijalnoj i zdravstvenoj zaštiti. Takođe, zeleni poslovi smanjuju zagađenje ili doprinose boljem očuvanju, obnavljanju ili unapređenju kvaliteta životne sredine. Intenziviraju energetsku i sirovinску efikasnost, ograničavaju emisije gasova staklene bašte, smanjuju otpad i zagađenje, štite i obnavljaju ekosisteme i pružaju podršku u adaptaciji na klimatske promene. Pored socijalne i ekološke dimenzije, ova radna mesta poseduju i ekonomsku dimenziju koja se ogleda u generisanju dodatne vrednosti i doprinosima održivom rastu preduzeća i ekonomija. Strategije prilagođavanja i ublažavanja klimatskih promena zahtevaju ulaganja u nove tehnologije, proizvode, usluge, infrastrukturu, što pruža velike podsticaje za preko potrebna nova radna mesta, čiji broj prema procenama doseže do 60 miliona (ILO, 2016; ILO, 2016a).

Za podsticanje ulaganja u čistu energiju potreban je međunarodni katalizator. Posvećenost razvijenih zemalja dostizanju godišnjeg cilja od 100 milijardi dolara izdvajanja za klimatske finansije je potreban, ali ne i dovoljan uslov. Centralnu ulogu preuzimaju razvojne finansijske institucije. Obaveze za finansiranje klimatskih promena u toku 2020. godine multilateralnih razvojnih banaka su iznosile 65 milijardi dolara, što je dvostruko više od iznosa obaveza pre 5 godina. Klimatske finansije čine 30% njihovog ukupnog finansiranja, a neke od ovih banaka u svojim planovima nagoveštavaju porast investicija za klimatske promene na 50% investicionog portfolija do 2025. godine (EBRD, 2021).

Razvojne finansijske institucije treba da obezbede nedostajući kapital onim oblastima i sektorima koji su prioritetni za održivi razvoj, da promovišu razvoj privatnog sektora, ispunjavaju svoju ulogu institucija sa snažnim sistemima finansijskog upravljanja i odgovornosti i podržavaju mehanizme socijalne zaštite i zaštite životne sredine. Maksimiziranje efikasnosti skromnog nivoa kapitala iz javnog sektora postižu spajanjem finansiranja sa tehničkom pomoći, izgradnjom

kapaciteta za lokalne investitore i saradnjom sa domaćim posrednicima, naročito na tržištima u nastajanju i privredama u razvoju (IEA, 2021).

Tabela 10. Uloga i instrumenti podrške razvojnih finansijskih institucija u niskouglednoj energetskej tranziji zemalja u razvoju

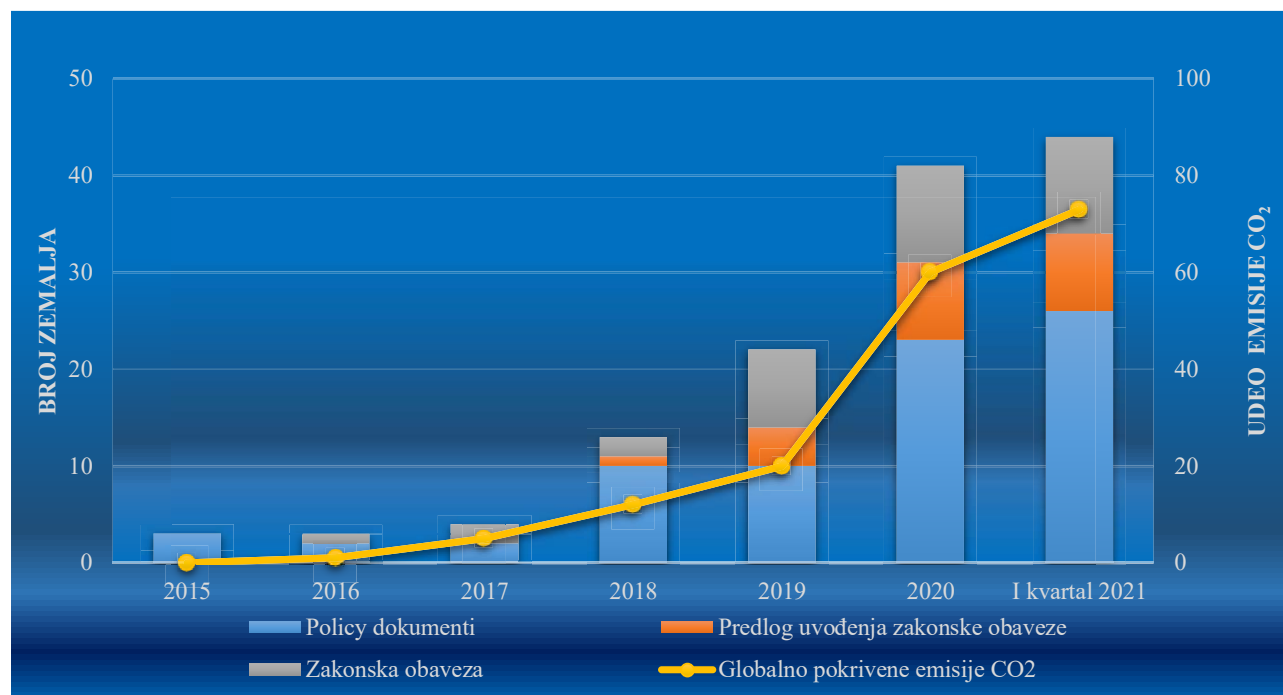
ULOGA	FUNKCIJE	ALATI I INSTRUMENTI
Olakšavanje pristupa kapitalu	<ul style="list-style-type: none"> - Obezbeđenje pristupa dugoročnom kapitalu - Identifikovanje sektora i tehnologija - Definisane prioriteta u nacionalnim klimatskim akcionim planovima - Razvoj podsticajnog okvira nacionalne politike za podršku investicijama - Olakšice za kanalisane finansiranja preko lokalne bankarske mreže 	<ul style="list-style-type: none"> - Koncesioni i nekoncesioni zajmovi - Ulaganja u kapital - Međunarodni klimatski fondovi - Javno-privatna partnerstva - Instrumenti za podelu rizika (garancije, strukturalno finansiranje) - Grantovi - Tehnička pomoć
Podrška u razvoju nacionalnih strategija razvoja	<ul style="list-style-type: none"> - Izgradnja kapaciteta - Politički dijalog 	<ul style="list-style-type: none"> - Programski zajmovi - Tehnička pomoć - Informaciona podrška
Podrška inovacijama	<ul style="list-style-type: none"> - Direktno finansiranje demonstracionih projekata - Pomoć u korišćenju dodatnih izvora finansiranja (domaćih i međunarodnih) - Obezbeđenje međunarodne ekspertize 	<ul style="list-style-type: none"> - Grantovi za finansiranje posebnih programa - Tehnička pomoć - Podela rizika

Izvor: Eschaliier, Cochran, Dehez, *Climate and Development Finance Institutions*, 2015.

Uzimajući u obzir njihovu centralnu ulogu u obezbeđenju sredstava za finansiranje aktivnosti povezanih sa klimatskim promenama, razvojne finansijske institucije treba kroz projekte da podrže smanjenje emisija u širokom spektru sektora i aktivnosti i doprinesu ostvarenju cilja „neto nula“. Ugljenična neutralnost podrazumeva da se sve emisije izbalansiraju apsorbovanjem ekvivalentne količine iz atmosfere i time bude omogućeno da globalne emisije ugljenika budu svedene na neto nulu do 2050. godine (IEA, 2021a).

Od aprila 2021. godine 44 zemlje, kao i Evropska unija su se putem Pariskog sporazuma obavezale na neto nulte emisije CO₂ kako bi se izbegli negativni scenariji klimatskih promena (IPCC, 2021). Ove zemlje pokrivaju 70% globalnih emisija ugljen-dioksida. Deset zemalja je ispunjenje svog neto nultog cilja definisalo kao zakonsku obavezu, osam zemalja je dalo predlog zakonskog obavezivanja, dok su ostale zemlje pomenuti cilj definisale strateškim (*policy*) dokumentima. Za razliku od zakonski definisanog cilja koji je pravnoobavezujući, u strateškim dokumentima ispunjenje definisanog cilja nema pravnoobavezujući status (IEA, 2021a).

Grafikon 29. Broj nacionalnih obavezivanja na neto nulti cilj i udeo pokrivenih globalnih emisija, 2015-2021.



Izvor: IEA, *Net Zero by 2050*, 2021.

Razvojne finansijske institucije imaju veoma važnu ulogu u finansiranju, povezivanju i usklađivanju ciljeva održivog razvoja i izazova koje nameću klimatske promene. Ove institucije donose investicione odluke posmatrajući ih kroz prizmu klimatskih promena. Na taj način

podstiču tranziciju ka ekonomskom modelu sa niskim sadržajem ugljenika, otpornim na klimatske promene (*Low Carbon Climate Resilient-LCCR*) (Eschalier, Cochran, Dehez, 2015). Uvođenje funkcija zelenog bankarstva unutar nacionalnih razvojnih banaka ili samostalnih zelenih banaka doprinosi prikupljanju finansijskih sredstava za specifične projekte ublažavanja i prilagođavanja klimatskim promenama. Vlade, međunarodne razvojne organizacije i razvojne finansijske institucije treba da se zalažu za zelene banke i razvoj i unapređenje funkcija zelenog bankarstva kako bi se podstakao razvoj finansijskih tehnologija i inovacija u projektima koji se odnose na klimatske promene (Whitney, Grbusic, Meisel, Cid, Sims & Bodnar, 2020). Finansijski proizvodi i usluge zelenih banaka uključuju zajedničko kreditiranje, upravljanje rizicima, kreditna poboljšanja koja se odnose na garancije, kapital za pokriće prvog gubitka i zelene obveznice. Pored pomenutog, obuhvataju i podsticaje za ulaganja u obnovljive izvore energije poput poreskih kredita, otpisa duga za dekarbonizaciju, zelenih obveznica i hartija od vrednosti sa fiksnim prinosom posebno namenjenih finansiranju klimatske infrastrukture. Razvojne finansijske institucije i zelene banke imaju veoma važnu ulogu u postizanju neto nultih ciljeva korišćenjem ograničenih javnih resursa za mobilizaciju daleko većih iznosa privatnog kapitala. Trenutno zastupljenih 27 zelenih banaka u 12 zemalja su glavni nosioci inovacija u oblasti održivog zelenog finansiranja (Whitney, Grbusic, Meisel, Cid, Sims & Bodnar, 2020). O zelenim instrumentima duga i zelenom finansiranju će biti više reči u poglavlju 7.

3. EKONOMSKO-POLITIČKA PRIRODA RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA

U ovom poglavlju će predmet istraživanja biti ekonomsko-politička priroda razvojnih finansijskih institucija. Utvrdiće se razlika u poslovnoj filozofiji između razvojnih finansijskih institucija i agencija za pomoć. Biće objašnjeno političko delovanje ovih institucija, kao i njihovi ekonomski potencijali predstavljeni kroz obim investicija, broj zaposlenih, sklonost ka ulaganjima u rizične projekte, sektore kojima daju prioritet pri investiranju. Analiziraće se njihov doprinos ekonomskom rastu i rastu produktivnosti. Takođe, u fokusu istraživanja je i uticaj poslovnih aktivnosti razvojnih finansijskih institucija na ublažavanje negativnih posledica javnozdravstvene krize izazvane pandemijom.

3.1. Razvojne finansijske institucije vs. agencije za pomoć

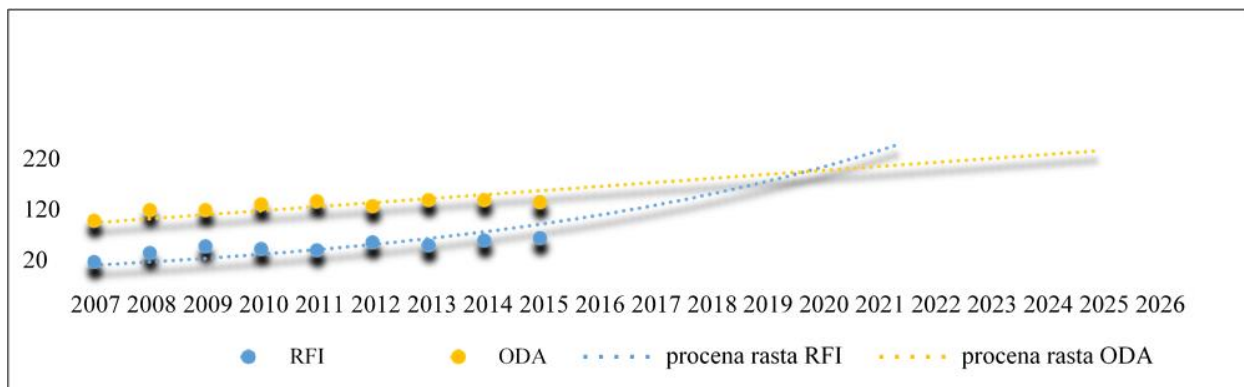
Razvojne finansijske institucije se u svojim investicionim poduhvatima rukovode prevashodno tražnjom (odlučivanje „odozdo prema gore“). To podrazumeva da kompanije iz privatnog sektora predlažu razvojnim institucijama projekte kao potencijalne investicije koje im u budućnosti donose odgovarajući finansijski prinos. Za razliku od njih, razvojne agencije koje pružaju pomoć intervenišu na strani ponude („odozgo prema dole“) ulažući u one projekte koji se vezuju za konkretne željene ciljeve koji su predmet realizacije (Savoy, Carter & Lemma, 2016). Razvojne finansijske institucije predstavljaju veoma moćan alat, prvenstveno razvojno orijentisan. Ove institucije ne mogu investirati u ona područja u kojima nema izgleda i mogućnosti za ostvarenje razvojnih ciljeva, tj. ne mogu stvarati investicione prilike po svaku cenu. S druge strane, ne mogu ni ulagati u projekte koji ne obezbeđuju stope prinosa na uložena sredstva, bez obzira na to koliko ti projekti mogu doprineti nekom humanitarnom ili razvojnom cilju (Kingombe, Massa & Velde, 2011). Stoga, može se konstatovati da su finansijske razvojne institucije po pitanju svojih ulaganja znatno pragmatičnije i funkcionišu na bazi odobrenih investicionih projekata, dok je pomoć koju pružaju agencije kreativnija, strateškog je karaktera i fokusirana na makro nivo (Savoy, Carter & Lemma, 2016).

U Akcijskoj agendi Adis Abebe se ističe da su u finansiranju razvoja napravljeni značajni pomaci, pri čemu se razvojne finansijske institucije prepoznaju i naglašavaju kao ključni deo te promene. Agencije za pomoć imaju važnu ulogu u osnovnoj humanitarnoj i razvojnoj pomoći u najsiromašnijim zemljama, ali se mora naglasiti da je njihova uloga relativno mala i ne toliko značajna kada je u pitanju doprinos održavanju rasta u zemljama sa niskim dohotkom (World Bank, 2016). Poreski prihodi i ulaganja u privatni sektor dominantni su izvori finansiranja u zemljama sa niskim i srednjim dohotkom za podršku razvoju i rastu. Održivim i strateškim

korišćenjem resursa razvojnih finansijskih institucija biće moguće održati rast prihoda, otvaranje novih radnih mesta i kontinuirano smanjenje siromaštva (Kwakkenbos & Romero, 2013).

Ako se osvrnemo na komparativnu analizu stopa rasta investicija razvojnih finansijskih institucija i Zvanične razvojne pomoći ODA, u periodu 2000-2014. godine, investicije razvojnih finansijskih institucija su porasle pet puta, a investicije agencije za pomoć 1,5 put. Utvrđeno je da investicije razvojnih finansijskih institucija rastu po prosečnoj godišnjoj stopi od skoro 5%, dok investicije agencije ODA rastu po prosečnoj godišnjoj stopi od 1,7%. Ukoliko se period posmatranja proširi na razdoblje od 2000. godine do 2019. godine, može se uvideti da su investicije razvojnih finansijskih institucija za finansiranje razvoja privatnog sektora usedmostručene, dok su sredstava agencije ODA skoro utrostručena. Trenutno, investicije razvojnih finansijskih institucija su na nivou od oko polovine sredstava agencije za pomoć ODA (57%) i po stopi godišnjeg rasta nadmašuju sve druge oblike strane pomoći (Runde & Milner, 2019).

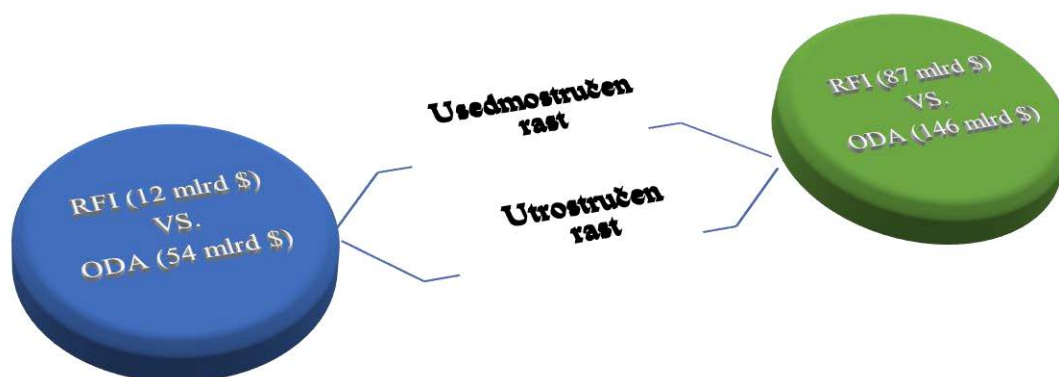
Grafikon 30. Procene potencijala rasta razvojnih finansijskih institucija (RFI) i agencije za pomoć ODA do 2026. godine u milijardama \$



Izvor: Savoy, Carter & Lemma, *Development Finance Institutions Come of Age Policy Engagement: Impact and New Directions*, 2016.

Rast investicija razvojnih finansijskih institucija je usporen u periodu svetske ekonomske krize, baš kada su potrebe za finansijskim sredstvima za razvoj bile na najvišem nivou. Nakon krize, sredstva Zvanične razvojne pomoći ODA su porasla za 7%, dok je finansiranje razvoja iz privatnih izvora opalo za 6%. Rast investicija agencije za pomoć je tokom godina stabilan, dok investicije razvojnih finansijskih institucija rastu konstantno, svake godine, po višoj stopi i u takvoj konstelaciji, do 2026. godine, prema procenama, očekuje se da će nadmašiti rast investicija Zvanične razvojne pomoći (Grafikon 30) (Savoy, Carter i Lemma, 2016).

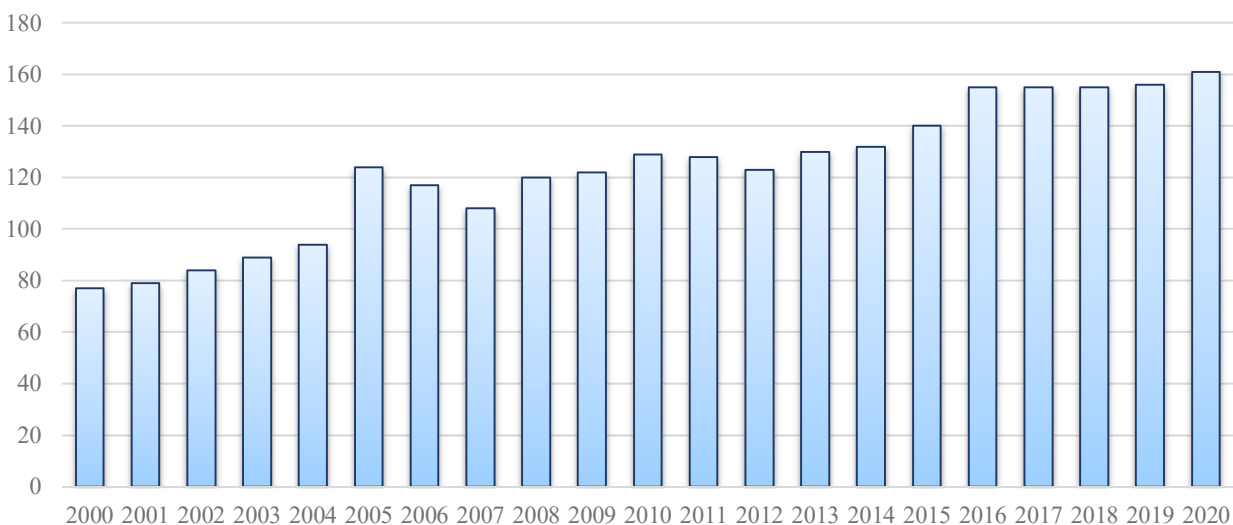
Slika 16. Rast investicija razvojnih finansijskih institucija (RFI) i Zvanične razvojne pomoći (ODA) za finansiranje razvoja privatnog sektora, 2000-2019.



Izvor: Runde & Milner, *Development Finance Institutions-Plateaued Growth, Increasing Need*, 2019.

U nekim zemljama je finansiranje putem agencija za pomoć i dalje veoma dominantno i globalno posmatrano, finansijska sredstva razvojnih finansijskih institucija ne predstavljaju supstitut za sredstva agencija za pomoć. Ono što je realnije zaključiti jeste da investicije razvojnih finansijskih institucija predstavljaju dopunu tradicionalnoj razvojnoj praksi. Ove institucije su finansijski stabilne i diverzifikuju svoja ulaganja širom sveta. Za njihovim angažovanjem u zemljama u razvoju je zastupljeno veliko interesovanje, budući da uživaju reputaciju pouzdanog partnera privatnog kapitala (Runde, Bandura & Ramanujam, 2019).

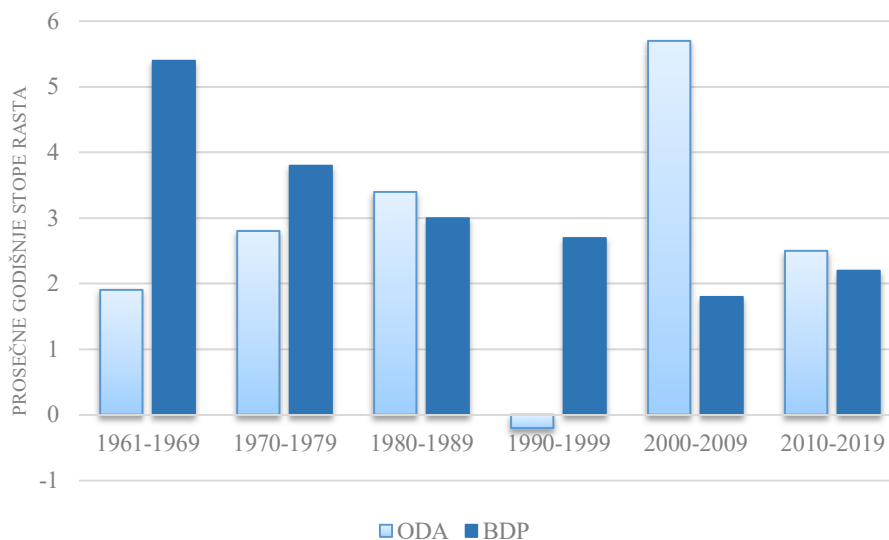
Grafikon 31. Zvanična razvojna pomoć (ODA) u milijardama \$, 2020.



Izvor: Knox & Jalles d'Orey, *ODA in 2020: What does OECD DAC preliminary data tell us?* 2021.

ODA se tokom vremena pokazala kao stabilan spoljni finansijski izvor podrške zemljama u razvoju, kao i to da je otporna na krize i da se zasniva na principima globalne solidarnosti. Posmatrajući posleratni period ekonomskog rasta 1960-1972. godine, finansijski tokovi pomoći su bili stabilni. Nakon toga, u periodu 1973-1979. godine, uprkos naftnim šokovima, ODA sredstva pomoći su ostvarila rast od 38%. U istom periodu ostvaren je pad proizvodnje u razvijenim zemljama sa 4.9% na 0.9%, a u zemljama u razvoju sa 7.2% na 4.9%. Ni dužnička kriza koje je obeležila period 1980-1989. godine nije zaustavila rast finansijskih tokova namenjenih pružanju pomoći od 22%. U istoj dekadi, prosečna godišnja stopa rasta bruto domaćeg proizvoda iznosila je 3%. Početak devedesetih godina dvadesetog veka se vezuje za završetak Hladnog rata koji je ostavio značajne posledice na volumen finansijskih obaveza Zvanične razvojne pomoći. Do 1999. godine, prosečna godišnja stopa rasta finansijskih sredstava ODA je imala negativan predznak (-0.20%), dok je u proseku bruto domaći proizvod rastao po stopi od 2.7% na godišnjem nivou. Početak 21.veka se vezuje za definisanje milenijumskih razvojnih ciljeva (*Millennium Development Goals*), kada se ponovo ostvaruje rast sredstava agencije za pomoć od 60%. Do 2009. godine prosečna godišnja stopa rasta bruto domaćeg proizvoda je iznosila svega 1.8%. Sredstva ODA su rasla po prosečnoj stopi od 5.7%, bez vidljivih posledica globalne finansijske krize 2008. godine, koja je ispoljila svoj uticaj u narednoj deceniji. U periodu 2010-2019. bruto domaći proizvod je rastao po godišnjoj stopi od 2.2%, dok je rast ODA sredstava iznosio 2.5% (Ahmad, Bosh, Carey & Mc Donnell, 2020).

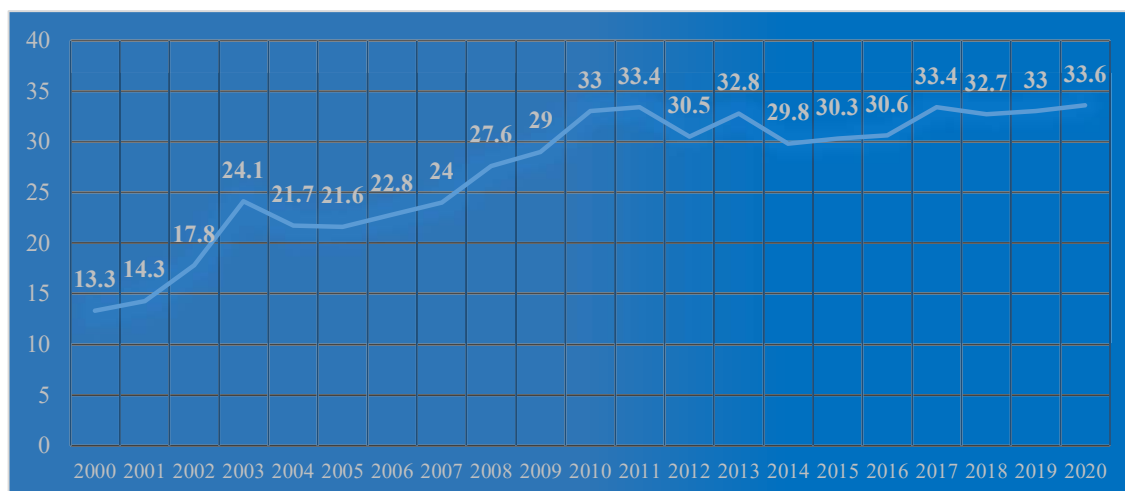
Grafikon 32. Korelacija između prosečnih godišnjih stopa rasta BDP i ODA, 1961-2019.



Izvor: Ahmad, Bosh, Carey & Mc Donnell, *Six Decades of ODA: Insights and Outlook in the Covid-19 Crisis*, 2020.

Odgovor Zvanične razvojne pomoći na *Covid-19* krizu se ogledao u rastu isplaćenih sredstava finansijske podrške u iznosu od 3.5% (5.4 milijardi dolara) i dostizanju najvišeg nivoa od 161 milijarde dolara (Grafikon 33). ODA sredstva najugroženijim zemljama u vidu razvojne pomoći su u toku 2020. godine ostvarila rast od svega 18.3%, dostižući nivo od 33.6 milijardi dolara, što je veoma blizu do sada najviše ostvarenog iznosa pomoći iz 2011. godine (33.4 milijarde dolara). Najbrojnije su investicije u podršci zdravstvenom sektoru i socijalnoj zaštiti kako bi se pružila podrška u borbi sa pandemijom. U periodu 2016-2019. godine su globalni tokovi finansijske pomoći stagnirali, da bi u 2020. godini bio zabeležen rast podstaknut povećanjem sredstava zemalja donatora (Nemačka, Švedska, SAD i Francuska). Velika Britanija, kao jedan od najvažnijih donatora je zabeležila značajno smanjenje udela sredstva za pomoć za oko 2 milijarde dolara, ali i uprkos smanjenju obima pomoći i dalje investira 0.7% bruto nacionalnog dohotka u razvojnu pomoć u cilju ostvarenja ciljeva održivog razvoja iz Agende 2030 (Knox & Jalles d'Orey, 2021).

Grafikon 33. ODA sredstva upućena najmanje razvijenim zemljama u milijardama \$, 2020.



Izvor: Knox & Jalles d'Orey, ODA in 2020: *What does OECD DAC preliminary data tell us?* 2021.

Kriza *Covid-19* je dramatično preoblikovala globalno ekonomsko okruženje i finansijske prioritete. Kako je već prethodno istaknuto, razvojne finansijske institucije imaju veoma važnu ulogu u mobilizaciji sredstava privatnih investitora, što je od suštinskog značaja za pomoć zemljama u razvoju da prebrode krizu i pokrenu planove oporavka. Neophodnost obezbeđenja značajnih nedostajućih sredstva za ostvarenje ciljeva održivog razvoja iziskuje dalja angažovanja ovih institucija na polju privlačenja investicija. Pored toga, važni budući izazovi za razvojne finansijske institucije podrazumevaju kreiranje i razvijanje tržišta, posebno u najsiriromašnijim zemljama, što sa sobom nosi prihvatanje i preuzimanje značajnih rizika, kao i da princip finansijske održivosti kao dominantan pravac razvoja bude zadovoljen. Razvojne finansijske

institucije treba da se fokusiraju na transformativne investicije, stvaranje tržišta i investicionih prilika, što je od posebne važnosti za zemlje u razvoju, naročito u doba pandemije (Attridge & Gouett, 2021).

3.2. Političko delovanje razvojnih finansijskih institucija

Razvojne finansijske institucije obezbeđuju sredstva iz državnih kasa zemalja donatora, stoga, ove institucije odgovaraju nacionalnim zakonodavnim telima, dok njihov investicioni portfolio podleže intenzivnoj kontroli (Runde, Bandura & Ramanujam, 2019). Relacija između razvojnih finansijskih institucija i države i drugih institucija kao njihovog vlasnika je bazirana na političkom dijalogu kojim se definiše njihova vizija poslovanja, strategija, razvojna politika, finansijski instrumenti koji će biti zastupljeni, sklonost ka riziku, regioni nerazvijenih zemalja u koje će se investirati i sektori kojima se daje prioritet. Konačnu odluku o tome da li će konkretan projekat biti podržan od strane ovih institucija ne donose akcionari tj. agencije za pomoć ili neki od kreatora politika, već, kako je prethodno istaknuto, apolitična tela poput Odbora za investicije ili Odbora direktora (Laplane, Herder & Schmidt, 2020).

Razvojne finansijske institucije su suočene sa mnogobrojnim pritiscima. Prvo od akcionara, koji ističu da ove institucije treba da podrže što više ulaganja koja imaju direktne implikacije na globalne razvojne ciljeve, kao i to da preuzmu ulaganja u rizičnije aktivnosti radi ostvarivanja razvojnih rezultata na graničnim tržištima⁸. Nevladine organizacije i kreatori politika ističu da razvojne finansijske institucije više posluju kao agencije za pomoć nego da se ponašaju kao institucionalni investitori u privatnom sektoru, predlažući restriktivnije mere kojima bi ove institucije imale veću političku odgovornost prilikom donošenja odluka o ulaganjima, zatim da postoji javni nadzor nad tim odlukama, da se primenjuju stroži standardi poštovanja koncepta korporativne društvene odgovornosti i oporezivanja (Paiva-Silva, 2021).

Sa stanovišta politike, postoji tendencija da se kroz razvojne finansijske institucije i njihova ulaganja ostvare specifični ciljevi spoljne politike i nacionalne bezbednosti. Primer za takvo delovanje možemo uvideti ako posmatramo rat koji se vodio između Gruzije i Rusije 2008. godine. Nakon vojnog napada i bombardovanja Gruzije od strane Rusije, SAD su preko svoje razvojne finansijske institucije - Finansijske korporacije za međunarodni razvoj (DFC), koja je u to vreme poslovala pod imenom OPIC (*Overseas Private Investment Corporation*), podržale Gruziju i pružile joj finansijsku pomoć od 176 miliona dolara. Ratno stanje u Gruziji je dovelo do toga da domaće kreditiranje bude potpuno obustavljeno, s tim da je najteže

⁸ IFC uvodi termin granična tržišta (*frontier markets*) koja se prema stepenu razvijenosti nalaze između najmanje razvijenih tržišta i tržišta u razvoju. Ne poseduju ekonomsku snagu, adekvatnu regulativu, političku stabilnost i likvidnost kao tržišta u razvoju i nose značajno veće rizike, ali su kandidati da preuzmu njihov status u budućnosti.

posledice trpelo hipotekarno tržište. Ukupna pomoć SAD koja je upućena Gruziji je iznosila milijardu dolara, dok su sredstva preko finansijske razvojne institucije OPIC korišćena za podršku lokalnom hipotekarnom tržištu, tj. projektima razvoja komercijalnih i stambenih nekretnina (Nichol, 2009).

OPIC kao moćna sila u mobilizaciji privatnog kapitala za ulaganja na tržištima u razvoju širom sveta je imala politički odgovor i na Arapsko proleće 2011. godine, koje se manifestovalo nizom pobuna i protesta stanovništva protiv režima u Tunisu, Egiptu, Jemenu, Libiji, Siriji, Iraku i drugim državama, rušenjem vlada i onemogućavanjem represije i građanskim ratovima. Nakon što je javnost srušila duboko ukorenjene političke režime tokom 2011. godine, tražila je načine da sprovede transformaciju koja će doneti više političkih i ekonomskih sloboda (Burger, Ianchovichina & Rijkers, 2015). OPIC preuzima glavnu ulogu pružanjem pomoći od 2 milijarde dolara Bliskom istoku i Severnoj Africi za privatne investicije koje će doprineti oporavku i ekonomskom rastu. Prvo je odobreno 150 miliona dolara za ulaganja u sektore robe široke potrošnje, proizvodnju, finansijske usluge, a zatim finansijske garancije od 500 miliona dolara za investicije u infrastrukturu, mala i srednja preduzeća u Egiptu i Jordanu. Garancijama je upravljala američka kompanija CHF Inetrnational, dok je Američka agencija za međunarodni razvoj (*U.S. Agency for International Development*) obezbedila kritična finansijska sredstva za logističku i tehničku pomoć (OPIC, 2011).

DFC predstavlja „najoštrije oruđe“ spoljne politike SAD koje ne iziskuje od države nikakve troškove, već naprotiv, svake godine vraća novac u američku blagajnu, dok se operativni troškovi ove organizacije pokrivaju iz taksi kompanija. DFC čini SAD jačim i konkurentnijim liderom na globalnoj razvojnoj sceni. Takođe, kada su u pitanju zemlje u razvoju, DFC obezbeđuje finansijski opravdana i zdrava ulaganja, nasuprot neodrživim i neodgovornim državnim inicijativama o kojima je prethodno bilo reči (CSIS, 2011).

Partneri DFC su Ministarstvo finansija SAD (*United States Department of the Treasury*), Ministarstvo inostranih poslova SAD (*United States Department of State*) i Savet za nacionalnu bezbednost (*The National Security Council-NSC*)⁹ (CSIS, 2011). Investicioni prioriteti DFC su industrija obnovljivih izvora energije, zdravstvo, tehnologija. Takođe, obezbeđuje finansiranje malih preduzeća i preduzetničkih firmi čiji su osnivači žene u cilju otvaranja radnih mesta na tržištima u razvoju. Investicije zadovoljavaju visoke standarde koji se odnose na zaštitu životne sredine, poštovanje ljudskih prava i prava zaposlenih. Regioni u koje DFC investira su Afrika i Bliski istok, Latinska Amerika i Karibi, Indo-Pacifik i Istočna Evropa i Evroazija (DFC, 2021a).

⁹ Savet za nacionalnu bezbednost predstavlja glavni forum predsednika SAD za razmatranje pitanja nacionalne bezbednosti i spoljne politike sa višim savetnicima i članovima kabineta. Funkcija Saveta je da savetuje i asistira predsedniku i da koordinira pitanja nacionalne bezbednosti među vladinim agencijama (<https://www.whitehouse.gov/nsc/>).

Kada je reč o političkom uticaju, može se navesti i primer inicijative razvojne finansijske institucije iz Velike Britanije CDC Group, kao jedne od najstarijih, osnovane još 1948. godine i Standard Chartered banke da se poveća kreditiranje malih i srednjih preduzeća u Sjevernoj Leoneu. Finansijska podrška u vidu novog obrtnog kapitala je iznosila 50 miliona dolara i pružena je u vreme kada je zemlja krenula da sprovodi plan ekonomskog oporavka nakon godine borbe sa ebolom. Mere za suzbijanje bolesti koje su se primenjivale su imale negativne ekonomske implikacije na ovu zemlju. Pandemija je dovela do prekida u lancima snabdevanja i nedostatka osnovnih proizvoda, smanjenja proizvodnje u rudarskom sektoru, što je uticalo i na redukovanje stope rasta bruto domaćeg proizvoda sa planiranih 11% na svega 4% (CDC, 2020). Kada se situacija u zemlji stabilizovala, javio se problem nedostatka obrtnog kapitala za mala i srednja preduzeća radi pokretanja investicionih aktivnosti u zemlji koja je na putu ekonomskog oporavka, koji je kreirao kapitalne pritiske na lokalne banke. Standard Chartered banka je smanjila ovaj pritisak povećavajući broj odobrenih kreditnih linija kompanijama iz Sjeverne Leonea, dok se CDC Group obavezala da će sa ovom bankom deliti rizik neizmirenja obaveza po osnovu novoodobrenih kredita u vrednosti od 50 miliona dolara. Na taj način su kompanije uprkos krizi, mogle da nastave sa poslovanjem, da održavaju dnevnu likvidnost i da ostvaruju rast. Putem prethodno pomenutih podsticaja razvojna finansijska institucija CDC Group ne utiče na suzbijanje krize izazvane pandemijom ebrole direktno. Naime, ova razvojna institucija omogućava obezbeđenje finansijske injekcije za nesmetano poslovanje preduzeća od izuzetnog značaja, koja snabdevaju tržište osnovnim životnim namirnicama, kao i neprehranbenim proizvodima kao što su građevinski materijali, naftni derivati i sl, što utiče na ublažavanje efekata krize, ali na indirektan način (CDC, 2020).

Razvojne finansijske institucije godinama ulažu u nedovoljno razvijene zemlje i zemlje u razvoju podržavajući razvojne projekte koji se odnose na obnovljive izvore energije. Razlog interesovanja razvojnih institucija za obnovljive izvore energije je svakako odgovor na političke pritiske za ublažavanjem klimatskih promena, ali samo jednim delom. Ove institucije su i bez političkih sugestija i intervencija prepoznale istinski značaj i finansijski potencijal komercijalizacije projekata iz oblasti obnovljive energije. To je jedino područje u kojem postoji potpuna usaglašenost između modela poslovanja razvojnih finansijskih institucija i političkih načela (Savoy, Carter i Lemma, 2016).

Razvojne finansijske institucije sve više dobijaju na značaju tokom vremena i njihovi razvojni potencijali bivaju prepoznati od strane kreatora politika (IFC, 2011). Fokus je na politikama koje promovišu održivi rast i na strategijama i mehanizmima koji mogu doprineti da se pospeši investiciona aktivnost i unapredi poslovni ambijent u nedovoljno razvijenim područjima i realizuje što više uspešnih projekata koji će uvećati finansijska sredstva koja se iznova mogu koristiti za nova ulaganja. Razvojne finansijske institucije predstavljaju vrlo važnu sponu između privatnog sektora i kreatora politika. One usmeravaju investicije ka onim oblastima koje

predstavljaju prioritete javnih politika zemalja u razvoju, odnosno ka onim sektorima koji su targetirani kao važni u strategijama industrijske politike, infrastrukturnim planovima i sl. (Deloitte, 2021). Uzimajući u obzir postignute rezultate razvojnih finansijskih institucija u nedovoljno razvijenim zemljama koje u sve većem broju predstavljaju destinacije za priliv kapitala, pitanje uključivanja razvojnih finansijskih institucija u političke tokove se nameće kao logičan sled. Ove institucije bi trebalo da preuzmu značajniju ulogu u kreiranju politike razvoja privatnog sektora. Njihovo kumulirano znanje i iskustvo i fokus na razvoj privatnog sektora im daju legitimitet za to, dok s druge strane ove institucije su organizovane kao banke ili finansijske kompanije, a ne kao klasične vladine agencije koje kreiraju određene politike a zatim definišu programe koji su u funkciji implementacije postavljenih ciljeva (Romero, 2014).

Uloga razvojnih finansijskih institucija je naglašena u zemljama koje su pogođene ratnim i političkim sukobima i unutrašnjim nemirima. To su uglavnom izuzetno siromašne zemlje koje nemaju pristup kapitalu i kojima je neophodan održivi ekonomski oporavak predvođen privatnim sektorom. Investicije razvojnih finansijskih institucija mogu imati ključnu ulogu u generisanju radnih mesta i obezbeđenju infrastrukture koja će omogućiti ekonomski napredak i ublažiti negativne posledice političke nestabilnosti. Međutim, takav scenario je teško ostvariti, jer poslovanje u zemljama sa sukobima i nemirima je visoko rizično i onemogućava privlačenje kvalitetnih privatnih investicija, koje posledično ne mogu da doprinesu ekonomskom rastu i time ne utiču na smanjenje siromaštva (IDFC, 2020). Pitanje migranata i izbegličke krize je direktno povezano sa zemljama kod kojih preovladava politička nestabilnost. Obezbeđenje kvalitetnijih životnih uslova bi doprinelo da stanovnici ostanu u svojim matičnim zemljama. Jedan od načina za ostvarenje ekonomske stabilnosti su finansijske aktivnosti razvojnih finansijskih institucija, koje same ne mogu rešiti ovaj problem, ali bez njihovih investicija ekonomski oporavak pogođenih zemalja bi tekao znatno sporije (Hesemann, Desai & Rockenfeller, 2021).








3.3. Ekonomske implikacije evropskih razvojnih finansijskih institucija









Evropske razvojne finansijske institucije (*European Development Finance Institutions – EDFIs*) obuhvataju institucije koje su osnovane u zemljama članicama Evropske unije ili u zemljama članicama Evropske asocijacije za slobodnu trgovinu (*European Free Trade Association – EFTA*) koje podstiču finansiranje razvoja u privatnom sektoru u zemljama van Evropske unije i koje predstavljaju bilateralne razvojne finansijske institucije. Ima ih ukupno 15 i osnovni podaci o njima su prezentovani u Tabelama 11. i 12. (EDFI, 2021).

Nakon drugog svetskog rata sve više zemalja je tražilo načine kako da doprinese unapređenju i razvoju privatnog sektora u nedovoljno razvijenim zemljama, što ih je podstaklo da osnuju sopstvene razvojne finansijske institucije. Tokom 1992. godine 7 razvojnih finansijskih

institucija se odlučilo na korak da osnuju Udruženje evropskih razvojnih finansijskih institucija (*Association of bilateral European Development Finance Institutions*), kako bi se međusobno povezale, postigle saradnju i omogućile razmenu znanja i iskustava. CDC Group je osnovana 1948. godine, DEG 1962. godine, IFU 1967. godine i FMO 1970. godine (Erforth, 2020).

Tabela 11. Pokazatelji petnaest bilateralnih evropskih razvojnih finansijskih institucija: vlasnička struktura, regioni i sektori u koje investiraju, 2020.

DFI		Država porekla	Vlasništvo	Dominantni regioni	Dominantni sektori
	BIO Investing in a Sustainable Future	Belgija	Vlada	Latinska Amerika i Karibi (20%) Južna Azija (16%)	Finansijski sektor (75%)
	CDC Investment works	V. Britanija	Vlada	Sub-saharska Afrika (50%) Južna Azija (32%)	Finansijski sektor (61%) i Infrastruktura (20%)
	COFIDES Invest in development	Španija	Vlada	Latinska Amerika i Karibi (39%)	Finansijski sektor (49%) i Infrastruktura (15%)
	KFW Deg	Nemačka	Vlada (80%) Länder (20%)	Latinska Amerika i Karibi (24%) Istočna Azija i Pacifik (15%) Evropa i Centralna Azija (12%)	Finansijski sektor (54%) i Infrastruktura (16%)
	FINNFUND	Finska	Vlada (95,7%) Finnvera (4.2%) Konfederacija finških industrija (EK) (0.1%)	Sub-saharska Afrika (46%)	Finansijski sektor (40%) i Agrobiznis (19%)
	FMO Entrepreneurial Development Bank	Holandija	Vlada (51%) Holandske banke, Udruženja poslodavaca i sindikati (49%)	Sub-saharska Afrika (19%) Evropa i Centralna Azija (16%) Latinska Amerika i Karibi (16%)	Finansijski sektor (40%) i Infrastruktura (25%)
	IFU Investment Fund for Developing Countries	Danska	Vlada	Sub-saharska Afrika (19%) Latinska Amerika i Karibi (17%)	Finansijski sektor (37%) i Infrastruktura (21%)

	NORFOUND	Norveška	Vlada	Sub-saharska Afrika (45%)	Finansijski sektor (48%) i Infrastruktura (45%)
	OeEB Development Bank of Austria	Austrija	Oesterreichische Kontrollbank AG (OeKB) i Agencija za finansiranje izvoza Austrije	Evropa i Centralna Azija (36%) Latinska Amerika i Karibi (18%)	Finansijski sektor (68%)
	PROPARCO	Francuska	Većinski vlasnik AFD (74%), Francuska agencija za razvoj	Sub-saharska Afrika (37%) Latinska Amerika i Karibi (25%)	Finansijski sektor (38%) i Infrastruktura (16%)
	SBI-BMI Belgian Corporation for International Investment	Belgija	Vlada (63%) banke i druge privatne kompanije (37%)	Sub-saharska Afrika (34%) Evropa i Centralna Azija (26%)	Usluge (44%) i Industrija/Proizvodnja (28%)
	SIFEM Swiss Investment Fund for Emerging Markets		Vlada	Istočna Azija i Pacifik (25%) Sub-saharska Afrika (21%)	Finansijski sektor (100%)
	SIMEST & CDP development finance	Italija	CDP- Italian National Promotional Institution	Evropa i Centralna Azija (62%)	Industrija/Proizvodnja (49%)
	SOFID Sociedade para o Financiamento do Desenvolvimento	Portugal	Vlada (80,54%), 3 Portugalske banke (12,81%) i Korporacija Andina de Fomento (2,37%)	Sub-saharska Afrika (54%)	Industrija/Proizvodnja (36%) i Infrastruktura (36%)
	SWEDFUND Swedfund International AB	Švedska	Vlada	Sub-saharska Afrika (70%)	Finansijski sektor (51%) i Infrastruktura (30%)

Izvor: Autor na osnovu EDFI, *Meet our Members*, 2021.

Iz Tabele 11. se može videti da su razvojne finansijske institucije ili u potpunom državnom vlasništvu ili u vlasništvu države i privatnih akcionara. Osam od petnaest evropskih razvojnih finansijskih institucija ima bankarske institucije ili druge privatne kompanije sa sedištem u matičnoj zemlji razvojne finansijske institucije kao privatne akcionare. Država kontroliše većinu

akcija, dok se privatni akcionari javljaju kao vlasnici manjinskog paketa akcija. Vlasnička struktura utiče na definisanje poslovnih politika i strategija ovih institucija, njihov odnos prema državi, kapitalne zahteve koje moraju ispuniti, kao i na nivo rizika koji prihvataju prilikom investiranja u određene poslovne poduhvate. Evropske razvojne finansijske institucije najviše investiraju u Sub-saharsku Afriku (14,2 milijardi evra), Latinsku Ameriku i Karibe (8 milijardi evra), Južnu Aziju (6,5 milijardi evra) i Evropu i Centralnu Aziju (5 milijardi evra). Dominantni sektori u koje se investira su finansijski sektor (35%), infrastruktura (23%), agrobiznis i usluge (19%) i industrija i proizvodnja (10%) (EDFI, 2021).

Prema obimu investicija i broju projekata koje realizuju u Evropi se izdvajaju KfW DEG, CDC, PROPARCO i FMO (OECD, 2020b). Među finansijskim instrumentima se mogu javiti kapital, krediti, osiguranje kredita, osiguranje od rizika i sl. i većina institucija kombinuje pomenute finansijske instrumente. Među evropskim razvojnim finansijskim institucijama dominiraju kapital (46%) i zajmovi (52%) dok garancije učestvuju sa svega 2%. Pored ove finansijske pomoći, institucije mogu pružati i tzv. tehničku pomoć koja se odnosi na pomoć kompanijama da ojačaju svoje kapacitete u upravljanju, organizovanju, vođenju, finansijskoj administraciji, monitoringu poslovnih rezultata kako bi investicija bila efikasna i održiva. Ona predstavlja vrlo važan podsticajni faktor rasta i skaliranja kompanija (EDFI, 2021).

Tabela 12. Pokazatelji petnaest bilateralnih evropskih razvojnih finansijskih institucija: investicije, zaposleni, finansijski instrumenti i tehnička podrška, 2020.

DFI	INVESTICIJE u mil EUR			Investicioni fokus	Zaposleni	Finansijski instrumenti	Tehnička podrška u mil EUR
	Godišnje obaveze	Ukupan portfolio	Investicioni fondovi				
BIO	113 (13 projekta)	922 (158 projekata)	324	Finansijski sektor, kompanije i infrastrukturni projekti	72	40% kapital 60% zajmovi	1,5
CDC	1,366 (53 projekta)	7,916 (1022 projekta)	3,345	Proizvodnja, agrobiznis, infrastruktura, finansije, građevinarstvo, zdravstvo i obrazovanje	474	70% kapital 28% zajmovi 3% garancije	8,8
COFIDES	96 (29 projekta)	1,777 (292 projekta)	444	Industrija	80	38% kapital 62% zajmovi	-
KfW Deg	1,453 (81 projekat)	8,487 (713 projekata)	-	Agrobiznis, finansije, infrastruktura, proizvodnja	581	46% kapital 54% zajmovi	10,1
FINNFUND	169	1018	220	Finansijski sektor,	83	55% kapital	-

	(34 projekta)	(219 projekata)		agrobiznis		45% zajmovi	
FMO	1,099 (88 projekata)	8,358 (799 projekata)	-	Finansijski sektor, energetika, agrobiznis, hrana i voda	609	63% kapital 32% zajmovi 5% garancije	9,5
IFU	211 (18 projekata)	1039 (194 projekata)	182,5	Svi sektori; najmanje 50% ulaganja u zemlje sa BND <i>per capita</i> ispod 80% gornje granice prema klasifikaciji Svetske banke ¹⁰	92	74% kapital 25% zajmovi 1% garancije	1,1
NORFOUND	453 (45 projekata)	2,708 (196 projekata)	421,5	Čista energija, finansijski sektor, agrobiznis	96	30% kapital 67% zajmovi 3% garancije	1,2
OeEB	302 (21 projekat)	1,436 (143 projekata)	397,7	Obnovljivi izvori energije, infrastruktura, finansijska inkluzija	66	79% kapital 20% zajmovi 1% garancije	0,4
PROPARCO	1,295 (67 projekata)	7,026 (574 projekata)	-	Poljoprivreda i agrobiznis, finansijski sektor, industrija, infrastruktura (energija, telekomunikacije, transport, voda i sanitarne usluge), zdravstvo, obrazovanje, turizam i nekretnine	404	22% kapital 76% zajmovi 2% garancije	2,8
SBI-BMI	19 (6 projekata)	49 (21 projekat)	-	Industrija	4	100% kapital	-
SIFEM	734 (10 projekata)	616,8 (104 projekta)	-	Prerađivačka industrija, transport, skladištenje, komunikacije, trgovina na veliko i malo, obnovljivi izvori energije, zdravstvo i obrazovanje ¹¹	29	75% kapital 25% zajmovi	-
SIMEST & CDP	579 (2710 projekata)	1,655 (4779 projekata)	-	Industrija	171	43% kapital 57% zajmovi	-

¹⁰ Prema klasifikaciji Svetske banke ekonomije sa nižim srednjim dohotkom su zemlje sa bruto nacionalnim dohotkom (BNP) po stanovniku između 1036 i 4045 dolara.

¹¹ Ulaganja u zemlje čiji je BND po stanovniku ispod postavljenog praga (7175 dolara po stanovniku kako je definisala Evropska banka za obnovu i razvoj-EBRD).

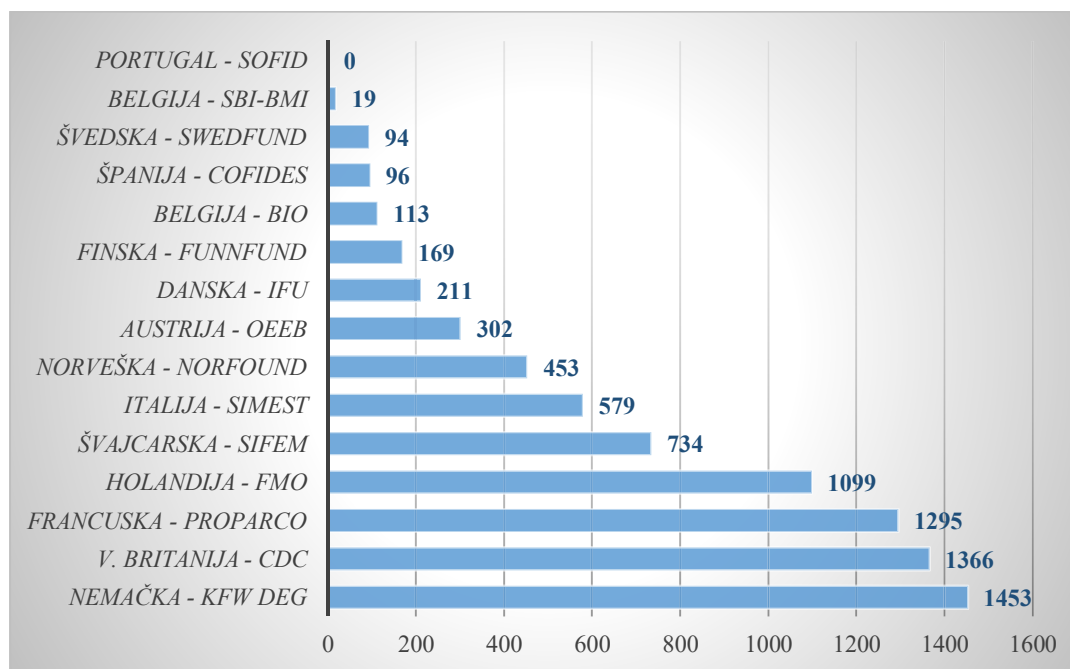
SOFID	0	11 (11 projekata)	-	Proizvodnja, infrastruktura, turizam i finansijski sektor	18	92% zajmovi 8% garancije	-
SWEDFUND	94 (11 projekata)	622 70 projekata)	167,6	Energetika, klimatske promene, finansijski sektor, zdravstvo	46	59% kapital 41% zajmovi	2,9

Izvor: Autor na osnovu EDFI, *Meet our Members*, 2021.

Vrednost portfolija evropskih razvojnih finansijskih institucija na kraju 2020. godine je iznosio 43,8 milijardi evra (uključujući 6410 investicionih projekata). Za period od 15 godina vrednost portfolia je učtverostručena (2005. godine vrednost portfolia je iznosila 10,9 milijardi evra). Vrednost novih investicija u 2020. godini iznosila je 7,5 milijardi evra, što je za 18% niže u odnosu na prethodnu godinu, ali na nivou 2018. godine. Takođe, 2002. godine ukupne godišnje obaveze svih evropskih razvojnih finansijskih institucija su porasle sa 10 milijardi evra na skoro 80 milijardi evra, što predstavlja rast od 700% (izvor rasta predstavlja dopunjavanje kapitala od strane vlasnika i zadržana dobit). Poslednjih 10 godina članice beleže rast investicione aktivnosti po stopi od oko 10% na godišnjem nivou (EDFI, 2021a). U toku 2019. godine, evropske razvojne finansijske institucije su uticale na kreiranje 8,5 miliona radnih mesta i time značajno doprinele smanjenju siromaštva pospešivanjem ekonomskog rasta kroz ulaganja u privatni sektor. U odnosu na 2015. godinu kada je iznosio 4 miliona, broj radnih mesta je više nego udvostručen. Takođe, zahvaljujući rastu privredne aktivnosti u privatnom sektoru, države su uspele da tokom 2019. godine prihode 17,3 milijardi evra kroz poreze (2015. godine poreski prihodi države po istom osnovu su iznosili 11 milijardi evra). Takođe, proizvedeno je 98 teravatačasova (Twh) električne energije tokom iste godine (EDFI, 2021b). Sve prethodno navedeno govori u prilog sagledavanja razvojnih finansijskih institucija kao eksplozivno rastućeg izvora finansija razvoja.

Evropske razvojne finansijske institucije, kao odgovorni investitori, u finansiranju projektnih aktivnosti rukovode se principima poštovanja ljudskih prava i održivosti životne sredine. Ukoliko su ovi standardi održivosti narušeni, investicija nije ekonomski opravdana i ne može biti predmet komercijalne realizacije (EDFI, 2016). Evropske vlade su podržale proširenje portfolija ovih institucija, prvenstveno radi osnaženja i razvoja privatnog sektora i podsticanja otvaranja novih radnih mesta (Bilal, 2021). Razvojno finansiranje privatnog sektora od strane ovih institucija raste po prosečnoj godišnjoj stopi od 10% i prema procenama, u narednoj deceniji postoji solucija da se evropske razvojne finansijske institucije prema obimu investicija približe nivou investicija Zvanične razvojne agencije (ODA) (Erforth, 2020).

Grafikon 34. Razvojne finansijske institucije prema obimu obaveza u milionima evra, 2020.



Izvor: OECD, *DFI Ranking by Commitment Volume*, 2020.

Istraživanja su pokazala da razvojne finansijske institucije značajno doprinose ekonomskom rastu. Analiza koja je obuhvatila 101 zemlju i period posmatranja 1986-2009. godine je pokazala jaku pozitivnu korelaciju između rasta investicionih aktivnosti razvojnih finansijskih institucija i rasta bruto domaćeg proizvoda *per capita*. Potvrđeno je da povećanje ulaganja multilateralnih razvojnih finansijskih institucija u održivi razvoj za 10% dovodi do rasta bruto domaćeg proizvoda *per capita* od 1,3% u zemljama sa nižim dohotkom i rasta od 0,9% u zemljama sa višim dohotkom. Na taj način možemo uvideti i to da prema rezultatima sprovedenog istraživanja, ove institucije ostvaruju veće razvojne potencijale u manje razvijenim zemljama. Takođe, posmatrano po sektorima, investicije multilateralnih razvojnih finansijskih institucija u infrastrukturu, industriju i agrobiznis najviše doprinose ekonomskom napretku. Prema istraživanjima, u zemljama sa nižim dohotkom najisplativije su investicije u infrastrukturu i agrobiznis, a u zemljama sa višim dohotkom, pored sektora infrastrukture, najbolje ekonomske rezultate donose i investicije u sektoru industrije (Velde, 2011).

Ako se analiziraju efekti razvojnih finansijskih institucija na produktivnost rada, koristeći rezultate panel analize u istraživanju koje je obuhvatilo 62 zemlje sa niskim i srednjim dohotkom za period od osam godina (2001-2009), potvrđeno je da su investicije razvojnih finansijskih institucija doprinele u proseku rastu produktivnosti rada u posmatranim zemljama između 3,5% i 7,5% (Jouanjean & Velde, 2013). Takođe, postoje značajna istraživanja koja se bave odnosom

ulaganja razvojnih finansijskih institucija i bruto domaćeg proizvoda po glavi stanovnika i uticajem ovog odnosa na životni standard i produktivnost rada i ekonomski rast. Naime, ukoliko se ratio *investicije razvojnih finansijskih institucija/BDP* poveća za 1%, prihodi po glavi stanovnika rastu u proseku za 0,24%, a produktivnost rada u proseku za 0,27% (Massa, Mendez-Parra & Velde, 2016).

U sprovedenim istraživanjama se utvrdila i pozitivna korelacija između ulaganja razvojnih finansijskih institucija i bruto investicija u osnovna sredstva (*gross fixed capital formation*). Investicije 4 posmatrane razvojne finansijske institucije (EIB, EBRD, IFC i CDC) u periodu od 1985. godine su u 26 zemalja doprinele značajnom porastu bruto investicija u osnovna sredstva. Tačnije, porast investicija razvojnih finansijskih institucija posmatranih u odnosu na bruto domaći proizvod je doprineo rastu bruto investicija u osnovna sredstva (izraženih kao procenat BDP) za 0,8% (Massa, Mendez-Parra & Velde, 2016).

Slika 17. Evropske razvojne finansijske institucije

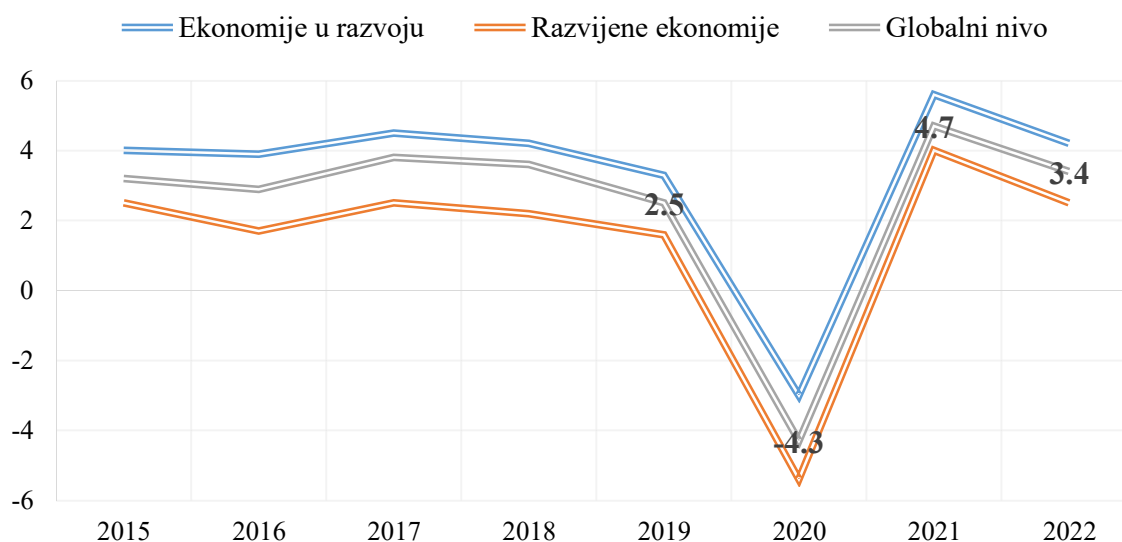


Izvor: COFIDES, *European Development Finance Institutions*, 2021.

3.4. Uticaj Covid-19 krize na ostvarenje ciljeva održivog razvoja i poslovanje razvojnih finansijskih institucija

Pandemija je ostavila značajne posledice na svetsku ekonomiju. U toku 2020. godine je 114 miliona radnih mesta sa punim radnim vremenom izgubljeno, što ostavlja trag na globalnu ekonomiju. Sam pogled na Grafikon 35. u prvi plan ističe negativnu stopu rasta svetskog bruto proizvoda od 4.3% u toku 2020. godine, što predstavlja najveći pad od Velike svetske ekonomske krize (1929-1933). Prema projekcijama Ujedinjenih nacija, u toku 2021. godine se očekuje skroman oporavak svetske ekonomije praćen rastom globalne proizvodnje od 4.7%, dok se 2022. godine takođe očekuje rast od 3.4%. Ukoliko se projektovane vrednosti ostvare, ekonomski gubitak izazvan pandemijom bi bio ekvivalentan iznosu od 36% svetske proizvodnje iz 2019. godine (Mrkić, 2021). Očekivani rast proizvodnje u razvijenim zemljama u 2021. godini iznosi 4%, nakon ozbiljnog pada u 2020. godini i ostvarenja negativne stope rasta od 5.6%. Za zemlje u razvoju se očekuje da će dostići rast proizvodnje od 5.6% u toku 2021. godine (United Nations, 2021).

Grafikon 35. Rast svetskog bruto proizvoda (globalne proizvodnje), 2015-2022.

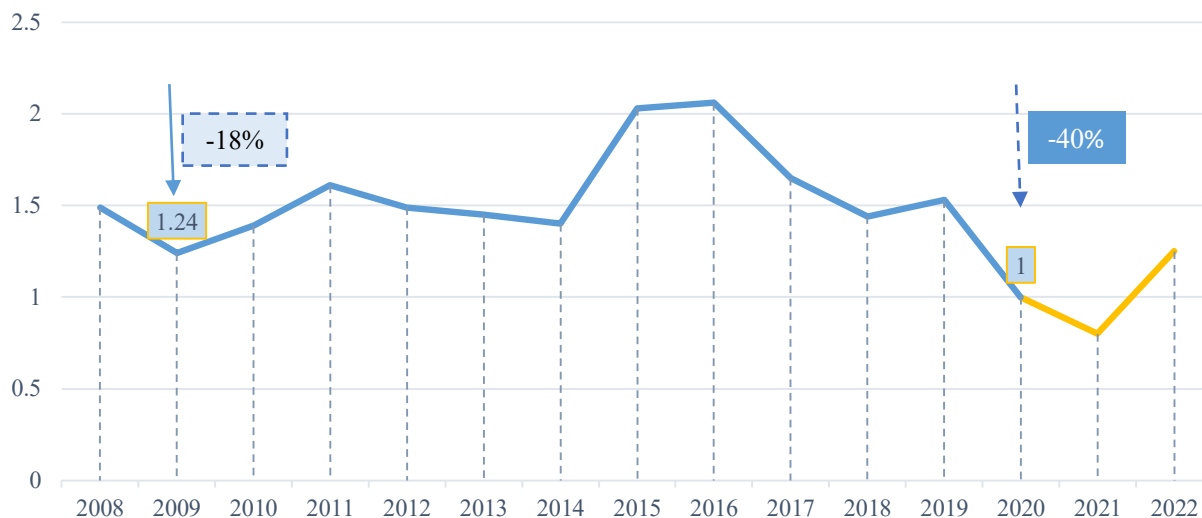


Izvor: United Nations, *Financing for Sustainable Development Report*, 2021.

Covid-19 kriza je značajno usporila napredak u ostvarenju ciljeva održivog razvoja i uticala na sve aspekte finansiranja razvoja. Finansiranje ciljeva održivog razvoja je značajan poduhvat, kako je već prethodno istaknuto, i zastupljen je deficit sredstava od 2.5 milijardi dolara na godišnjem nivou koji treba da bude nadoknađen investicijama. Postojeći finansijski jaz i nedostatak sredstava je dodatno pogoršan Covid-19 krizom i njenim uticajem na ekonomije u

razvoju. Globalni ekonomski pad je ostvario neproporcionalan uticaj na zemlje sa niskim dohotkom i ekonomije u nastajanju. Prema predviđanjima, zemljama u razvoju će biti potrebno dodatnih 1.7 milijardi dolara za finansiranje ciljeva održivog razvoja usled pada investicija privatnog sektora u 2020. godini. Takva finansijska situacija bi mogla dovesti do povećanja nedostajućih sredstava za održivi razvoj i povećanja postojećeg godišnjeg finansijskog jaza na 4.2 milijardi dolara (Convergence, 2021a).

Grafikon 36. Globalni prilivi stranih direktnih investicija u 000 mlrd \$, 2008-2022.

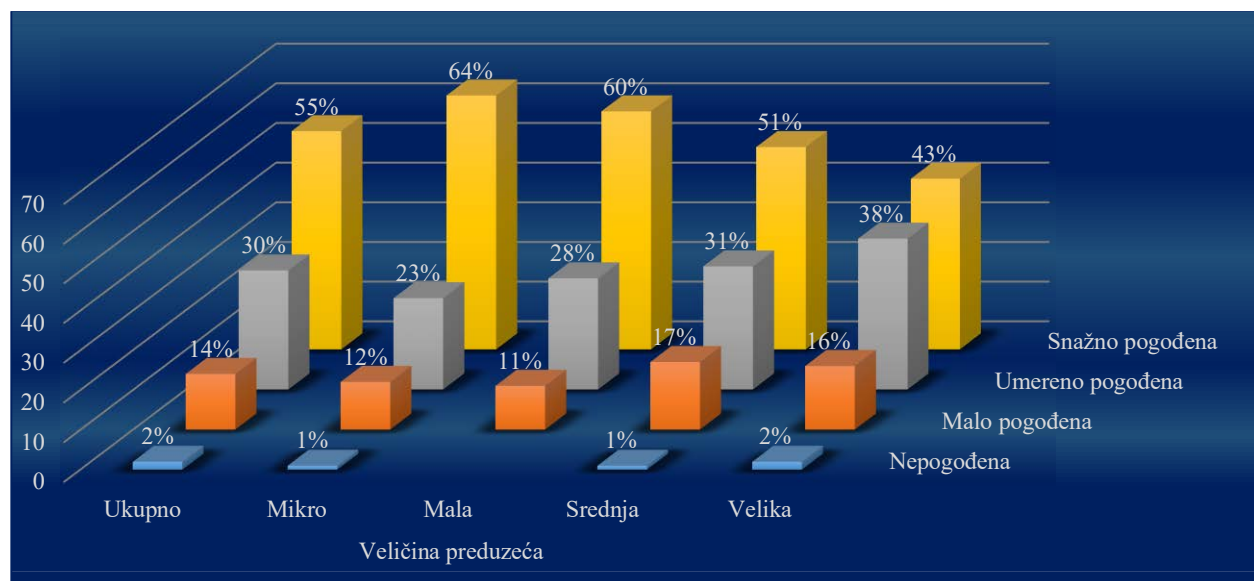


Izvor: UNCTAD Statistics; United Nations, *Financing for Sustainable Development Report*, 2021.

Pandemija je ostavila traga na svetske investicione tokove, ostvarivši najnepovoljnije rezultate u zemljama u razvoju. U toku 2020. godine bruto investiciona ulaganja u razvijenim zemljama su smanjena za 6.4% bruto domaćeg proizvoda, a u zemljama u razvoju za 4.5% bruto domaćeg proizvoda. Izveštaj o svetskim investicijama je ukazao na to da su globalni prilivi stranih direktnih investicija u odnosu na 2019. godinu zabeležili pad od 40% na nivo od 1000 milijardi dolara, što je ispod najnižeg nivoa stranih direktnih investicija ostvarenih nakon izbijanja globalne finansijske krize pre više od jedne decenije (EIB, 2022). Za 2021. godinu se takođe predviđa dalji pad priliva stranih direktnih investicija, s tim da prema projekcijama Ujedinjenih nacija, 2022. godina donosi rast priliva, ali značajno ispod nivoa koji je zabeležen pre izbijanja *Covid-19* krize. Trendovi ulaganja u budućnosti zavisice od nivoa javne potrošnje, visine kamatnih stopa, stope vakcinacije, naročito u zemljama u razvoju (United Nations, 2021). Pad je najvećim delom koncentrisan u razvijenim zemljama, mada i u zemljama u razvoju strane direktne investicije su zabeležile pad od 16%, dok je broj greenfield investicija pokrenutih 2020. godine smanjen za 42% (UNCTAD, 2021).

Smanjena profitabilnost kompanija i prevashodno neizvesnost u pogledu buduće ekonomske situacije čine investiciona ulaganja znatno rizičnijim nego u uslovima pre pandemije. Tekući investicioni projekti su odloženi, pa su samim tim i prinosi na investirana sredstva izostali, kao i reinvestiranje dela zarade u zemlje u koje se ulaže. Veliki broj planiranih merđžera i akvizija je obustavljen ili odložen. Investicije privatnog sektora u zemljama u razvoju u svim oblastima relevantnim za održivi razvoj su bile na nezadovoljavajućem nivou (UNCTAD, 2021).

Grafikon 37. Uticaj pandemije na mikro, mala, srednja i velika preduzeća, 2020.



Izvor: International Trade Centre, *Covid-19: The Great Lockdown and its Impact on Small Business*, 2020.

Usporavanje izazvano pandemijom se prevashodno odrazilo na realnu ekonomiju, sektor malih i srednjih preduzeća i njihove zaposlene. Prema istraživanjima, mala i srednja preduzeća su u procesu suočavanja sa pandemijom prošla kroz četiri faze. Prva faza gašenja se odnosila na obustavljanje ekonomskih aktivnosti u kompanijama usled izbivanja *Covid-19* krize i najviše pogođeni sektori su turizam, trgovina, ugostiteljstvo, industrija zabave. Druga faza se odnosila na prekide u lancima snabdevanja koji su uticali na poslovanje kompanija širom sveta. Zastoji u proizvodnji su rezultirali nedostatkom inputa u globalnim lancima snabdevanja, dok su mala i srednja preduzeća usled pada tražnje bila prinuđena da redukuju svoje poslovne aktivnosti. Treća faza „depresija tražnje“ podrazumeva pad agregatne tražnje i smanjenje prodajne aktivnosti kompanija. Domaćinstva su suočena sa nižim prihodima što rezultira smanjenom potrošnjom. Kompanije opterećene kreditima i smanjenim obimom poslovanja se suočavaju sa rizikom od bankrotstva. Faza oporavka zavisi od aktuelne epidemiološke situacije i od dubine prethodnog pada tražnje i podrazumeva fazu vraćanja odloženoj potrošnji. Pandemija ja najoštrije posledice ostavila na poslovanje mikro i malih preduzeća posebno u zemljama u razvoju, koja su suočena i

sa većim rizikom od bankrotstva i trajnog zatvaranja. Dve trećine mikro i malih preduzeća je snažno pogođeno pandemijom za razliku od 40% velikih preduzeća (Grafikon 37). Takođe, prema rezultatima istraživanja, 2020. godine 22% mikro, malih i srednjih preduzeća je u riziku od zatvaranja, dok je udeo velikih preduzeća sa istim rizikom 9%. Sektori koji su povezani sa smeštajem, hranom, obrazovanjem, industrijom zabave i rekreacije su pretrpeli najteže posledice, u kojima dominiraju mikro, mala i srednja preduzeća čije su rezerve za ublažavanje manjka likvidnosti izazvanih ekonomskom blokadom ograničene (International Trade Centre, 2020).

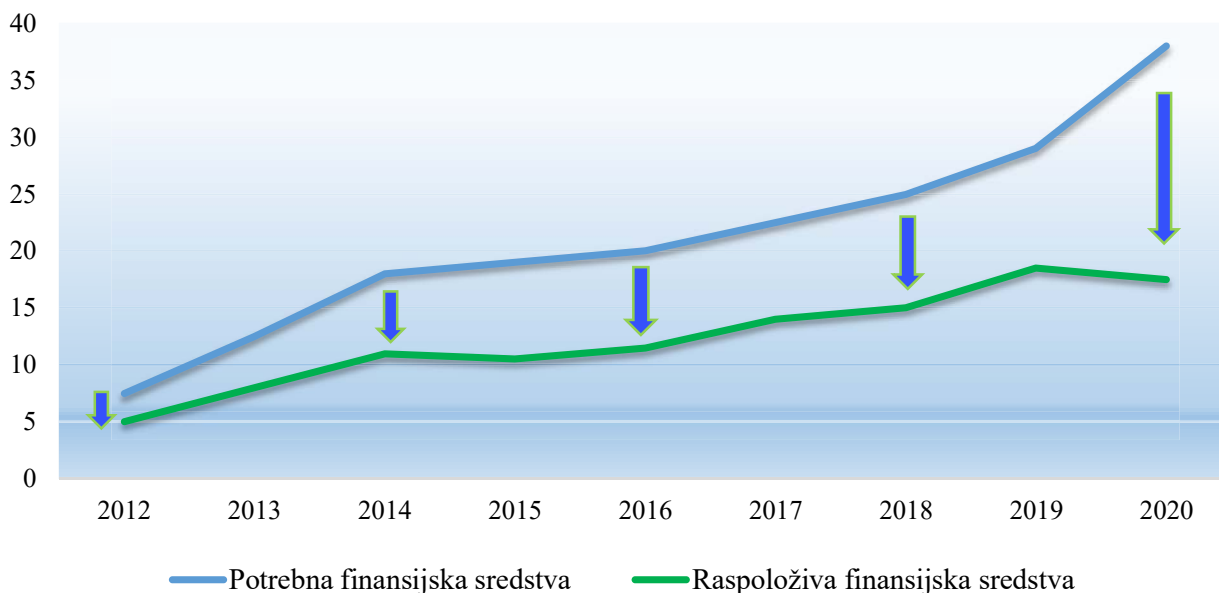
Odgovori vlada i razvojnih banaka na krizu su se ogledali u paketima pomoći i fiskalnim podsticajima koji su pomogli kompanijama da odole pritiscima pandemije i ostanu u tržišnoj utakmici i sačuvaju zaposlene. Bez ovih intervencija, prema procenama, stopa bankrota i neuspeha malih i srednjih preduzeća bi bila dva puta veća (za skoro 9 procentnih poena) i iznosila bi 18.2% (Gourinchas, Kalemli-Özcan, Penciakova & Sander, 2020). Gubitak poslova je najviše pogodio žene i mlađu populaciju i najvećim delom je bio koncentrisan u sektorima koje karakterišu niska primanja. Mere državne pomoći u razvijenim zemljama su činile 80% globalnih podsticaja, dok su paketi pomoći u zemljama u razvoju bili na znatno skromnijem nivou. Međutim, istorijski pad prihoda u kombinaciji sa već postojećim dugom je uticao na porast odnosa globalnog javnog duga prema bruto domaćem proizvodu za 15 procentnih poena i dostizanje nivoa od 98%, što značajno prevazilazi nivo iz perioda svetske ekonomske krize 2009. godine (IMF, 2021).

Prema istraživanju, među najkorisnijim instrumentima vlada i razvojnih banaka za ublažavanje posledica krize, kompanije su izdvojile oslobađanje od poreza i privremene poreske olakšice, kao i finansijske programe poput kreditnih garancija sa nižim kamatnim stopama (International Trade Centre, 2020). S druge strane, pristup pomenutoj pomoći mikro, malih i srednjih preduzeća je nejednako zastupljen u razvijenim zemljama, gde je 75% kompanija iskoristilo finansijsku pomoć, dok u nedovoljno razvijenim zemljama taj udeo iznosi oko 30% (IMF, 2021a).

Covid-19 kriza je izazvala ekonomski pad koji će prema procenama dovesti do povećanja globalnog siromaštva za čak pola milijarde ljudi, odnosno, 8% ukupne svetske populacije (United Nations University, 2021). Takođe, prosečna potrošnja po glavi stanovnika je smanjena za 20%. Ovo je prvi put da se globalno siromaštvo povećava u poslednjih trideset godina (Sumner, Hoy & Ortiz-Juarez, 2020). Na taj način se može konstatovati da je ostvarenje Agende održivog razvoja 2030 pod značajnom pretnjom, a posebno ciljevi koji se odnose na iskorenjivanje siromaštva i nultu glad u svetu. Vlade širom sveta bi trebalo da mobilišu najmanje 2500 milijardi dolara za podršku zemljama u razvoju kako bi zaustavile pandemiju i sprečile globalni ekonomski kolaps. To treba učiniti na načine koji podupiru novi društveni ugovor između ljudi, vlada i tržišta i koji radikalno smanjuju nejednakosti i postavljaju temelje za humaniju ekonomiju fokusiranu na solidarnost i održivost (Frey, MacNaughton, Kaur & Taborda, 2021).

Zahtevi humanitarne pomoći za 2020. godinu su značajno porasli, dok finansiranje ne ide u korak sa potrebama i značajno je smanjeno u odnosu na 2019. godinu, što je stvorilo ogroman finansijski jaz (Grafikon 38). Očekuje se dalji pritisak na humanitarnu pomoć usled rasta gladi, ekstremnog siromaštva, ratnih sukoba, klimatskih katastrofa i nedovoljnog ulaganja u redukovanje rizika od katastrofa (Lowcock, 2021).

Grafikon 38. Odgovor himanitarne pomoći na finansiranje posledica *Covid-19* krize, 2012-2020.



Izvor: Lowcock, *Global Humanitarian Overview*, 2021.

U uslovima svetske finansijske krize razvojne finansijske institucije su imale veoma značajnu ulogu ostvarujući direktne kontraciklične efekte, pružajući podršku finansijskim institucijama i delujući kao stabilizatori u kriznim okolnostima. Ove institucije su nastojale da održe približno isti nivo ulaganja kao i u godinama pre krize. Svojim aktivnostima su podržale privatni sektor u uslovima kada komercijalne banke i drugi investitori otkazuju partnerstva sa kompanijama usled visoke izloženosti riziku ili usled nedostatka likvidnosti. Umesto povlačenja sa tržišta u razvoju, ove institucije povećavaju svoju izloženost. Pomažu kompanijama da opstanu, prebrode krizne periode i nastave sa poslovanjem. Takođe, njihova prednost je svakako u fleksibilnim strukturama i efikasnom načinu donošenja odluka koji im omogućava brzo delovanje u kriznim situacijama (Velde, 2019). Razvojne finansijske institucije su u poziciji da znatno lakše koriguju svoja operativna pravila (povećanje maksimalnog učešća u kapitalu ili povećanje iznosa za kreditiranje pojedinačnih projekata). Za razliku od njih, multilateralne razvojne banke i fondovi za dokapitalizaciju koji obezbeđuju dodatni kapital bankama u zemljama u razvoju, karakteriše složenija organizaciona struktura. I pored odobrenih značajnih kapitalnih iznosa, brojne

procedure mogu uticati na prolongiranje isplate finansijskih sredstava bankama u krizi (World Bank, 2011).

Međunarodna finansijska korporacija (IFC) je povećala iznos finansijskih sredstava namenjenih kompanijama za pomoć u borbi protiv epidemije za 8 milijardi dolara i to u sledeće četiri kategorije: 1. Mehanizam za odgovor na krize u realnom sektoru - za podršku kompanijama u proizvodnji, poljoprivredi, infrastrukturnim i drugim uslugama osetljivim na pandemiju; 2. Globalni program finansiranja trgovine - za pokriće rizika plaćanja i izmirenja obaveza finansijskih institucija; 3. Program *Working Capital Solutions* - za obezbeđenje sredstava bankama za odobravanje kredita preduzećima i pružanje pomoći u pristupu obrtnom kapitalu i 4. Globalni program likvidnosti trgovine (Griffith Jones & Velde, 2020).

Razvojne finansijske institucije šesnaest zemalja OECD-a, grupisane u okviru saveza (*DFI Alliance*), su se obavezale da će pronaći rešenja koja će smanjiti uticaj *Covid-19* krize u zemljama u razvoju, posebno na važne poslovne aktivnosti. Savez se obavezao i da će im pružiti pomoć u procesu oporavka kroz obezbeđenje likvidnosti, vraćanje na ostvarenje maksimalnih proizvodnih kapaciteta i mogućnosti zapošljavanja i stvaranja radnih mesta kao pre pandemije (EDFI, 2021c). Uzimajući u obzir ekonomsku situaciju nakon pandemije sa kojom se suočavaju zemlje u razvoju i broj siromašnih ljudi koji u njima živi, vlade treba da sarađuju sa razvojnim finansijskim institucijama i nađu kompromis kako da se ugroženim zemljama pruži adekvatna pomoć i omogući brži izlazak iz krize. Jedna od opcija je svakako da razvojne finansijske institucije povećaju svoja ulaganja u nedovoljno razvijenim zemljama. To bi podrazumevalo da ulažu u rizičnije projekte, da ublaže svoje stroge kriterijume prilikom donošenja investicionih odluka i da prihvate projekte sa nižim prinosima. Takav postupak bi značajno zaštitio kompanije koje dobro posluju od negativnih efekata krize, dok bi s druge strane u budućnosti doveo do rasta nenaplativih kredita (Sierra-Escalante & Karlin, 2021). Jedna od mera je i moratorijum na otplatu kredita ili povezivanje otplate sa budućim profitima. Na taj način će se vrednost portfolija razvojnih finansijskih institucija svakako redukovati, ali trenutno smanjenje priliva sredstava i relaksiranje kompanija po pitanju vraćanja pozamljenih sredstava može povoljno uticati na njihovo poslovanje i time doprineti da razvojne institucije u budućnosti naplate sva finansijska sredstva koja potražuju. Jedan od načina podrške nerazvijenim zemljama je i odobravanje beskamatnih kredita kompanijama čiji proizvodi zadovoljavaju bazične potrebe ili se koriste za opšte dobro svih ljudi (EDFI AgriFi, 2021). Razvojne finansijske institucije prepoznaju da je ekonomski i društveni razvoj dugoročan poduhvat. Ne postoji jedan jedini pristup koji će osigurati razvoj poslovnog okruženja u zemljama u razvoju. Intervencije javne politike će takođe uvek imati važnu ulogu, pored ulaganja u privatni sektor. Danas postoji potreba za intenzivnim ispitivanjem optimalne kombinacije politika i vidova mobilisanja investicionog kapitala za stimulisanje rasta privatnog sektora, posebno u vreme *Covid-19* pandemije (Bilal, 2021a).

Pandemija je izazvala izuzetno negativan socio-ekonomski uticaj na zaposlenost, siromaštvo, nejednakosti, ali i na investicije privatnog sektora neophodne za održivi razvoj. Kratkoročna podrška privatnim kompanijama je bila važna kako bi se izbegao njihov bankrot i time ograničio već postojeći devastirajući pad privredne aktivnosti. Trenutna kriza otvara mogućnosti za izgradnju finansijskog sistema koji će više doprinosti održivom razvoju kanališući resurse onim investicionim projektima kompanija koji doprinose ostvarenju ciljeva održivog razvoja. U ispunjenju tih ciljeva izuzetno su važne investicione aktivnosti i veća angažovanost razvojnih finansijskih institucija (Bilal, Bueno, Dembele & Fulga, 2020).

Kako bi se povećala investiciona aktivnost u zemljama u razvoju i omogućio oporavak, treba definisati prioritetne sektore koji će biti generatori održivog razvoja, poput obnovljivih izvora energije i telekomunikacija, koji treba da privuku investitore. Međutim, pokretanje kapitalno intenzivnih projekata u ovim zemljama, zahteva prethodno redukovanje rizika nacionalnim akcijama koje će unaprediti postojeće poslovno okruženje i učiniti ga prihvatljivim za privatne investitore. Zemlje u razvoju treba da iskoriste pogodnosti jeftinijih izvora finansiranja koji su im na raspolaganju, da razviju mrežu projekata za potencijalne investitore koji su spremni za ulaganja uz ustanovljene mehanizme i instrumente upravljanja rizicima. Dodatni podsticaji za oporavak će biti ostvareni formiranjem tržišta investicionih ulaganja u zemljama u razvoju, osvarenjem višeg nivoa digitalne finansijske inkluzije i iskorišćenjem svih njenih pogodnosti naročito u vreme pandemije, razvojem tržišne infrastrukture i akcionih planova prilagođenih lokalnim uslovima u zemljama sa nerazvijenim tržištima kapitala, korišćenjem instrumenata mešovitog finansiranja i sl. (PRI, 2020).

Kako bi se uspešno izgradio održiv finansijski sistem, svi akteri u investicionom lancu treba da obezbede dugoročni pristup u donošenju investicionih odluka, kako bi potencijalni rizici i mogućnosti, od važnosti za održivi razvoj, bili pravilno razmotreni. Finansijerima i drugim zainteresovanim stranama treba obezbediti transparentan uvid u uticaj poslovanja kompanija na životnu sredinu i društvo. Kompanije treba intenzivno da rade na preusmeravanju na aktivnosti koje više doprinose održivom razvoju, što konkretno podrazumeva kada su u pitanju klimatske promene, da svaka kompanija u budućnosti treba da poseduje plan za smanjenje emisija ugljenika koji je u skladu sa Pariskim sporazumom, zatim da obezbedi dostojanstven rad i radne uslove, ukoliko je reč o socijalnim pitanjima održivog razvoja (IOSCO, 2020).

S druge strane, finansijska tržišta su trenutno isuviše kratkoročno orijentisana da bi delovala podsticajno na investicije neophodne za ispunjenje ciljeva održivog razvoja. Investitori su trenutno fokusirani na one rizike povezane sa održivim razvojem koji imaju direktne implikacije na finansijske pokazatelje kompanija u bliskoj budućnosti, bez odgovarajućih alata za merenje dugoročne održivosti kompanija u koje investiraju. Takođe, trenutni model poslovanja kompanija se bazira na kreiranju maksimalne vrednosti za akcionare. Međutim,

novi vid kapitalizma nazvan „stejkholder kapitalizam“ treba upravo da spreči prekomerno trošenje ograničenih resursa i dalje širenje socijalnih nejednakosti stvaranjem vrednosti za sve zainteresovane strane, a ne samo za akcionare. Na taj način se cilj maksimizacije profita usključuje sa ciljevima održivog razvoja i donosi dobit zaposlenima, kupcima, dobavljačima, akcionarima i lokalnoj zajednici. Isto tako, stejkholder kapitalizam ne znači ostvarenje većih prinosa ostalih stejkholdera na račun smanjenih prinosa akcionara, već posmatranje interesa svih zainteresovanih strana, što omogućava ostvarenje održivog razvoja u budućnosti uz maksimiziranje finansijskih rezultata (Schwab & Vanham, 2021). Promena perspektive posmatranja zaposlenih sa troška poslovanja na vid ulaganja u kapital dovodi do rasta produktivnosti. Istraživanja govore u prilog činjenici da kompanije sa snažnim angažovanjem zaposlenih¹² ostvaruju 23% veći profit od kompanija sa nižim angažovanjem zaposlenih (Harter, Schmidt, Agrawal, Blue, Plowman, Josch & Asplund, 2020). Ulaganja u inoviranje i razvoj proizvoda i usluga koji su prilagođeni potrebama kupaca i zadovoljavaju ekološke standarde takođe podsticajno deluju na performanse kompanije i doprinose održivom rastu. Rezultati sprovedenog istraživanja ukazuju da bi 73% kupaca promenilo svoje potrošačke navike i opredelilo se za proizvode i usluge koji podsticajno deluju na očuvanje životne sredine (NielsenIQ, 2018).

¹² Angažovanje zaposlenih (*employee engagement*) podrazumeva integrisanje zaposlenih u ciljeve kompanije, njihovu uključenost, entuzijizam i posvećenost poslu.

4. JAVNOPOLITIČKI I REGULATORNI OKVIR – UPOREDNA ANALIZA

Značaj razvojnih finansijskih institucija, naročito, je naglašen u periodu, u toku i nakon pandemije *Covid-19*,¹³ gde je odgovor kreatora međunarodne, prvenstveno, evropske komunitarne politike usaglašen i predstavljen konceptom tzv. „unapređenog ponovnog uspostavljanja“ (*Bulding Back Better Concept*) privrednih sistema ka stvaranju zelene, odnosno inkluzivne ekonomije, koja uzima u obzir rodni aspekt uključujući i brigu o vulnerabilnim kategorijama. Osim toga, uticaj na održivost poslovanja malih i srednjih preduzeća, uz istovremeno stimulisane inovacije, takođe, se ne sme zanemariti. Na međunarodnom nivou, uloga Evropske unije je značajna, posebno imajući u vidu strateški pristup, odnosno utvrđen javnopolitički pravac podsticanja razvoja finansijskih institucija, instrumenata i inicijativa. Ovo se naročito odnosi na inicijativu razvoja i osnaživanja razvojnih finansijskih institucija na nivou Evropske unije, ali i na nivou država članica, i to nezavisno od dominantnog oblika prava svojine, tj. pretežno privatne ili pretežno javne, odnosno državne svojine. S druge strane, uz postignut konsenzus kreatora evropske politike, u literaturi se ističu argumenti u korist osnivanja nacionalnih razvojnih banaka okarakterisanih kao važnih subjekata „koji doprinose suočavanju sa savremenim društvenim izazovima stvarajući funkcionalni ekosistem, uz usmeravanje finansijskih tokova“ (Muzzakato & Penna, 2016). Načelo koordinacije, zajedničko, odnosno sveobuhvatno ulaganje, kao i usaglašen pristup između evropskih finansijskih institucija utvrđen je kao konceptualni osnov regulisanja njihovog delovanja na finansijskom tržištu, i predstavljen je principom „zajedničkog delovanja“ (*Working Better Together Approach*). Sve navedeno se odnosi na definisanje primera dobre prakse, kao i zajedničkog delovanja kod implementacije Agende Ujedinjenih nacija o održivom razvoju do 2030, gde se naglašava dobrovoljan, fleksibilan i na osobenim karakteristikama država članica uspostavljen okvirni model delovanja i implementacije utvrđenih razvojnih ciljeva.¹⁴ Dominantna je primena instrumenata tzv. mekog prava (*Soft law*), gde se inicijalno utvrđuje stanje, targetiraju ciljevi i diferenciraju modeli za njihovo ostvarivanje, a na osnovama indikatora za praćenje rezultata i efekata implementacije. S tim u vezi, osim regulatornog okvira, na nivou Evropske unije, a u kontekstu ostvarivanja ciljeva održivog ekonomskog, socijalnog i ekološkog razvoja u periodu nakon pandemije, posebno se adresira i značaj utvrđivanja institucionalnog okvira, odnosno uloge međunarodnih, odnosno evropskih razvojnih finansijskih institucija, zatim nacionalnih razvojnih finansijskih institucija, a u okviru njih se posebno ističu nacionalne razvojne banke (Bilal, 2021a).

U istraživanju se polazi od pretpostavke značaja „heterogenosti“, odnosno raznovrsnosti razvojnih finansijskih institucija u kontekstu ostvarivanja ciljeva održivog razvoja, u uslovima

¹³ Istorijski, razvojne finansijske institucije su imale značajnu ulogu u pospešivanju industrijalizacije, a naročito u periodima nakon velikih ekonomskih i socijalnih kriza, te vezano za transformaciju ekonomskih sistema.

¹⁴ <https://europa.eu/capacity4dev/working-better-together>.

krize i nakon krize izazvane *Covid-19* pandemijom. Uloga i značaj komunitarnih (EU) finansijskih razvojnih institucija, odnosno Evropske investicione banke (EIB), Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) i evropskih razvojnih finansijskih institucija, biće posebno analizirane sa stanovišta *Bulding Back Better* pristupa i politike postepenog prelaska na koncept zelene ekonomije. Transformacija ekonomskog i, posledično socijalnog sistema, zahteva primenu holističkog i integrativnog pristupa razvoju, angažovanjem svih aktera, kako privatnog tako i javnog sektora, shodno preovladavajućem principu javno-privatnog partnerstva koji se, naročito afirmiše poslednjih decenija, u smislu utvrđenih pozitivnih implikacija po održivost sistema.

S druge strane, statutarna pitanja osnivanja i poslovanja razvojnih nacionalnih finansijskih institucija vodećih država Evropske unije i to Nemačke (*Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft* (DEG); *KfW - Germany's promotional and development bank*), Francuske (*Agence Française de Développement, AFD; Proparco – the French Development Finance Institution*), i Italije (*Cassa Depositi e Prestiti - CDP*) primenom komparativnog naučnog metoda, a sa ciljem identifikovanja uticaja na osnaživanje privrednog sistema u periodu nakon javnozdravstvene krize, te postepene transformacije ka modelu zelene ekonomije promovisanog u okvirima koncepta održivog razvoja, biće analizirana sa stanovišta unapređenja normativnog i institucionalnog okvira kreiranja i vođenja domaće ekonomske politike. Ovo naročito, u kontekstu sagledavanja i analize Zakona o ulaganjima (Zakon o ulaganjima, 2015) kojim je osnovana Razvojna agencija Srbije (RAS), Zakona o Fondu za razvoj Republike Srbije (Zakon o Fondu za razvoj Republike Srbije, 2009), ali i u svetlu inicijativa za usvajanje posebnog Zakona o nebankarskim finansijskim institucijama koji bi bio usmeren na finansiranje mikro, malih i srednjih preduzeća, kao i na finansiranje start-up kompanija, socijalnog preduzetništva, budući da ih bankarski sektor ne prepoznaje kao potencijalne klijente. Pored opštih, nacionalnih osnovani su i fondovi, odnosno agencije na regionalnom, odnosno nivou autonomne pokrajine i lokalnih samouprava. Osim toga, Vlada Republike Srbije je 2016. godine donela Odluku o osnivanju Zelenog fonda Republike Srbije (Odluka Vlade Republike Srbije o osnivanju Zelenog fonda Republike Srbije, 2016) sa ciljem obezbeđenja sredstava za finansiranje programa, projekata i drugih aktivnosti u oblasti očuvanja, održivog korišćenja, zaštite i unapređenja životne sredine. Istraživanje će uključiti i analizu domaćih razvojnih finansijskih institucija u kontekstu sagledavanju sličnosti i razlika u modelima osnivanja i poslovanja, odnosno onim zasnovanim na čistom državnom intervencionizmu i onih koje su tržišno orijentisane, a osnovane su u državama regiona – Hrvatskoj i Sloveniji, kao članicama Evropske unije, što je i strateški cilj Srbije, a sve u kontekstu evropskih integracija.

Definisanje adekvatnog regulatornog i institucionalnog okvira, kao i utvrđivanje modela nacionalnih razvojnih finansijskih institucija (struktura, finansiranje i aktivnosti) jeste *sedes materiae* njihovog funkcionisanja u kontekstu ostvarivanja ciljeva održivog razvoja, budući da

maksimizacija profita nije osnov poslovanja, već ostvarivanje širih, društvenih ciljeva. Ovo, najpre, jer razvojne finansijske institucije, po svojoj prirodi, predstavljaju svojevrsnu entitet javnog finansijskog sektora, čije su osnovne karakteristike: 1. razvojni cilj definisan zakonom; 2. javno vlasništvo i 3. konkurentna neutralnost (Wruuck, 2015), zbog čega se često ističe izazov utvrđivanja granica između državne intervencije i slobode delovanja shodno tržišnim principima. Analiza različitih nacionalnih modela razvojnih finansijskih institucija ima za cilj identifikaciju adekvatnog javnopolitičkog koncepta razvojnih finansijskih institucija u uslovima promena ekonomskih sistema, odnosno postepene tranzicije neoliberalnog sistema ka sistemu održivog razvoja.

4.1. Integrisanje koncepta *Building Back Better* u međunarodno-javnopolitički i regulatorni okvir ostvarivanja ciljeva održivog razvoja – aspekt poslovanja razvojnih finansijskih institucija

Javnozdravstvena kriza izazvana pandemijom, a u okvirima težnji međunarodnih, regionalnih i nacionalnih aktera da utvrde adekvatan odgovor na izazove savremenog društva, poput klimatskih i demografskih promena, migracija, ubrzanog tehnološkog napretka, te rastuće nejednakosti, socijalnih razlika i siromaštva, naročito, u periodu nakon usvajanja Agende Ujedinjenih nacija o održivom razvoju do 2030. godine, ponovo dovodi do aktuelizacije pitanje utvrđivanja adekvatnog javnopolitičkog koncepta adresiranja istih. Ovde treba, posebno, ukazati na sve češće javnopolitičke inicijative definisane tzv. konceptom *Building Back Better*, gde se ističe neophodnost postepenih promena postojećeg ekonomsko-socijalnog sistema u smislu osiguranja njegove održivosti u periodu nakon krize. Održivost funkcionisanja makroekonomskog sistema, uz obezbeđenje privrednog rasta, podrazumeva fokus kreatora javnih politika ne samo na oblast konstantne maksimizacije profita merene stopom rasta bruto domaćeg proizvoda, i predstavljenog dominantnim kapitalističkim i neoliberalnim konceptom proizvodnje i poslovanja uopšte, već i sagledavanje sa stanovišta ostvarivanja širih socijalnih ciljeva, smanjenja siromaštva i socijalnih razlika, odnosno nejednakosti, kao i zaštite životne sredine. Transformacija ekonomskog sistema sa aspekta održivosti podrazumeva uspostavljanje novog modela proizvodnje i poslovanja koji pored ostvarenja čisto ekonomskih ciljeva maksimizacije profita ne isključuje i socijalnu komponentu razvoja zasnovanu na inkluzivnom i principu pravične uključenosti različitih društvenih grupa, ali i ekološku komponentu zaštite životne sredine i brugu o dobrobiti budućih generacija. Osnov transformacije, odnosno postepene tranzicije ekonomskog i posledično socijalnog sistema zasnovan je na globalnom strategijskom holističkom pristupu razvoju (*Holistic Policy Approach*) koji je praćen institucionalnim pristupom (*Institutional Approach*), odnosno uspostavljanjem adekvatnog strategijskog i regulatornog okvira delovanja svih zainteresovanih aktera. S tim u vezi, fokus je na pospešivanju

i jačanju institucionalne saradnje u smislu koordinacije aktivnosti, te utvrđivanja zajedničkih i usaglašenih investicija, odnosno pristupa tržištu i poslovanju uopšte. Holistički strategijski pristup razvoju, zapravo, podrazumeva multisektorsku saradnju, odnosno saradnju kreatora, kao i subjekata ekonomske, socijalne i ekološke politike, uz naglašavanje pluralizma istih. Ovo se naročito ističe sa stanovišta preovladavajućeg tzv. mekog regulatornog pristupa kreatora međunarodne ekonomsko-socijalne, a danas i ekološke politike, odnosno dominantnog regulisanja tzv. *Soft law* tj. pravnoneobavezujućim instrumentima, koji su, *inter alia*, i osnovni mehanizam nastanka i razvoja samog koncepta *Building Back Better*.

Building Back Better koncept jeste generični pojam koji se koristi da označi strategijske inicijative uključene u programe oporavka društva, a nakon kriza izazvanih nepredviđenim događajima, koje pored oporavka imaju za cilj i rekonstrukciju zajednice u cilju stvaranja okruženja otpornijeg na rizike i održivog ekonomsko-socijalnog sistema (Fernandez & Ahmed, 2019). Naime, *Building Back Better* podrazumeva strategijsko utvrđivanje mehanizama za unapređenje fizičkog, psiho-socijalnog i ekonomskog potencijala zajednica u periodima obnove i oporavka, sa ciljem osiguranja veće otpornosti na buduće štetne događaje (Mannakkara, 2014). Iako se česta upotreba termina i njegovo uvođenje u javni stručni ali i akademski diskurs vezuje za 2017. godinu i Kancelariju Ujedinjenih nacija za smanjenje rizika od katastrofa, inicijalno, upotreba pojma datira iz vremena administracije predsednika SAD Bila Klintonu, odnosno vezuje se za 2005. godinu i plan oporavka od cunamija sa Indijskog okeana, kao i usvojeni izveštaj o istom iz 2006. godine (Maital & Barzani, 2020). Stoga, važno je istaći da, prilikom sagledavanja i analize teorijsko-konceptijskog osnova nastanka, ali i praktičnog značaja *Building Back Better* koncepta, okvire treba utvrditi shodno dokumentu Ujedinjenih nacija tj. prema Okvirnoj strategiji za smanjenje rizika od katastrofa koja je usvojena marta 2015. godine u Sendaiju (Japan). Tzv. Sendai okvirna strategija za smanjenje rizika od katastrofa (2015-2030) deo je programa Ujedinjenih nacija o održivom razvoju do 2030, odnosno Pariskog sporazuma o klimatskim promenama iz 2015. godine, gde je *Building Back Better* koncept definisan kao jedan od četiri osnovna stuba okvirne strategije smanjenja rizika od katastrofa (Wilkinson, Twigg & Few, 2020). Međutim, iako Sendai okvirna strategija za smanjenje rizika od katastrofa (2015-2030) ne daje preciznu definiciju koncepta *Building Back Better*, posredno se zaključuje da isti uključuje sve planove, programe i strategije koji se donose, kako na međunarodnom i regionalnom, tako i na nacionalnim nivoima, a imaju za cilj oporavak, rehabilitaciju i obnovu ekonomskog, socijalnog i ekološkog sistema, na način koji podrazumeva holistički, integrativni i multisektorski pristup, kao i učešće javne vlasti, odnosno država, zatim predstavnika kapitala i predstavnika rada, s tim da se ovde posebno ukazuje i na značaj uloge finansijskih institucija u smislu promovisanja integrisanja plana upravljanja rizicima od katastrofa u definisani model, odnosno praksu poslovanja, naročito se odnoseći na investicije mikro, malih i srednjih preduzeća i pospešivanje njihovog razvoja (United Nations, 2015a). Dakle, *Building Back Better* koncept, u vremenu kada je promovisan u međunarodnom javnopolitičkom diskursu, predstavljen je kao

okvirna platforma oporavka nacionalnih ekonomsko-socijalnih sistema nakon velikih prirodnih katastrofa, sa fokusom na zaštitu i osnaživanje ranjivih društvenih grupa, te naglašenom rodnom dimenzijom, ne isključujući i lica sa invaliditetom, etničke manjine, migrante i izbeglice. Oporavak društva nakon takvih štetnih događaja podrazumevao je učešće svih aktera ekonomskog, socijalnog kao i ekološkog sistema koji bi bili koordinisani od strane nacionalne javne vlasti. Sam koncept, danas, deo je programskih ciljeva Agende Ujedinjenih nacija o održivom razvoju do 2030. godine, i dodatno je aktuelizovan globalnom pandemijom *Covid-19*, a u svojoj osnovi zasniva se na „priznanju“ međuzavisnosti i uslovljenosti čisto ekonomskih ciljeva maksimizacije profita, socijalnih ciljeva osiguranja jednakosti i smanjenja siromaštva na globalnom nivou, kao i ekoloških ciljeva zaštite životne sredine i brige za očuvanje prirodnih resursa, odnosno smanjenja zagađenosti zemlje, vode i vazduha, te brige za dobrobit budućih generacija. *Building Back Better* koncept, stoga, može poslužiti kao adekvatna platforma ekonomske, socijalne i ekološke tranzicije u okvirima koncepta održivog razvoja u post-korona periodu.

U okolnostima globalne javnozdravstvene krize, odnosno pandemije *Covid-19*, sprovedena su istraživanja (Bilal, 2021a; Bilal, Bueno, Lee & Ramundo Orlando, 2020), gde se ukazuje na značaj uloge, potrebe za ojačavanjem međunarodnih, regionalnih, odnosno evropskih, ali i nacionalnih razvojnih finansijskih institucija, sa fokusom na državne razvojne banke, kako bi se osigurao ravnomeran i održivi razvoj na duži rok, sa naglašenom ekološkom dimenzijom. Njihova uloga se, ovde, sagledava u kontekstu strategijskog pristupa i primene *Building Back Better* koncepta, na način koji podrazumeva prilagođavanje postojećeg poslovnog modela razvojnih finansijskih institucija, tako što bi isti usmeravao i koordinisao evropske investicije po modelu definisanom međunarodnim i, sledstveno, evropskim programom održivog razvoja. Tako, uloga nadnacionalnih organizacija, posebno, Evropske unije, ali i nacionalnih država u koncipiranju strateškog, normativnog i institucionalnog okvira delovanja razvojnih finansijskih institucija posebno se ističe, uz pospešivanje međusobne saradnje različitih vrsta razvojnih finansijskih institucija (aspekt pluralizma razvojnih finansijskih institucija), sve sa ciljem jačanja njihovog finansijskog potencija, koji bi vodio ka zelenom, inkluzivnom i rodno senzitivnom razvoju. Ovo, dalje, zahteva povezivanje regionalnih investicija iz eksternih izvora finansiranja sa lokalnim razvojnim potrebama, kao i prioritetima Evropske unije definisanim strateškim dokumentima u ovoj oblasti (Bilal, 2021a). S tim u vezi, ostvarivanje ciljeva ekonomsko-socijalno-ekološkog (održivog) razvoja u post-korona periodu, u domenu mesta, uloge i delovanja razvojnih finansijskih institucija, zahtevalo bi direktnije učešće nadnacionalnih, odnosno evropskih razvojnih finansijskih institucija u koncipiranju mehanizama upravljanja evropskim investicijama iz eksternih izvora finansiranja, zatim u njihovom programskom definisanju, naročito u fazama implementacije, a koji po svojoj prirodi, treba da budu uspostavljeni na fleksibilnim osnovama (Bilal, 2021a). Posebno se diferenciraju, sa aspekta značaja odgovora na krizu izazvanu *Covid-19* pandemijom, međunarodne razvojne finansijske

institucije, evropske razvojne finansijske institucije, kao i nacionalne razvojne banke. U okvirima *Building Back Better* koncepta delovanja, navedene razvojne finansijske institucije treba da budu ojačane na način kako bi mogle da stvore i održe veći investicioni potencijal, posebno privatnih subjekata, zatim da budu u mogućnosti da snose veći rizik poslovanja i deluju u nesigurnom okruženju, obavljaju poslovanje i aktivnosti sa značajnijim uticajem na ojačavanje siromašnijih i vulnerabilnijih subjekata, kao i da unaprede svoje operativne aktivnosti sa fokusom na transformacionu, održivu i zelenu dimenziju. To se posebno odnosi na najranjivije subjekte pogođene javnozdravstvenom krizom, gde se posebno diferenciraju mikro, mala i srednja preduzeća i preduzetnici, koji su u značajnom riziku osiguranja likvidnosti i solventnosti, gde se uloga razvojnih finansijskih institucija, međunarodnih, regionalnih i nacionalnih, izdvaja u definisanju i sprovođenju proaktivnih strategijskih pristupa, sve u saradnji sa lokalnim finansijskim institucijama, a sa ciljem osiguranja kako ostajanja na tržištu i osiguranja stabilnosti poslovanja tako i povećanja otpornosti na trenutne i sve buduće rizike (Bilal, Bueno, Lee & Ramundo Orlando, 2020). Dakle, u širem smislu, uloga razvojnih finansijskih institucija bila bi osiguranje anticikličnosti u oblasti finansiranja privatnog sektora, tj. obezbeđenje „restartovanja“ privatnog kapitala, odnosno privatnih finansija, kako bi, istovremeno, pomogle privrednim subjektima da prebrode krizu ali i doprinele njihovom bržem oporavku. Ovo se posebno odnosi na mikro, mala i srednja preduzeća čija je socijalna uloga posebno naglašena, u smislu generisanja prihoda, stvaranja uslova za povećanje zaposlenosti, posebno, ranjivih kategorija radnika, smanjenja siromaštva i nejednakosti kako u razvijenim tako i u zemljama u razvoju (Marwa, 2014). S tim u vezi, (posredna) uloga razvojnih finansijskih institucija u stvaranju i očuvanju radnih mesta je važna i posebno targetira mikro, mala i srednja preduzeća i obezbeđuje postizanje i jačanje socijalne kohezije. Isto tako, osigurava se i uključivanje na tržište i mesta rada ranjivih kategorija radnika, odnosno žena, starijih radnika, radnika migranata, lica sa invaliditetom, etničkih manjina. Aktivnosti Evropske razvojne banke, kao regionalne razvojne finansijske institucije, valjani su primer socijalno-ekološkog delovanja, odnosno ostvarivanja širih, javnih ciljeva uz istovremenu podršku individualnim, odnosno interesima privatnog kapitala. Tako, osnovne aktivnosti delovanja Razvojne banke Saveta Evrope usmerene ka mikro, malim i srednjim preduzećima, u širem smislu, osiguravaju ostvarivanje sledećih strateških ciljeva: (1) jačanja socijalne integracije uspostavljanjem modela pomoći izbeglicama, migrantima, kao i interno raseljenim licima, (2) upravljanje životnom sredinom i osiguranje zaštite, u smislu obezbeđenja sredstava za oporavak od prirodnih ili ekoloških katastrofa, kao i (3) podrške javnoj infrastrukturi u oblasti zdravlja, obrazovanja i profesionalne obuke, ali i izgradnji infrastrukture kod pružanja usluga administrativnih i pravosudnih organa (Council of Europe Development Bank, 2013).

Na nivou Evropske unije, a shodno sprovedenim istraživanjima, mikro, mala i srednja preduzeća identifikovana su kao ključni akteri povećanja zaposlenosti u privatnom sektoru, uz posebno isticanje uloge preduzetništva i uopšte mikro, malih i srednjih preduzeća kao ključnih pokretača

stvaranja radnih mesta (Council of Europe Development Bank, 2013). Naime, mikro, mala i srednja preduzeća direktno su povezana sa lokalnim stanovništvom i svojim poslovanjem nastoje da odgovore njihovim specifičnim potrebama, i efikasno iskoriste dostupne lokalne resurse. Između ostalog, targetiraju se potrebe ranjivih kategorija radnika, uključujući i one angažovane u neformalnom sektoru, čime se može uticati na poboljšanje njihove sveukupne dobrobiti, uključivanje u sistem rada i ostvarivanje statusa lica u standardnom radnom odnosu, sa implikacijom na smanjenje nezaposlenosti, na duži rok. Tako se socijalna uloga mikro, malih i srednjih preduzeća izdvaja kao dominantna, gde je na nivou Evropske unije, utvrđen njihov značaj kod reintegracije ranjivih kategorija radnika na tržište rada, posebno onih koji su u statusu dugotrajne nezaposlenosti, gde se posebno ističu stariji radnici, odnosno oni starosti preko 50 godina, što je danas aktuelno i u demografskom kontekstu kao odgovor na izazov „upravljanja“ fenomenom starenja evropskog stanovništva (Council of Europe Development Bank, 2013).

Mesto i uloga razvojnih finansijskih institucija u kontekstu održivog razvoja, a u okolnostima trenutne javnozdravstvene krize, te potrebe za transformacijom ekonomskog sistema u uslovima ubrzanog tehnološkog napretka i razvoja informaciono-komunikacionih tehnologija, evidentnih društvenih nejednakosti i ekoloških izazova sa kojima se društvo i nacionalne države suočavaju treba sagledati i analizirati i sa fokusom na tradicionalna i savremena doktrinalna stanovišta kreiranja i vođenja ekonomske politike. Definisani elementi ekonomske politike, odnosno ciljevi, subjekti i instrumenti nesumnjivo utiču na tokove privrednog delovanja, kao i na rezultate privrednih aktivnosti, gde je za analizu praktičnih implikacija sprovedene ekonomske politike neophodno razumevanje teorijskih osnova iste (Vukadin, 2007). Ovde se posebno ukazuje na utvrđivanje ekonomske uloge nacionalnih država, ali, u današnjim okolnostima, i nadnacionalnih organizacija, poput Evropske unije, u definisanju tokova privrednih aktivnosti, naročito, u vremenima kriza. Naime, jedini subjekti koji imaju moć definisanja instrumenata i aktivnosti na makroekonomskom nivou jesu države i nadnacionalne organizacije, i one postaju nosioci ekonomske politike u vremenu kriza (Vukadin, 2007). S tim u vezi, države, odnosno nadnacionalne organizacije često preko razvojnih finansijskih institucija definišu tokove privrednih aktivnosti, te utvrđuju prioritete i pravac razvoja, zbog čega su za razumevanje osnova nastanka i razvoja ovih institucija, njihove uloge i značaja važna doktrinarna stanovišta primenjenih ekonomskih politika. Danas se sve više naglašava doktrina tzv. održivog blagostanja (*Sustainable welfare*), koja se još, u literaturi, sreće i pod terminom eko-socijalno blagostanje (*Ecosocial welfare*), zatim eko-socijalna država (*Eco-social state*), eko-socijalna politika (*Ecosocial policy*), kao i održiva dobrobit (*Sustainable wellbeing*) (Hirvilammi & Koch, 2020). Doktrina održivog blagostanja nastala je na osnovama kritike zagovornika brige za zdravu životnu sredinu i ideji države blagostanja nastale sedamdesetih godina dvadesetog veka (Hirvilammi & Koch, 2020). Čini se da je najadekvatnija šira definicija države blagostanja koja se zasniva na značajnom uticaju države, odnosno na državnom intervencionizmu kod regulisanja i finansiranja usluga u sistemu socijalne sigurnosti, a sve u okviru koncepta ekonomije

slobodnog tržišta, gde su uspostavljeni državni programi u oblasti normiranja penzijskog, zatim osiguranja za slučaj nezaposlenosti, zdravstvenog osiguranja, pomoći i podrške porodicama sa decom (Meadowcroft, 2005). S druge strane, doktrina održivog blagostanja, odnosno ekološke države zasniva se na kritičkim stanovištima perspektivi ekonomskog rasta merenoj isključivo rastom bruto domaćeg proizvoda, uz određene intervencije države u navedene oblasti socijalne sigurnosti, i potpuno zanemarivanje ekološke dimenzije takvog rasta. Naime, međuzavisnost (održivog) ekonomskog rasta, socijalnog blagostanja i životne sredine, u kontekstu sprovođenja strategija adaptacije i smanjenja uticaja klimatskih promena, nezaobilazni su elementi kreiranja i vođenja ekonomskih politika savremenih država. Ovo se, dalje, posmatra i u okvirima teorije klimatske pravde (*Climate justice theory*), odnosno pravedne raspodele tereta sprovođenja politika u oblasti klimatskih promena i zaštite životne sredine između siromašnih i bogatih zemalja. Potrebno je, dakle, kod kreiranja ekonomske i socijalne politike, a u uslovima odgovora na klimatske promene, uzeti u obzir i različitost odgovornosti, kao i uticaj na položaj različitih društvenih grupa, budući da su društvene grupe koje su najviše pogođene klimatskim promenama istovremeno i one koje su najmanje za njih odgovorne (Hirvilammi & Koch, 2020). Tako, ideja ekološke održivosti ima nesumljiv uticaj na utvrđivanje mera ekonomske i socijalne politike i *vice versa*. Razvojne finansijske institucije, shodno svojoj prirodi, pospešivanjem ekonomskog rasta pokretanjem privatnih investicija, posebno, u državama u razvoju, deo su savremenog koncepta predstavljenog teorijom održivog blagostanja. Naime, sprovedena istraživanja su pokazala međuzavisnost aktivnosti razvojnih finansijskih institucija i ostvarivanja ciljeva održivog razvoja, i to u domenu stvaranja radnih mesta, osiguranja čiste energije i ublažavanja posledica klimatskih promena, tj. kod ostvarivanja ciljeva održivog razvoja koji se odnose na (1) obezbeđenje pristupa održivoj energiji za sve (cilj održivog razvoja 7), (2) promovisanje održivog i inkluzivnog ekonomskog rasta, punog i produktivnog zaposlenja i dostojanstvenog rada za sve (cilj održivog razvoja 8), kao i (3) preduzimanje akcija sprečavanja i ublažavanja uticaja klimatskih promena (cilj održivog razvoja 13) (Attridge, Velde & Andreasen, 2019). Uloga razvojnih finansijskih institucija kod ostvarivanja ciljeva održivog razvoja značajna je i za sprovođenje dominantne međunarodne politike tranzicije ka niskougljeničnom, odnosno klimatski-otpornom ekonomskom modelu. S tim u vezi, razvojne finansijske institucije olakšavaju pristup kapitalu, podrška su u sprovođenju nacionalnih strategija održivog razvoja koje su u saglasnosti sa niskougljeničnom tranzicijom, saraduju sa nacionalnim bankarskim i drugim finansijskim institucijama (Eschalier, Cochran & Deheza, 2015). Osim toga, razvojne finansijske institucije omogućavaju sistematsko uključivanje trenutnih i budućih klimatskih rizika u investicione planove pojedinačnih privrednih subjekata, čime se adekvatne mere prilagođavanja posebno identifikuju (Eschalier, Cochran & Deheza, 2015).

Building Back Better koncept, u širem smislu, podrazumeva skup mera utvrđenih pravnoneobavezujućim, odnosno *Soft law* instrumentima, sadržanim u strategijama, planovima i smernicama čiji je cilj oporavak, rehabilitacija i obnova ekonomskog sistema nakon velikih

kriza, inicijalno, onih uzrokovanih prirodnim katastrofama, a danas, i svim drugim štetnim događajima koji izazivaju poremećaje u njegovom funkcionisanju, uz osiguranje otpornosti na buduće štetne događaje. Budući da je, prvobitno, bio vezan za prirodne katastrofe, ta ideja je i danas osnova koncepta, s tim da dobija širu dimenziju primene i to u domenu međunarodnih, regionalnih i nacionalnih strategija održivog razvoja, uključujući i posebne strategije prilagođavanja i ublažavanja uticaja klimatskih promena na životnu sredinu. Naime, može se zaključiti da *Building Back Better* koncept kao skup mera koje se odnose na utvrđivanje rizika kod nastupanja štetnih događaja i procenu uticaja na ekonomski, socijalni i ekološki sistem, a shodno dominantnom holističkom i integrativnom pristupu, kao takav može biti prihvaćen kao sastavni deo, budući da odgovara po svojoj prirodi, savremeno definisanom doktrinarnom okviru ideje održivog blagostanja, odnosno eko-socijalne države, odnosno, nadalje, inkorporiran u model ekonomskog razvoja koji počiva na tranziciji ka niskougljeničnom, klimatski-otpornom ekonomskom sistemu. Kao važan subjekat savremenog održivog ekonomsko-socijalno-ekološkog modela razvoja ističu se razvojne finansijske institucije, sa značajnim uticajem na sprovođenje nacionalnih javnih politika, i čije su aktivnosti vezane resursima i mandatom utvrđenim od strane nacionalne javne vlasti, odnosno zavisne su od usvojenog modela ekonomske politike. Tako, razvojne finansijske institucije, po svojoj prirodi, prvenstveno, služe za ostvarivanje širih javnih ciljeva, s tim da, istovremeno, pogoduju i ostvarivanju individualnih, privatnih interesa vlasnika kapitala, tj. ove institucije jesu javnopolitički instrument uspostavljanja svojevrstne ravnoteže između javnih i privatnih interesa. Osim toga, međunarodne, regionalne i nacionalne razvojne finansijske institucije imaju ulogu u koordinaciji finansijskih tokova, čime se otvara mogućnost razvoja „istovetne vizije“ održivog razvoja razvojnih finansijskih institucija i drugih finansijskih institucija (posebno banaka), ali i drugih nefinansijskih organizacija, poput lokalnih vlasti, kao i javnih i privatnih privrednih subjekata (Eschalier, Cochran & Deheza, 2015).

4.2. Javnopolitički i regulatorni model razvojnih finansijskih institucija Evropske unije

Model razvojnih finansijskih institucija Evropske unije posmatra se, prvenstveno, u okvirima evropskog javnopolitičkog okvira, odnosno definisanog koncepta održivog razvoja Evropske unije. Stoga, priroda nastanka razvojnih finansijskih institucija Evropske unije povezana je sa razvojem ekonomske politike Unije, odnosno teorijskim okvirom utvrđenog modela razvoja. Razvojne finansijske institucije Evropske unije, gde dominiraju razvojne banke, kao subjekti ekonomske politike Evropske unije postaju naročito značajne u periodu posle ekonomske krize, odnosno posle 2008. godine. S tim u vezi, nakon 2010. godine, a na inicijativu više država članica Evropske unije ukazuje se na potrebu izgradnje novih finansijskih institucija koje bi imale za cilj, osim oporavka privrede, i promovisanje održivog ekonomsko-socijalnog razvoja

(Mertens & Thiemann, 2019). Naime, pre krize iz 2008. godine, finansijski sistem Evropske unije, kao i država članica bili su pod velikim uticajem usvojene liberalne politike, principa državnog neintervencionizma i slobode tržišta, te je uloga tzv. para-finansijskih institucija, što je termin koji se često koristi da označi razvojne finansijske institucije zbog značajnog uticaja javne vlasti i njihove hibridne prirode osnivanja i delovanja, bila zanemarena. Ekonomska kriza je pogodila Evropsku uniju na način koji je uzrokovao ubrzano smanjenje privatnih i javnih investicija, posebno u oblasti infrastrukture, finansiranja mikro, malih i srednjih preduzeća i inovacija (Núñez Ferrer, 2018). Odgovor na krizu pored praktičnih mera u okvirima usvojene liberalne ekonomske politike ukazivao je i na potrebu postepene reforme javne ekonomske politike u smislu koncipiranja održivog pravca razvoja, kako na nivou država članica tako i na nivou same Evropske unije. Sve ovo u okvirima procesa evropskih integracija, kao i utvrđenih geo-strateških ciljeva Evropske unije kao supranacionalne, odnosno regionalne ekonomsko-političke organizacije. Tako, evropske razvojne institucije razvijaju se na osnovama dva paralelna procesa u okvirima politike evropskih integracija. Prvi se odnosi na dugogodišnju raspravu na nivou Unije o tzv. konceptu evropske investicione države koja bi neutralisala siromašne fiskalne mogućnosti na supranacionalnom nivou, dok se drugi odnosi na često zagovaranje i isticanje potrebe da se uspostave inovativni finansijski instrumenti, koji bi se razlikovali od tradicionalnih evropskih budžetskih mehanizama (Mertens & Thiemann, 2019). Kao odgovarajući instrument u oba slučaja, aktivnosti razvojnih finansijskih institucija, pogodovali bi ostvarivanju navedenih ciljeva procesa evropskih integracija. Ovde treba razjasniti da koncept evropske investicione države uključuje politike koje razvijaju upravljačku infrastrukturu koja promoviše investicije u određene sektore ekonomije bilo putem direktnog davanja, bilo kroz finansijske mehanizme koji mobilišu druge javne ili privatne fondove (Mertens & Thiemann, 2019). Ekonomska kriza je generisala delovanje evropskih razvojnih finansijskih institucija u domenu finansiranja infrastrukturnih projekata, zatim onih usmerenih na razvoj mikro, malih i srednjih preduzeća, kao i inovacija, da bi usvajanje Agende Ujedinjenih nacija o održivom razvoju do 2030. godine i Pariskog sporazuma o klimatskim promenama 2015. godine, sada aktivnosti usmerilo i na finansiranje projekata u oblasti životne sredine i umanjenja uticaja klimatskih promena, a od 2020. godine i u kontekstu odgovora, odnosno negativnog uticaja javnozdravstvene krize izazvane pandemijom *Covid-19* na ekonomski sistem i poslovanje privrednih subjekata (Núñez Ferrer, 2018).

Osnovni ciljevi finansijskog sistema koji se ostvaruju delovanjem finansijskih subjekata i instrumenata, a odnose se na alokaciju resursa, adekvatno upravljanje rizicima na način koji obezbeđuje njihovu efikasnost, odnosno niske troškove i optimalnu dobit, u vremenima kriza ostvaruju se, obično, uz učešće državnih finansijskih institucija, a poslednjih godina, naročito, delovanjem supranacionalnih i nacionalnih razvojnih finansijskih institucija, obično razvojnih banaka (Pisano, Martinuzzi & Bruckner, 2012). Finansijski sistem Evropske unije u domenu razvojnih finansijskih institucija karakteriše pluralizam subjekata i instrumenata, s tim da

dominiraju razvojne banke, i to Evropska investiciona banka (EIB) i Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD) (Erforth & Kaplan, 2019). U sklopu Evropske investicione banke, shodno njenom Statutu 1994. godine osnovan je i Evropski investicioni fond (*European Investment Fund- EIF*), sa primarnim ciljem finansiranja mikro, malih i srednjih preduzeća (Kraemer-Eis, Signore & Prencipe, 2016). Poslednju dekadu, na nivou Evropske unije, karakteriše ekspanzija ovih institucija, kao i osnivanje novih institucija u državama članicama koje, do sada, nisu imale definisan status. Njihova uloga za vreme svetske ekonomske krize 2008. godine, prvenstveno, se ogledala u anticikličnosti, odnosno pružanju pomoći privrednim subjektima da savladaju i umanje uticaj primarnog ekonomskog šoka dok je ta uloga sada promenjena, te osim oporavka i rehabilitacije, cilj je i transformacija na duži rok, a u kontekstu evropske industrijske politike i tranzicije ka niskougleničnoj, odnosno zelenoj ekonomiji (Mertens, Rubio & Thiemann, 2020). S tim u vezi, osnovan je i Evropski fond za strateške investicije (*European Fund for Strategic Investment-EFSI*), koji se vezuje za značaj koji je dat evropskim razvojnim bankama nakon što je Žan Klod Junker u novembru 2014. godine izabran za predsednika Evropske komisije, poznat još i kao Junkerov fond. Naime, tada je usvojen Evropski investicioni plan i osnovan Evropski fond za strateške investicije sa ciljem jačanja ekonomskog oporavka Evropske unije, dok je sama implementacija Evropskog investicionog plana predviđena putem aktivnosti Evropske investicione banke, na način koji podrazumeva da se iz budžeta Evropske unije određuje fond koji bi mobilisao privatne investicije (Mertens & Thiemann, 2019). Jačanje uticaja razvojnih banaka, odnosno fondova u vođenju ekonomske politike Evropske unije, zasniva se na ekonomskim ali i političkim razlozima. Naime, neuspeh privatnog finansijskog sektora da obezbedi dugoročno finansiranje projekata koji su definisani kao prioriteti politike Evropske unije, jedan je od ključnih razloga aktuelizacije razvojnih finansijskih institucija (Mertens, Rubio & Thiemann, 2020). Njihova uloga i značaj, u kontekstu vođenja ekonomske politike Evropske unije je dodatno istaknuta, usvajanjem predloga *InvestEU*, kao dela Višegodišnjeg finansijskog okvira Evropske unije za period od 2021. do 2027. godine (*Multiannual Financial Framework 2021-2027*), koji ima za cilj uključivanje dodatnih 650 milijardi evra za jačanje uloge nacionalnih razvojnih banaka i drugih razvojnih institucija država članica (Núñez Ferrer, 2018). Nacionalne razvojne banke i institucije su, shodno Uredbi o Evropskom fondu za strateške investicije koju je usvojila Evropska komisija, definisane kao „pravni entiteti koji obavljaju finansijske aktivnosti na profesionalnoj osnovi, čije su nadležnosti utvrđene od strane države članice ili centralnog, regionalnog, odnosno lokalnog organa države članice, sa ciljem obavljanja razvojnih aktivnosti“ (Regulation (EU) 2017/2396). U sklopu Višegodišnjeg finansijskog okvira (2021-2027) usvojen je i instrument za njegovu implementaciju pod nazivom Susedski, razvojni i međunarodni instrument saradnje – „Globalna Evropa“ (*Neighbourhood, Development and International Cooperation Instrument (NDICI) – “Global Europe”*) koji ima za cilj smanjenje među-institucionalnih konflikata na nivou Evropske unije, povećanje efektivnosti i vidljivosti eksternih politika Evropske unije, jačanje koordinacije sa internim politikama, kao i

omogućavanje Evropskoj uniji, kao supranacionalnoj organizaciji, neophodne fleksibilnosti kako bi odgovor na krizu bio brži, posebno vezano za javnozdravstvene i prateće socio-ekonomske izazove (European Commission, 2021a). Ovaj instrument, kao ključni instrument finansiranja programa razvoja, doprineće smanjenju siromaštva, promociji održivog razvoja, osiguranju prosperiteta, mira i stabilnosti, na način koji podrazumeva obezbeđenje većih finansijskih izdvajanja za EU eksterne aktivnosti, pojednostavljenom procedurom, sa uključenim budžetom Evropskog investicionog fonda, većom fleksibilnošću u dodeljivanju godišnjih sredstava shodno okolnostima, na transparentnim i demokratskim osnovama (European Commission, 2021a). Sledstveno tome, tri su osnovna stuba instrumenta *Globalne Evrope*: (1) geografski, odnosno određivanje budžeta za jačanje saradnje i dijaloga između Evropske unije i trećih zemalja, (2) tematski, odnosno finansiranje podrške jačanju ljudskih prava i demokratije, civilnog sektora, stabilnosti i mira, i (3) poslednji koji podrazumeva uspostavljanje blagovremenog mehanizma odgovora na krizu u smislu prevencije konflikata i jačanja međunarodne bezbednosti i sigurnosti (European Commission, 2021a). Investicioni okvir instrumenta *Globalna Evropa* za eksterne aktivnosti ima za cilj finansiranje projekata održivog razvoja uz mobilizaciju kako javnog tako i privatnog sektora nacionalnih država, za šta je predviđeno formiranje sledećih fondova: (1) Evropski fond održivog razvoja (*European Fund for Sustainable Development - EFSD*) i (2) Fond za garanciju eksternih aktivnosti (*External Action Guarantee*). S tim u vezi, posebno se finansiraju mikro, mala i srednja preduzeća, promoviše dostojanstven rad, jača javna i privatna infrastruktura, stvaraju obnovljivi izvori energije i održiva poljoprivreda, pruža podrška digitalnoj ekonomiji, kao i adresiraju pitanja zaštite zdravlja i socio-ekonomskih posledica pandemije *Covid-19* (European Commission, 2021a). Mobilizacijom postojećih i osnivanjem novih razvojnih finansijskih institucija na nivou Evropske unije promoviše se konkurentnost, ali i unapređuje koherentnost i među-institucionalna saradnja, jača političko upravljanje i uspostavljanje ekonomske politike Evropske unije. Osim toga, uloga evropskog razvojnog bankarstva deo je šireg konteksta finansiranja razvoja, sa fokusom na mobilnost investicija privatnog sektora, razvoj javno-privatnog partnerstva, kao i uloge koju evropske razvojne institucije imaju kao posrednici i kreatori tržišta (Erforth, 2020).

Kao najznačajnija razvojna finansijska institucija Evropske unije izdvaja se Evropska investiciona banka, koje nije samo banka Evropske unije već i jedna od najvećih globalnih zajmodavalaca (Erforth, 2020). Osnovana je 1957. godine sa ciljem promovisanja razvoja, sprečavanja ekonomske neravnoteže između država članica i pospešivanja ekonomskog rasta slabo razvijenih regiona, integracije, razvoja zajedničkog tržišta, rebalansa tržišta kapitala kroz investicije, odnosno povećanje stope investicija (Clifton, Díaz-Fuentes & Gómez, 2018). Počev od 1960. godine, Evropska investiciona banka odobrava zajmove i državama van Evropske unije, ali i državama van Evrope, da bi već devedesetih godina 20. veka, po dodeljenim sredstvima, nadmašila i samu Svetsku banku (Clifton, Díaz-Fuentes, Howarth & Kavvadia, 2020). U vreme svetske ekonomske krize 2008. godine njeno poslovanje bilo je izloženo kritici zbog

neprioritizacije evropskog regiona, da bi danas 90% sredstava dodeljivala državama članicama Evropske unije, dok ostatak izdvaja za zajmove susednim državama, ali i državama Afrike, Azije i Latinske Amerike (Clifton, Díaz-Fuentes, Howarth & Kavvadia, 2020). Danas, u kontekstu javnozdravstvene krize izazvane pandemijom *Covid-19*, Evropska komisija povećala je izdvajanja za finansijske institucije Evropske unije, između ostalog i osnivanjem Evropskog fonda za strateške investicije, što dalje dovodi do povećanja investicionih pogodnosti na tržištu i plasiranih sredstava Evropske investicione grupe, odnosno Evropske investicione banke i Evropskog investicionog fonda, ali i drugih javnih i privatnih finansijskih institucija (Núñez Ferrer, 2018). U vreme *Covid-19* krize, Evropska investiciona banka povećala je ukupna sredstva za zajmove, koja su usmerena na hitne mere za podršku kompanijama plasirane putem Evropskog investicionog fonda, za podršku mikro, malim i srednjim preduzećima, kao i za podršku i finansiranje projekata u oblasti zdravlja i inovacija, posebno, onih usmerenih na razvoj vakcina protiv korona virusa, kao i projekata za unapređenje infrastrukture u zdravstvu (Clifton, Díaz-Fuentes, Howarth & Kavvadia, 2020). S druge strane, uloga Evropske banke za obnovu i razvoj odgovara ciljevima Evropske investicione banke, s tim da je manje značajna u kontekstu ostvarivanja strateških i javnopolitičkih ciljeva Unije, budući da nije oficijalna institucija Evropske unije, te da okuplja države van Evropske unije, tj. SAD, Japan, Kanadu, Švajcarsku, Rusiju, Kinu i Indiju (Erforth & Kaplan, 2019). Stoga, uočava se da Evropska unija u vremenu javnozdravstvene krize i utvrđenog okvira ekonomske politike vezanog za ostvarivanju ciljeva održivog razvoja i tranzicije ka niskougleničnoj, odnosno zelenoj ekonomiji naglašava ulogu evropskih razvojnih finansijskih institucija, kao svojevrsnih subjekata javno-privatnog karaktera, gde se posebno ističu aktivnosti Evropske investicione banke, s tim da Evropska komisija određena sredstva plasira i putem strateških investicionih fondova, posebno Evropskog investicionog fonda, kao i novoosnovanog, Evropskog fonda za strateške investicije. Ovo, naročito, važi uzimajući u obzir karakteristike i prednosti plasiranja sredstava putem strateških investicionih fondova, navednih u literaturi – fondovi su potpuno ili delimično finansirani od strane vlada država, nekoliko država ili jedne, odnosno više centralnih ili regionalnih finansijskih institucija u vlasništvu države, investiraju sa ciljem ostvarivanja finansijske i ekonomske koristi, okupljaju privatni kapital na način koji podrazumeva zajedničko finansiranje u fond ili u projekat fonda, obavljaju poslovanje kao ekspertske investitori u ime donatora, obezbeđuju dugoročni kapital a osnivaju se u pravnoj formi investicionih fondova ili investicionih korporacija (Halland, Noël, Tordo & Kloper-Owens, 2016).

Međutim, kako bi se osigurao efikasniji i efektivniji plasman sredstava, Savet Evropske unije je formirao telo (*High-Level Wise Persons Group*) za procenu potencijalnog preklapanja u plasmanima Evropske investicione banke i Evropske banke za obnovu i razvoj. U finalnom izveštaju ovog tela zaključeno je da, finansijski sistem Evropske unije u domenu razvojnih finansijskih institucija jeste fragmentovan, te da postoji potreba boljeg koordinisanja aktivnosti, uz predlog za osnivanje centralne Evropske razvojne banke, dok su za adresiranje uočenih

nedostataka funkcionisanja finansijskog sistema Evropske unije u ovom domenu, predložena četiri scenarija, odnosno modela (Erforth & Kaplan, 2019). Predlog prvog modela, zasniva se na ideji transformacije Evropske banke za obnovu i razvoj u Evropsku banku za klimu i održivi razvoj uz jačanje njenih eksternih aktivnosti u državama Afrike i Azije, dok bi Evropska investiciona banka, prvenstveno, bila usmerena ka državama Evropske unije i evropskom regionu. Drugi predlog jeste osnivanje autonomne Razvojne banke Evropske unije koja bi imala ključnu ulogu u razvoju finansijskog sistema Evropske unije, bilo kao nezavisna institucija bilo kao entitet mešovite strukture, odnosno u vlasništvu različitih organizacija, dok treći model podrazumeva regulisanje Evropske banke za obnovu i razvoj kao filijale Evropske investicione banke, po ugledu na Evropski investicioni fond, ali koja bi imala globalni domašaj, odnosno delovanje van Evropske unije, uključujući i teritoriju Afrike. Na kraju, četvrti predlog jeste zadržavanje postojećeg statusa i strukture razvojnih finansijskih institucija Evropske unije ali uz unapređenje koordinacije aktivnosti, kao i putem razgraničenja njihovih pojedinačnih nadležnosti kako vezano za geografski, odnosno teritorijalni domen delovanja tako i u kontekstu sektorske primene razvojnih instrumenata (Erforth & Kaplan, 2019).

Kako bi se adresirali svi uočeni izazovi vezani za definisanje okvira razvojnih finansijskih institucija Evropske unije, uloga Evropske komisije u koordinaciju aktivnosti, a sa ciljem postizanja ravnoteže u odnosima između različitih razvojnih finansijskih institucija ali i koherentnosti sa regionalnom politikom Unije i dalje ostaje dominantna. S tim u vezi, predlog je bio i donošenje platforme Evropske unije za regulisanje mešovitih (*blending*) mehanizama investiranja, uz učešće svih relevantnih organizacija, odnosno Evropske komisije, država članica, kao i evropskih multilateralnih i bilateralnih finansijskih institucija (Núñez Ferrer & Behrens, 2011). Platformom bi se definisali minimalni standardi primene *blending* kriterijuma, utvrdili indikatori nadzora, evaluacije i izveštavanja, odnosno utvrđivanja efekata plasiranih sredstava na ostvarivanje definisanih razvojnih ciljeva, ali i sakupile informacije koje bi se, dalje, koristile u analitičke i komunikacione svrhe (Núñez Ferrer & Behrens, 2011).

Razvojne finansijske institucije Evropske unije, uz dominantnu ulogu Evropske investicione banke, imaju naglašenu javnu funkciju, odnosno, primarno, onu koja se vezuje za sprovođenje ekonomske politike Evropske unije ali i šire, javne politike u kontekstu ostvarivanja geostrateških ciljeva Evropske unije, kao supranacionalne organizacije. Prema svojoj prirodi, ove institucije mogu se, zapravo, posmatrati kao deo javnog bankarskog sektora Unije, što se, između ostalog, ogleda i u evidentnoj ulozi koju Evropska komisija ima u postavljanju regulatornog i strateškog okvira njihovog delovanja. S tim u vezi, u vremenima kriza, primetna je njihova aktuelizacija, ali uz to da je uticaj supranacionalne vlasti u definisanju i usmeravanju pravca privrednih aktivnosti, izbalansiran potrebama privatnog kapitala, koji pak treba da odgovara i globalnim javnim interesima. Sve ovo predstavljeno je konceptom javno-privatnog partnerstva, koji je i sam u osnovi delovanja razvojnih finansijskih institucija Evropske unije, gde one

utvrđenim mehanizmima mobilisu javni ili privatni kapital i usmeravaju ga za ostvarivanje utvrđenih ciljeva šire, komunitarne, odnosno evropske politike održivog ekonomskog, socijalnog i ekološkog razvoja.

Istraživanja u kontekstu analize prirode nastanka i delovanja, zatim uloge i značaja razvojnih finansijskih institucija Evropske unije, neznatno su zastupljena u naučnoj literaturi, osim, primetno, malog broja, pretežno, preglednih radova koji pak adresiraju pitanja operacionalizacije i delovanja Evropske investicione banke u smislu ostvarivanja ciljeva ekonomske politike Evropske unije. Osim toga, određen broj publikacija odnosi se na utvrđivanje pozitivnog uticaja koji na ekonomski rast imaju javne investicije, uključujući i investicije razvojnih banaka, posebno, kada privatni sektor ne može da omogući društveno optimalan rezultat (Mazzucato & Penna, 2015; Valla, Brand & Doisy, 2014). S druge strane, pojedini autori (Mertens & Thiemann, 2017; Núñez Ferrer, 2018) sagledavali su ulogu razvojnih finansijskih institucija Evropske unije, sa fokusom na evropske razvojne banke, sa aspekta intervencionizma države u privredu, gde su često isticane kritike, odnosno moguće zloupotrebe razvojnih finansijskih institucija od strane Evropske komisije ali i vlada država članica, uz isticanje da, iste predstavljaju supSTITUTE za direktne državne intervencije, čime se kreira skriveni državni intervencionizam, te da su često pod pritiskom ostvarivanja isključivo političkih ciljeva a manje ekonomsko-razvojnih. Ovo, naročito, iz razloga što njihova priroda delovanja, uloga i mesto u ekonomskom sistemu još uvek nisu jasno definisani, zbog čega je često u javnom naučnom i stručnom diskursu uobičajan narativ, da razvojne finansijske institucije, gde se obično misli na razvojne banke, koje dominiraju, imaju, prvenstveno, ulogu javnog finansijskog instrumenta, gde je cilj finansiranje rizičnih projekata i korigovanje nedostataka tržišta. S druge strane, na taj način, zanemaruje se hibridnost njihove prirode, odnosno delovanje po principu javno-privatnog partnerstva, gde, u opštem smislu, razvojne finansijske institucije, u suštini, mobilisu privatni kapital za investicije u projekte koji imaju širu, društvenu vrednost. Razvojne finansijske institucije Evropske unije karakteriše izrazita heterogenost, aktuelizacija značaja i uloge u vremenima ekonomskih kriza zbog čega jesu finansijski instrument ekonomskog ali i javnopolitičkog značaja zbog dominantne uloge Evropske komisije u kreiranju okvira delovanja i usmeravanja plasmana. Stoga, su pretežno definisani pravnoneobavezujućim izvorima prava, te njihova (hibridna) priroda ukazuje da se mogu statusno determinisati, odnosno okarakterisati i kao svojevrsni posrednik između države i tržišta, što zahteva adresiranje izazova vezanih za pronalaženje ravnoteže između promotivnih aktivnosti (usmerenog) razvoja i konkurentskih karakteristika slobodnog tržišta.

4.3. Uporedni pregled rešenja modela razvojnih finansijskih institucija odabranih država članica Evropske unije

Za ostvarivanje ciljeva održivog i inkluzivnog razvoja, adekvatno funkcionisanje finansijskog tržišta, kako supranacionalnog tako i nacionalnog, od velikog je značaja. Problemi privatnog sektora, posebno u periodima kriza, a u kontekstu obezbeđenja stabilnog funkcionisanja finansijskog tržišta, doprineli su aktuelizaciji pozitivne uloge državnih razvojnih banaka, multilateralnih, regionalnih i nacionalnih (Griffith-Jones, 2016). Pozitivna uloga naročito se ističe u cilju obezbeđenja kontracikličnosti u vremenima kriza, ali i kao instrumenta za implementaciju nacionalnih i regionalnih, odnosno evropskih strategija (održivog) razvoja. Prethodno pomenuto koincidira sa rastućim značajem koncepta „preduzetničke države“ (*Entrepreneurial state*) (Mazzucato, 2013). Koncept preduzetničke države, zasniva se na ideji da preduzetnici i kompanije uopšte ne treba da imaju centralnu ulogu u kreiranju javnih politika, već se uloga tzv. preduzetničke države naglašava, na način kojim se ona definiše u smislu pokretača sa „vizijom da putem strateških javnih investicija distribuiraju kapital u inovativni lanac proizvodnje, koji pak generiše i stvara pokretački duh privatnog sektora“ (Mazzucato, 2016).

U širem smislu, razvojne finansijske institucije na nivou Evropske unije jesu pravno nezavisne i od strane država članica podržane finansijske institucije sa eksplicitnom oficijalnom misijom promovisanja ciljeva utvrđenih evropskim i nacionalnim javnim razvojnim politikama (Xu, Ren & Wu, 2019). Važno je ovde istaći da ne postoji, na nivou Evropske unije, univerzalno prihvaćena definicija razvojnih finansijskih institucija, zbog čega i razvojne banke, kao njihov dominantan oblik, prvenstveno, ostaju na nivou koncepta, ne i definisane kategorije, gde shodno regulativi Evropske unije, nisu utvrđeni standardi njihove organizacije i delovanja, već se one okvirno definišu kao javne finansijske institucije sa posebnim mandatom promovisanja ekonomskog razvoja. One se, dakle, kao takve osnivaju i deluju u svim državama sveta, gde su, istorijski, imale značajnu ulogu u industrijalizaciji, ekonomskom oporavku, kao i u kontekstu transformacije ekonomskih sistema (Wruuck, 2015). S tim u vezi, treba naglasiti da postoje određene istorijske, organizacione i strukturalne razlike između evropskih razvojnih banaka, dok je svima zajedničko to da sve one deluju radi ostvarivanja definisanih javnopolitičkih ciljeva koji su svi određeni u okvirima generalne ideje promovisanja ekonomskog razvoja i specifičnih ciljeva i aktivnosti u određenim sektorima, poput razvoja mikro, malih i srednjih preduzeća, dugoročnog finansiranja infrastrukturnih i projekata u oblasti zaštite životne sredine (Mertens & Thiemann, 2018). Tako, nacionalne razvojne institucije, odnosno nacionalne razvojne banke razlikuju se po obliku i veličini, tj. postoje utvrđene razlike definisanog oblika svojine, odnosno svojinskih prava, načina finansiranja, kao i korisnika sredstava. Prema obliku svojine, mogu potpuno ili delimično biti u javnom, odnosno državnom vlasništvu. Neke imaju supranacionalnu i nacionalnu vlasničku strukturu, druge su pak mešovite strukture, tj. nacionalne, međunarodne i

multilateralne, što može da uključuje, na primer, učešće u svojinskim pravima druge razvojne finansijske institucije, kao dela međunarodne saradnje (Wruuck, 2015). U pogledu načina finansiranja, mogu se finansirati iz depozita, novca koji se pozajmljuje na tržištima kapitala, zajmova drugih banaka, iz budžetskih sredstava država članica, kao i korišćenjem sopstvenog kapitala, s tim da je uglavnom zastupljeno mešovito finansiranje (Wruuck, 2015). Uzimajući u obzir korisnike sredstava, razvojne finansijske institucije koje deluju na nivou Evropske unije usmeravaju svoja sredstva ka pojedincima, privrednim društvima, kako onima u državnom tako i onima u privatnom vlasništvu, kao i vladama država ali i ka drugim razvojnim (finansijskim) institucijama (Wruuck, 2015).

U teoriji, razvojne finansijske institucije Evropske unije definišu se shodno sledećim osnovnim kriterijumima: utvrđen razvojni javnopolitički cilj delovanja regulisan zakonom, prisutno delimično ili u celini javno vlasništvo i tržišna neutralnost (Wruuck, 2015). Treba istaći da je shodno sprovedenim istraživanjima, primetno da mnoge države prilikom regulisanja nacionalnih razvojnih institucija, odnosno nacionalnih razvojnih banaka, utvrđuju restriktivno njihove nadležnosti, s jedne strane, dok definišu slabe finansijske ciljeve, s druge strane, čime i same nacionalne države, posebno one u razvoju, žele da neutrališu efekte, eventualnog, tržišnog neuspeha i na taj način smanje rizik poslovanja (Fernández-Arias, Hausmann & Panizza, 2019). Međutim, bez obzira na sve razlike, jasno je da su poslednjih decenija, posebno u periodu počev od 1980. do danas, vlade država članica usmeravale sve više sredstava finansiranja putem nacionalnih razvojnih institucija, odnosno nacionalnih razvojnih banaka kako bi ostvarile nacionalne i regionalne javnopolitičke ciljeve, dok je u istom periodu Evropska unija delovala u pravcu pospešivanja veće harmonizacije nacionalnih javnopolitičkih mehanizama, sa jasnijim standardima normiranja državne pomoći (Volberding, 2016). Sve ovo u okolnostima kada je državno vlasništvo u industriji nepoželjno ili čak zabranjeno, i kada su sporazumi slobodne trgovine ograničavali direktne državne subvencije, ali i indirektne, shodno anti-kompetitivnoj regulativi. Tako, u uslovima kada su tradicionalni instrumenti ekonomske politike na nivou Unije bili ograničeni, Evropska komisija izgubila je na potrebnoj fleksibilnosti u implementaciji ekonomskih politika u državama članicama, što je uzrokovalo potrebu pronalaženja novih, inovativnih mehanizama. Oni su tako pronađeni u tradicionalnim i novim mehanizmima nacionalnih razvojnih banaka, sa ciljem osiguranja veće nacionalne i regionalne, odnosno evropske kontrole nad ekonomskom politikom, s tim da je samo delovanje ovih banaka zasnovano na principima tržišnog finansiranja (Volberding, 2016). Naime, svaka nacionalna razvojna finansijska institucija, odnosno razvojna finansijska institucija države članice Evropske unije ima sopstvenu organizacionu strukturu i deo je utvrđene nacionalne ekonomske politike koja je, pak u saglasnosti sa širim regionalnim, odnosno razvojnim strateškim javnopolitičkim ciljevima Evropske unije, što sve zahteva sagledavanje shodno holističkom i integrativnom pristupu analizi evropskog finansijskog sistema. U poređni pregled modela razvojnih finansijskih institucija, sa fokusom na njihov dominantni oblik, odnosno na nacionalne razvojne banke,

odabranih država članica Evropske unije, tj. Nemačke, Francuske i Italije ima za cilj sagledavanje njihove organizacione strukture, uloge, mesta i značaja, naročito, u okolnostima izazova adekvatnog odgovora, vodećih država Evropske unije, na javnozdravstvenu i prateću ekonomsko-socijalnu krizu izazvanu *Covid-19* pandemijom, ali i sa aspekta postepene transformacije ekonomskog sistema u kontekstu prelaska na niskougledni odnosno, zelenu ekonomiju i ostvarivanje ciljeva održivog razvoja.

Najznačajnija nemačka razvojna finansijska institucija jeste *Kreditanstalt fuer Wiederaufbau (KfW) Grupa*, koju čine nemačka bilateralna Banka za promociju i razvoj (*Germany's promotional and development bank, KfW*) i njena filijala, odnosno Nemačka razvojna finansijska institucija (*German Development Finance Institution, DEG*). Nemačka nacionalna razvojna grupa jeste jedna od najvećih svjetskih razvojnih banaka, dok je i druga najveća komercijalna banka Nemačke, čija je uloga u transformaciji energetskog sektora u Nemačkoj, ali i u Evropi, sada od izrazite važnosti (Griffith-Jones, 2016). Nemačka banka za promociju i razvoj (*KfW*) investira uglavnom putem centralnih i nacionalnih razvojnih banaka u zemljama u razvoju, dok Nemačka razvojna finansijska institucija (*DEG*) usmerava sredstva u ekonomije u razvoju, a putem mobilizacije investicija privatnog sektora, obično u sektor mikro, malih i srednjih preduzeća. Fokus je na finansiranju inovativnih projekata u oblasti zaštite životne sredine, prilagođavanja i umanjenja negativnih uticaja klimatskih promena, zatim finansiranja privatnih subjekata uključujući i energetski efikasne infrastrukturne projekte, kao i finansiranje kroz mobilizaciju lokalnih samouprava u podršci i promovisanju komunalne infrastrukture i zaštite životne sredine (Griffith-Jones, 2016).

Nemačka banka za promociju i razvoj (*KfW*) osnovana je 1948. godine sa ciljem finansiranja oporavka privrede Nemačke nakon Drugog svjetskog rata. Osnovni kapital utvrđen je Maršalovim planom i sredstva su obezbeđena od strane vlade SAD, dok je ekspanzija kapitala rezultat njenih profitno orijentisanih poslovnih aktivnosti, zbog čega se Nemačka banka za promociju i razvoj kvalifikuje i kao komercijalna i kao razvojna, istovremeno (Griffith-Jones, 2016a). S druge strane, Nemačka razvojna finansijska institucija (*DEG*) osnovana je 1962. godine od strane vlade Zapadne Nemačke u pravnoj formi korporacije i finansirana je uglavnom iz budžetskih sredstava, a postala je vlasništvo Nemačke banke za promociju i razvoj (*KfW*), odnosno deo *Kreditanstalt fuer Wiederaufbau (KfW) Grupe* 2001. godine (Paiva-Silva, 2021). Ključna uloga Nemačke banke za promociju i razvoj (*KfW*), kako u nacionalnim tako i u međunarodnim okvirima, jeste podrška energetske tranziciji, koja se zasniva na implementaciji utvrđenog institucionalnog i javnopolitičkog okvira, odnosno regulative o obnovljivim izvorima energije, što je dalo veoma pozitivne rezultate u oblasti jačanja i izgradnje tzv. zelene infrastrukture u Nemačkoj (Griffith-Jones, 2016a). Naime, važno je istaći da su aktivnosti Nemačke banke za promociju i razvoj (*KfW*) zasnovane, pretežno, na smernicama javne vlasti o zelenom finansiranju, s tim da je banka razvila i sopstvene mehanizme, kao i mere kojima se

obezbeđuje tehnička podrška sa ciljem osiguranja efikasnosti finansiranja. Osim toga, ova banka ima i važnu ulogu u nadzoru nad primenom standarda zaštite životne sredine, bilo samostalno ili u saradnji sa nezavisnim konsultantima. Nemačka banka za promociju i razvoj (*KfW*) počev od 2014. godine izdaje zelene obveznice u iznosu koji je bio najveći u svetu u oblasti osiguranja i ove obveznice su direktno povezane sa finansiranjem projekata u oblasti klimatskih promena. Glavni finansijski instrumenti Nemačke banke za promociju i razvoj (*KfW*) jesu zajmovi, koji čine oko 70% i grantovi, u iznosu od 25% investicionog portfolija (Griffith-Jones, 2016a). S druge strane, Nemačka razvojna finansijska institucija (*DEG*) do preuzimanja od strane Nemačke banke za promociju i razvoj (*KfW*) imala je više transformacija, te je od značaja bilo to što je 80-ih godina 20. veka od „sponzora razvoja“ prerasla u „finansijsku instituciju“, koja posluje u skladu sa međunarodnim bankarskim standardima, na način koji je podrazumevao utvrđivanje sopstvene politike kapitala, usvajanje revolving portfolio strategije (*revolving portfolio strategy*) koja je omogućavala prodaju sopstvenih investicija sa ciljem finansiranja novih projekata i preuzimanja novih finansijskih obaveza (Paiva-Silva, 2021). Osim toga, Nemačka razvojna finansijska institucija (*DEG*) počela je da finansira infrastrukturne projekte i da se okreće ka projektima profitnog karaktera za razliku od inicijalnih projekata koji su bili usmereni na finansiranje siromašnih mikro, malih i srednjih preduzeća u Nemačkoj, ali i Africi i Latinskoj Americi, a sve u skladu sa nacionalnom razvojnom nemačkom politikom. Razvojni rezultati su, takođe, unapređeni putem usvajanja socijalnih i standarda u oblasti zaštite životne sredine, što ima uticaja na implementaciju projektnih aktivnosti. Nakon inkorporacije, kao dela Nemačke banke za promociju i razvoj (*KfW*), a iz razloga povećanja efikasnosti i koordinacije nemačkih razvojnih finansijskih institucija, Nemačka razvojna finansijska institucija (*DEG*) imala je održiv rast (Paiva-Silva, 2021).

Nemačka razvojna finansijska institucija (*DEG*) regulisana je Zakonom o bankama uz određena odstupanja od primene, s tim da je ona sama, na dobrovoljnoj osnovi, usvojila standarde koji se odnose na upravljanje rizicima i one kojima se regulišu zahtevi u delu kapitala, kao i politiku korporativnog rizika *Kreditanstalt fuer Wiederaufbau (KfW) Grupe*. Godine 2003. zaključeni su sporazumi o saradnji sa još devet nacionalnih razvojnih banaka ali i sa Evropskom investicionom bankom. Posebno je važno istaći, da je Nemačka razvojna finansijska institucija (*DEG*) proširila svoj razvojni uticaj i u delu koji se odnosi na zaštitu i otvaranje novih radnih mesta, direktno i indirektno, uz to da je usvojila i Osnovne standarde Međunarodne organizacije rada, u smislu osiguranja delovanja na način koji omogućava ostvarivanje ciljeva održivog razvoja u pogledu ostvarivanja i zaštite dostojanstvenog rada, smanjenja siromaštva i socijalnih razlika. U vreme *Covid-19* pandemije, ova institucija je bila podrška klijentima putem tzv. servisa biznis podrške, sufinansirajući privatnu zaštitnu opremu, ekspertske usluge za promenu poslovnih strategija, kao i razvojem strategija za osiguranje zaštite zdravlja i bezbednosti na radu (Paiva-Silva, 2021).

Vlasnička, organizaciona i struktura upravljanja *Kreditanstalt fuer Wiederaufbau (KfW) Grupe*, odnosno KfW grupe regulisana je posebnim zakonom, koji je poznat još kao KfW Zakon. Prema ovom zakonu, 20% vlasništva pripada Federaciji, a 80% nemačkim federalnim republikama. Organizaciono, nadzorni odbor čine 37 članova, a od toga je 7 federalnih ministara, 7 članova izabranih od strane oba doma nemačkog Parlamenta, dok su ostali članovi izabrani od strane federalne vlade uz konsultaciju sa više organizacija, uključujući sindikate, banke i udruženja u privredi (Paiva-Silva, 2021). Odborom predsedava, alternativno, na godišnjem nivou ministar finansija i ministar ekonomije. S druge strane, nadzor nad Nemačkom bankom za promociju i razvoj do 2013. godine vršio je ministar finansija u konsultaciji sa ministrom ekonomije koji odgovaraju Federalnom sudu revizora, a od 2013. godine nadzor vrši i posebna Komisija za finansijsku regulativu u saradnji sa nemačkom Centralnom bankom (Paiva-Silva, 2021). Nadzor nad poslovanjem Nemačke razvojne finansijske institucije (*DEG*) obavlja, isto, nadzorni odbor, gde svoje predstavnike ima Nemačka banka za promociju i razvoj (*KfW*), koji čine 5 od 15 članova koje pak biraju zaposleni, dok Federalna vlada ima pravo da predloži 4 člana, odnosno ministra za saradnju u oblasti razvoja, ministra finansija, ministra ekonomije i ministra inostranih poslova. Ostali članovi se biraju u saradnji sa Ministarstvom za ekonomsku saradnju i razvoj koje predsedava nadzornim odborom, a od 2019. godine on uključuje i predstavnike Nemačke banke za promociju i razvoj (*KfW*), privatnog sektora, nevladinog sektora i akademske zajednice (Paiva-Silva, 2021).

Francuska razvojna finansijska institucija jedna je od najstarijih u Evropi, čiji cilj osnivanja je bilo sprovođenje industrijalizacije, gde je *Caisse des dépôts et consignations* koja je integrisana u Francusku razvojnu finansijsku agenciju (*The Agence Française de Développement - AFD*) osnovana još 1816. godine nakon pada Napoleonove vladavine (Wruuck, 2015). Naime, najznačajnija francuska razvojna finansijska institucija jeste Razvojna finansijska agencija koja ima svoju filijalu, odnosno Francusku razvojnu finansijsku instituciju (*French Development Finance Institution, Proparco*), te zajedno čine *Agence Française de Développement Grupu (AFD Group)*. Francuska razvojna finansijska agencija osnovana je 1998. godine, kao javna razvojna agencija i razvojna banka. Dakle, Agencija ima dvojni status, status razvojne agencije i status razvojne banke i pod zajedničkim je nadzorom Ministarstva finansija, Ministarstva ekonomije i Ministarstva inostranih poslova (Jones, Veron, Czaplicka & Mackie, 2019). U vlasništvu je Francuske države, sa statusom nezavisnog pravnog lica. Pravna forma Agencije je 2017. godine promenjena, te je statusno od specijalizovane banke, sada definisana kao finansijska kompanija. Mandat Agencije jeste da doprinese implementaciji francuske državne politike održivog razvoja, putem odobravanja zajmova, grantova, ekspertize ili pružanjem tehničke podrške i pomoći. Agencija obezbeđuje zajmove uglavnom na tržištima kapitala, dok se grantovi, pretežno, obezbeđuju preko javnih fondova. S druge strane, Francuska razvojna finansijska institucija osnovana je 1977. godine u pravnoj formi privrednog društva sa ograničenom odgovornošću i predstavlja filijalu Francuske razvojne agencije. Tako, putem ove

institucije financiraju se i podržavaju projekti privatnih kompanija, ali i drugih finansijskih institucija u zemljama u razvoju, kao i u siromašnim državama (Jones, Veron, Czaplicka & Mackie, 2019). Prioritetni sektori koji se financiraju jesu sektor mikro, malih i srednjih preduzeća, sektor poljoprivrede i agroindustrije, podrška infrastrukturnim projektima, naročito, u oblasti energetske efikasnosti i obnovljivih izvora energije, zatim finansiranje komercijalnih banaka, finansijskog tržišta, kao i sektora zdravlja i obrazovanja (Attuel-Mendes & Ashta, 2008).

Aktivnosti, odnosno, poslovanje francuske razvojne finansijske institucije, tj. *AFD* Grupe obavlja se shodno Zakonu o orijentaciji i utvrđivanju politike razvoja i međunarodne solidarnosti koji je usvojen 2014. godine (*Law 2014-773 on Orientation and Programming for Development and International Solidarity Policies*). Ovim zakonom se, po prvi put, utvrđuju ciljevi i daju smernice u kontekstu kreiranja i sprovođenja francuske politike održivog razvoja u državama u razvoju za period 2014-2019. godine, koja je pak zasnovana na tri osnovna stuba razvoja: ekonomskom, socijalnom i ekološkom, uz nedavno izvršenu reviziju. Zakon počiva na principu uspostavljanja partnerskog pristupa razvoju, u okvirima politike koja uključuje ostvarivanje ciljeva održivog razvoja utvrđenih Agendom Ujedinjenih nacija o održivom razvoju do 2030. godine, zatim shodno Pariskom sporazumu o klimatskim promjenama iz 2015. godine, kao i principima o opštoj zaštiti globalnog javnog dobra. Osim toga, politika razvoja usmerena je i ka ostvarivanju specifičnih ciljeva – borbi protiv siromaštva i društvene nejednakosti, zaštiti ljudskih prava, zdravlja i obrazovanja, pokretanju energetske transformacije, osiguranju ekološke održivosti, upravljanju demografskim izazovima, unapređenju mehanizama odgovora na krize i rada na prevenciji, kao i razvoju mera za ublažavanje njenih efekata (Jones, Veron, Czaplicka & Mackie, 2019). U okviru širih ciljeva, određene su i prioritetne oblasti usmeravanja sredstava i to: međunarodna stabilnost, klimatske promene, obrazovanje, rodna ravnopravnost i javno zdravlje. *AFD* Grupa jeste glavna implementaciona agencija Francuske za bilateralnu saradnju i ostvarivanje ciljeva utvrđene politike održivog razvoja u državama u razvoju. *AFD* Grupa donela je i sopstvenu strategiju poslovanja za period 2018-2022. godine, definišući novi organizacioni okvir koji se odnosi na geografsku pokrivenost, model delovanja i poslovanja i ciljeve razvoja. U pogledu geografske pokrivenosti, Grupa sada pokriva celu teritoriju Afrike, Amerike i Istočnih zemalja, odnosno Orijenta, dok sektorski pokriva oblast klimatskih promena, biodiverziteta, energetske efikasnosti, obrazovanja i urbanog planiranja, zdravlja, digitalne tehnologije i upravljanja. Osim toga, Strategijom je identifikovano šest prioritetnih oblasti tranzicije – demografska i socijalna tranzicija, energetska tranzicija, teritorijalna i ekološka, digitalna i tehnološka, ekonomska i finansijska, kao i politička i građanska tranzicija (Jones, Veron, Czaplicka & Mackie, 2019).

Istorijski, italijanska razvojna finansijska institucija *Cassa depositi e prestiti (CDP)* osnovana je, približno u isto vreme kao i francuska, odnosno 1850. godine i u vreme osnivanja, što je slučaj i francuske razvojne finansijske institucije, imala je značajnu ulogu u prikupljanju depozita, dok

su se sredstva koristila, uglavnom, za finansiranje javnih infrastrukturnih projekata (Wruuck, 2015). Danas, italijanska *Cassa depositi e prestiti* ima pravnu formu akcionarskog društva i u vlasništvu je države Italije, odnosno pod kontrolom Ministarstva ekonomije i finansija, koja poseduje 83% akcija, dok je ostatak akcija u vlasništvu nekoliko bankarskih fondacija (Vandone, Frigerio, Zatti & Bakry, 2020). Cilj osnivanja i poslovanja jeste jačanje ciljeva održivog razvoja, podrška razvoju u sektorima turizma, zaštite životne sredine, energetske efikasnosti, a danas i u kontekstu transformacije ekonomskog sistema ka modelu zelene ekonomije, ne zanemarujući i fokus na povećanju zaposlenosti i osiguranju dostojanstvenog rada za sve. Sredstva su usmerava ka finansiranju projekata država, regiona i lokalnih samouprava, javnih institucija, kao i javnih i privatnih privrednih subjekata. Od finansijskih instrumenata dominiraju zajmovi, garancije, kao i set instrumenata vezanih za podelu rizika. Takođe, sve više se uvode fondovi preduzetničkog (rizičnog) kapitala (*venture capital*), kojim se finansiraju start-up kompanije, kao i strateške investicije u kompanije od nacionalnog interesa. Osim toga, italijanska razvojna institucija pruža i nefinansijske usluge, u vidu tehničke i administrativne pomoći, usluga nadzora, kao i trening programe (Vandone, Frigerio, Zatti & Bakry, 2020). *Cassa depositi e prestiti*, stoga, obično finansira projekte visokog rizika (često start-up kompanije), inovacije i industriju informacionih tehnologija kojom se promovišu strateške investicije održivog ekonomskog razvoja ili pak društveno izazovni projekti u oblasti klimatskih promena i zaštite životne sredine. Uloga italijanske razvojne finansijske institucije, naročito, je značajna u vreme krize *Covid-19*, gde su usvojene nove, dodatne mere za podršku sektoru privrede kao odgovor na javnozdravstvenu krizu, i one su posebno bile usmerene ka mikro, malim i srednjim preduzećima i lokalnim samoupravama (Vandone, Frigerio, Zatti & Bakry, 2020).

Uporednim pregledom organizacije i poslovanja najvažnijih razvojnih finansijskih institucija vodećih država Evropske unije – Nemačke, Francuske i Italije – može se doneti zaključak da je osnov delovanja utvrđen važećom ekonomskom doktrinom, odnosno ekonomskom politikom Evropske unije koju prate i nacionalne države, te da predstavljaju osnovne subjekte implementacije evropske i prateće nacionalne politike održivog razvoja. Inicijalno, u vreme nastanka, imale su ulogu pokretača ekonomskog razvoja dok danas, sve više, može se govoriti o njihovoj značajnoj ulozi transformatora ekonomskog sistema. Prethodno navedeno je značajno sagledati u okvirima savremenog globalnog poimanja društva, odnosno shodno dominantnom konceptu međuzavisnosti, uslovljenosti i povezanosti ekonomskog, socijalnog i ekološkog sistema. Teorijske i, sledstveno, praktične rasprave o podvojenosti i jasnom razgraničenju državnog intervencionizma *versus* slobodnog tržišta, čini se da će vremenom izgubiti na važnosti, te da će hibridni instrumenti ekonomskih politika, shodno holističkom pristupu razvoju, dominirati. S tim u vezi, uloga regionalnih i nacionalnih razvojnih finansijskih institucija neće biti sporna, a delovanjem Evropske komisije u pravcu harmonizacije standarda poslovanja razvojnih finansijskih institucija država članica osiguraće se koordinacija njihovog delovanja u smislu ostvarivanja evropskih strateških javnopolitičkih ciljeva održivog razvoja, smanjiti

postojeća fragmentacija tržišta i omogućiti ujednačenost odgovora na sve buduće krize. Dobar primer jesu, svakako, razvojne finansijske institucije Nemačke, Francuske i Italije, koje osim što imaju ulogu pospešivanja i promocije razvoja sektora koji su šireg društvenog, odnosno javnog značaja imaju i ulogu transformatora ekonomskog sistema ka sistemu održivog zelenog razvoja, dok u određenom smislu, u vremenima kriza, preuzimaju ulogu državne institucije putem koje javna vlast, indirektno, vrši intervencije u privatnom sektoru u smislu osiguranja opstanka na tržištu i održivosti ranjivih privrednih subjekata, a sve pod krovnom ulogom subjekta implementacije utvrđene ekonomske politike. Plasman sredstava i ka državama u razvoju van Evropskog kontinenta, a u uslovima povećanog stepena globalizacije finansijskih tokova, omogućava ostvarivanje geo-strateških evropskih i nacionalnih interesa, ali i bolji odgovor na globalnu krizu, gde pojedini autori, kritički pristupaju državnoj regulaciji finansijskog tržišta i delovanja njegovih aktera navodeći da „sputavanje slobodnog razvoja finansijskog posredovanja može negativno uticati na privredni rast“ i ističući da regulacija treba da bude usmerena ka rizicima, ne i samoj delatnosti (Begović i Mijatović, 2017). Posmatrano i na ovaj način, instrumenti razvojnih finansijskih institucija jesu, između ostalog, usmereni i ka smanjenju rizika u delatnostima od većeg javnog značaja, odnosno važna prednost njihovog delovanja jeste upravo ta hibridnost osnivanja i ciljeva poslovanja, kojim se osigurava približavanje javnih i privatnih interesa, odnosno ublažava granica između kolektivnog i individualnog.

4.4. Uporedni pregled rešenja modela razvojnih finansijskih institucija država regiona

Za razliku od razvojnih finansijskih institucija vodećih država Evropske unije koje imaju naglašenu međunarodnu stratešku ulogu, a ostvaruju je plasmanom sredstava u države u razvoju, čak i u one van Evrope, razvojne finansijske institucije koje se osnivaju u državama u regionu u odnosu na razvojne finansijske institucije u Srbiji, pretežno su orijentisane na domaće tržište i implementaciju nacionalne ekonomske politike. Često razvojne finansijske institucije razvijenih država Evropske unije plasiraju sredstva putem nacionalnih razvojnih institucija država regiona, radi ostvarivanja interesa integracije u Uniju, uključujući i integraciju ekonomsko-socijalno-ekološkog sistema. Po ugledu na razvojne finansijske institucije vodećih država Evropske unije, i institucije ovog tipa u državama regiona obavljaju poslovanje na osnovu strateškog okvira koji se utvrđuje nacionalnim strategijama održivog razvoja, a u kontekstu ostvarivanja ciljeva Agende Ujedinjenih nacija o održivom razvoju. Od stepena privrednog razvoja zavisiće obim delovanja nacionalnih razvojnih finansijskih institucija, ali i njihova vlasnička struktura, dok teritorijalno širenje poslovnih aktivnosti, van nacionalnih granica, podrazumeva uključivanje inovativnih mehanizama za podršku određenim sektorima, u kojima su ulaganja povezana sa većim troškovima, ali i rizicima, kao što je sektor povećanja energetske efikasnosti i ublažavanja uticaja klimatskih promena. U ovom delu istraživanja biće predstavljena dva modela razvojnih

finansijskih institucija država regiona – Republike Hrvatske i Republike Slovenije – obe države članice Evropske unije, s tim da se iste razlikuju po orijentaciji poslovanja, gde za razliku od Hrvatske banke za obnovu i razvitak (HBOR) koja je pod značajnim uticajem državne vlasti, a delatnost usmerava ka nacionalnom tržištu i ostvarivanju nacionalnih razvojnih ciljeva, Slovenačka izvozna i razvojna banka pretežno je tržišno orijentisana, poslovanje je regulisano shodno pravilima poslovanja komercijalnih, odnosno poslovnih banaka, uz to da je teritorijalno delovanje definisano i van nacionalnih okvira, a primetna je i jaka koordinacija aktivnosti sa strateškom ciljevima i politikama Evropske unije, što nije slučaj Hrvatske banke za obnovu i razvitak.

Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR) osnovana je 1992. godine, shodno Zakonu o hrvatskoj kreditnoj banci za obnovu, gde 1995. godine menja naziv u Hrvatsku banku za obnovu i razvitak, da bi sledeće godine bio donet novi zakon kojim se proširuje delokrug poslovanja i uključuju manje razvijeni regioni Hrvatske (Vujović, Vukadinović i Čosović, 2014). U vreme osnivanja, uzor je bila Nemačka banka za promociju i razvoj (*KfW*) (Gaćeša, 2010). Banka je u potpunom vlasništvu države Hrvatske, a sredstva se dodeljuju iz budžeta, s tim da se određeni deo obezbeđuje i na međunarodnom tržištu kapitala, odnosno kreditima stranih međunarodnih finansijskih institucija, obično Evropske investicione banke, kao i Evropske banke za obnovu i razvoj, gde za sve obaveze banke garancije daje država (Vujović, Vukadinović & Čosović, 2014). Pravni režim poslovanja Hrvatske banke za obnovu i razvitak regulisan je posebnim zakonom, odnosno Zakonom o Hrvatskoj banci za obnovu i razvitak (Zakon o Hrvatskoj banci za obnovu i razvitak, 2006) kojim se uređuje njen status, delokrug, vlasništvo, ovlašćenja i organizaciona struktura. Ona je statusno određena kao razvojna i izvozna banka Hrvatske, nekomercijalnog karaktera, čime se razlikuje od nemačke, po čijem uzoru je osnovana, a nije ni obveznik poreza na dobit. Hrvatska banka za obnovu i razvitak ima status posebnog pravnog lica, s tim da se ne upisuje u sudski registar, a nije dozvoljen postupak sprovođenja stečaja niti likvidacije. Osnovni kapital određen je zakonom i uplaćuje se direktno iz budžeta bez mogućnosti deobe, prenosa ili zalaganja. Zakonom je, dalje, predviđena mogućnost članstva u drugim međunarodnim finansijskim organizacijama, ali uz odobrenje nadzornog odbora banke. Delatnost banke određena je, takođe, taksativno zakonom, i to shodno opštim strateškim ciljevima Republike Hrvatske, s tim da postoji mogućnost obavljanja i drugih poslova na osnovu odluke Vlade, i ona uključuje – finansiranje infrastrukture, finansiranje obnove i razvoja privrednog sistema, podsticanje izvoza, podršku razvoju mikro, malih i srednjih preduzeća, podsticanje zaštite životne sredine, osiguranje izvoza hrvatske robe i usluga od netržišnih rizika. Za ostvarivanje utvrđenih delatnosti koriste se sledeći instrumenti – krediti, bankarske garancije, zaključuju se ugovori o osiguranju i reosiguranju, ulaže u dužničke i vlasničke finansijske instrumente, a delatnost se obavlja putem drugih banaka i pravnih lica. Zakon, osim toga, jasno određuje da Hrvatske banka za obnovu i razvitak ne posluje sa ciljem ostvarivanja dobiti, što znači da su ciljevi isključivo javni, što istu klasifikuje kao državnu instituciju, koja ne posluje po

tržišnim principima. Organi banke su upravni i nadzorni odbor. Upravni odbor zastupa banku i ima pravo odlučivanja, i čine ga tri člana koje bira nadzorni odbor, na period od 5 godina, sa mogućnošću ponovnog izbora. Nadzorni odbor utvrđuje poslovnu politiku i strategiju poslovanja Hrvatske banke za obnovu i razvitak, odnosno donosi Statut i druge akte od značaja za poslovanje banke, vrši nadzor nad poslovanjem, bira i razrešava članove upravnog odbora. Osim toga, nadzorni odbor utvrđuje godišnje finansijske izveštaje i podnosi ih na saglasnost Hrvatskom saboru. Nadzorni odbor ima deset članova, od kojih su šest ministri, tri člana imenuje Hrvatski sabor, dok je jedan, po funkciji, predsednik Hrvatske privredne komore (Zakon o Hrvatskoj banci za obnovu i razvitak, 2006; Statut HBOR, 2022).

Polazeći od zakonom utvrđenog delokruga Hrvatske banke za obnovu i razvitak, njena uloga u kontekstu ostvarivanja ciljeva održivog razvoja, u uslovima javnozdravstvene krize izazvane pandemijom *Covid-19*, kao i u okolnostima transformacija ekonomskih sistema država Evropske unije ka niskouglednoj, odnosno zelenoj ekonomiji i IV industrijske revolucije, odnosno razvoja informaciono-komunikacionih tehnologija i digitalizacije, može se definisati ograničenom. Aktivnosti banke nisu, shodno zakonskim odredbama, specifikovane niti prilagođene izazovima savremenog društva, poput klimatskih i tržišnih promena, geopolitičkih poremećaja ili demografskih izazova, što, dalje, ne omogućava usaglašavanje niti koordinaciju sa multilateralnim, bilateralnim, kao i razvojnim finansijskim institucijama drugih država Evropske unije. Ovde, posebno, treba ukazati na to da, nedavno usvojen najznačajniji strateško-razvojni javnopolitički dokument Hrvatske – Nacionalna razvojna strategija Republike Hrvatske do 2030. godine (2021) – ne definiše niti identifikuje Nacionalnu banku za obnovu i razvitak kao subjekta implementacije, što je slučaj drugih razvijenih država članica Evropske unije i njihovih razvojnih finansijskih institucija. Kao jedan od ključnih izazova ne samo hrvatskog već i evropskog ekonomskog, odnosno privrednog rasta jesu slabije investicije kroz inovacije i nove tehnologije, kao što je digitalizacija i razvoj veštačke inteligencije, što zahteva alokaciju resursa prema produktivnim i inovativnim industrijama, odnosno u kontekstu Hrvatske, neophodna je tehnološka modernizacija i povećanje produktivnosti, i to većim obimom investicijama u zelenu infrastrukturu, digitalizaciju, zdravstvene i obrazovne institucije. Poseban fokus je na podršci i razvoju malih inovativnih preduzeća, odnosno novoosnovanih *start-up* preduzeća, i tzv. rastućih, odnosno *scale-up* preduzeća, zasnovanih na znanju. Osim toga, prema Strategiji do 2030. godine, cilj je i osiguranje makroekonomske stabilnosti i razvoj finansijskih tržišta. Strategijom su, dalje, definisana četiri strateška cilja: 1. Održiva privreda i društvo, što podrazumeva konkurentnu i inovativnu privredu, obrazovane kadrove, efikasno pravosuđe i javnu upravu, globalnu prepoznatljivost i jačanje međunarodne saradnje; 2. Jačanje otpornosti na krizu, uključuje zdrav, aktivan i kvalitetan život, demografsku revitalizaciju i poboljšanje položaja porodica, te obezbeđenje sigurnosti uopšte; 3. Zelena i digitalna tranzicija, uključuje ekološku i energetsku tranziciju ka klimatskoj neutralnosti, biodiverzitet, održivu mobilnost, digitalnu tranziciju društva i privrede i 4. Ravnomeran regionalni razvoj, uključuje razvoj vulnerabilnih područja i

jačanje regionalne konkurencije. Posebno je prepoznata i uloga mikro, malih i srednjih preduzeća u kontekstu tranzicije ka zelenoj ekonomiji. Navedeni strateški ciljevi ostvariće se putem „platformi za finansiranje preduzeća koje već postoje na tržištu kapitala, ali su nedovoljno iskorišćene“ (Nacionalna razvojna strategija Republike Hrvatske do 2030. godine, 2021). S tim u vezi, Strategija jedino prepoznaje investicione fondove, kao instrumente za finansiranje preduzeća koji imaju strateški značaj, kao i usmeravanje sredstava iz evropskih fondova. Takođe, u Strategiji je naznačeno i to da na hrvatskom finansijskom tržištu dominiraju banke, koje, po pravilu, finansiraju stabilne privredne subjekte, zbog čega je cilj povećati dostupnost povoljnih izvora finansiranja, za šta se predviđa aktivacija sredstava iz evropskih fondova. Dakle, Nacionalna banka za obnovu i razvitak nije prepoznata u potpunosti kao institucija koja učestvuje u implementaciji razvojnih strateških ciljeva Hrvatske, što je slučaj većine razvijenih država Evropske unije, zbog čega Hrvatska zaostaje za drugim državama Evropske unije u prepoznavanju uloge tzv. mešovitih, odnosno hibridnih finansijskih subjekata i instrumenata, a shodno utvrđenim pozitivnim efektima primene koncepta javno-privatnog partnerstva u ostvarivanju ciljeva regionalne i, posledično, nacionalnih ekonomskih politika. Jedan od razloga može biti i sama priroda Hrvatske banke za obnovu i razvitak, odnosno njena vlasnička struktura, koja je potpuno državna, kao i organi upravljanja, ali i uticaj na poslovanje koji je isključivo javni, zbog čega njeno delovanje može da se okarakterise kao oblik državnog intervencionizma u privredi. Transformacija Nacionalne banke za obnovu i razvitak u pravcu koji podrazumeva da njena uloga ne bude jedino u usmeravanju javnih, odnosno budžetskih sredstava u projekte, odnosno sektore od javnog interesa već i mobilizacija privatnog kapitala, u kontekstu ostvarivanja javno-privatnog partnerstva i deobe rizika u sektorima od strateškog značaja čime bi se promovisao održivi rast, jeste jedno od mogućih rešenja. Primer bi, u tom slučaju, bila Nemačka banka za promociju i razvoj (*KfW*), koja je i bila uzor osnivanja Hrvatske nacionalne banke za obnovu i razvitak.

Međunarodna razvojna saradnja u smislu ostvarivanja strateških ciljeva održivog razvoja u Republici Sloveniji regulisana je Zakonom o međunarodnoj razvojnoj saradnji i humanitarnoj pomoći (*Official Gazette of the Republic of Slovenia No. 30/18*), koji je donet 2018. godine. S druge strane, javnopolitički okvir implementacije razvojnih ciljeva utvrđen je, prethodno, Rezolucijom o razvojnoj saradnji i humanitarnoj pomoći usvojenoj 2017. godine, i predstavlja dugoročni, strateški dokument, vremenski neograničenog trajanja, kojim su definisani teritorijalni, kao i sektorski domeni primene, odnosno prioriteti u ostvarivanju ciljeva održivog razvoja Republike Slovenije. Na osnovama ove Rezolucije, dalje, je doneta Strategija razvojne saradnje i humanitarne pomoći do 2030. godine (2018). Strategijom su definisani ciljevi i utvrđeni konkretni mehanizmi za njihovo ostvarivanje, uključujući i prioritete oblasti delovanja. Tematski, oblasti strateškog delovanja definisane su na sledeći način: ostvarivanje punog i produktivnog zaposlenja i dostojanstvenog rada, mirnog i inkluzivnog društva, održivo upravljanje prirodnim resursima i borba protiv klimatskih promena (Jones, Veron, Czaplicka,

Mackie, 2019a). Teritorijalno, domen primene slovenačke javne politike održivog razvoja usmeren je ka državama Zapadnog Balkana, susednim državama Evrope i ka oblasti Sub-saharske Afrike, posebno, ka najmanje razvijenim državama ovog regiona. Osim ove strategije, od značaja je i Strategija održivog razvoja do 2030. godine, usvojena 2017. godine, sa ciljem implementacije ciljeva održivog razvoja, kojom je definisano 12 razvojnih ciljeva i 6 strateških orijentacija: inkluzivno, zdravo, sigurno i odgovorno društvo; doživotno učenje; visoko produktivna ekonomija kojom se ostvaruju ciljevi svih društvenih grupa; očuvana i zdrava životna sredina; visok nivo saradnje; efikasna i kompetentna uprava (Jones, Veron, Czaplicka, Mackie, 2019a).

Kod ostvarivanja bilateralne saradnje u oblasti održivog razvoja najznačajniji pravni entiteti, osnovani od strane Vlade Slovenije, jesu Slovenačka izvozna i razvojna banka i Centar za međunarodnu saradnju i razvoj, osnovan u formi nezavisne, neprofitne organizacije od strane Slovenačke izvozne i razvojne banke, a čija je osnovna delatnost implementacija infrastrukturnih projekata saradnje sa ciljem unapređenja ekonomske, socijalne i ekološke infrastrukture (Jones, Veron, Czaplicka, Mackie, 2019a). Svakako, najznačajnija razvojna finansijska institucija Slovenije jeste Slovenačka razvojna i izvozna banka osnovana 1992. godine kao Slovenačka izvozna korporacija, sa osnovnim ciljem finansiranja izvoza slovenačkih kompanija, da bi 1996. godine ista bila transformisana u specijalizovanu banku za izvoz i razvoj. Banka je od 2008. godine u potpunom vlasništvu države (Gnjatović, 2012). Uloga, vlasnička i organizaciona struktura, status, kao i aktivnosti Slovenačke izvozne i razvojne banke, kao specijalizovane finansijske institucije u oblasti promovisanja razvoja, međunarodne trgovine, ekonomske saradnje, razvoj preduzetništva i inovacije, ali i u kontekstu podsticanja istraživačkih i obrazovnih aktivnosti, razvoja ekološke, energetske i građevinske infrastrukture od interesa za Republiku Sloveniju, regulisani su posebnim zakonom – Zakonom o Slovenačkoj izvoznj i razvojnoj banci (The Slovene Export and Development Bank Act, 2008). Slovenačka izvozna i razvojna banka, shodno Zakonu, obavlja poslovanje prema ciljevima utvrđenim strateškim dokumentima javnih politika Republike Slovenije i Evropske unije, dok će sve aktivnosti, odnosno transakcije, projekti, investicije, kao i druge forme, odnosno modeli finansijskih operacija biti predmet kvalitativnih procena u domenu ekonomskih, socijalnih i ekoloških ciljeva razvoja, uzimajući u obzir međunarodno definisane kriterijume (The Slovene Export and Development Bank Act, 2008). Zakon utvrđuje osnovne principe poslovanja banke, odnosno nekonkurentnost u odnosu na finansijske institucije na tržištu, budući da status Slovenačke izvozne i razvojne banke odgovara javnoj finansijskoj instituciji, ne i tradicionalnoj poslovnoj banci, zatim princip nediskriminacije, tj. jednakog pristupa finansijskim uslugama svih potencijalnih korisnika i princip transparentnosti u poslovanju (The Slovene Export and Development Bank Act, 2008). Delatnost banke regulisana je članom 11. Zakona, sa fokusom na podršku u sprovođenju ekonomske, socijalne i drugih strukturalnih javnih politika, pružajući finansijske usluge u sektorima gde su izazovi samoregulacije od strane tržišta najuočljiviji, te je

dodatna podrška neophodna – sektor mikro, malih i srednjih preduzeća, sektor inovacija, sektor obrazovanja sa posebnim fokusom na razvoj upravljačkih veština, kao i u oblasti dokvalifikacije, odnosno sticanja specifičnih znanja, podsticanja zapošljavanja, naročito ranjivih kategorija radnika, kao što su npr. lica sa invaliditetom i njihovo uključivanje na tržište rada, razvoj zelene infrastrukture, podrška ravnomernom regionalnom i lokalnom razvoju, sve shodno principu javno-privatnog partnerstva dok se, na međunarodnom nivou podstiče i međunarodna razvojna saradnja utvrđenim projektnim aktivnostima. Slovenačka izvozna i razvojna banka pruža finansijske usluge prema pravilima utvrđenim ovim Zakonom, ali i shodno regulativi kojom se uređuje poslovanje poslovnih banaka, zatim regulativi kompanijskog poslovanja, a pod nadzorom Centralne banke Slovenije i Ministarstva finansija (The Slovene Export and Development Bank Act, 2008). Godišnji izveštaj o poslovanju podnosi se Skupštini Slovenije. Banka ima nadzorni odbor koji broji ne manje od 7 i ne više od 10 članova. Obavezni članovi nadzornog odbora su ministri nadležni za finansije, ekonomiju, održivi razvoj, regionalni razvoj, kao i poseban predstavnik ministarstva finansija. Na predlog ministra finansija, Vlada određuje ne više od 2 člana iz reda: ministara unutrašnjih poslova, rada, socijalnih i porodičnih odnosa, zaštite životne sredine i prostornog planiranja, trgovine, obrazovanja, nauke i tehnologije. Osim toga, na predlog ministra finansija, Vlada određuje predstavnika relevantne privredne organizacije, kao i dva predstavnika iz reda eksperata. Svi članovi Nadzornog odbora moraju ispunjavati uslove koji važe i za članove nadzornih odbora poslovnih banaka (The Slovene Export and Development Bank Act, 2008).

Na primerima statusa i delovanja razvojnih finansijskih institucija Republike Hrvatske i Republike Slovenije, utvrđena su dva različita pristupa kreatora javnih politika, odnosno javne vlasti u kontekstu mesta i uloge razvojnih finansijskih institucija u implementaciji strateških ciljeva nacionalnih i regionalnih ekonomskih politika. Naime, Hrvatska banka za obnovu i razvitak nema karakter poslovne banke, ne posluje prema tržišnim principima, te je njen status, status državne institucije kojom se ostvaruju nacionalni interesi i ciljevi, shodno konceptu državnog intervencionizma. S druge strane, Slovenačka izvozna i razvojna banka deluje po tržišnim principima, na čije se poslovanje, između ostalog, primenjuju i propisi kojima se reguliše poslovanje poslovnih, odnosno komercijalnih banaka, gde je izražen princip delovanja shodno konceptu javno-privatnog partnerstva, odnosno banka ima ulogu svojevrsnog „mobilizatora“ aktivnosti privatnog sektora, u slučajevima kada je rizik veći a nacionalni interes izražen.

4.5. Regulatorni režim i institucionalni okvir modela razvojnih finansijskih institucija u Republici Srbiji

U Republici Srbiji, za razliku od razvijenih država članica Evropske unije (pravni režim, odnosno model poslovanja najznačajnijih razvojnih finansijskih institucija Nemačke, Francuske i Italije analiziran u tekstu iznad), kao i država regiona – Hrvatske i Slovenije – specijalizovana razvojna banka nije osnovana, iako je postojala inicijativa 2012. godine, kada je bio utvrđen i Predlog posebnog Zakona o razvojnoj banci. Shodno datom Predlogu, ideja je bila ukidanje Fonda za razvoj i razvojnih agencija sa ciljem osiguranja transparentnosti poslovanja, odnosno osiguranja efikasnijeg nadzora nad poslovanjem nacionalnih razvojnih finansijskih institucija i delovanje u skladu sa savremenim principima podrške razvoju sektorima od strateškog nacionalnog interesa. Budući da do danas nije došlo do osnivanja posebne razvojne banke Srbije, od značaja za realizaciju razvojnih finansijskih ciljeva, gde je zapažen uticaj javnog sektora, jeste sagledavanje i analiza aktivnosti, odnosno definisanog pravnog režima delovanja postojećih razvojnih finansijskih entiteta, tj. Razvojne agencije Srbije, zatim Fonda za razvoj Republike Srbije, kao i nedavno osnovanog Zelenog fonda Republike Srbije.

Status Razvojne agencija Srbije regulisan je Zakonom o ulaganjima (Zakon o ulaganjima, 2015) koji je donet sa ciljem unapređenja investicionog potencijala, podsticanjem direktnih ulaganja domaćih i stranih investitora, u svrhu obezbeđenja privrednog razvoja i rasta zaposlenosti. Članom 11. Zakona definišu se ulaganja od posebnog značaja za Republiku Srbiju, gde se pod ovim podrazumevaju ulaganja koja bitno utiču na unapređenje konkurentnosti određene privredne grane ili sektora, ili pak na ravnomeran regionalni razvoj. Osim toga, dalje, se naglašava da je ulaganje od posebnog interesa i ono koje dovodi do otvaranja novih radnih mesta u kontekstu određenog investicionog projekata koji se sprovodi u jednoj ili više lokalnih samouprava. Zakon definiše subjekte podrške ulaganjima u članu 15 - Savet za ekonomski razvoj, Ministarstvo nadležno za poslove privrede i Razvojna agencija Srbije. Za razliku od usvojenih modela razvojnih finansijskih institucija razvijenih država Evropske unije, ali i država regiona, posebno, Republike Slovenije, Razvojna agencija Srbije isključivo javna, odnosno državna institucija koja ne posluje prema tržišnim principima, te ima status državne agencije, i pod kontrolom je nadležnog ministarstva, odnosno javne vlasti. Deo V Zakona o ulaganjima reguliše status, organizacionu strukturu i delovanje, odnosno aktivnosti Razvojne agencije Srbije. Tako, Agencija ima svojstvo pravnog lica, a posluje prema pravilima koja važe za javne agencije, ne i prema pravilima koja važe za komercijalne, odnosno poslovne banke, što je slučaj razvojnih finansijskih institucija država članica Evropske unije (čl. 28). Osnovana je sa ciljem obavljanja razvojnih, stručnih i operativnih poslova podsticanja direktnih ulaganja, promocije i povećanja izvoza, unapređenja konkurentnosti privrednih subjekata, promovisanja razvoja i povećanja ugleda Republike Srbije (čl. 27). Organi Razvojne agencije Srbije su upravni odbor i direktor,

gde članove upravnog odbora (kojih je 5) bira i razrešava Vlada, na predlog ministra (čl. 31). Upravni odbor vrši nadzor nad radom Agencije, usvaja program rada, finansijski plan i finansijski izveštaj. Direktora Agencije takođe bira i razrešava Vlada, na predlog ministra i na osnovu sprovedenog javnog konkursa, a direktor zastupa, predstavlja i rukovodi radom Agencije (čl. 33). Zakon, dalje, u čl. 36. definiše poslove Agencije, pa tako Agencija učestvuje u pripremi programa i projekata privrednog, odnosno regionalnog razvoja, zatim sprovodi programe i projekte unapređenja izvoznih aktivnosti Srbije, programe i projekte unapređenja položaja i konkurentnosti malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, a pruža i stručnu, odnosno savetodavnu podršku privrednim subjektima, obezbeđuje uslove za pristup i realizaciju projekata koji se finansiraju iz međunarodne razvojne pomoći. Sredstva za rad Agencije obezbeđuju se iz prihoda od poslovanja, budžeta Republike, kao i iz drugih izvora finansiranja, u skladu sa zakonom (čl. 37).

Osim Razvojne agencije Srbije, razvojne finansijske aktivnosti od nacionalnog interesa, obavljaju se i preko Fonda za razvoj Republike Srbije, koji je osnovan posebnim Zakonom o fondu za razvoj Republike Srbije (Zakon o fondu za razvoj Republike Srbije, 2009). Fond za razvoj ima svojstvo pravnog lica, upisuje se u sudski registar, a u skladu sa Zakonom, može da se organizuje kao privredno akcionarsko društvo. Fond za razvoj ima identične ciljeve osnivanja kao Razvojna agencija Srbije, odnosno podsticanje ravnomernog regionalnog razvoja, podsticanje poslovanja pravnih lica i preduzetnika u Srbiji, konkurentnosti, podsticanje izvoza i zapošljavanja (čl. 2), što ukazuje na neopravdana preklapanja ovih organizacija. Poslovi Fonda definisani su Zakonom na način da uključuju odobravanje kredita, izdavanje garancija, kupovinu hartija od vrednosti, dok se sredstva obezbeđuju iz budžeta Republike Srbije, kao i iz sopstvenih prihoda Fonda. Zakon, osim toga, predviđa da se krediti i garancije mogu odobravati privrednim subjektima, kako onim u privatnom tako i onim u državnom vlasništvu, sa izuzetkom javnih preduzeća (čl. 7). Organi Fonda, kao i kod Razvojne agencije, su upravni odbor (koji broji deset članova i predsednika) i direktor, koje bira i razrešava Vlada, na predlog ministra finansija. Isto tako, nadležnosti upravnog odbora i direktora odgovaraju nadležnostima ovih organa kod Razvojne agencije Srbije. Zakon o Fondu za razvoj Republike Srbije još i propisuje da je Fond dužan da identifikuje i procenjuje rizike poslovanja, kao i da istim upravlja, a rizici su taksativno navedeni članom 12. Zakona i uključuju rizik likvidnosti, kreditni rizik, kamatni, kao i ostale tržišne rizike.

Radi ostvarivanja strateškog interesa Republike Srbije koji se odnosi na integraciju u Evropsku uniju, u delu koji se odnosi na zaštitu i unapređenje životne sredine, Odlukom Vlade Republike Srbije 2016. godine osnovan je i poseban Zeleni fond (Odluka Vlade Republike Srbije o osnivanju Zelenog fonda Republike Srbije, 2016). Preme Odluci, Zeleni fond se osniva u okviru Ministarstva zaštite životne sredine, sa ciljem određivanja posebnih sredstava za finansiranje pripreme, sprovođenja i razvoja programa, projekata i drugih aktivnosti u oblasti očuvanja,

održivog korišćenja i zaštite životne sredine. Posebno se adresiraju projekti u oblasti klimatskih promena i primene mera prilagođavanja i ublažavanja negativnih posledica klimatskih promena, odlaganja i upravljanja otpadom, uvođenja nove, čistije tehnologije, zaštite i unapređenja biodiverziteta, unapređenja infrastrukture sa fokusom na zaštitu životne sredine, unapređenja energetske efikasnosti, podsticanja istraživačkih i razvojnih projekata i studija, finansiranja programa ekološkog obrazovanja i jačanja ekološke svesti građana, kao i razvoja javno-privatnog partnerstva u kontekstu unapređenja životne sredine.

Za razliku od vodećih država članica Evropske unije, ali i država regiona, u Republici Srbiji nije osnovana posebna razvojna banka čiji bi cilj bio promovisanje održivog razvoja, transformacija ekonomskog sistema u pravcu uključivanja socijalne i ekološke dimenzije, a kroz zajedničku saradnju javnog i privatnog sektora, što je tendencija evropskog ali i uporednog prava. U domaćoj naučnoj i stručnoj literaturi mala pažnja posvećena je značaju uloge nacionalnih razvojnih finansijskih institucija, odnosno banaka, a u kontekstu promena ekonomskog sistema. Dominantan argument protiv osnivanja nacionalne razvojne banke jeste sprečavanje jačanja državnog intervencionizma u privredi, posebno, nakon perioda sprovedene privatizacije državnih banaka u Srbiji nakon 2000. godine, što je, zapravo, bio osnov reformi i put ka uvođenju tržišne ekonomije (Marinković i Golubović, 2011). Osim toga, ističe se i da se osnivanjem nacionalne razvojne banke „povećava rizik političkog uticaja na izbor kriterijuma alokacije resursa, ugrožava efikasnost bankarskog sektora i stvara nestabilnost ekonomskog i finansijskog sistema“ (Marinković i Golubović, 2011). Međutim, ukoliko se kao model nacionalne razvojne finansijske institucije primeni režim osnivanja i poslovanja npr. Nemačke razvojne banke, ili pak Slovenačke izvozne i razvojne banke, koje deluju kao svojevrsni finansijski entiteti, javnog i privatnog karaktera, na način gde se javni strateški ekonomski, socijalni i ekološki ciljevi ostvaruju javnim i privatnim sredstvima, shodno tržišnim principima poslovanja, možemo govoriti u prilog osnivanja razvojne banke Srbije. Ovo je naročito važno u uslovima javnozdravstvene krize izazvane pandemijom *Covid-19*, kao i usmerene javne politike u pravcu transformacije ekonomskog sistema ka niskougljeničnom, odnosno zelenom i inkluzivnom, sve u kontekstu procesa evropskih integracija. S tim u vezi, svakako, bi se ostvarila i jedna od osnovnih funkcija savremenih razvojnih finansijskih institucija, a to je „korekcija alokativnih grešaka kreditnog tržišta“ (Marinković i Golubović, 2011), prisutna i u domaćem finansijskom sistemu. Naime, Razvojna agencija Srbije i Fond za razvoj Republike Srbije, kao jedine nacionalne razvojne organizacije, sa ulogom sličnoj razvojnim finansijskim institucijama država Evropske unije, ali sa dominantnim uticajem javne vlasti, nisu u mogućnosti da adekvatno odgovore zahtevima tržišta, posebno, jer izostaju pravila korporativnog upravljanja od značaja za održivost poslovanja. Treba ukazati i na druge regulatorne i institucionalne manjkavosti domaćeg ekonomskog i socijalnog sistema, a uzimajući u obzir, jedan od utvrđenih ciljeva delovanja domaćih razvojnih organizacija, odnosno Razvojne agencije i Fonda za razvoj, a to je uticaj na povećanje zaposlenosti, kao i inkluzija ranjivih društvenih grupa i poboljšanje njihovog položaja

na tržištu rada, shodno ciljevima održivog razvoja. Osnivanjem nacionalne razvojne banke bi se pozitivno uticalo i na povećanje zaposlenosti teže zapošljivih kategorija, npr. lica sa invaliditetom, starijih radnika, radnika migranata, žena, kao i kreditiranje i pospešivanje razvoja socijalnih preduzeća, kao i socijalnih kooperativa, odnosno zadruga koje su, kao takve, predviđene Zakonom o zadrugama Republike Srbije. Time se direktno utiče na socijalnu, ekonomsku i radnu uključenost, odnosno zadovoljavaju potrebe pripadnika vulnerabilnih društvenih grupa, ali i ostvaruju interesi zajednice, s tim da iste imaju i širi politički potencijal pokretanja promena u društvu, u smislu okupljanja radi zadovoljavanja javnih interesa, posebno, jer kooperative jesu oblik organizovanja onih koji dele iste vrednosti (Stojković Zlatanović, 2019). Tako, aktivnosti razvojnih finansijskih institucija mogu biti usmerene ka jačanju socijalnih kooperativa ali i socijalnog preduzetništva, što je potencijal i u domaćem ekonomsko-socijalnom sistemu, naročito jer su one u postkapitalističkom društvu, viđene kao „entiteti koji doprinose politici socijalne ekonomije i održivom ekonomskom razvoju“ (Stojković Zlatanović, 2019). S tim u vezi, vredni napomenuti i to da je Savet Evropske unije definisao socijalnu ekonomiju kao ključan faktor ostvarivanja ciljeva održivog razvoja, shodno Agendi Ujedinjenih nacija o održivom razvoju do 2030. godine, kojoj je i Srbija pristupila, a u dokumentu pod nazivom „Inicijativa pokretanja sopstvenog biznisa“ posebno ukazao na važnost poboljšanja i uvođenja novih oblika finansiranja, sa ciljem obezbeđenja pristupa tržištu i stvaranju uslova za vidljivost ekonomsko-socijalnih privrednih subjekata (Stojković Zlatanović, 2020). Osim toga, uloga nacionalne razvojne finansijske institucije, odnosno razvojne banke, bila bi ključna za sprovođenje domaće ekološke politike i bio bi značajan njen uticaj na redefinisane ciljeva ekonomske politike u kontekstu postepene tranzicije ka zelenoj ekonomiji i zelenom radu, budući da postojeći Zeleni fond, delujući pod okriljem Ministarstva životne sredine, ne može da ostvari ulogu mobilizatora privatnog sektora za veće investicije u zelenu infrastrukturu. Ovo, posebno, što je Srbija ratifikovala Pariski sporazum o klimatskim promenama (2015), prema kojem se predviđa uključivanje mera adaptacije i ublažavanja uticaja klimatskih promena u nacionalne ekonomsko-socijalne strategije razvoja, uz ukazivanje na značaj osnivanja alternativnih subjekata obavljanja ekonomskih i finansijskih aktivnosti koji nisu isključivo usmereni na sticanje profita već imaju i šire socijalne i ekološke ciljeve (Stojković Zlatanović, 2020a). Stoga, u prilog osnivanja nacionalne razvojne finansijske institucije, po ugledu na vodeće razvojne banke država Evropske unije, govori i sada sve dominantnije doktrina, odnosno teorija tripartitne zelene ekonomije, a koja počiva na tri elementa: 1. razvoju alternativne ekonomije koja poslovanje i finansije zasniva na ciljevima javne dobrobiti i zaštiti životne sredine, a ne isključivo na pojedinačnoj koristi velikih korporacija; 2. reformi ekonomskog sistema u smislu uključivanja socijalne komponente razvoja, tj. aktivnog delovanja protiv ekološke i socijalne degradacije, nejednakosti i siromaštva i 3. osiguranju socijalne inkluzije, odnosno sprečavanju diskriminacije po različitim osnovama (Barca, 2015). Navedeni elementi, u potpunosti, odgovaraju prirodi osnivanja i poslovanja razvojnih finansijskih institucija, na način

koji isključuje tzv. poslovanje koje odgovara prikrivenom državnom intervencionizmu, već savremenom obliku finansijskog delovanja zasnovanog na principu javno-privatnog partnerstva.

5. BANKOCENTRIČNOST FINANSIJSKOG SISTEMA SRBIJE

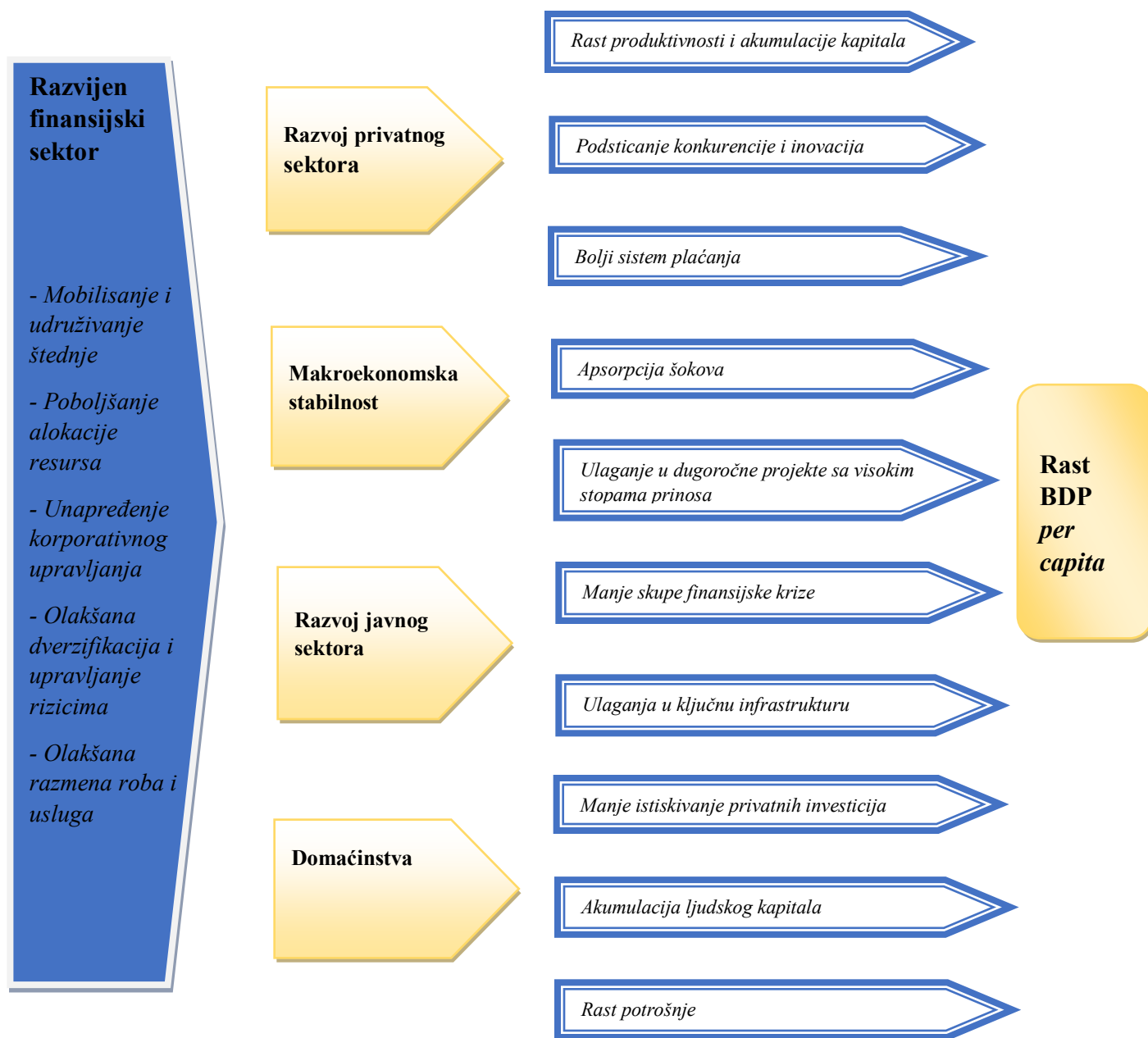
U nastavku teksta se analizira stepen bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema, kao i negativne posledice koje fokusiranost finansijskog sistema na banke ostavlja na održivi rast i razvoj. U fokusu istraživanja je stepen koncentracije domaćeg bankarskog sektora i utvrđivanje dominantne pozicije banaka. Takođe, analiziraće se i dostignuti nivoi razvijenosti finansijskih sistema naprednih tranzicionih zemalja u okruženju, njihova struktura i raznolikost i prezentovati komparativna analiza sa finansijskim institucijama koje dominiraju u domaćem sistemu. Biće predstavljeni i analizirani rezultati empirijskog istraživanja ispitivanja stavova eksperata iz oblasti ekonomije i finansija i predstavnika bankarskog i privatnog sektora, koje treba da pruži odgovore na istraživačka pitanja koja su postavljena u radu, a koja se tiču analize finansijskog sistema Srbije i ispitivanja njegove bankocentričnosti, održivosti trenutne strukture finansijskih institucija i davanja konkretnih preporuka za unapređenje finansijskog sistema Srbije.

5.1. Koncentracija bankarskog sektora i dominantna pozicija banaka

Razvijen finansijski sistem predstavlja važan faktor ekonomskog rasta, smanjenja siromaštva i posledično, ostvarenja ciljeva održivog razvoja, naročito za nedovoljno razvijene zemlje. Mobilizacijom štednje, efikasnom alokacijom resursa, olakšavanjem plaćanja, unapređenjem trgovine robom i uslugama, finansijski sektor ima ključnu ulogu u generisanju ekonomskog rasta. Efikasnom alokacijom sredstva se omogućava transfer finansijskih sredstava za investicije ka sektoru privrede, olakšava i podstiče rast realnog sektora, što podsticajno deluje na rast bruto domaćeg proizvoda (Rousseau & Wachtel, 2017). Aglomeracija kapitala koja se ostvaruje mobilizacijom štednje, pružanje informacija za unapređenje alokacije resursa, monitoring investicionih projekata i uticaj na unapređenje korporativnog upravljanja, diverzifikacija i upravljanje rizicima, olakšana razmena roba i usluga, predstavljaju neke od pokazatelja razvijenosti finansijskog sistema i doprinosa istog ekonomskom rastu, kroz razvoj privatnog i javnog sektora (Slika 18).

Finansijske institucije u domaćem finansijskom sistemu su banke, osiguravajuća društva, lizing kompanije, penzioni fondovi i platne institucije i institucije elektronskog novca. U finansijskom sistemu Srbije dominantno učešće imaju banke kao najbrojnije finansijske institucije. Prema poslednjim raspoloživim podacima iz decembra 2020 godine, bankarski sektor čini 26 banaka, sa organizacionom mrežom od 1598 poslovnih jedinica, ukupnom neto bilansnom aktivom od 4084.1 milijardi dinara i ukupnim bilansnim kapitalom od 705.7 milijardi dinara (NBS, 2020).

Slika 18. Razvijenost finansijskog sektora i rast bruto domaćeg proizvoda *per capita*



Izvor: Claessens & Feijen, *Financial Sector Development and the Millennium Development Goals*, 2006.

Kako bi se testirala hipoteza ***H₁: Visok stepen bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema deluje ograničavajuće na održivi razvoj***, biće prezentovana struktura domaćeg finansijskog sistema, istražiće se učešće banaka u finansijskim uslugama, biće analiziran stepen koncentracije

u domaćem bankarskom sektoru, kao i udeo bankarskog sektora u ukupnoj aktivi finansijskog sistema i bruto domaćem proizvodu. Biće korišćen uporedni metod kako bi se sagledao stepen koncentracije bankarskog sektora, kao i učešće banaka i drugih finansijskih institucija u bruto domaćem proizvodu u zemljama u okruženju, naprednim tranzicionim zemljama i razvijenim ekonomijama Evropske unije. Na kraju, biće prezentovani rezultati empirijskog istraživanja o stavovima eksperata o razvijenosti i bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema.

Za istraživanje stepena koncentracije u bankarskom sektoru koristi se ratio koncentracije prvih 5 (CR₅) i prvih 10 banaka (CR₁₀) u ukupnim kreditima, depozitima, prihodima i bilansnoj aktivi. Ratio koncentracije ukazuje na to koji deo ukupnog tržišta zauzima prvih 5, odnosno prvih 10 banaka i predstavlja zbir njihovih pojedinačnih tržišnih učešća (Waldman & Jansen, 2001). Vrednost CR indeksa u intervalu 25%-50% ukazuje na umereno koncentrisano tržište, dok vrednost iznad 50% govori u prilog zastupljenoj visokoj koncentraciji tržišta (Kvalseth, 2018).

Tabela 13. Stepen koncentracije prvih 5 i prvih 10 banaka u ukupnoj aktivi, kreditima, depozitima i prihodima u Srbiji, 2010-2019.

		CR₅	CR₁₀
31.12. 2010.	<i>Aktiva</i>	45.0%	69.0%
	<i>Kredit</i>	45.0%	70.0%
	<i>Depoziti</i>	50.0%	72.0%
	<i>Prihodi</i>	48.0%	71.0%
31.12. 2011.	<i>Aktiva</i>	47.0%	71.0%
	<i>Kredit</i>	50.0%	72.0%
	<i>Depoziti</i>	48.0%	72.0%
	<i>Prihodi</i>	52.0%	72.0%
31.12. 2012.	<i>Aktiva</i>	48.0%	72.0%
	<i>Kredit</i>	51.0%	73.0%
	<i>Depoziti</i>	49.0%	73.0%
	<i>Prihodi</i>	57.0%	77.0%
31.12. 2013.	<i>Aktiva</i>	51.6%	74.3%
	<i>Kredit</i>	53.2%	75.2%
	<i>Depoziti</i>	50.4%	75.4%
	<i>Prihodi</i>	55.8%	77.6%
31.12. 2014.	<i>Aktiva</i>	53.6%	76.3%
	<i>Kredit</i>	53.9%	75.4%
	<i>Depoziti</i>	52.5%	77.5%
	<i>Prihodi</i>	49.9%	75.5%

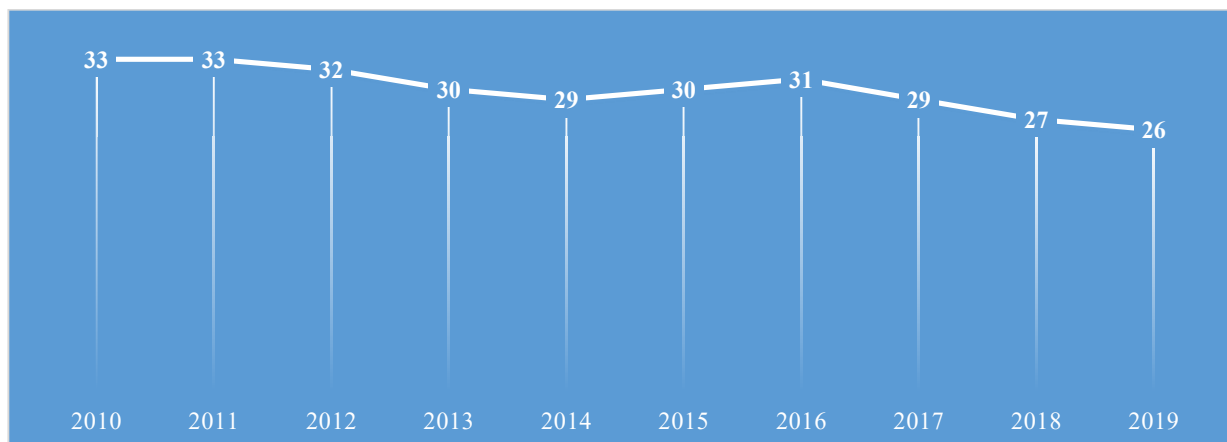
31.12. 2015.	<i>Aktiva</i>	54.2%	76.8%
	<i>Kredit</i>	52.7%	75.7%
	<i>Depoziti</i>	53.6%	78.3%
	<i>Prihodi</i>	50.6%	76.0%
31.12. 2016.	<i>Aktiva</i>	54.7%	77.4%
	<i>Kredit</i>	51.2%	74.7%
	<i>Depoziti</i>	54.3%	77.9%
	<i>Prihodi</i>	59.3%	80.3%
31.12. 2017.	<i>Aktiva</i>	54.9%	78.4%
	<i>Kredit</i>	53.6%	77.7%
	<i>Depoziti</i>	55.6%	79.5%
	<i>Prihodi</i>	49.5%	77.4%
31.12. 2018.	<i>Aktiva</i>	53.5%	78.2%
	<i>Kredit</i>	53.3%	77.7%
	<i>Depoziti</i>	54.1%	79.0%
	<i>Prihodi</i>	50.9%	77.7%
31.12. 2019.	<i>Aktiva</i>	53.4%	79.7%
	<i>Kredit</i>	52.0%	78.8%
	<i>Depoziti</i>	54.9%	81.2%
	<i>Prihodi</i>	54.7%	80.5%

Izvor: NBS, *Bankarski sektor u Srbiji*, Kvartalni izveštaji 2011-2020. godine

Kako koncentracija govori o konkurenciji u bankarskom sektoru, analiza pokazatelja koncentracije upućuje na zaključak da je konkurencija između banaka na tržištu ugrožena, jer preovladava nekoliko banaka sa velikim tržišnim učešćem. Bankarski sektor Srbije je visoko koncentrisan, uzimajući u vidu da ratio koncentracije prvih 5 banaka iznosi preko 50% u svim kategorijama: ukupna aktiva, ukupni krediti, ukupni depoziti i ukupni prihodi (Tabela 13). Prvih 10 banaka pokriva skoro 80% tržišta u svim pomenutim kategorijama. Za ostatak tržišta (20%) se vodi konkurentna borba između preostalih 16 banaka.

Ratio koncentracije jeste najčešće korišćen indikator koncentracije i ujedno i najjednostavniji za primenu, ali su mu upućene kritike da ne uzima u obzir razlike u tržišnim učešćima između pojedinih banaka (Kvalseth, 2018). Iz tog razloga je potrebno analizirati stepen koncentracije i na osnovu HHI indeksa koncentracije (*Herfindahl-Hirschman Index-HHI*). Prema poslednjim podacima za 2019. godinu, vrednost HHI u kategoriji aktive iznosi 800, u kategoriji ukupnih depozita 840 i u kategoriji ukupnih prihoda 818. Izračunata vrednost, niža od 1000, govori u prilog tome da je reč o tržištu na kojem koncentracija nije zastupljena (NBS, 2020).

Grafikon 39. Kretanje broja banaka u finansijskom sektoru Srbije, 2010-2019.



Izvor: NBS, *Bankarski sektor u Srbiji*, Kvartalni izveštaji 2010-2019. godine

Finansijski sistem Srbije se 2000. godine sastojao od 108 banaka. Na osnovu Grafikona 39. se može uvideti da broj banaka u domaćem bankarskom sektoru tokom vremena opada i prema očekivanjima, taj trend će se nastaviti i u budućnosti, praćen konsolidacijom i ukрупnjavanjem bankarskog sektora, putem spajanja i akvizicija (Barjaktarović i Ječmenica, 2011). Na taj način bi se prevazišao problem zasićenja bankarskog sektora, broj banaka bi bio prilagođen broju klijenata i veličini tržišta, odnosno veličini zemlje i udelu stanovništva korisnika bankarskih usluga. Dalje smanjenje broja banaka će se svakako odraziti i na rast koncentracije u bankarskom sektoru. Razvoj finansijskog sistema i bankarskog sektora zahteva konstantno unapređenje i inoviranje bankarskih proizvoda i usluga, što iziskuje značajna ulaganja koja male banke nisu u mogućnosti da finansijski podrže. Prema procenama, u narednim godinama se očekuje da će se broj banaka smanjiti na 15-20 (Dugalić, 2018; Obradović, 2021). U prilog potrebi smanjenja broja banaka i prilagođavanju njihovog broja potrebama malog tržišta, govore i podaci o finansijskoj inkluziji u Srbiji (Tabela 14).

Finansijska inkluzija značajno doprinosi smanjenju siromaštva i održivom razvoju. Broj filijala banaka na 100 000 stanovnika je u Srbiji na najnižem nivou, u poređenju sa ostalim zemljama u regionu, što ukazuje na nerazvijenost finansijske infrastrukture (Demirgüç-Kunt, Klapper, Singer, Ansar & Hess, 2018). Prema podacima Svetske banke, udeo stanovništva sa otvorenim računima u bankama i drugim finansijskim institucijama je opao sa 83% na 71% (Tabela 14). Procenat stanovnika koji nemaju otvoren račun iz razloga što nemaju dovoljno novca da bi ga koristili iznosi skoro 46%, dok 26% populacije nema potrebu za otvaranjem računa u bankama ili drugim finansijskim institucijama jer nema potrebu za njihovim uslugama, a 34% populacije nema račun jer neko od članova porodice već poseduje isti. Udeo populacije koji poseduje kreditne kartice je svega 18%, dok je 12% stanovništva prijavilo da poseduje neki oblik štednje u bankama ili drugim finansijskim institucijama. Takođe, 24% stanovnika nadoknađuje nedostatak

sredstava pozajmicama od porodice ili prijatelja, a svega 12% populacije pozajmljuje od finansijskih institucija (World Bank, 2021).

Tabela 14. Indikatori finansijske inkluzije u Srbiji, 2011-2017.

Pokazatelji finansijske inkluzije	2011.	2014.	2017.
<i>Udeo populacije sa otvorenim računom u bankama ili drugim finansijskim institucijama</i>	62%	83%	71%
<i>Udeo populacije koji poseduje kreditne kartice</i>	23%	15%	18%
<i>Štednja u u bankama ili drugim finansijskim institucijama</i>	3%	9%	12%
<i>Ženska populacija sa otvorenim računom</i>	62%	82%	70%
<i>40% najsiromašnije populacije sa otvorenim računom</i>	48%	82%	64%
<i>Udeo populacije koji je pozajmio novac od finansijske institucije</i>	12%	9%	12%
<i>Udeo populacije koji je pozajmio novac ili koristio kreditnu karticu</i>	-	20%	20%
<i>Udeo 40% najsiromašnije populacije koji je pozajmio novac ili koristio kreditnu karticu</i>	-	15%	12%
<i>Udeo 60% najbogatije populacije koji je pozajmio novac ili koristio kreditnu karticu</i>	-	23%	25%
<i>Udeo populacije iz ruralnih područja koji je pozajmio novac ili koristio kreditnu karticu</i>	-	16%	14%
<i>Udeo mlade populacije (15-24 godina) koji je pozajmio novac ili koristio kreditnu karticu</i>	-	15%	5%
<i>Udeo populacije sa niskim obrazovanjem koji je pozajmio novac ili koristio kreditnu karticu</i>	-	12%	9%
<i>Pozamljivanje za pokretanje, rad ili proširenje posla</i>	-	2%	3%
<i>Kupovina na kredit ili na rate</i>	18%	10%	-
<i>Pozajmljivanje od porodice i prijatelja</i>	29%	18%	24%
<i>Obavljena ili primljena digitalna plaćanja</i>	-	60%	66%
<i>Primljena zarada ili finansijska podrška države¹⁵ na račun</i>	-	-	54%
<i>Mala i srednja preduzeća sa otvorenim računom u finansijskoj instituciji</i>	-	-	100%

Izvor: World Bank, *Global Financial Inclusion Data*, 2021.

Kada je reč o ugroženim kategorijama stanovnika u Srbiji, koje u manjoj meri učestvuju u korišćenju finansijskih usluga, ističu se mladi, niskooobrazovani, siromašni slojevi društva, kao i populacija u ruralnim područjima (Nenadović i Golcin, 2015). Razlog zbog kog jedan deo stanovništva ostaje isključen iz finansijskih tokova je visok nivo troškova finansijskih usluga, nedovoljno znanje i informisanost, kao i stečeno nepoverenje u finansijski sektor. Istraživanja su pokazala da se korisnici finansijskih usluga suočavaju sa problemima finansijske pismenosti

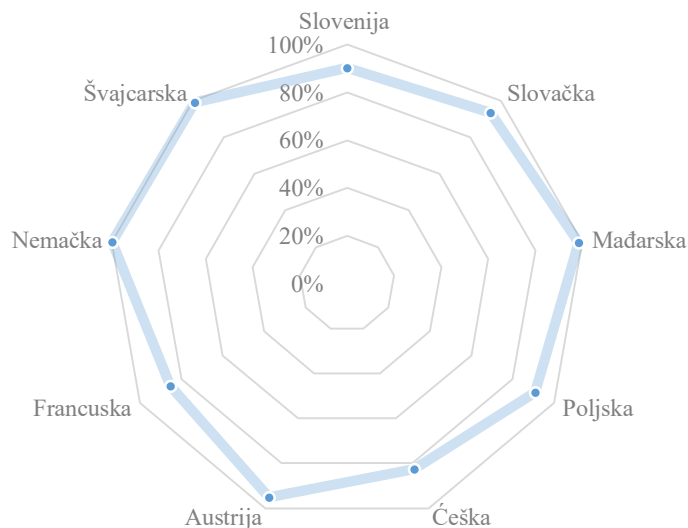
¹⁵ Finansijska podrška države podrazumeva isplate za medicinske troškove, troškove obrazovanja, naknade za nezaposlene, subvencije ili bilo koju drugu vrstu socijalnih davanja.

prilikom donošenja odluka usled nerazumevanja informacija koje im institucije plasiraju. Drugi problem se odnosi na optimizam prilikom donošenja finansijskih odluka i favorizovanje onih opcija koje donose niže finansijsko opterećenje u sadašnjem trenutku, ne analizirajući troškove koji se očekuju u budućnosti, a čiji iznosi su obično značajni (Jovanović, Ostojić i Petrović, 2019).

U razvijenim zemljama skoro 94% populacije poseduje otvorene račune u bankama ili drugim finansijskim institucijama. To se odnosi i na siromašne i stanovnike ruralnih područja (preko 90%). Skoro 55% populacije u zemljama sa visokim dohotkom poseduje kreditne kartice, dok isti procenat stanovništva pozajmljuje novac od neke finansijske institucije ili je korisnik kreditnih kartica. Nešto više od 10% stanovništva pozajmljuje sredstva od prijatelja ili članova porodice (World Bank, 2021). Poređenjem sa razvijenim zemljama, može se konstatovati značajno zaostajanje Srbije. Za rast finansijske inkluzije i pristupa svih kategorija društva, naročito onih vulnerabilnih, finansijskim proizvodima i uslugama je od ključnog značaja primena novih tehnologija, podizanje svesti stanovništva o jednostavnosti korišćenja finansijskih usluga, kao i finansijska edukacija i opismenjavanje (Sredojević, 2016).

Grafikon 40. Koncentracija bankarskog sektora u zemljama u okruženju i razvijenim ekonomijama (prvih 5 banaka, aktiva), 2020.

<i>Slovenija</i>	<i>Slovačka</i>	<i>Mađarska</i>	<i>Poljska</i>	<i>Češka</i>	<i>Austrija</i>	<i>Francuska</i>	<i>Nemačka</i>	<i>Švajcarska</i>
90.35%	93.34%	98.36%	91.06%	82.53%	95.23%	85.36%	99.85%	99.15%



Izvor: World Bank Data, *5-Bank Asset Concentration*, 2020.

Unutar bankarskog sektora Srbije je zastupljena koncentracija dominantnog udela aktive finansijskog sektora. Koliko u domaćem finansijskom sistemu dominiraju banke, govori podatak

da njihovo učešće u finansijskim uslugama iznosi 92%, što nije u funkciji održivog razvoja i ne doprinosi razvijenosti finansijskog sistema. Takođe, prema poslednjim podacima, bankarski sektor učestvuje u ukupnoj aktivni finansijskog sektora sa 90.6%. Na kraju 2020. godine, udeo aktive bankarskog sektora u bruto domaćem proizvodu je iznosio preko 84% (European Banking Federation, 2021).

Kreditni i potraživanja obuhvataju skoro 63% aktive bankarskog sektora Srbije. Uprkos pandemiji, u toku 2020. godine je zabeležen rast kreditne aktivnosti banaka za skoro 10%. Ostvaren je rast kredita privredi, pri čemu su dominirali krediti za likvidnost i obrtna sredstva i investicioni krediti, kao i rast kredita stanovništvu sa zastupljenim učešćem stambenih i gotovinskih kredita. Prema istraživanju Narodne banke Srbije, rast tražnje za kreditima je posledica neophodnosti sredstava za likvidnost, restrukturiranje obaveza i nabavke nepokretne imovine, a ponudi kredita je pogodovalo smanjenje kamatnih stopa na međunarodnom novčanom tržištu (NBS, 2020a).

Tabela 15. Dominantna pozicija banaka u finansijskom sistemu Srbije, 2015-2020.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansijski sektor (Aktiva mlrd RSD)	3.329	3.556	3.714	4.179	4.532	5.079
Finansijski sektor (% BDP)	77.2%	78.7%	78.1%	82.6%	83.8%	92.9%
Bankarski sektor (Aktiva mlrd RSD)	3.048	3.242	3.369	3.774	4.084	4.601
Bankarski sektor (udeo u aktivni finansijskog sektora)	91.6%	91.2%	90.7%	90.3%	90.1%	90.6%
Sektor osiguranja (Aktiva mlrd RSD)	192	216	233	279	300	314
Sektor osiguranja (udeo u aktivni finansijskog sektora)	5.8%	6.1%	6.3%	6.7%	6.6%	6.2%
Sektor penzionih fondova (Aktiva mlrd RSD)	29	33	36	40	45	47
Sektor penzionih fondova (udeo u aktivni finansijskog sektora)	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
Sektor lizinga (Aktiva mlrd RSD)	60	66	75	87	103	115
Sektor lizinga (udeo u aktivni finansijskog sektora)	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.3%	2.3%

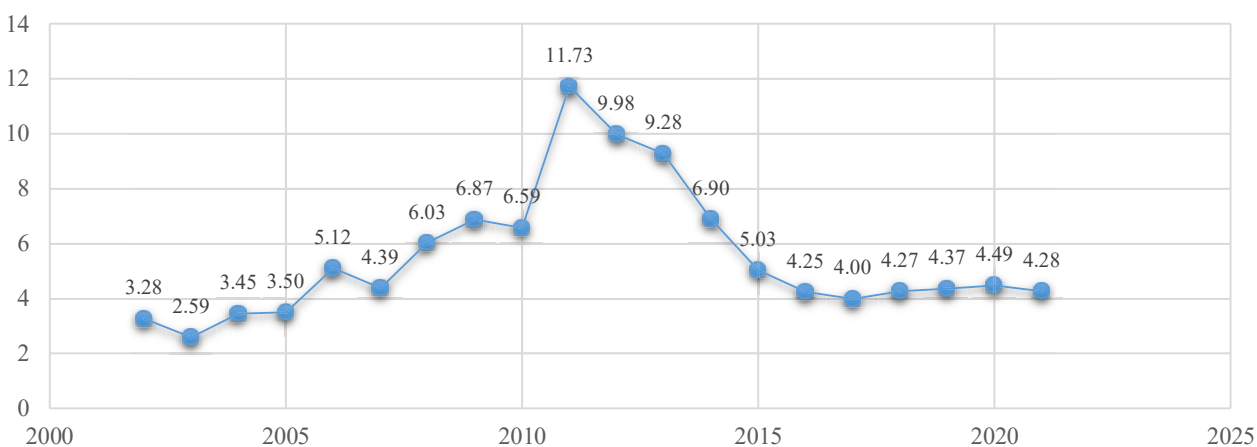
Izvor: NBS, *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema*, 2020.

Ostale finansijske institucije učestvuju u aktivni finansijskog sektora sa manje od 10%. Posle banaka, u domaćem finansijskom sistemu po zastupljenosti se izdvajaju osiguravajuća društva koja učestvuju u ukupnoj aktivni sa 6.2%, zatim lizing kompanije sa učešćem od 2.3% i na kraju

penzioni fondovi sa zanemarljivim učešćem od nepunih 1% u aktivi finansijskog sektora (Tabela 15). Takva struktura finansijskog sistema nije u funkciji održivog razvoja, odnosno, visok stepen bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema deluje ograničavajuće na održivi razvoj.

Od 2000. godine i donetih zakonskih rešenja, finansijski sistem Srbije je izrazito bankocentričan. Bitno je istaći da u bankarskom sektoru dominantnu poziciju imaju strane banke čije učešće u vlasničkoj strukturi iznosi 86% i čiji udeo u aktivi finansijskog sektora iznosi oko 80%. Preveliko oslanjanje na strane banke se u uslovima svetske ekonomske kize 2009. godine nepovoljno odrazilo na stabilnost domaćeg finansijskog sistema kada je bilo zastupljeno povlačenje sredstava ka matičnim bankama. Najveće posledice su snosila domaća preduzeća koja su ostala bez izvora finansiranja. Takođe, od početka 2000. godine domaća privreda je suočena sa visokim kamatnim stopama na kredite (Makojević, 2019). Kretanje kamatnih stopa na pozajmljena sredstva banaka je prikazano na Grafikonu 41. Kamatna stopa u toku 2021. godine je iznosila 4.28%, dok njena prosečna vrednost u periodu 2010-2021. godine iznosi 6.24%. Kamatne stope u zemljama u okruženju su sledeće: Albanija (5.88%), Severna Makedonija (4.75%), Bosna i Hercegovina (3.59%), Crna Gora (5.7%), Rumunija (4.67%), Bugarska (4.18%), što ukazuje na sličnu cenu finansiranja iz pozajmljenih izvora i u susednim državama (CEIC Data, 2021).

Grafikon 41. Kretanje aktivnih kamatnih stopa bankarskog sektora Srbije (%), 2000-2025.



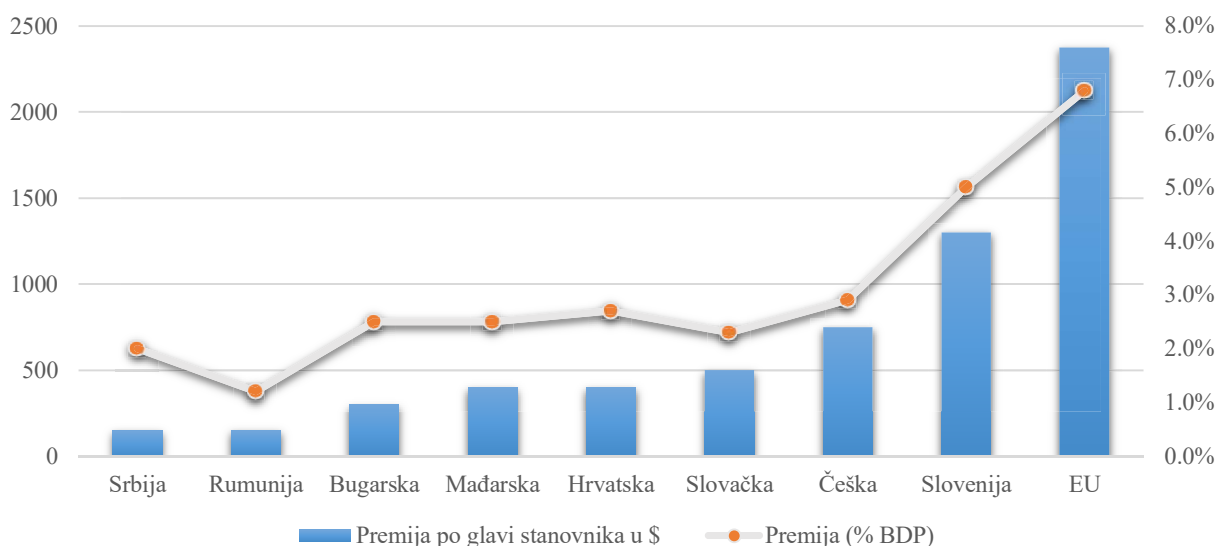
Izvor: CEIC Data, World Bank Data, MOODY'S Analytics, 2021.

Podaci sa Grafikona 41. govore u prilog plaćanja visoke cene od strane domaćih preduzeća za pozajmljena sredstva, što se nepovoljno odražava na njihovo poslovanje, ali i na ukupan održivi razvoj. Tome treba pridodati i činjenicu da mnoga mikro, mala i srednja preduzeća i preduzetnici nisu u mogućnosti da obezbede potrebna finansijska sredstva jer u poređenju sa velikim kompanijama nisu uvek poželjni klijenti za komercijalne banke, dok s druge strane nedovoljno

razuđena struktura domaćeg finansijskog sistema im ne pruža mogućnost da zadovolje potrebu za likvidnošću pozajmljivanjem od mikrokreditnih finansijskih institucija.

Ako posmatramo zemlje u okruženju, takođe se može konstatovati bankocentričnost finansijskog sistema. Bankarski sektor Bugarske odlikuje bankocentričnost. Industrija osiguranja je nedovoljno razvijena i dominiraju filijale stranih firmi. Tržišta kapitala su takođe relativno nerazvijena sa tržišnom kapitalizacijom Bugarske berze od oko 10% bruto domaćeg proizvoda. Zastupljen je model tri stuba penzijskog osiguranja (državni penzijski fond, obavezno i dobrovoljno privatno penzijsko osiguranje). Iako u finansijskom sistemu postoji veliki broj banaka (25), pet najvećih banaka kontroliše oko 60% aktive finansijskog sektora (Milatovic & Szczurek, 2019). Finansijski sistem Albanije je takođe fokusiran na banke čija aktiva čini 90% aktive finansijskog sektora, odnosno 97% bruto domaćeg proizvoda. S druge strane, aktiva 4 investiciona fonda čini 4.5% bruto domaćeg proizvoda, a aktiva 31 nebankarske finansijske institucije 3.3% bruto domaćeg proizvoda (Tabak & Borkovic, 2019). U Rumuniji je zastupljena postepena konsolidacija bankarskog sektora, koji dominira u finansijskom sistemu. Udeo aktive nebankarskih finansijskih institucija iznosi svega 12% bruto domaćeg proizvoda sa dominantnim učešćem aktive privatnih penzijskih fondova od 5.3% bruto domaćeg proizvoda. Zatim slede investicioni fondovi sa učešćem aktive u bruto domaćem proizvodu od 4.2% i osiguravajuća društva (2.2% bruto domaćeg proizvoda). Prvih pet banaka čini 61% ukupne aktive, što je u skladu sa prosekom u regionu (Milatovic & Szczurek, 2020).

Grafikon 42. Razvijenost sektora osiguranja u Srbiji i zemljama u okruženju: premija osiguranja po glavi stanovnika i udeo premije osiguranja u BDP, 2019.



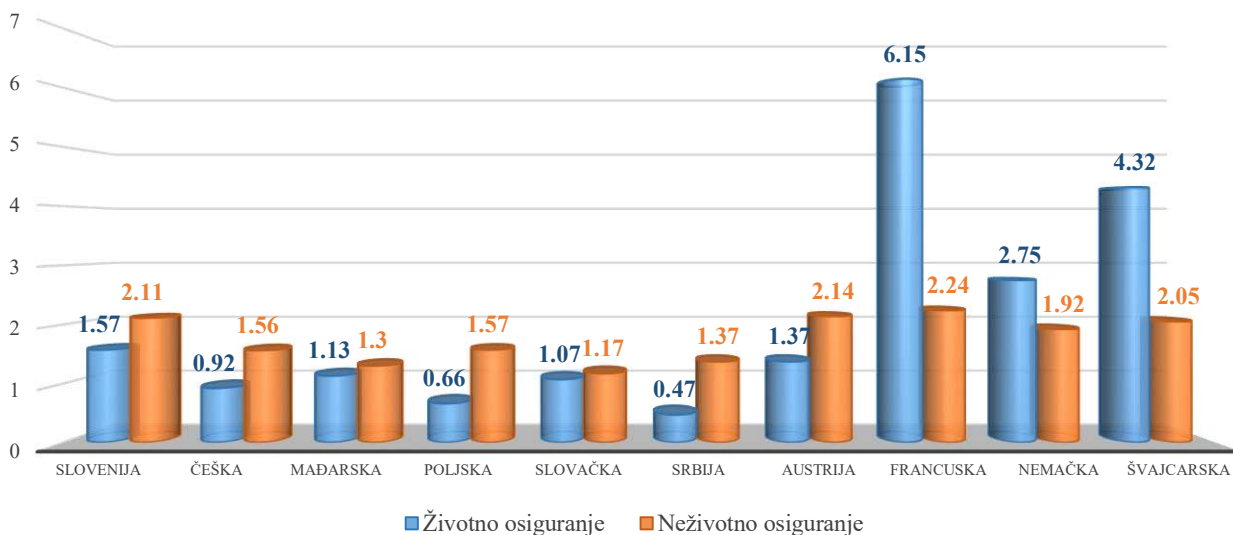
Izvor: NBS, *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema* i Swiss Re Institute, *Economic and Insurance Outlook*, 2020.

Iako je po značaju na drugom mestu, odmah nakon banakarskog sektora, sektor osiguranja je nedovoljno razvijen i zaostaje za zemljama u okruženju, kao i za zemljama Evropske unije. Premija osiguranja po glavi stanovnika iznosi svega 147\$, dok je iznos premije na nivou Evropske unije 2374\$ *per capita*. Udeo premije osiguranja u bruto domaćem proizvodu Srbije iznosi 2%, a na nivou Evropske unije skoro 7% (NBS, 2020a). Najrazvijeniji sektor osiguranja od posmatranih zemalja je zastupljen u Sloveniji.

5.2. Razvijenost finansijskih sistema zemalja u okruženju

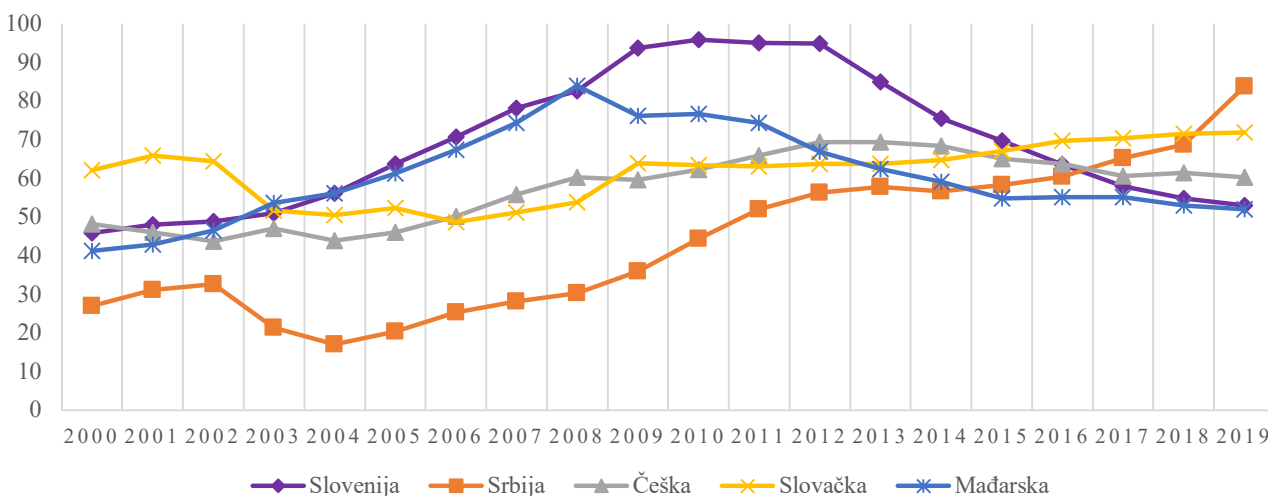
Ukoliko posmatramo zemlje iz okruženja, u finansijskom sistemu Slovenije takođe dominiraju banke, čije je učešće u aktivni finansijskog sektora oko 70%. Osiguravajuća društava učestvuju u aktivni finansijskog sektora sa 15%, dok preostalih 15% se odnosi na investicione, penzione fondove i lizing kompanije (Tabak, Borkovic & Cerne, 2018). Finansijski sistem Poljske takođe karakteriše dominacija banaka, dok je i u Slovačkoj bankarski sektor primarni izvor finansiranja. Može se zaključiti da su banke i u razvijenim zemljama regiona dominantne finansijske institucije, ali je primarna razlika u odnosu na domaću stukturu finansijskog sistema, to što pored njih postoje i druge finansijske institucije koje unapređuju finansijski sistem čineći ga raznovrsnijim.

Grafikon 43. Premija životnog i neživotnog osiguranja (% BDP), 2019.



Izvor: Humanitarian Data Exchange, *Financial Sector Indicators*, 2019.

Grafikon 44. Udeo aktive bankarskog sektora u bruto domaćem proizvodu (%), 2000-2019.

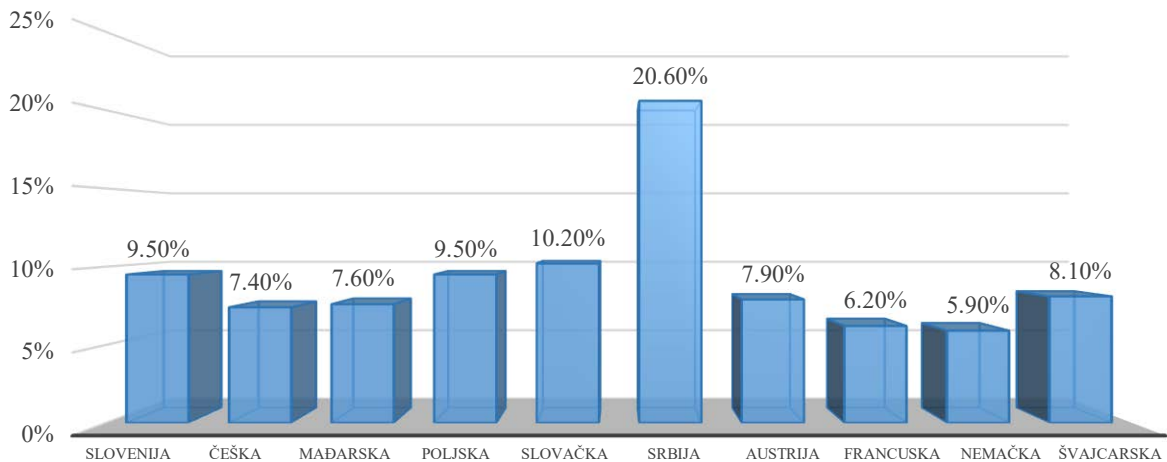


Izvor: World Bank Data, IMF Data, The Global Economy Data, Humanitarian Data Exchange, Narodna Banka Srbije, 2020.

Ukoliko se razmatraju razvijene zemlje poput Austrije, Nemačke, Francuske i Švajcarske, zatim tranzicione zemlje iz okruženja kao što su Slovenija, Češka, Slovačka, Poljska i Mađarska, možemo uvideti da je i kod njih slična struktura finansijskog sistema nekada postojala, ali su one otišle korak dalje i unapredile svoj finansijski sistem izgradnjom i razvojem različitih finansijskih institucija. Za razliku od toga, u Srbiji su uglavnom zastupljene banke i osiguravajući fondovi što predstavlja siromašan finansijski sistem.

Udeo aktive bankarskog sektora u bruto domaćem proizvodu govori u prilog prethodnoj konstataciji (Grafikon 44). Mađarska i Slovenija su eklatantni primeri zemalja koje su uvođenjem i razvijanjem različitih finansijskih institucija smanjivale udeo aktive bankarskog sektora. Slovenija je dostizala nivo od čak 95.6% bruto domaćeg proizvoda do 2012. godine, da bi nakon toga svake godine postepeno opadao udeo aktive bankarskog sektora za skoro 10% na godišnjem nivou, i 2019. godine bio smanjen na nivo od nešto više od 50% bruto domaćeg proizvoda. Slična situacija je i u Mađarskom finansijskom sistemu. Nakon ostvarenog nivoa od 84% bruto domaćeg proizvoda 2008. godine, udeo aktive bankarskog sektora beleži pad iz godine u godinu i 2019. godine iznosi oko 50%. Slovačka i Češka godinama održavaju pomenuti udeo na nivou od 60%-70% bruto domaćeg proizvoda i ne beleže velike oscilacije u pokazatelju. Kada se analiziraju podaci za Srbiju, može se primetiti konstantan rast udela aktive bankarskog sektora sa 27% u 2000. godini do 84% u 2020. godini. Zabeleženi rezultati su znatno viši nego kod susednih zemalja u tranziciji, posebno Slovenije i Mađarske.

Grafikon 45. Udeo kapitala banaka u aktivi finansijskog sektora, 2020.



Izvor: World Bank Data i Izveštaji centralnih banaka o finansijskoj stabilnosti zemalja obuhvaćenih istraživanjem, 2020.

O izraženoj bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema i nerazvijenosti nebankarskih finansijskih institucija govori i analiza podataka o udelu kapitala banaka u ukupnoj aktivi finansijskog sektora. Srbija prednjači po visini udela kako među razvijenim zemaljama u okruženju, tako i među razvijenim evropskim ekonomijama, ostvarujući dvostruko višu vrednost pokazatelja (preko 20%) u odnosu na Sloveniju, Slovačku i Poljsku, trostruko višu vrednost u odnosu na Češku, Mađarsku i četverostruko višu vrednost u odnosu na Nemačku (Grafikon 45).

Količina novčanih sredstava koja je na raspolaganju nekoj zemlji ne predstavlja kapital. Da bi se mogla nazvati kapitalom potrebno je da se finansijska sredstva dalje ulažu i da donose prinos kako bi se vršila oplodnja kapitala (Prokopijević, 2006). Prema preporukama Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD), Srbiji je potreban razvoj nebankarskih finansijskih institucija, finansijskog tržišta i tržišta kapitala (EBRD, 2020; EBRD, 2018). Bez razvijenog tržišta kapitala nema ni održivog ekonomskog rasta. Investicioni fondovi u Srbiji su nerazvijeni, shodno osvarenim finansijskim rezultatima. Udeo aktive zajedničkih fondova u bruto domaćem proizvodu je niži od 1%, dok susedne zemlje poput Slovenije, Poljske i Češke ostvaruju udele od skoro 7%, a Slovačka i Mađarska 8% i približno 16%, respektivno. Aktiva penzionih fondova ima zanemarljivo učešće u bruto domaćem proizvodu Srbije (0.80%), dok je u susednim zemljama pomenuto učešće višestruko veće (od četiri do trinaest puta). Lizing i faktoring poslovi takođe se ne izdavaju po svom učešću u bruto domaćem proizvodu (0.85%, odnosno 1.93%) (Tabela 17). Posmatrajući pomenute pokazatelje, pozicija Srbije u odnosu na zemlje iz okruženja se može sagledati na Grafikonima 46-50.

Tabela 16. Pokazatelji finansijskog sistema, 2020.

	Vrednost akcija kojima se trguje (% BDP)	Filijale komercijalnih banaka na 100 000 stanovnika	Kreditni banaka privatnom sektoru (%BDP)	Indeks potrošačkih cena (2010=100)	% promena Indeksa potrošačkih cena	Kamatna stopa na depozite	Indeks finansijskih sloboda
Slovenija	0.87%	25	43.4%	111.0%	-0.1%	0.15%	50
Češka	1.72%	18	51.2%	120.1%	3.2%	0.30%	80
Mađarska	7.25%	23	37.9%	125.7%	3.3%	0.50%	70
Poljska	14.04%	26	50.0%	118.0%	3.4%	0.78%	70
Slovačka	0.01%	23	67.2%	117.6%	1.9%	0.18%	70
Srbija	0.56%	28	45.5%	146.3%	1.6%	0.50%	50
Austrija	9.27%	7	93.0%	119.7%	1.4%	0.14%	70
Francuska	54.48%	33	119.9%	110.6%	0.5%	0.80%	70
Nemačka	47.66%	9	85.2%	113.4%	0.5%	0.11%	70
Švajcarska	174.83%	37	168.5%	98.8%	-0.7%	2.13%	90

Izvor: World Bank Data, The Global Economy Data, Zavodi za statistiku zemalja koje su predmet komparacije, 2020.

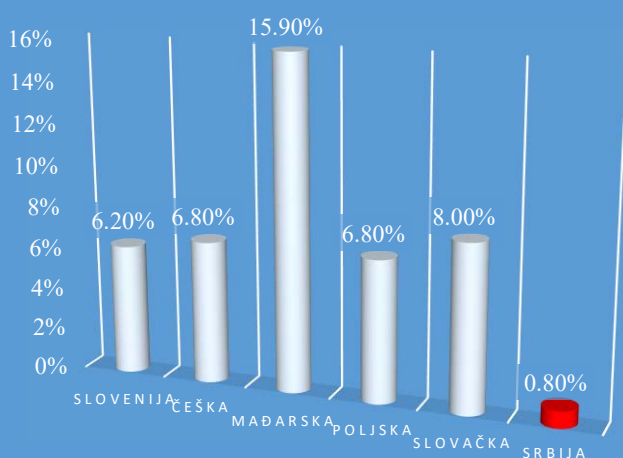
Tabela 17. Razvijenost bankarskog i ostalih sektora finansijskog sistema, 2019.

	Kapital banaka/ukupna aktiva	Aktiva zajedničkih fondova (% BDP)	Aktiva osiguravajućih društava (%BDP)	Aktiva penzionih fondova (%BDP)	Tržišna kapitalizacija (% BDP)	Vrednost lizinga (% BDP)	Vrednost faktoringa (% BDP)
Slovenija	9.5%	6.2%	14.2%	7.2%	16.0%	3.26%	4.18%
Češka	7.4%	6.8%	8.5%	8.8%	11.0%	2.19%	3.30%
Mađarska	7.6%	15.9%	6.4%	3.8%	18.0%	1.82%	5.97%
Poljska	9.5%	6.8%	8.5%	6.9%	29.9%	3.79%	12.55%
Slovačka	10.2	8.0%	7.6%	12.6%	5.3%	2.62%	2.16%
Srbija	20.6%	0.8%	5.5%	0.8%	8.2%	0.85%	1.93%
Austrija	7.9%	46.5%	28.6%	6.1%	30.8%	2.05%	6.85%
Francuska	6.2%	80.9%	122.9%	10.6%	209.1%	1.88%	14.47%
Nemačka	5.9%	64.6%	64.6%	7.5%	60.0%	1.86%	8.05%
Švajcarska	8.1%	92.9%	98.0%	152.5%	267.6%	1.91%	0.09%

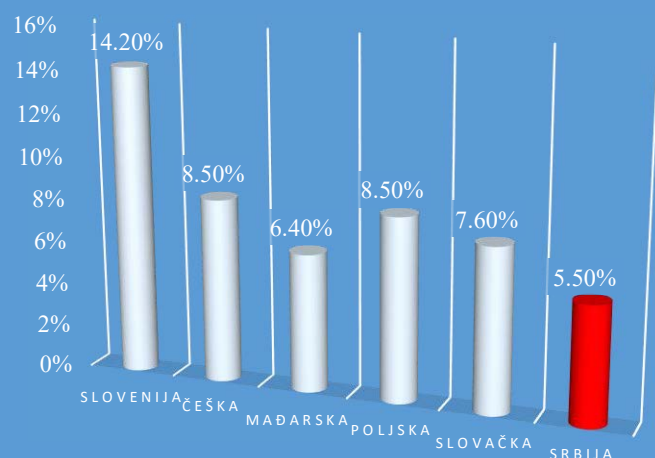
Izvor: World Bank Data, The Global Economy Data, Zavodi za statistiku zemalja koje su predmet komparacije, 2020.

Vrednost akcija kojima se trguje na domaćoj berzi čini nešto više od polovine procenta bruto domaćeg proizvoda, dok je udeo tržišne kapitalizacije u bruto domaćem proizvodu oko 8%. Analiziranjem berzanskog poslovanja u tranzicionim privredama, po najslabijim rezultatima izdvaja se Slovačka sa udelom tržišne kapitalizacije u bruto domaćem proizvodu od oko 5% i vrednošću akcija koje su predmet trgovanja na berzi od 0.01% bruto domaćeg proizvoda (Tabela 16). Od tranzicionih ekonomija prema razvijenosti tržišta kapitala posebno se izdvaja Poljska. Ona unapređuje svoj finansijski sistem i pored bankarskog sektora, ulaže u osnaživanje i izgradnju infrastrukture tržišta kapitala i u odnosu na druge zemlje beleži značajnije rezultate na berzi. Po tržišnoj kapitalizaciji je vrlo bliska Austriji (oko 30% bruto domaćeg proizvoda). U Poljskoj se privatizacija državnih preduzeća odvijala na Varšavskoj berzi, sprovedena je relativno brzo uz uspostavljanje makroekonomske stabilnosti, vladavine prava i izgradnju tržišnih institucija (Baltowski & Mackiewicz, 2000). Takođe, treba istaći i činjenicu da je pre otpočinjanja procesa privatizacije poljskog državnog sektora, među susednim državama bilo onih sa većim i razvijenijim tržištem kapitala. Međutim, sam postupak tranzicije koji je počivao na dominantnoj ulozi Komisije za hartije od vrednosti, zaštiti vlasničkih prava i zastupljenoj transparentnosti je uvrstio Poljsku među najrazvijenije tranzicione ekonomije iz regiona današnjice (Vučković i Vučković, 2016).

GRAFIKON 46. AKTIVA ZAJEDNIČKIH FONDOVA (% BDP), 2019.

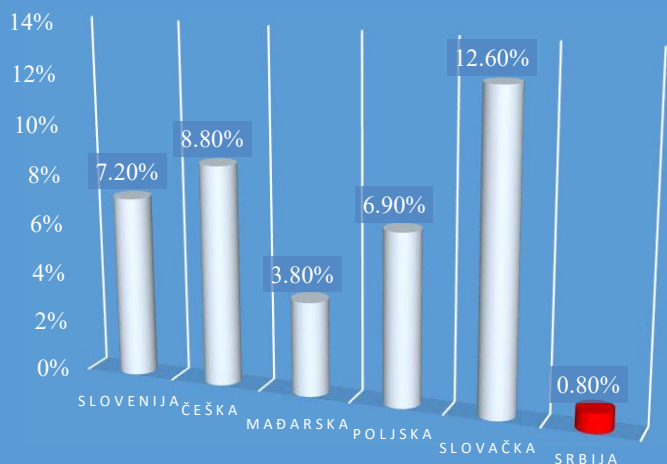


GRAFIKON 47. AKTIVA OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA (% BDP), 2019.

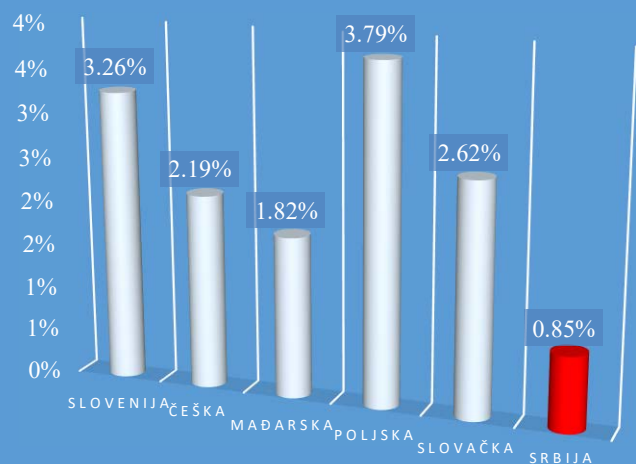


Izvor: World Bank Data, The Global Economy Data, Zavodi za statistiku zemalja koje su predmet komparacije, 2020.

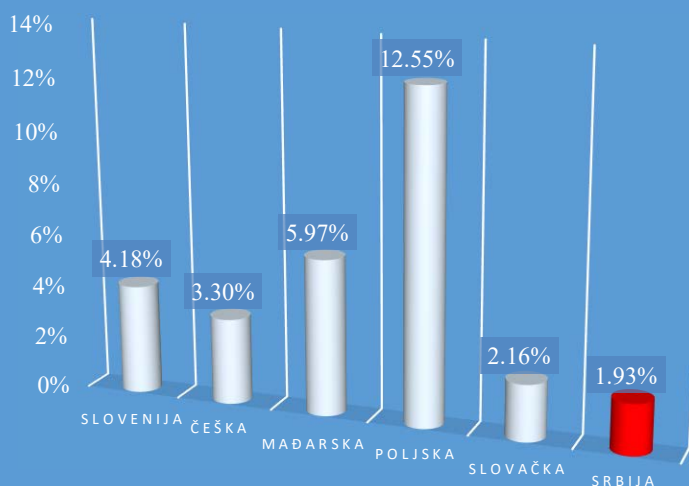
GRAFIKON 48. AKTIVA PENZIONIH FONDOVA (%BDP), 2019.



GRAFIKON 49. VREDNOST LIZINGA (% BDP), 2019.



GRAFIKON 50. VREDNOST FAKTORINGA (% BDP), 2019.



Izvor: World Bank Data, The Global Economy Data, Zavodi za statistiku zemalja koje su predmet komparacije, 2020.

Kamate na štednju su veoma niske i kao što se i očekivalo, u Srbiji su mnogo brže padale od kamata na kredite. Prema podacima Narodne banke Srbije kamate na depozite u dinarima u proseku iznose 1.59%, dok su na štednju u evrima 0.5%. Stopa inflacije od 7.9% je viša od kamatne stope na štednju, tako da su potencijalni klijenti banke destimulisani da oročavaju depozite (NBS, 2020b). Međutim, i pored niskih kamatnih stopa, ostvaren je značajan rast

štednje građana u bankama za skoro 11% u odnosu na 2020. godinu uz dostizanje nivoa od 13 milijardi evra (15% bruto domaćeg proizvoda), usled smanjenja potrošnje izazvane pandemijom. Štednja u bankama je na najvišem nivou do sada, uzimajući približno vrednost kao i neto devizne rezerve države od 14.2 milijarde evra (MAT, 2021). Usled niskih kamatnih stopa na štednju u bankama, trebalo bi se preorijentisati na ulaganja u akcije, investicione fondove, nekretnine i sl. S druge strane, lokalno stanovništvo je tradicionalno usredsređeno na štednju u bankama kao dominantnim finansijskim institucijama usled zastupljenosti bankocentričnog sistema i nerazvijenosti finansijskih tržišta i ograničene ponude alternativnih investicionih proizvoda (Ozer, Kamenković i Grubišić, 2020).

Tabela 18. Pokazatelji bankarskog sektora, 2020.

	Neto kamatna marža	Stopa prinosa na aktivu ¹⁶	Stopa prinosa na kapital	Udeo troškova u prihodima	Kreditni državi i javnim preduzećima (% BDP)	Depoziti (% BDP)	Nenaplativi krediti (% bruto kredita)	Aktivne kamatne stope
Slovenija	2.0%	0.5%	8.0%	67.7%	10.5%	67.6%	3.36%	2.13%
Češka	1.2%	0.4%	8.0%	52.2%	9.6%	81.1%	2.70%	2.89%
Mađarska	1.9%	2.1%	13.2%	56.7%	18.6%	55.6%	1.51%	4.40%
Poljska	2.3%	0.2%	4.0%	57.9%	19.4%	64.2%	3.80%	2.98%
Slovačka	1.9%	0.6%	7.0%	71.1%	8.9%	63.0%	2.87%	1.88%
Srbija	3.5%	1.1%	7.3%	56.0%	15.4%	43.4%	21.58%	4.28%
Austrija	1.2%	1.7%	7.8%	70.2%	11.3%	100.3%	1.63%	1.63%
Francuska	1.0%	0.3%	6.8%	65.2%	14.7%	88.0%	2.47%	1.28%
Nemačka	1.3%	0.2%	3.7%	70.5%	12.15	98.0%	1.05%	1.76%
Švajcarska	1.3%	0.5%	7.8%	72.5%	4.0%	167.4%	0.64%	2.63%

Izvor: World Bank Data, The Global Economy Data, Zavodi za statistiku zemalja koje su predmet komparacije, 2020.

Posledično, isplaćivanjem niske kamatne stope na depozite (0.59%) i naplatom znatno više kamatne stope na plasmane (4.28%), banke investiranjem ostvaruju zarade u vidu neto kamatne marže. Profitabilnost kreditiranja domaćeg bankarskog sektora od 3.5% je viša od ostalih zemlja u okruženju. Neto kamatna marža bankarskog sektora Slovenije i Poljske se kreće oko nivoa od 2%, Slovačka i Mađarska beleže iznos od 1.9%, dok razvijene zemlje Evrope poput Nemačke, Francuske, Švajcarske i Austrije ostavruju neto kamatnu maržu od oko 1%. Nameće se potreba istraživanja uticaja pandemije na profitabilnost domaćeg bankarskog sektora. Ukoliko posmatramo podatke iz Tabele 18, uvidećemo da je od svih zemalja koje su predmet posmatranja, u domaćem finansijskom sistemu zastupljen skoro najviši udeo nenaplativih kredita

¹⁶ Stopa prinosa na aktivu i stopa prinosa na kapital, nakon poreza.

u bruto kreditima od skoro 22%. Vrednosti pokazatelja kod ostalih zemalja se kreću u rasponu od 0.64% u Švajcarskoj do 3.80% u Poljskoj. U toku 2020. godine bankarski sektor Srbije je ostvario profit od 390 miliona evra (pre oporezivanja), što je za skoro 32% niže u odnosu na prethodnu godinu pre pandemije (NBS, 2020a). Razloge značajnog pada profitabilnosti treba tražiti u rastu očekivanih kreditnih gubitaka i posledično, rasta rezervisanja za potencijalne kapitalne gubitke usled *Covid-19* krize. Procenjeni kapitalni gubici u odnosu na kapital domaćeg bankarskog sistema su ostvarili rast sa 1% u 2019. godini (godini pre pandemije) na 3.7% u 2020. godini (NBS, 2021). Pored navedenog, bankarski sektor je bio suočen i sa moratorijumom na otplatu kredita u dva navrata, što takođe ostvaruje negativne implikacije i dodatno umanjuje pokazatelje profitabilnosti bankarskog sektora.

Još jedan od pokazatelja čije analiziranje govori u korist ograničavanja domaćeg finansijskog sistema na banke jeste i Indeks finansijskih sloboda (*Index of Financial Freedom*). Efikasan finansijski sistem obezbeđuje da usluge štednje, plaćanja, kreditiranja i investiranja budu dostupne kako stanovništvu, tako i preduzećima. Otvoreno, efikasno i podsticajno bankarsko okruženje utiče na proširenje mogućnosti i izvora finansiranja, razvoj preduzetništva, izgradnju poverenja stanovnika u finansijski sistem, razvoj konkurencije među bankama što utiče na unapređenje bankarskog sektora, najproduktivnije povezivanje i finansijsko posredovanje između stanovništva, kompanija, investitora (Miller, Kim, Roberts & Tyrrell, 2021).

Snažne, pouzdane, efikasne i inkluzivne institucije su izuzetno važni promotori održivog razvoja i predstavljaju osnov na kojem počiva realizacija drugih ciljeva održivog razvoja. Kvalitet institucija oslikava stanje jedne ekonomije (Ostojić, 2020). O pokretačkoj snazi institucija govori i istraživanje koje ukazuje da Srbija ostvaruje za dva procentna poena nižu stopu ekonomskog rasta od potencijalno moguće, pri čemu razloge treba tražiti u nedovoljnim investicijama, niskom stepenu obrazovanja, ali i u nezastupljenosti vladavine prava i prisutnoj korupciji (Petrović, Brčerević i Gligorić, 2019). Indeks finansijskih sloboda meri efikasnost bankarskog sektora, njegovu nezavisnost, kao i stepen kontrole finansijskog sektora od strane države. Pokazuje u kojoj meri je zastupljena lak i efikasan pristup izvorima finansiranja od strane stanovništva i privrede. Ovaj pokazatelj finansijske slobode inkorporira 5 ključnih oblasti: stepen regulisanja usluga finansijskog sektora od strane državnog sektora, stepen državne intervencije u bankarskom sektoru, dostignuti nivo razvijenosti finansijskog tržišta i tržišta kapitala, uticaj države na alokaciju kredita i otvorenost za inostranu konkurenciju (Beach & Kane, 2008). U idealnom bankarskom i finansijskom okruženju u kojem Indeks finansijskih sloboda iznosi 100, je zastupljen minimalni nivo umešanosti i intervencija države, nezavisna kontrola centralne banke, vladavina prava i poštovanje i ispunjenje ugovornih obaveza i sprečavanje finansijskih prevara, alokacija kredita se vrši po tržišnim uslovima, finansijske institucije nisu u državnom vlasništvu i nude raznovrsne finansijske usluge klijentima, dok strane finansijske institucije imaju isti tretman kao i domaće. Indeks finansijskih sloboda u Srbiji iznosi 50, što implicira

zastupljenost značajnog nivoa uplitanja države. Sloboda finansijskih institucija da u ponudi imaju zastupljene raznovrsne finansijske usluge je pod značajnim ograničenjem (The Heritage Foundation, 2021).

5.3. Empirijsko istraživanje: Ispitivanje stavova eksperata iz oblasti ekonomije i finansija, predstavnika bankarskog sektora i predstavnika privatnog sektora o bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema

Kako bi se analizirala bankocentričnost domaćeg finansijskog sistema i uticaj takve strukture na održivi razvoj Srbije, sprovedeno je empirijsko istraživanje putem upitnika, odnosno anketiranje (*Survey research*). Istraživanjem su obuhvaćeni predstavnici mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnici, predstavnici bankarskog sektora, kao i ekonomski eksperti. Statistička obrada podataka je izvršena uz pomoć statističkog softverskog paketa IBM SPSS Statistics 21 (*The Statistical Package for the Social Sciences*). Primer upitnika se nalazi u Prilogu.

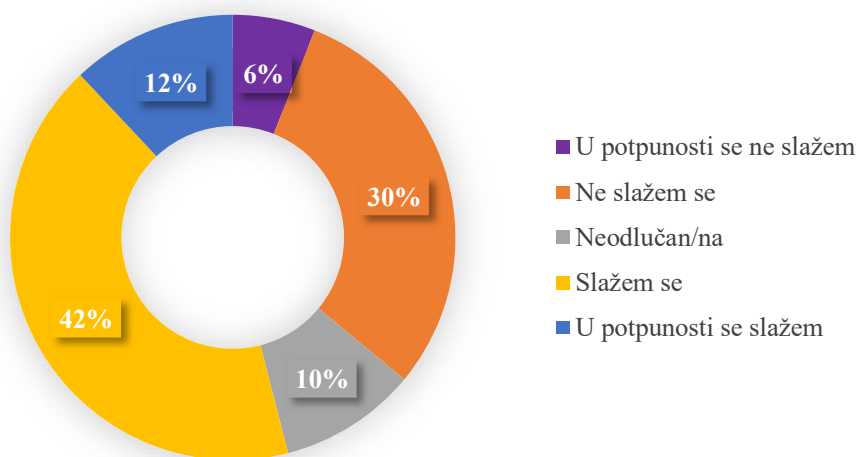
Ukupan broj ispitanika iznosi 150. Broj učesnika u istraživanju koji su zaposleni u bankarskom sektoru iznosi 30, broj preduzetnika i zaposlenih u mikro, malim i srednjim preduzećima iznosi 65, dok je broj ispitanika koji pripadaju grupi ekonomskih eksperata 55. Standardizovani upitnik sa zatvorenim pitanjima je poslat na 155 adresa, pri čemu je sa 150 adresa poslat odgovor, što ukazuje na visoku stopu odgovora (*Response rate*) od 96.8%. Za merenje stavova ispitanika je primenjena Likertova skala koja sadrži pet podeoka: 1) u potpunosti se ne slažem; 2) ne slažem se; 3) neodlučan/na; 4) slažem se i 5) u potpunosti se slažem. Upitnik je sastavljen kako bi se ispitali stavovi ispitanika o stepenu bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema, posledicama zastupljenosti takve strukture finansijskih institucija na razvoj i mogućim pravcima za dalje unapređenje finansijskog sistema uz pomoć kojih bi problem bankocentričnosti bio prevaziđen. Zastupljen je intersektorski dizajn istraživanja (*Cross Sectional Study*), što podrazumeva da su u jednom vremenskom periodu prikupljeni podaci od ispitanika iz različitih organizacija - banaka, preduzeća i naučnih institucija (Fajgelj, 2020).

Pored upitnika, radi detaljnije analize i donošenja kvalitetnijih zaključaka, bankarski i ekonomski eksperti i predstavnici preduzeća su i direktno intervjuisani kako bi se produbilo i upotpunilo istraživanje i postakla zainteresovanost ispitanika. Polustrukturirani intervju je korišćen kako bi se dokazala hipoteza o bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema i ograničavajućem delovanju na održivi razvoj i usled zastupljenosti odgređenog stepena fleksibilnosti u postavljanju pitanja, dodatno istražili aspekti dominantne pozicije banaka kao pružalaca finansijskih usluga (Janićijević, 2014). Prvo su definisani ciljevi istraživanja koji se odnose na ispitivanje stepena bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema, kao i na utvrđivanje posledica bankocentrične strukture na razvijenost finansijskog sistema, zadovoljenje potreba za

finansijskim sredstvima i popunjavanje finansijskog jaza mikro, malih i srednjih preduzeća i posledično na održivi razvoj. Određene su varijable: bankocentričnost, mikro, mala i srednja preduzeća i preduzetnici i održivi razvoj.

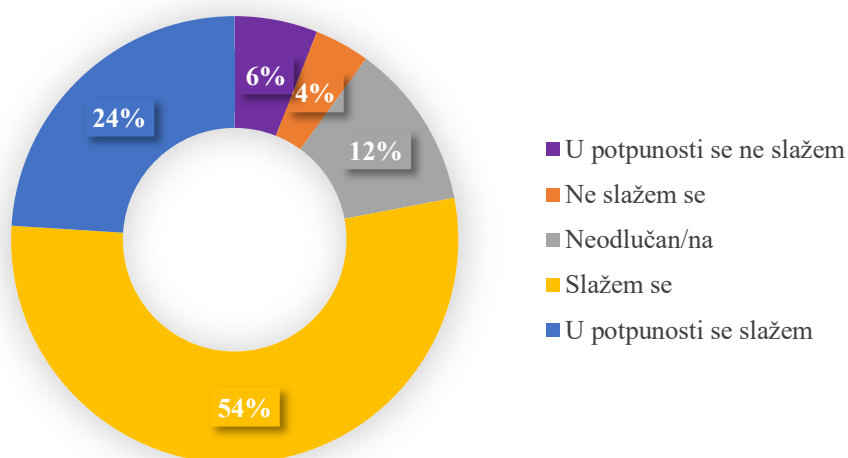
Pitanja u upitniku se odnose na tri oblasti koje su predmet istraživanja u radu. Prva oblast podrazumeva analizu bankocentrične strukture domaćeg finansijskog sistema, druga oblast se odnosi na mikrokreditne finansijske institucije i utvrđivanje njihovog potencijalnog doprinosa finansiranju i unapređenju poslovnih aktivnosti mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, što je predmet analize poglavlja 6, dok je treća oblast povezana sa aktivnostima zelenog finansiranja u Srbiji, odnosno ulaganjima pojedinaca i preduzeća u projekte održivog razvoja koja su podstaknuta zelenim kreditima banaka, što je obuhvaćeno analizom u poglavlju 7. Radi unapređenja kvaliteta naučnog istraživanja i pružanja pouzdanijih odgovora na istraživačka pitanja postavljena u radu, pored upitnika, kao metod istraživanja je korišćen i intervju predstavnika bankarskog sektora i predstavnika mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika.

Grafikon 51. Finansijski sistem Srbije je nerazvijen i siromašan



Finansijski sistem je razvijeniji ukoliko u njegovoj strukturi preovladava veći broj različitih finansijskih institucija. Sa konstatacijom da je finansijski sistem Srbije nedovoljno razvijen i siromašan i da se ne odlikuje raznovrsnošću finansijskih institucija se složilo 56% ispitanika, dok udeo ispitanika koji nije saglasan sa pomenutim stavom iznosi 36% (Grafikon 51). Takođe, analizom rezultata sprovedenog istraživanja je potvrđeno da je 78% ispitanika izrazilo slaganje sa stavom da je domaći finansijski sistem bankocentričan (Grafikon 52).

Grafikon 52. Finansijski sistem Srbije je bankocentričan



Nebankarske finansijske institucije obuhvataju: 1. depozitne finansijske institucije (štedno-kreditne zadruge, kreditne unije); 2. institucije za ugovornu štednju (penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije); 3. institucione finansijske organizacije (mešoviti fondovi, poverenički fondovi, zatvoreni fondovi); 4. finansijske kompanije i 5. mešovite finansijske institucije (agencije za osiguranje i finansiranje izvoza, brokersko-dilerska društva) (Ristić, Komazec i Ristić, 2014). U domaćem finansijskom sistemu preovladavaju banke koje imaju dominantnu poziciju. Zastupljenost nebankarskih finansijskih institucija je veoma važna za razvoj mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, jer se na taj način omogućava njihovo finansiranje. U istraživanjima se značajna pažnja poklanja uticaju razvijenosti finansijskog sistema na rast preduzeća i ističe da razvijeniji finansijski sistemi obezbeđuju brži rast preduzeća koji se zasniva na inovacijama i rastu izvoza (Leitner, 2016). Krediti banaka su najčešće korišćen izvor eksternog finansiranja, na koji se oslanjaju mnoga mala i srednja preduzeća i preduzetnici, kao tradicionalni vid zaduživanja kojim zadovoljavaju finansijske potrebe. Međutim, i pored nesumnjivo značajne uloge bankarskih kredita u finansijskoj podršci, ova preduzeća treba da iskoriste širok spektar finansijskih instrumenata koji su im na raspolaganju kako bi ispunili investicione i inovacione aktivnosti i podstakli rast i zapošljavanje. Alternative tradicionalnom finansiranju su važne za preduzeća koja imaju nameru da poboljšaju strukturu kapitala i smanje opterećenost dugovima, a svetska finansijska kriza je upravo ukazala na ranjivost malih i srednjih preduzeća na promene uslova u kreditnoj aktivnosti bankarskog sektora. Međusobnim jačanjem finansijske stabilnosti i finansijske inkluzije se postiže dugoročni održivi razvoj (OECD, 2015b).

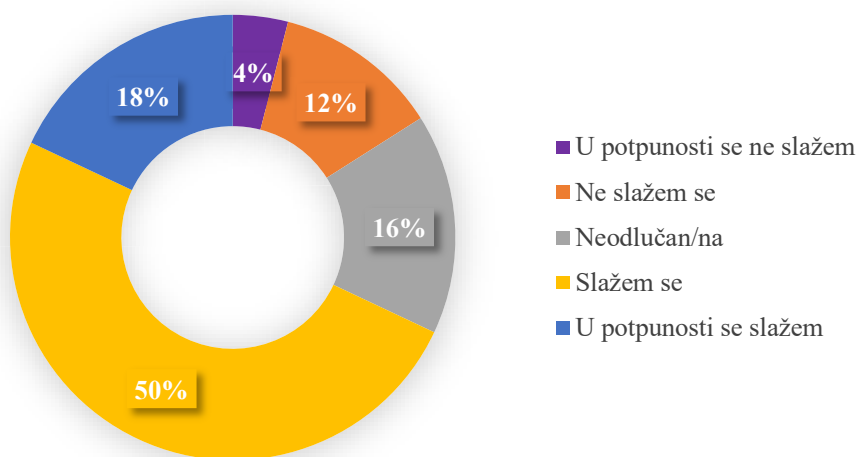
Zakon o banakama iz 2005. godine je onemogućio dalje osnivanje štedionica, štedno-kreditnih zadruga i drugih štedno-kreditnih organizacija, dok su afilijacije i predstavništva stranih banaka u roku od godinu dana od donošenja zakona bile transformisane u banke, pripojene nekoj banci ili su prestale sa radom (Zdravković, 2006). Gašenju i nezastupljenosti štedno-kreditnih zadruga iz domaćeg finansijskog sistema, pored faktora koje se odnose na promenu zakonske regulative, su doprineli i drugi faktori. Jedan od njih se odnosi znatno veću popularnost banaka i štedionica tokom devedesetih godina dvadesetog veka u Srbiji, koje su nudile izuzetno visoke kamatne stope na štednju i učinile ostale finansijske institucije neatraktivnim, dok s druge strane, nakon gubitka ušteđevine, deponenti su izgubili poverenje u sve druge institucije koje su se bavile štedno-kreditnim poslovima (Nikolić, Zakić i Tasić, 2018). Jedan od razloga za gašenje štedno-kreditnih zadruga se ogledao i u njihovim poslovnim rezultatima koji su oslabljeni hiperinflacijom, gubitkom vrednosti deponovanih sredstava, ali i nemogućnošću štednje u okolnostima koje je karakterisao opšti pad životnog standarda građana i rasto siromaštva. Takođe, zadruge su izuzete i iz procesa privatizacije. Naime, pored toga što imovinsko-pravna pitanja ovih institucija nisu bila rešena, što je smatrano značajnim problemom, štedno-kreditne zadruge je karakterisao i mali broj zaposlenih, zbog čega nisu viđene kao institucije sa razvojnim potencijalom, koje su važne za domaći finansijski sistem (Nikolić, Zakić i Tasić, 2018).

Fond za razvoj Republike Srbije je jedina nebankarska finansijska institucija koja može direktno da pozajmljuje finansijska sredstva pravnim licima i preduzetnicima. Nebankarske finansijske institucije koje imaju status društava sa ograničenom odgovornošću ne mogu direktno odobravati kredite preduzećima, već mogu predstavljati partnere bankama u aktivnostima mikrokreditiranja, pri čemu banke vrše odobravanje kredita i isplatu finansijskih sredstava, dok je uloga nebankarskih finansijskih institucija ograničena na pripremu kreditne dokumentacije (European Microfinance Network, 2021a). Trenutno zastupljeni model mikrofinansiranja je skup za preduzeća i inhibira njihov razvoj, pri čemu se kao potencijalno rešenje pronalazi u definisanju regulatornog okvira za mikrofinansiranje, kako bi se prevazišao problem izuzetno bankocentrične strukture domaćeg finansijskog sistema u kojem banke imaju monopolski položaj. Takođe, u domaćem finansijskom sistemu nisu zastupljeni fondovi podrške za odobrenje mikrokredita, koji su važan podsticajni faktor rasta i razvoja sektora mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, kao ni poreske stimulacije za organizacije koje podržavaju razvoj mikrokreditnih finansijskih institucija (European Microfinance Network, 2021a).

Ako se analizira mikrokreditiranje u Hrvatskoj, pored banaka, mogućnost odobravanja kredita mikro, malim i srednjih preduzećima i preduzetnicima imaju i kreditne unije kojima je zakonom dozvoljeno kreditiranje na komercijalnoj osnovi. Hrvatski Zakon o potrošačkom kreditiranju takođe ostavlja mogućnost i da društva sa ograničenom odgovornošću vrše isplatu kreditnih sredstava, s tim da postoje određeni ograničavajući uslovi, kao što su odobravanje kredita bez naplate kamate i drugih naknada i vraćanje pozajmljenih sredstava u roku od tri meseca, što čini

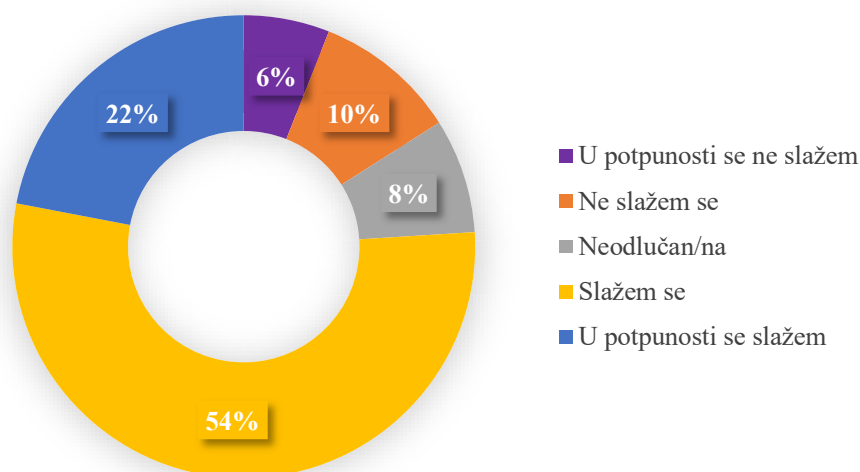
ovaj finansiranja zastupljenim samo u teoriji, ali ne i u praksi (European Microfinance Network, 2021b). U Hrvatskoj je do 2008. godine godine bilo zastupljeno preko 120 štedno-kreditnih zadruga, koje su novim zakonom transformisane u kreditne unije i štedionice. Minimalni propisani kapital za osnivanje kreditnih unija je iznosio oko 68500 evra, dok je za štedionice određen kapital od oko milion evra. Interesantno je napomenuti da su svi zahtevi štedno-kreditnih zadruga za transformaciju u štedionice odbijeni i da je postojala mogućnost ili da prestanu sa radom ili da se reorganizuju u kreditne unije (European Microfinance Network, 2021b).

Grafikon 53. Bankocentričnost finansijskog sistema ne deluje podsticajno na razvoj mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika



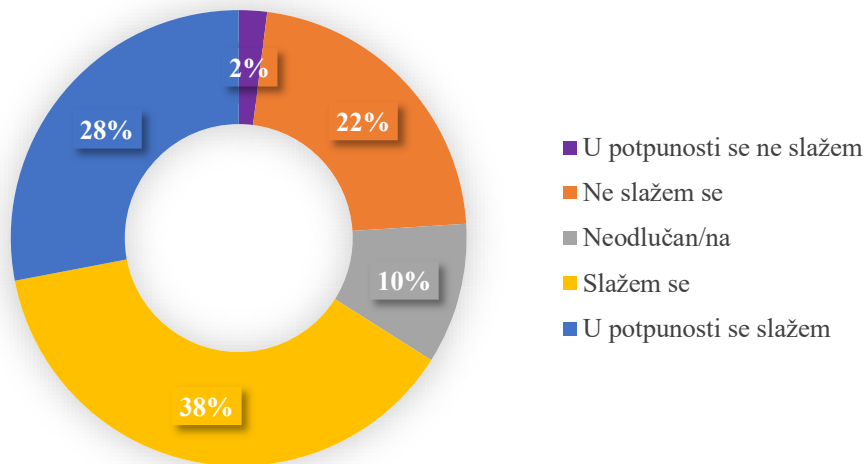
Udeo od 68% ispitanika se slaže sa tvrdnjom da nedovoljno razučena struktura finansijskog sistema inhibira razvoj mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (Grafikon 53). Banke u Srbiji predstavljaju preko 90% svih izvora finansiranja mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, pri čemu je učešće nebankarskih finansijskih institucija zanemarljivo, kao, a ponuda alternativnih izvora finansiranja slaba (USAID, 2017). Banke preferiraju klijente sa dužom poslovnom istorijom, tako da je za mala i srednja preduzeća važno da postoje i druge finansijske institucije, osim banaka, koje prilikom odobravanja finansijskih sredstava ovom sektoru, pronalaze sigurnost u sredstvima obezbeđenja kredita kojima redukuju kreditni rizik, ali ujedno i povećavaju troškove za preduzeća, čineći pozajmljena sredstva skupljim.

Grafikon 54. Bankocentričnost finansijskog sistema deluje ograničavajuće na održivi razvoj



Stopa preduzetništva u Srbiji, koja predstavlja broj novih društava sa ograničenom odgovornošću na 1000 radno sposobnih, iznosi 1.8%, dok u Bosni i Hercegovini iznosi 1.1%, Severnoj Makedoniji 3.9% i Crnoj Gori 6.7% (Culkin & Simmons, 2018). Kritičan broj malih i srednjih preduzeća koji je neophodan za ostvarenje održivog razvoja preduzetničkog sektora Srbije nije postignut, što se negativno odražava na razvoj preduzetničkog ekosistema. Preduzetnički ekosistem predstavlja koncept ekonomskog razvoja koji je zasnovan na podsticanju rasta malih i srednjih preduzeća i preduzetništva i njihovih inovacija (Hadžić i Pavlović, 2019). Značaj nebankarskih finansijskih institucija za unapređenje preduzetničkog ekosistema u Srbiji se ogleda u prevazilaženju finansijskih problema preduzeća koji deluje ograničavajuće na njihov razvoj. Postoji značajan prostor za dalji razvoj preduzetništva i unapređenje poslovnog ambijenta, koji se pored boljeg pristupa finansijama, odnose i na smanjenje birokratskih procedura i poreskog opterećenja (Hadžić i Pavlović, 2018). Udeo ispitanika koji je izrazio slaganje sa stavom da bankocentrična struktura domaćeg finansijskog sistema ne predstavlja podršku Srbiji na putu ka održivom razvoju iznosi 76% (Grafikon 54), dok 66% ispitanika ističe da banke poseduju dominantnu poziciju u domaćem finansijskom sistemu (Grafikon 55).

Grafikon 55. Banke u finansijskom sistemu Srbije imaju dominantan položaj



Na osnovu analizirane strukture domaćeg finansijskog sistema, učešća banaka u finansijskim uslugama, stepena koncentracije u domaćem bankarskom sektoru, udela bankarskog sektora u ukupnoj aktivni finansijskog sistema i bruto domaćem proizvodu, stepena koncentracije bankarskog sektora i učešća banaka i drugih finansijskih institucija u bruto domaćem proizvodu u zemljama u okruženju, naprednim tranzicionim zemljama i razvijenim ekonomijama Evropske unije, prezentovanih rezultata empirijskog istraživanja o stavovima ispitanika o razvijenosti i bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema, dominantnoj poziciji banaka i ograničavajućeg uticaja takve strukture na održivi razvoj mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, može se zaključiti da je hipoteza ***H1: Visok stepen bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema deluje ograničavajuće na održivi razvoj*** potvrđena.

Izrazito bankocentričan finansijski sistem baziran na bankama kao glavnim ponuđačima finansijskih usluga za naprednu zemlju u tranziciji nije podsticajan faktor razvoja, na šta ukazuju i preporuke međunarodnih finansijskih institucija, ali i praksa razvijenih zemalja koja se pokazala uspešnom. Kako bi se obezbedio rast i razvoj, potrebno je unaprediti domaći finansijski sistem i razviti tržište kapitala i trgovanje na berzi, omogućiti paralelan i kontinuiran razvoj i drugih finansijskih institucija, osim banaka i uvesti mikrokreditne finansijske institucije kao podršku sektoru mikro, malih, srednjih preduzeća i preduzetnika čije poslovne aktivnosti su od ključnog značaja za održivi razvoj i svakako odupreti se pritiscima unutar finansijskog sistema kojima se podstiče struktura finansijskog sistema koja trenutno preovladava. O trenutnom nedostatku mikrokreditnih finansijskih institucija u strukturi finansijskog sistema Srbije i potrebi njihovog uvođenja će biti više reči u narednom poglavlju.

6. FINANSIRANJE SEKTORA MIKRO, MALIH I SREDNJIH PREDUZEĆA I PREDUZETNIKA (MMSPP) U SRBIJI

Ovo poglavlje se bavi pitanjima koja se odnose na finansiranje sektora MMSPP u Srbiji. Analiziraće se razvojni potencijal MMSPP u Srbiji i njihov značajan doprinos kreiranju novih radnih mesta i rastu zaposlenosti, rastu poreskih prihoda i podsticanju ekonomskog rasta i održivog razvoja. Sagledaće se problemi sa kojima se ovaj sektor sučava u svom poslovanju, kao i uloga koju bi mikrokreditne finansijske institucije imale u njihovom održivom razvoju i prevazilaženju tih problema. Biće predstavljeni rezultati empirijskog istraživanja o važnosti mikrokreditiranja za razvoj domaćeg finansijskog sistema i sagledana uloga razvojnih finansijskih institucija u podsticanju razvoja sektora MMSPP u Srbiji.

6.1. Razvojni potencijal mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP) u Srbiji

Na hipotezu o bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema se nadovezuje i hipoteza o mikrokreditnim finansijskim institucijama *H₂ : Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija u domaćem finansijskom sistemu bi ostvarila pozitivan uticaj na održivi razvoj sektora mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP)*. Kako bi se testirala tačnost iznete tvrdnje, biće analiziran sektor MMSPP u Srbiji, njegova uloga u ostvarenju ekonomskog rasta, kao i finansijski pokazatelji uspešnosti poslovanja. Navedeni pokazatelji biće analizirani i u zemljama u okruženju kako bi se komparativnom analizom utvrdilo da li sektor MMSPP zaostaje za zemljama u okruženju, kao i za zemljama Evropske unije. Izneće se glavni problemi sa kojima se ovaj sektor suočava u svom poslovanju, a nakon toga će se sagledati struktura mikrokreditnih finansijskih institucija u domaćem finansijskom sistemu, kao i u sistemu drugih razvijenih ekonomija i privreda iz okruženja i biće predstavljene preporuke međunarodnih finansijskih institucija o prevazilaženju problema finansiranja sektora MMSPP. Na kraju, analiziraće se stavovi eksperata o potrebama uvođenja mikrokreditnih finansijskih institucija, u svrhu unapređenja domaćeg finansijskog sistema i obezbeđenja podrške sektoru MMSPP na putu ka održivom razvoju.

Privatni sektor igra ključnu ulogu u podsticanju ekonomskog razvoja. Ta uloga je odavno prepoznata u razvijenim ekonomijama, a takođe se ističe njen značaj i u međunarodnoj politici razvoja. Otvaranje radnih mesta je postavljeno kao jedan od prioriteta razvoja u borbi protiv siromaštva, što ukazuje na razlog velikog interesovanja za pristupe, strategije i podsticaje razvoju privatnog sektora, koje je svuda u svetu široko rasprostranjeno godinama unazad (Dalberg, 2009).

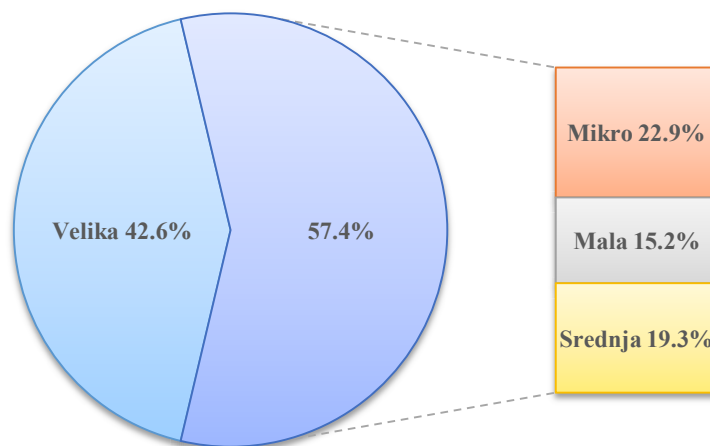
Tabela 19. Pokazatelji poslovanja MMSPP u Srbiji, 2018.

	BROJ	ZAPOSLENI	PROMET (MIL RSD)	BDV (MIL RSD)	IZVOZ (MIL RSD)	UVOZ (MIL RSD)
PREDUZETNICI	272 969	271 721	1 395 032	367 317	18 842	17 927
MIKRO	89 137	161 247	1 586 335	225 080	142 966	284 800
MALA	11 219	225 030	2 312 610	394 477	194 158	497 868
SREDNJA	2 517	258 118	2 475 694	499 324	374 671	569 315
VELIKA	540	478 630	4 027 617	1 101 798	1 168 657	1 168 147
MMSPP-ukupno	375 842	917 116	7 751 671	1 486 198	730 637	1 369 909
MMSPP-učešće u nefinansijskom sektoru	99.9%	65.7%	65.8%	57.4%	38.5%	54.0%

Izvor: Ministarstvo privrede, *Izveštaj o malim i srednjim preduzećima i preduzetništvu za 2018. godinu, 2020.*

Sektor malih i srednjih preduzeća doprinosi kreiranju novih radnih mesta i rastu zaposlenosti. Ovaj sektor utiče na rast poreskih prihoda, pospešujući ekonomski rast i blagostanje. Mala i srednja preduzeća su nosioci kreativnosti i inovativnosti i lako se prilagođavaju tržišnim promenama zahvaljujući svojoj fleksibilnosti. Njihovim razvojem se podstiče produktivnost i efikasnost celokupne privrede, jača preduzetnički duh i konkurencija (Erić, Beraha, Đurićin, Kecman i Jakšić, 2012).

Grafikon 56. Mikro, mala, srednja i velika preduzeća (udeo u bruto dodatoj vrednosti nefinansijskog sektora), 2018.



Izvor: Ministarstvo privrede, *Izveštaj o malim i srednjim preduzećima i preduzetništvu za 2018. godinu, 2020.*

Koliko je sektor mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetništva važan činilac privrednog razvoja govore podaci u Tabeli 19. Prema poslednjim raspoloživim podacima iz 2018. godine, ovaj sektor je odgovaran za generisanje 33.6% ukupne bruto dodate vrednosti (BDV) na nivou

Srbije, kao i za obezbeđenje radnih mesta za 44.2% ukupnog broja zaposlenih. Sektor beleži stopu profitabilnosti od 35.4%, pri čemu se kao najuspešnji izdvajaju sektori prerađivačke industrije i trgovine, praćeno ostvarenim vrednostima finansijskih pokazatelja. U okviru prerađivačke industrije dominantno mesto zauzimaju nisko-produktivni sektori koje karakteriše nizak stepen tehnološke složenosti. Mikro, mala, srednja preduzeća i preduzetnici su u odnosu na prethodnu godinu ostvarili rast novostvorene vrednosti u rasponu 10%-18%, pri čemu je doprinos preduzetništva najviši. MMSPP učestvuju u ukupnom izvozu sa 38.5% i sa 54% u ukupnom uvozu nefinansijskog sektora, dok učešće u ukupnom prometu nefinansijskog sektora iznosi približno 66% (Ministarstvo privrede, 2020).

MMSPP doprinose bruto dodatoj vrednosti nefinansijskog sektora sa skoro 60%, što je još jedan od potvrđenih pokazatelja njegove relevantnosti kao već pomenutog faktora generisanja ekonomskog rasta i razvoja. U poređenju sa zemljama u okruženju, posmatrajući učešće osnovnih pokazatelja MMSPP u nefinansijskom sektoru (broj preduzeća, ostvarena bruto dodata vrednost i broj zaposlenih), Srbija ne zaostaje ni od ostalih posmatranih zemalja u regionu, niti od proseka Evropske unije. Takođe, ukoliko se posmatra broj malih i srednjih preduzeća i preduzetnika na 1000 stanovnika, takođe Srbija ne zaostaje za prosekom Evropske unije. Međutim, ukoliko se analiziraju podaci o stvorenoj bruto dodatoj vrednosti po radniku, što definiše nivo produktivnosti, ili broj zaposlenih po preduzeću, uvideće se da postoji značajno zaostajanje za zemljama u okruženju (Tabela 20). U Srbiji nivo bruto dodate vrednosti sektora MMSPP po zaposlenom iznosi 13700 evra i jedino Rumunija i Bugarska ostvaruju nižu bruto dodatu vrednost od Srbije (8900 evra, odnosno 11600 evra po zaposlenom). Prosek Evropske unije iznosi 42800 evra i tom iznosu je prema ostvarenim vrednostima najbliža Slovenija (31700 evra). S druge strane, prosečan broj zaposlenih po preduzeću u Evropskoj uniji iznosi 3.9, dok je u Srbiji svega 2.4 radnika zaposleno po preduzeću (Ministarstvo privrede, 2020).

Tabela 20. Komparacija pokazatelja sektora MMSPP sa zemljama iz okruženja, 2018.

	Srbija	Slovenija	Rumunija	Mađarska	Hrvatska	Bugarska	EU prosek
Udeo u nefinansijskom sektoru:							
-Broj zaposlenih	65.7%	72.5%	64.9%	68.9%	69.1%	74.7%	65.1%
-Broj preduzeća	99.9%	99.8%	99.7%	99.8%	99.7%	99.8%	99.6%
-Bruto dodata vrednost	57.4%	64.1%	34.6%	53.9%	60.6%	63.1%	57.4%
Bruto dodata vrednost po zaposlenom (000 €)	13.7	31.7	8.9	18.4	19.9	11.6	42.8
Broj zaposlenih po preduzeću	2.4	3.2	5.4	3.3	4.8	4.4	3.9

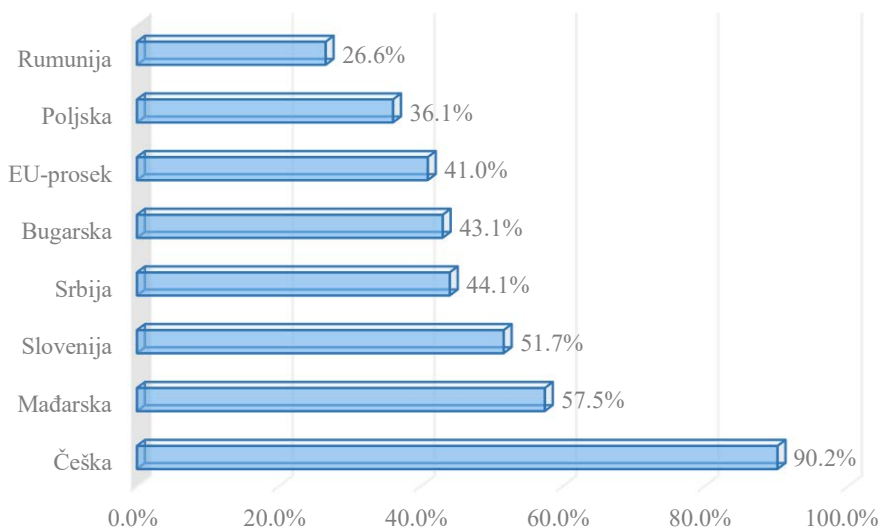
Izvor: Ministarstvo privrede, *Izveštaj o malim i srednjim preduzećima i preduzetništvu za 2018. godinu*, 2020.

Treba istaći da se sektoru MMSPP ostavlja značajan prostor za dalji napredak i da treba da ostvari značajne pomake u finansijskim performansama i bude konkurentniji kako bi parirao zemljama u okruženju. O tome govore i podaci o udelu sektora mikro, malih i srednjih preduzeća

u bruto domaćem proizvodu Srbije od nešto više od 30%, dok je taj udeo u susednim državama (Mađarska, Hrvatska, Češka) znatno veći i kreće se u rasponu 50%-60% bruto domaćeg proizvoda. Takođe, ovaj sektor generiše 40% ukupnog izvoza Srbije, dok je u razvijenim zemljama njihov doprinos izvozu 60%-70% (USAID, 2017a).

Svetska banka ocenjuje lakoću započinjanja posla malih i srednjih preduzeća u Srbiji analizirajući broj procedura, vreme i troškove neophodne za osnivanje preduzeća, kao i iznos minimalnog uplaćenog kapitala. Od ukupno 190 posmatranih ekonomija, Srbija zauzima 85. mesto. Prema poslednjem izveštaju, Srbija je procedure otpočinjanja biznisa učinila komplikovanim (World Bank Group, 2020). Najčešće pomenute poteškoće u poslovanju u Srbiji su pristup finansijama, visok nivo korupcije, birokratija, visoke poreske stope. Kada je u pitanju pokazatelj koji se odnosi na lakoću dobijanja kredita, Srbija se nalazi na 67. mestu, dok je na 37. poziciji kada je u pitanju zaštita manjinskih akcionara, što je najbolje rangiran rezultat. Svetska banka navodi da privrede sa niskim i nižim srednjim dohotom teže da regulišu politiku zapošljavanja više nego ekonomije sa visokim i višim srednjim prihodom. Mere zaštite pri zapošljavanju utiču na odluku kompanija o otpočinjanju poslovne aktivnosti ili napuštanju iste, što ima direktan uticaj na otvaranje novih radnih mesta i ekonomski rast. U regionu Evrope i Centralne Azije, Svetska banka ističe Srbiju kao zemlju u kojoj su propisi o zapošljavanju relativno rigidni i daje preporuku da bi bilo poželjno slediti primer Mađarske u kojoj poslodavci imaju slobodu da koriste ugovore na određeno vreme do pet godina (World Bank Group, 2020).

Grafikon 57. Broj preduzetnika, malih i srednjih preduzeća na 1000 stanovnika, 2017.



Izvor: Ministarstvo privrede, 2018; SME Finance Forum: MSME Economic Indicator, 2017.

Kada je reč o dostupnosti finansijskih usluga, prema poslednjim istraživanjima, Srbija od 137 zemalja zauzima tek 102. mesto, dok se na 101. mestu nalazi prema stepenu razvijenosti finansijskog tržišta. Prema kvalitetu bankarskog sektora i pokazatelju finansijskog zdravlja banaka nalazi se na 85. poziciji. Troškovi započinjanja poslovne aktivnosti iznose 2.2% bruto nacionalnog dohotka po glavi stanovnika (World Economic Forum, 2019). Indeks jačine zakonskih prava (*Strength of Legal Rights Index*) ukazuje na stepen zakonske zaštite prava zajmodavalaca i zajmoprimalaca i time opredeljuje lakoću pozajmljivanja finansijskih sredstava. U rangui od najniže (0) do najviše vrednosti koja ukazuje da se stimuliše pozajmljivanje i omogućava lakši pristup kreditima (12), vrednost za Srbiju iznosi 6 (World Bank Group, 2020).

Tabela 21. Udeo kompanija koje koriste kredite banaka za finansiranje investicionih aktivnosti, 2020.

Albanija	Bugarska	BiH	Hrvatska	S. Makedonija	Crna Gora	Srbija	Rumunija
21.5%	62.3%	34.0%	13.5%	35.4%	15.8%	39.4%	28.5%
Slovenija	Mađarska	Nemačka	Poljska	Slovačka	Češka	Zemlje sa niskim dohotkom	Zemlje sa visokim dohotkom
32.5%	30.7%	45.0%	48.8%	26.0%	34.0%	15.6%	36.3%

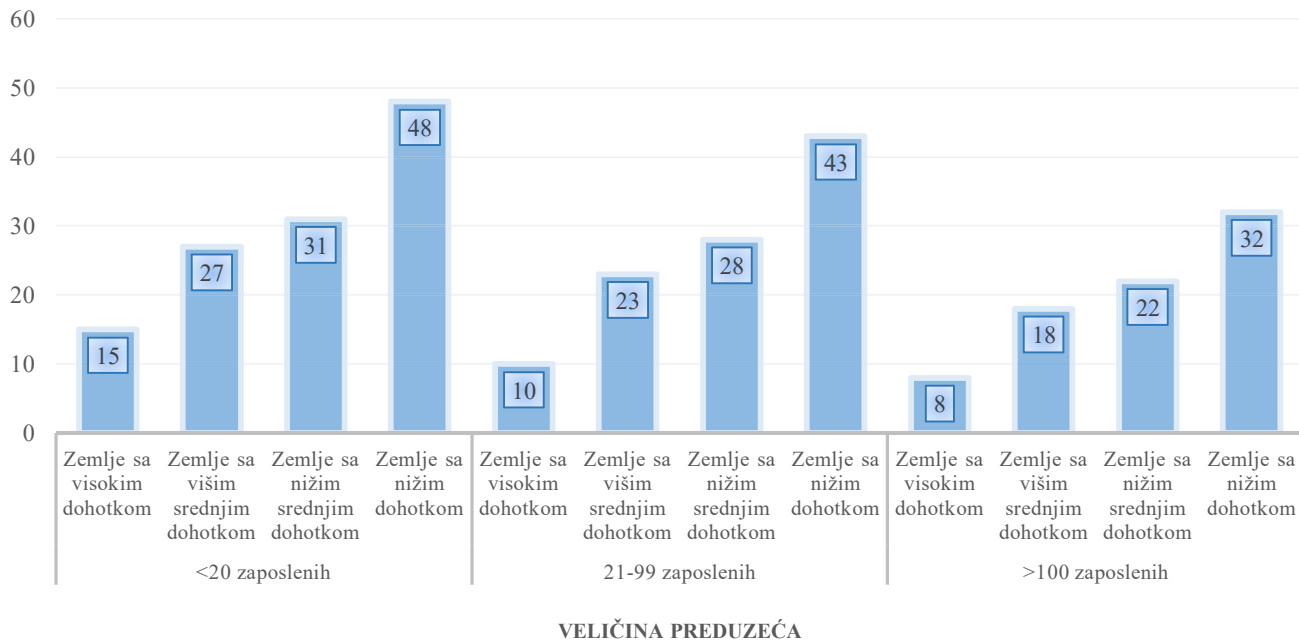
Izvor: World Bank Data, *Firms Using Banks to Finance Investments*, 2020.

Prema podacima Svetske banke, udeo malih preduzeća sa bankarskim kreditom ili kreditnom linijom u Srbiji iznosi 48.9%, dok Slovenija beleži znatno veći udeo od 64.6%, Češka 40.8%, Mađarska 48.9%, Poljska 33.9% i Slovačka 29.1% (World Bank Data, 2020). Takođe, u Tabeli 21. su predstavljeni podaci o udelu preduzeća koja koriste kredite banaka za investicione aktivnosti. Srbija i Bugarska ostvaruju najviše rezultate od zemalja u okruženju. Mala preduzeća u Srbiji se prevashodno oslanjaju na banke usled ograničenog broja finansijskih institucija koje su im na raspolaganju za rešenje problema deficita finansijskih sredstava.

Mikrokreditne finansijske institucije postoje svuda u okruženju, kako u razvijenim evropskim zemljama, tako i u tranzicionim zemljama. Mikrofinansiranje podrazumeva odobravanje kredita do iznosa od 25 000 evra, koji su posebno namenjeni zadovoljenju finansijskih potreba mikro preduzeća i preduzetnika, ali i drugih preduzeća koja nailaze na poteškoće prilikom apliciranja za konvencionalne zajmove (European Commission, 2020). Zastupljenost mikrofinansiranja u finansijskom sistemu je važan činilac ekonomskog razvoja mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika i otvaranja novih radnih mesta. Raznolikošću finansijskih institucija se jedan finansijski sistem obogaćuje i unapređuje. Za mala i srednja preduzeća je adekvatnije da postoje i određene finansijske institucije nižeg ranga, a ne samo banke. Naime, u domaćoj poslovnoj praksi, banke često koriste sektor malih i srednjih preduzeća za dokapitalizaciju, bez usmeravanja tako prikupljenih sredstava u svrhe za koje su namenjena. Prema istraživanjima,

jedan od 3 osnovna problema sa kojima se suočavaju mala i srednja preduzeća u Srbiji je nedovoljan pristup finansijama (Kvrgić, Milošević i Ćorić, 2021).

Grafikon 58. Udeo kompanija na globalnom nivou koje navode pristup finansijama kao glavno ograničenje za tekuće poslovanje, 2020.



Izvor: World Bank, *Enterprise Survey Indicator Data*, 2020.

U zemljama sa niskim dohotkom je zabeleženo najviše preduzeća koja broje do 100 zaposlenih i ističu da im je glavni ograničavajući faktor rasta i obavljanja tekuće poslovne aktivnosti pristup finansijama (skoro 50%), dok je u zemljama sa visokim dohotkom taj udeo znatno manji (15% za preduzeća do 20 zaposlenih i 10% za preduzeća sa brojem zaposlenih između 21 i 99) (Grafikon 58). Takođe, u zemljama sa niskim dohotkom, udeo preduzeća sa preko 100 zaposlenih koja imaju problem sa popunjavanjem gema nedostajućih finansijskih sredstava je nešto niži i iznosi oko 30% (World Bank, 2020).

Mala i srednja preduzeća predstavljaju okosnicu ekonomske aktivnosti u zemljama u razvoju i postoji jasna veza između udela malih i srednjih preduzeća u ekonomiji i njenog bogatstva. Prema istraživanjima Svetske banke, više od 70% siromašnih u svetu veruje da je najbolji način za izbegavanje siromaštva pronalazak zaposlenja. Mala i srednja preduzeća su često suočena sa značajnim izazovima i problemima u svom poslovanju u nedovoljno razvijenim zemljama. Pristup izvorima finansija je često mnogo lakši velikim preduzećima nego malim i srednjim preduzećima. Ovakva situacija je karakteristična i za Srbiju. To dovodi do problema koji se naziva „sredina koja nedostaje“ (*missing middle*) koji podrazumeva da postoje preduzeća sa

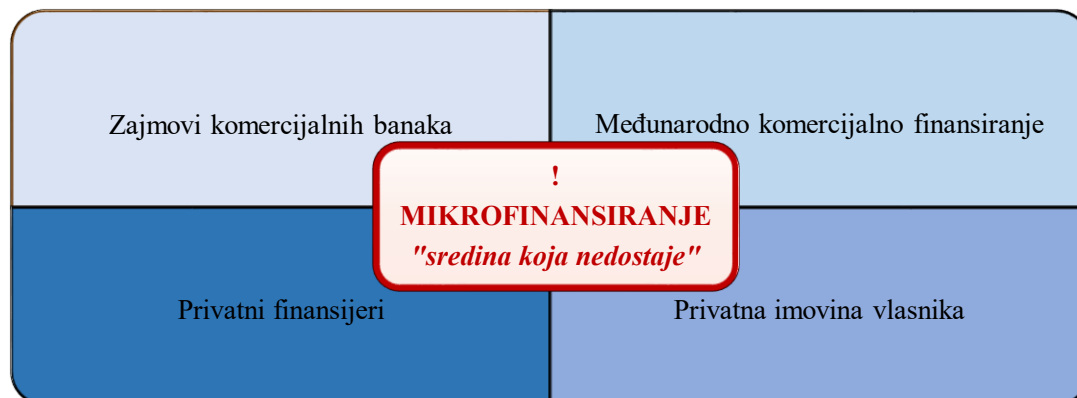
potencijalom za rast i otvaranje radnih mesta, ali bez pristupa adekvatnim izvorima finansiranja koja su im preko potrebna (Dalberg, 2009).

U Srbiji se kao dostupni tržišni izvori finansiranja malih i srednjih preduzeća javljaju komercijalne banke, lizing kompanije, faktoring kompanije, poslovni anđeli, tržište kapitala (emisija akcija, korporativnih obveznica), alternativni investicioni fondovi (Erić, Beraha, Đuričin, Kecman i Jakšić, 2012). Pored toga, dostupni su i nacionalni razvojni programi podrške finansiranju malih i srednjih preduzeća od strane Ministarstva privrede, Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja. Podršku razvoju malih i srednjih preduzeća mogu pružiti i druge institucije kao što su Fond za razvoj Republike Srbije, Razvojna agencija Srbije, Agencija za osiguranje i finansiranje izvoza, Nacionalna služba za zapošljavanje, Fond za razvoj AP Vojvodine, Garancijski fond AP Vojvodine, Fond za inovacionu delatnost, Pokrajinski sekretarijat za privredu i turizam. Takođe, udela u poboljšanju pristupa finansijama malih i srednjih preduzeća u Srbiji imaju i razvojne finansijske institucije poput, Evropske investicione banke (EIB), Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD), Evropskog fonda za jugoistočnu Evropu (*The European Fund for Southeast Europe-EFSE*), Međunarodne finansijske korporacije (IFC), kao i Nemačke razvojne banke (*KfW*).

6.2. Uloga mikrokreditnih finansijskih institucija u održivom razvoju sektora mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP) u Srbiji

Do 2005. godine i usvajanja Zakona o bankama, u domaćem finansijskom sistemu su bile zastupljene i mikrokreditne institucije poput štedionica, štedno-kreditnih zadruga i drugih štedno-kreditnih organizacija. Pomenute institucije trenutno nisu zastupljene u domaćem finansijskom sistemu. Ukoliko bi postojale mikrokreditne finansijske institucije, to bi svakako zahtevalo značajno angažovanje Narodne banke Srbije i bavljenje mnogobrojnim pitanjima poput određivanja limita za ulazak u delatnost, da li pomenute institucije raspolažu dovoljnom količinom kapitala, kako sprečiti njihov bankrot i kako zaštititi njihove klijente. Trenutna situacija je takva da jedino banke imaju mogućnost da sektoru MMSPP obezbeđuju mikrofinansiranje, dok nijednoj drugoj nebankarskoj kreditnoj instituciji to nije dozvoljeno (Beraha i Đuričin, 2015). Razvojem i obogaćivanjem domaćeg finansijskog sistema došlo bi do rasta konkurencije među finansijskim institucijama i banke se više ne bi osećale sigurno u meri u kojoj se trenutno osećaju jer bi izgubile izgrađen dominantan položaj.

Slika 19. Nedostatak mikrokreditnih finansijskih institucija kao finansijske podrške domaćim mikro, malim i srednjim preduzećima i preduzetnicima



Izvor: Autor na osnovu Dalberg, 2009.

Često ne ispunjavajući kriterijume za dobijanje kredita od strane banaka, vlasnici malih i srednjih preuzeća su u takvim okolnostima ograničeni na izvore finansiranja iz sopstvenih sredstava-sopstvena novčana sredstva, sredstva od neraspoređene dobiti ili prodaje imovine. Ipak, banke često pristupaju odobravanju kredita ovom sektoru uz dozu opreza zahtevajući ispunjavanje određenih uslova kao što su dobra kreditna istorija, dovoljan nivo kapitala, zadovoljavajući obim prometa preduzeća, nizak nivo opterećenja dugovima i sl. (EIB, 2017). Domaći bankarski sektor je dugi niz godina bio opterećen nenaplativim kreditima i u tom razlogu je utemeljeno opredeljenje za politiku pooštavanja uslova za kreditiranje malih i srednjih preduzeća (EIB, 2016). Ipak, treba konstatovati da je ovakav oprezan stav banaka u jednom segmentu objektivna i opravdana, uzimajući u obzir činjenicu da mikro preduzeća i preduzetnici usled nedostatka adekvatnih menadžerskih veština mogu imati problem sa procenom potrebnih sredstava, izradom biznis planova, a često ne ostvaruju značajne poslovne rezultate usled protoka kraćeg vremenskog perioda od osnivanja i nedovoljno dugog poslovanja za izgradnju značajnije pozicije na tržištu. Takođe, jedan od problema je i nedovoljan kolateral, dok su usled globalne pandemije, preduzeća dodatno oslabljena, što se odražava na pad prihoda, novčanog toka, likvidnosti i sledi im period oporavka. Velika preduzeća se nalaze u znatno povoljnijoj situaciji jer imaju pristup i tržištu kapitala kao potencijalnom izvoru finansiranja (Predlog Zakona o KGFCG, 2021). Takođe, istraživanja pokazuju da odobravanje većeg broja kredita čija je pojedinačna vrednost mala ugrožava profitabilnost banaka jer dovodi do rasta troškova (Erić, Beraha, Đurićin, Kecman i Jakšić, 2012). Iz pomenutih razloga, mikro, mala i srednja preduzeća i preduzetnici su često obeshrabreni da se obraćaju bankama za potrebna finansijska sredstva jer smatraju da nisu u mogućnosti da ispune zahtevne kriterijume.

Tabela 22. Izvori finansiranja koje MMSPP koriste u cilju obezbeđenja nedostajućih sredstava, 2020.¹⁷

Srbija	Bugarska	Rumunija	Češka	Hrvatska	Slovenija	Mađarska
Banke	Banke	Banke	Banke	Banke	Banke	Banke
Lizing	Lizing	Lizing	Lizing	Lizing	Lizing	Lizing
-	Mikrokreditiranje	Mikrokreditiranje	-	Mikrokreditiranje	Mikrokreditiranje	Mikrokreditiranje
-	-	Crowdfunding	Crowdfunding	Crowdfunding	Crowdfunding	Crowdfunding
-	REITs	REITs	REITs	-	REITs	REITs
-	-	Tržište korporativnih obveznica	Tržište korporativnih obveznica	Tržište korporativnih obveznica	Tržište korporativnih obveznica	Tržište korporativnih obveznica
-	Kreditne unije	Kreditne unije	Kreditne unije	Kreditne unije	Kreditne unije	Kreditne unije
-	Venture capital	Venture capital	Venture capital	-	Venture capital	Venture capital
-	Poslovni anđeli	Poslovni anđeli	Poslovni anđeli	Poslovni anđeli	Poslovni anđeli	Poslovni anđeli
-	Private equity	Private equity	Private equity	-	Private equity	Private equity

Izvor: USAID, *Izvori finansiranja malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, 2017; Statista Data, *Alternative Financing Report*, 2021.

Pogledom na Tabelu 22. možemo uvideti koliko je bogatija ponuda raspoloživih instrumenata za finansiranje MMSPP u drugim zemljama u odnosu na Srbiju. UNDP istraživanje je potvrdilo da MMSPP kao najčešći vid finansiranja koriste kratkoročne kredite banaka, dok u određenim situacijama čak pribegavaju zaduživanju putem kreditnih kartica i prekoračenju računa, što je izuzetno nepovoljna finansijska opcija (UNDP, 2021). U zemljama u okruženju mikrokreditiranje je, pre svega dostupno, i znatno razvijenije nego u domaćem finansijskom sistemu. Prema poslednjim podacima, ukupan broj aktivnih zajmoprimalaca mikrokredita u Evropi je iznosio 1.26 miliona u 2019. godini, uz zabeležen rast od 14% u odnosu na prethodnu godinu. Vrednost mikrokreditnog portfolija iznosi 3.7 milijardi evra, pri čemu se konstatuje da ovo tržište svake godine raste i da postaje zrelije (Pytkowska, 2020). Ukoliko se ponuda mikrokredita (3.7 milijardi evra) uporedi sa procenjenim nedostajućim sredstvima za mikrofinansiranje u zemljama Evropske unije u iznosu od 12.9 milijardi evra, uvideće se da predstoji potencijal za dalji rast ovog tržišta i rast ponude mikrofinansijskih proizvoda kako bi se zadovoljila rastuća tražnja. Takođe, procenjena nedostajuća sredstva u zemljama koje su kandidati za pristupanje Evropskoj uniji iznose 11 milijardi evra (European Commission, 2020).

¹⁷ **Crowdfunding** - Prikupljanje manjih količina novčanih sredstava od velikog broja aktera na tržištu. Mala i srednja preduzeća dobijaju kredite od jednog ili više privatnih i institucionalnih investitora, pri čemu se na ovaj način lakše i brže zadužuju jer su osnovni zahevi za dobijanje finansijskih sredstava fleksibilniji u poređenju sa tradicionalnim bankarskim kreditima; **REITs (Real Estate Investment Trusts)** - Investicioni fond za ulaganje u nekretnine koji poseduje nekretnine sa prinostim potencijalom ili upravlja nekretninama koje generišu prihod; **Private equity** - Fondovi privatnog kapitala; **Venture capital** - Fondovi preduzetničkog (rizičnog) kapitala.

Tržište kapitala u Srbiji je nerazvijeno i plitko. Donošenje Zakona o alternativnim investicionim fondovima (fondovi privatnog kapitala, fondovi preduzetničkog kapitala, hedž fondovi) nije značajno doprinelo rastu investicija u sektor privrede, što može navesti na zaključak da je donošenje zakona predstavljalo potrebu usaglašavanja domaćeg sa pravnim sistemom Evropske unije (Alchemist, 2021). Vlasnički kapital predstavlja adekvatan oblik finansiranja malih inovativnih preduzeća sa visokom stopom rasta. Pošto su ove kompanije često u najranijim fazama razvoja inovacija sa tendencijom da komercijalizuju svoje istraživačko-razvojne aktivnosti, a s druge strane ne poseduju finalni proizvod ili izgrađenu mrežu lojalnih kupaca, bankarski krediti ne predstavljaju prikladnu formu za prikupljanje sredstava. Stoga, eksterno ulaganje u kapital postaje glavni izvor finansiranja ovih kompanija. Udeo brzorastućih preduzeća (stopa rasta preko 10%, posmatrano prema kriterijumu rasta zaposlenosti) u ukupnom broju aktivnih preduzeća u Bugarskoj iznosi 10.8%, Češkoj 10.4%, Hrvatskoj 12.8%, Mađarskoj 12.2%, Rumuniji 2.38%, Sloveniji 14.1% i Slovačkoj 11.7% (EUROSTAT, 2019).

Globalna vrednost transakcija modela alternativnih izvora finansiranja u 2020. godini iznosi 6.1 milijardi dolara, pri čemu najznačajnije učešće ostvaruju *crowdfunding* transakcije. Takođe, tržište Evrope je najveće tržište alternativnih vidova finansiranja sa udelom od 38% globalnog tržišta (Alternative Financing Report, 2021). Prema predviđanjima, *crowdfunding* transakcije u Sloveniji bi trebalo u 2022. godini da dostignu približno vrednost od 1.7 miliona dolara (Statista, 2021). Udeo poslovnih anđela, fondova privatnog kapitala i fondova preduzetničkog kapitala kao vidova finansiranja malih i srednjih preduzeća u bruto domaćem proizvodu Srbije iznosi 0.01%, što je zanemarljivo i čak do 10 puta niže u odnosu na pojedine zemlje u okruženju koje razvijaju različite vidove finansiranja malih i srednjih preduzeća (Novaković, 2019). Na primer, u Mađarskoj udeo fondova privatnog kapitala i fondova preduzetničkog kapitala iznosi 0.26% bruto domaćeg proizvoda. U toku 2020. godine, Velika Britanija je zauzela prvo mesto u Evropi prema investicijama privatnog kapitala koje iznose 1.4% bruto domaćeg proizvoda, na drugom mestu se nalazi Luksemburg sa približno 1.2%, dok je Francuska na trećem mestu, prema vrednosti od 0.82% (Statista, 2020). Velika Britanija je dominantna i prema broju poslovnih anđela u 2019. godini (9000), dok je na drugom mestu Francuska (5500), zatim slede Španija (3742), Turska (2600) i Nemačka (2000). Investicije preduzetničkog kapitala u Švedskoj su iznosile 0.1% bruto domaćeg proizvoda, dok je susedna Finska ovim investicijama pripisala 0.2% bruto domaćeg proizvoda (Statista, 2020a).

Na osnovu prethodne analize, može se konstatovati da bi zastupljenost mikrokreditiranja predstavljala značajnu podršku u finansiranju MMSPP, s obzirom na to da ostale forme ulaganja u preduzeća poput *crowdfunding* transakcija, fondova koji upravljaju nekretninama, alternativnih investicionih fondova nisu razvijene, a s druge strane izbegao bi se postojeći scenario da se preduzeća u cilju zadovoljenja potrebe za dodatnim sredstvima obraćaju samo bankama, a da često ne nailaze na pozitivan odgovor. Prema podacima Evropske investicione banke, svaka

investicija u sektor mikro, malih i srednjih preduzeća se odražava na povećanje bruto domaćeg proizvoda u vrednosti koja predstavlja iznos investicionog ulaganja uvećan 1.5 put (EIB, 2022). Ponuda bankarskih proizvoda komercijalnih banaka nije prilagođena načinu poslovanja i finansijskim potrebama MMSPP. Udeo kredita preduzetnicima u ukupnim kreditima banaka iznosi svega oko 2%, i pored ostvarenog rasta dugoročnih kredita preduzetnicima od 11.5% u 2021. godini u odnosu na prethodnu godinu. Učešće docnje (dospele neplaćene obaveze) u dugu po osnovu kredita stanovništvu iznosi 2.6%, kredita pravnim licima 3.4% i kredita preduzetnicima 3.6% (Udruženje banaka, 2021).

Tabela 23. Krediti banaka stanovništvu, pravnim licima i preduzetnicima na dan 31.12.2021.

Kreditni stanovništvu (mil RSD)					Kreditni pravnim licima i preduzetnicima (mil RSD)	
Gotovinski	Potrošački	Ostali	Stambeni i adaptacija	Poljoprivredni	Pravna lica	Preduzetnici
625.649	22.687	45.216	553.698	80.694	1.750.590	69.815
Udeo u ukupnim kreditima banaka:						
42.18%					55.60%	2.22%

Izvor: Udruženje banaka, *Kreditni izveštaj*, decembar 2021.

Mikrokreditiranje u Srbiji bi dovelo do diverzifikacije ponude finansijskih instrumenata i uvođenja alternativnih izvora finansiranja. Štedno-kreditne zadruge ili mikrofinansijske institucije bi doprinele smanjenju finansijske isključenosti MMSPP iz tokova finansijskog sistema. Najvažnija kritika upućena na račun uvođenja mikrokreditnih finansijskih institucija je ta što bi ove institucije, shodno načinu poslovanja, naplaćivale preduzećima višu kamatnu stopu na kredite u odnosu na komercijalne banke. Argument kojim se nalazi opravdanje za naplatu viših kamatnih stopa je taj što uz postojanje opcije mikrofinansiranja, preduzećima će biti dostupna i raspoloživa finansijska sredstva, što u trenutnim okolnostima nije slučaj, jer ostaju izvan finansijskih tokova. Viši potencijalni iznos kamate koji bi bio isplaćen usled dostupnosti mikrokredita se javlja usled specifične prirode poslovanja ovih institucija. Njihov najveći izvor prihoda je kreditna aktivnost, jer ove institucije ne naplaćuju naknade po osnovu održavanja računa, elektronskog i mobilnog bankarstva, kreditnih kartica, jer ih nemaju u ponudi, a nisu ni pružaoci platnih usluga (Banka Intesa, 2021). Mikrokreditiranje često obuhvata i terenski rad, što iziskuje troškove i takođe predstavlja jedan od razloga više kamatne stope na mikrokredite. S druge strane, mikrokreditne institucije su fokusirane na preduzeća sa rizičnijim poslovanjem kao što su, između ostalih, i start-up kompanije, kod kojih postoji značajan rizik od neuspeha. Prema globalnim procenama, u prvoj godini poslovanja stopa neuspeha iznosi 20%, dok nakon 5 godina dostiže nivo od 50% (Failory, 2022). Najviša stopa preživljavanja za nova preduzeća od 51.3% je ostvarena u oblasti rudarstva, dok se kao najčešći razlog neuspeha start-up kompanija (42%

slučajeva) navodi nedovoljna tražnja i neusklađenost proizvoda sa potrebama na tržištu (CB Insights, 2021).

U Tabeli 24. su prezentovane evropske institucije koje se bave mikrokreditiranjem putem kreditnih unija i nebankarskih finansijskih institucija i nevladinih organizacija. Prema broju kreditnih unija se izdvaja Turska (1625), dok najviše nebankarskih finansijskih institucija i nevladinih organizacija broje Poljska sa 85 kreditnih fondova i Italija sa preko 60 fondacija i akcionarskih društava. Većina institucija direktno odobrava finansijska sredstva i vodi proces kreditiranja, dok se u pojedinim zemljama ponuda mikrokredita plasira preko lokalnih banaka što je slučaj u Nemačkoj (Pytkowska, 2020).

Tabela 24. Broj kreditnih unija, nevladinih organizacija i nebankarskih finansijskih institucija koje se bave mikrokreditiranjem, 2020.

Kreditne unije		Nevladine organizacije i nebankarske finansijske institucije			
Albanija	14	Albanija	8	Severna Makedonija	2
Bugarska	17	Belgija	5	Poljska	85
Hrvatska	20	Bosna i Hercegovina	24	Rumunija	14
Severna Makedonija	1	Bugarska	4	Slovačka	1
Poljska	25	Francuska	10	Španija	20
Rumunija	24	Portugal	2	Švedska	1
Holandija	18	Mađarska	15	Švajcarska	1
Turska	1 625	Italija	61	Holandija	2
Velika Britanija	280	Crna Gora	2	Velika Britanija	34

Izvor: Pytkowska, *Microfinance in Europe: Survey Report 2020 edition*, 2020.

U svrhu definisanja finansijskih institucija potrebnih za pružanje podrške sektoru malih i srednjih preduzeća u Srbiji i prevazilaženja problema sa kojima se ovaj sektor suočava u slučaju popunjavanja nedostajućeg finansijskog gepa, izvedena je PwC studija (*Price Waterhouse Coopers*) u kojoj je takođe konstatovano da su krediti banaka gotovo jedini izvor koji im stoji na raspolaganju (EIB, 2017). Evropska investiciona banka procenjuje da su mala i srednja preduzeća u potpunosti zavisna od bankarskog sektora, što finansijsko tržište čini osetljivim na nepredviđene eksterne šokove u bankarskom sektoru, i s druge strane naglašava važnost uspostavljanja alternativnih, konkurentnih izvora finansiranja (EIB, 2017). Značaj uspostavljanja i razvoja mikrokreditnih finansijskih institucija posebno dobija na značaju ukoliko se sagleda procenjeni godišnji iznos nedostajućih sredstava za poslovanje MMSPP, koji predstavlja razliku između tražnje i ponude za mikrokreditima, u iznosu od oko jedne milijarde evra (European Commission, 2020). Prema dostupnim podacima, jedina zemlja koja beleži veći iznos ponude u odnosu na tražnju za mikrokreditima je Albanija, dok se Srbija, od svih zemalja u okruženju (pored Poljske) izdvaja po najvećoj potrebi i nezadovoljenoj tražnji za mikrokreditima. Češka,

kao tranziciona zemlja iz okruženja, u kojoj takođe nije zastupljeno mikrokreditiranje, ima 5 puta manje potrebe za mikrokreditima od Srbije (Tabela 25).

Tabela 25. Godišnja nezadovoljena tražnja za mikrokreditima u evrima, 2020.

Zemlja	Finansijski jaz	Zemlja	Finansijski jaz
Austrija	237 100 000	Turska	9 323 119 828
Francuska	1 653 677 105	Češka	208 900 000
Nemačka	1 299 800 000	Mađarska	283 284 181
Luksemburg	29 300 000	Poljska	1 256 700 000
Holandija	346 000 000	Rumunija	862 632 947
Velika Britanija	1 134 072 259	Slovačka	80 844 650
Italija	2 031 700 000	Slovenija	37 200 000
Španija	804 294 340	Albanija	(12 823 229)
Portugal	373 480 000	Crna Gora	169 728 654
Bugarska	219 091 908	Severna Makedonija	528 670 363
Hrvatska	160 000 000	Srbija	1 022 490 958

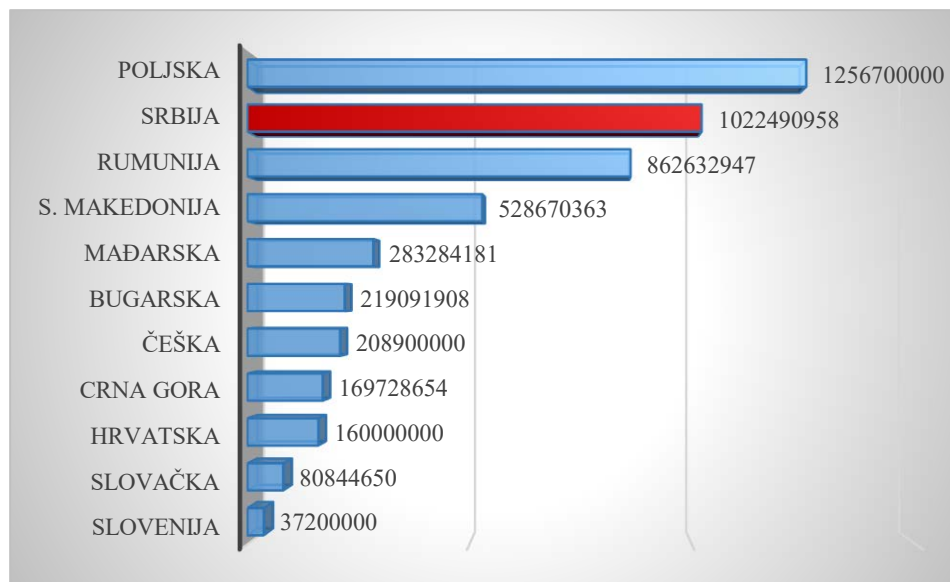
Izvor: European Commission, *Microfinance in the European Union: Market analysis and recommendations for delivery options in 2021-2027*, 2020.

U svrhu rešenja problema finansiranja malih i srednjih preduzeća u Srbiji, Evropska investiciona banka predlaže uvođenje mikrokreditnih finansijskih institucija. Takođe, kao preporuku navodi i uvođenje i razvoj Mikrofinansijskog fonda za povećanje vlasničkog kapitala (*Microfinance Capital Enhancement Equity Fund*) kao vid podrške svim novouvedenim nebankarskim finansijskim institucijama, kao i Mikrofinansijskog fonda za garanciju prvog gubitka (*Microfinance First-Loss Portfolio Guarantee*) čija bi osnovna funkcija bila odobravanje mikrokredita malim i srednjim preduzećima i preduzetnicima koji trenutno nemaju mogućnosti za pronalaženje adekvatnih izvora finansiranja usled neispunjavaja kreditnih kriterijuma zajmodavaca (EIB, 2017).

O značaju zastupljenosti mikrokreditnih finansijskih institucija govori i Izveštaj Evropske komisije o mikrofinansiranju u Evropskoj uniji do 2027. godine, u kojem se naglašava snažan potencijal jačanja uloge mikrofinansiranja kao efikasnog alata u podršci ekonomskom rastu, zaposlenosti, socijalnoj inkluziji i održivom razvoju. Takođe, akcenat je i na daljem rastu finansiranja od strane mikrokreditnih finansijskih institucija u zemlja Evropske unije. U izveštaju se predlaže harmonizacija zakonodavnih okvira za mikrofinansiranje u Evropi. Ono što je važno istaći jeste da Evropski kodeks dobrog ponašanja za obezbeđenje mikrokredita (*European Code of Good Conduct for Microcredit Provision*) definiše harmonizujuću „meku” regulativu, dok nacionalna regulativa i dalje prevladava. Takođe, Evropska komisija posebno ističe Srbiju (pored Austrije, Nemačke i Grčke) kao jednu od 4 zemlje u kojoj samo banke imaju mogućnost davanja kredita (i time naglašava njihovu monopolsku poziciju) i ostavlja prostor za istraživanje

uspostavljanja dijaloga sa regulatornim telima kako bi se obezbedili jednaki uslovi i uskladili nacionalni zakonodavni okviri sa pravilima Evropske unije (European Commission, 2020).

Grfikon 59. Dominantna pozicija Srbije u nezadovoljenoj tražnji za mikrokreditima među zemljama u okruženju, 2020.



Izvor: European Commission, *Microfinance in the European Union: Market analysis and recommendations for delivery options in 2021-2027*, 2020.

Zakon o nebankarskim finansijskim institucijama u Srbiji još uvek nije donet, što predstavlja značajnu prepreku u razvoju mikrokreditnih finansijskih institucija u Srbiji, a samim tim i prepreku osnaživanja i finansiranja sektora malih i srednjih preduzeća kao glavnih pokretača ekonomskih aktivnosti, što u krajnjoj instanci ne doprinosi održivom razvoju. Definisanjem pravnog okvira za mikrofinansiranje u Srbiji bi se zadovoljila visoka tražnja za mikro kreditima, podstakao održivi razvoj malih i srednjih preduzeća, što bi posledično uticalo na otvaranje novih radnih mesta, rast privredne aktivnosti i konkurentnosti domaćih preduzeća, rast zaposlenosti i suzbijanje siromaštva (Beraha i Đuričin, 2015). Analiziranjem podataka iz Tabele 26. može se uvideti da je mikrokreditiranje u Rumuniji, Albaniji, Crnoj Gori i Bosni i Hercegovini zakonom regulisano. U Severnoj Makedoniji, Sloveniji, Slovačkoj, Mađarskoj, Bugarskoj i Hrvatskoj mikrokreditiranje nije zakonski regulisano, ali nije ni zastupljena monopolska pozicija banaka u kreditnoj aktivnosti.

Tabela 26. Regulisanje oblasti mikrokreditiranja u evropskim zemljama

Zakonom regulisano mikrokreditiranje	Bez zakonskog regulisanja i bez monopolske pozicije banaka u kreditnoj aktivnosti	Bez zakonskog regulisanja, uz zastupljenu monopolsku poziciju banaka u kreditnoj aktivnosti
Francuska Italija Portugal Rumunija Albanija Crna Gora Bosna i Hercegovina	Belgija Bugarska Hrvatska Slovenija Slovačka Finska Mađarska Irska Luksenburg Španija Švedska Holandija Velika Britanija Severna Makedonija	Austrija Nemačka Grčka Srbija

Izvor: European Microfinance Network, *Microcredit Regulation in Europe: An Overview*, 2021.

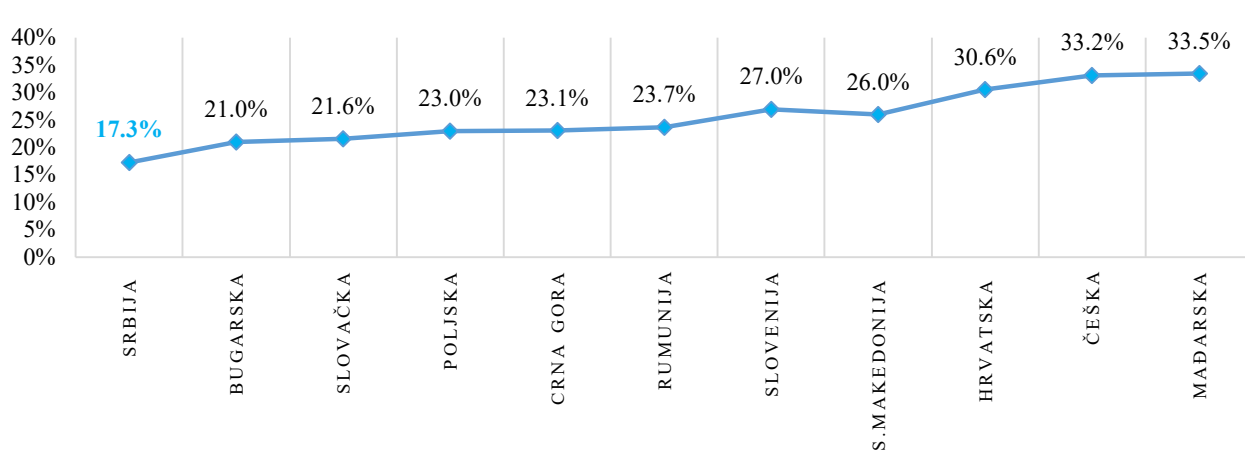
Nasuprot situaciji u Srbiji, Evropska komisija planira da poveća obim finansiranja i garancija namenjenih mikro preduzećima u iznosu od 0.84 milijardi evra. Takođe, posebno se obraća pažnja na vulnerabilna preduzeća (koja su isključena iz pristupa izvorima finansiranja usled visokog rizika poslovanja, poljoprivredna preduzeća i slične ugrožene kategorije) za koja se definišu posebni (blaži) uslovi pristupa finansiranju i garancijama. Takođe, finansijski instrumenti i politike koje se odnose na mikrofinansiranje su u funkciji ispunjenja ciljeva održivog razvoja. Više od polovine ciljeva održivog razvoja je tangirano finansijskim instrumentima koji se odnose na mikrofinansiranje, čiji predloženi budžet do 2027. godine iznosi 1.95 milijardi eura (European Commission, 2020).

Agencija SAD za međunarodni razvoj (*U.S. Agency for International Development-USAID*) u dugogodišnjim studijama koje su posvećene pronalaženju načina za unapređenje sektora malih i srednjih preduzeća u Srbiji naglašava zastupljenost finansijske isključenosti pomenutih preduzeća i važnost dostupnosti alternativnih izvora finansiranja i promovisanja nebankarskih finansijskih institucija značajnih za njihov razvoj (USAID, 2012). Predlaže uspostavljanje jedinstvenog regulatornog okvira za nebankarske kreditne institucije koje se ne bave depozitnim poslovima i širenje tržišta kroz nove provajdere finansijskih usluga i nove modele finansiranja poslovanja mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, jer je to sektor u kojem postoji konstantno rastuća nezadovoljena tražnja za finansijskim sredstvima. Nebankarski finansijski

sektor, a posebno sektor mikrokreditiranja, ima potencijala da raste i da se razvija i doprinese razvoju finansijskog sistema ukoliko se reguliše. Narodna banka Srbije bi trebalo da preuzme ulogu regulatornog tela za nebankarske finansijske institucije koje će biti definisane kao komercijalni ili profitni entiteti, po ugledu na uspešnu praksu u Rumuniji. S obzirom da je Srbija zemlja kandidat za pristupanje Evropskoj uniji, nerazvijen domaći nebankarski finansijski sektor neće moći da parira razvijenim evropskim konkurentima koji će svoje poslovne aktivnosti proširiti na tržište Srbije, shodno principu slobodnog kretanja kapitala (USAID, 2016).

Pored pristupa finansiranju, jedna od prepreka uspešnog rasta i razvoja sektora malih i srednjih preduzeća u domaćem finansijskom sistemu je i previsoka opterećenost zarada porezima i doprinosima u iznosu od 69%. Ako se posmatraju zemlje u okruženju poput Rumunije i Bugarske, uvideće se da je taj procenat opterećenja znatno niži, u rasponu 25%-30% (NALED, 2017). Na taj način domaća preduzeća (naročito sektor MMSPP) su nekonkurentna i u znatno nepovoljnijem položaju u međunarodnoj tržišnoj utakmici. Domaći poreski kapaciteti iznose skoro 40% bruto domaćeg proizvoda, što govori u prilog činjenici da su kompanije i stanovnici previše opterećeni porezima i doprinosima, što otežava razvoj (CEIC Data, 2021). Za mala i srednja preduzeća je od ključnog značaja period poslovanja od prvih 3-5 godina kada im treba pružiti podršku za rast i razvoj i poreskim podsticajima stimulisati dalja ulaganja. Mnogo povoljniji razvojni rezultati bi bili ostvareni smanjenjem poreskog opterećenja, što bi usled pozitivnog delovanja na privrednu aktivnost, doprinelo višoj stopi rasta bruto domaćeg proizvoda, a po tom osnovu i većim javnim prihodima u budućnosti.

Grafikon 60. Stopa bruto domaće štednje (% bruto domaćeg proizvoda), 2021.



Izvor: CEIC Data & World Bank Data, *Gross Savings Rate*, 2021.

Za rast investicija, podsticanje privredne aktivnosti i održivi razvoj, je pored razvijenog finansijskog sistema, veoma važan i nivo domaće štednje. U zemljama sa niskim dohotkom, kao što je Srbija, prioritnije je stimulisanje rasta domaće štednje nego privlačenje stranih direktnih

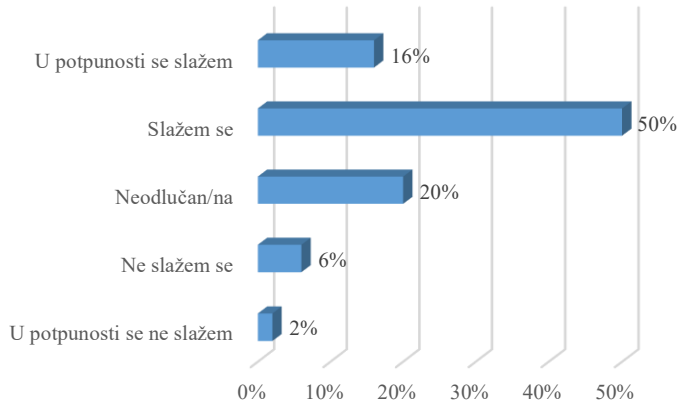
investicija (i plaćanje subvencija), što nije u fokusu trenutno zastupljenog razvojnog pravca (Veselinović, 2020). Bankarski orijentisan finansijski sistem i asimetričan razvoj finansijskog sistema uz izuzetno niske kamatne stope na depozite ne deluju podsticajno na rast štednje (USAID, 2012). U Srbiji, štednja čini 17.3% bruto domaćeg proizvoda (CEIC Data, 2021). Po ugledu na tranzicione zemlje iz okruženja, za pokretanje razvojne aktivnosti, nivo domaće štednje bi trebalo da iznosi najmanje 25% bruto domaćeg proizvoda. Uz izgradnju povoljnog poslovnog okruženja i ambijenta za ulaganja, nivo investicija od najmanje četvrtine bruto domaćeg proizvoda, obezbeđenje makroekonomske stabilnosti, podsticanje efikasnosti, konkurentnosti i izvozne orijentacije MMSPP i razvijen finansijski sistem koji pored snažnog bankarskog sektora karakteriše i razvijen sektor osiguranja, lizinga, penzionih fondova, faktoringa, uz razvoj alternativnih investicionih fondova i novih vidova eksternog ulaganja u preduzeća poput poslovnih anđela i *crowdfunding* transakcija, zastupljenost mikrofinansiranja i dalji razvoj finansijskih tržišta, moguće je otvariti ekonomski rast i smanjiti zaostajanje za naprednim tranzicionim ekonomijama iz okruženja.

6.3. Empirijsko istraživanje: Ispitivanje stavova eksperata iz oblasti ekonomije i finansija, predstavnika bankarskog sektora i predstavnika privatnog sektora o važnosti mikrokreditiranja za razvoj domaćeg finansijskog sistema

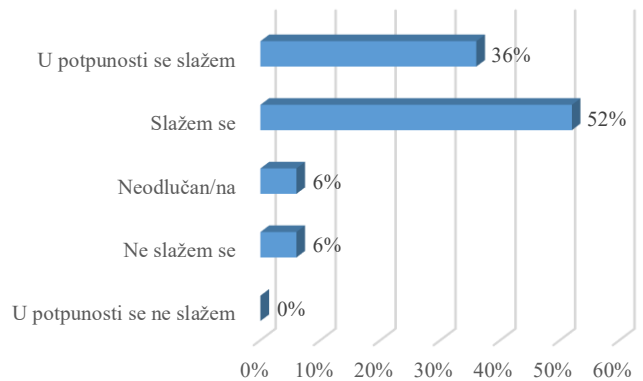
Ispitivanje tvrdnje o opravdanosti uvođenja mikrokreditnih finansijskih institucija u domaći finansijski sistem dopuniće i analiza stavova ispitanika o razvijenosti finansijskog sistema Srbije u sprovedenom istraživanju putem upitnika. Ispitanici su iznosili stavove o tome da li je trenutna ponuda kredita banaka u skladu sa specifičnostima poslovanja sektora MMSPP i da li uspeva da izađe u susret njihovim finansijskim potrebama. Udeo ispitanika koji je izneo stav da trenutna ponuda kredita banaka ne odgovara potrebama preduzeća je 66%.

Predmet istraživanja je bilo i ispitivanje stavova o potencijalnom razvoju i unapređenju domaćeg finansijskog sistema zastupljenošću mikrokreditiranja. Udeo od 86% ispitanika je izneo stav da bi uvođenje mikrokreditnih finansijskih institucija doprinelo unapređenju domaćeg finansijskog sistema, 76% ispitanika smatra da bi se mikrokreditiranje pozitivno odrazilo na rast zaposlenosti, 88% ispitanika smatra da bi zastupljenost institucija ovog tipa pospešila osnivanje mikro, malih i srednjih preduzeća, dok 80% iznosi stav da bi pomenute institucije doprinele unapređenju poslovnih rezultata, rastu i razvoju mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika.

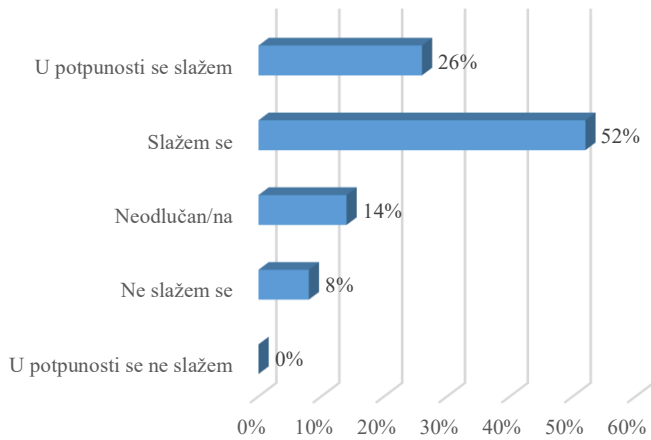
Grafikon 61. Ponuda bankarskih kredita ne odgovara u potpunosti potrebama MMSPP



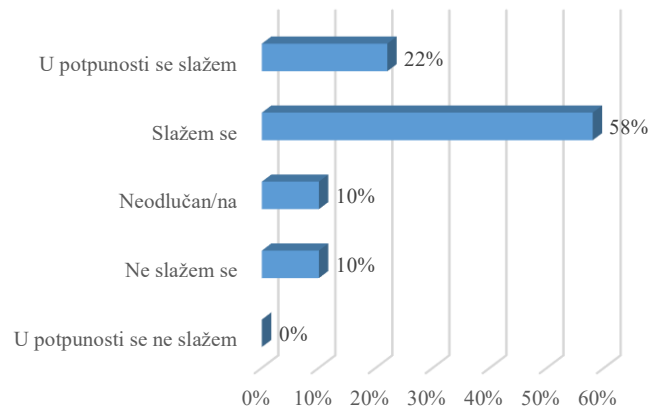
Grafikon 62. Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija bi doprinela unapređenju domaćeg finansijskog sistema



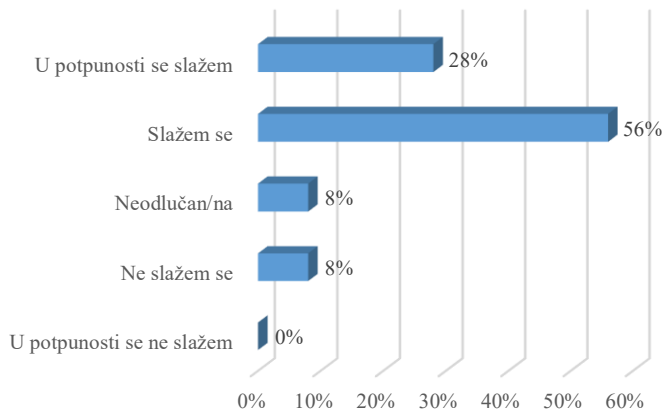
Grafikon 63. Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija bi doprinela porastu zaposlenosti



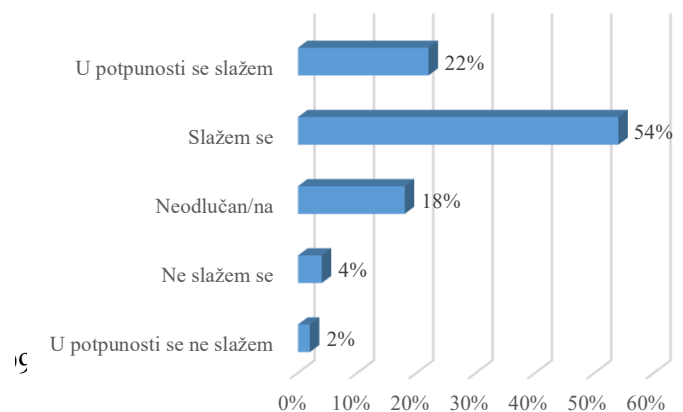
Grafikon 64. Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija bi pospešila rast i razvoj MMSPP



Grafikon 65. Usvajanje Zakona o nebankarskim finansijskim institucijama bi doprinelo unapređenju domaćeg finansijskog sistema



Grafikon 66. Usvajanje Zakona o nebankarskim finansijskim institucijama bi doprinelo podsticanju razvoja MMSPP



Istraživanje je obuhvatilo i analizu potencijalnih koristi od uvođenja Zakona o nabankarskim finansijskim uslugama, pri čemu se 84% ispitanika složilo sa tvrdnjom da bi zakonsko regulisanje oblasti mikrofinansiranja i zadovoljenje tražnje za mikrokreditima doprinelo unapređenju finansijskog sistema Srbije, a 76% ispitanika ističe da bi se pozitivno odrazilo na iskorišćenje razvojnih šansi i potencijala mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika jer bi adekvatnom finansijskom podrškom uspeli da iskoriste mogućnosti za razvoj i da ostvare značajnije učešće u bruto domaćem proizvodu i izvozu i postanu konkurentniji na međunarodnom tržištu.

Tabela 27. Vrednosti *Cronbach's Alpha* za skalu BANKOCENTRIČNOST (B) i skalu MIKROKREDITNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE (MFI)

Skale	Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha zasnovana na standardizovanim jedinicama	Broj jedinica
B	0,705	0,704	3
MFI	0,922	0,922	3

Predmet daljeg istraživanja se zasniva na povezivanju stavova ispitanika o neophodnosti uvođenja mikrokreditnih finansijskih institucija sa stavovima koji se odnose na bankocentričnu strukturu domaćeg finansijskog sistema koja je bila predmet analize poglavlja 5. Naime, predmet interesovanja je izračunavanje udela ispitanika koji izražava saglasnost sa stavom o neophodnosti uvođenja mikrokreditnih finansijskih institucija, dok se ujedno slaže i sa stavom o bankocentričnosti finansijskog sistema. Na osnovu pitanja iz upitnika o stabilnosti finansijskog sistema Srbije formirane su dve skale:

(1) BANKOCENTRIČNOST (B) koja obuhvata stavove:

- Finansijski sistem Srbije je bankocentričan,
- Bankocentričnost finansijskog sistema utiče ograničavajuće na održivi razvoj,
- Bankocentričnost finansijskog sistema ne deluje podsticajno na razvoj mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP).

(2) MIKROKREDITNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE (MFI) koja je zasnovana na sledećim stavovima:

- Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija u domaćem finansijskom sistemu bi doprinela porastu zaposlenosti,

- Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija u domaćem finansijskom sistemu bi pospešila osnivanje MMSPP,
- Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija u domaćem finansijskom sistemu bi pospešila rast i razvoj MMSPP.

Stavovi su formirani u obliku Likertove skale, tako da nam niži rezultati govore o slaganju sa stavom, a viši o neslaganju. Pre formiranja skale, kako bi se utvrdilo da dati stavovi zaista mere istu kategoriju, sprovedena je analiza pouzdanosti. Tabela 27. ukazuje da je u slučaju obe skale vrednost *Cronbach's Alpha* veća od 0.7 što potvrđuje da je formiran pouzdan merni instrument (Soldić Aleksić, 2018). Kako bi se u daljem koraku utvrdilo da li su ispitanici koji su saglasni sa stavom da je potrebno uvesti mikrokreditne finansijske institucije, ujedno saglasni sa tim da je domaći finansijski sistem bankocentričan, primenjen je neparametarski metod, χ^2 test (Test o nezavisnosti obeležja). Potvrđeno je da postoji veza između dva ispitivana obeležja ($p < 0,05$), a na osnovu vrednosti mere asocijacije ($\text{Gamma} = 0,508$) reč je o srednjoj jačini povezanosti navedene dve skale (Soldić Aleksić i Hroneos Krasavac, 2009).

Tabela 28. Distribucija odgovora prema skali BANKOCENTRIČNOST (B)

SKALA BANKOCENTRIČNOST (B)					
		Frekvencija	%	Validni %	Kumulativni %
	U potpunosti se slažem	54	36,0	36,0	36,0
	Slažem se	54	36,0	36,0	72,0
	Neodlučan/na	18	12,0	12,0	84,0
	Ne slažem se	15	10,0	10,0	94,0
	U potpunosti se ne slažem	9	6,0	6,0	100,0
	Total	150	100,0	100,0	

Tabela 29. Distribucija odgovora prema skali MIKROKREDITNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE (MFI)

SKALA MIKROKREDITNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE (MFI)					
		Frekvencija	%	Validni %	Kumulativni %
	U potpunosti se slažem	33	22,0	22,0	22,0
	Slažem se	78	52,0	52,0	74,0
	Neodlučan/na	18	12,0	12,0	86,0
	Ne slažem se	9	6,0	6,0	92,0
	U potpunosti se ne slažem	12	8,0	8,0	100,0
	Total	150	100,0	100,0	

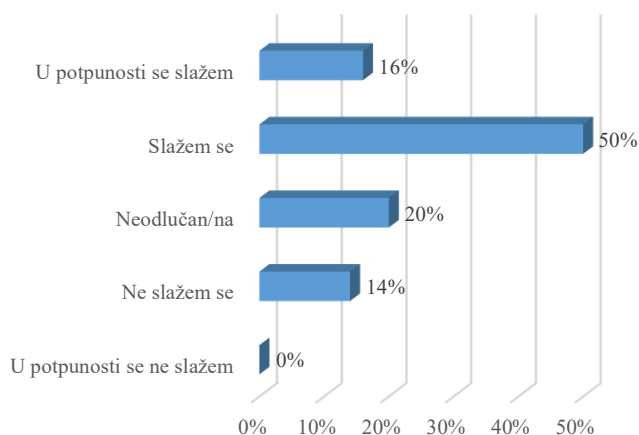
Tabela 30. Distribucija odgovora prema skalama BANKOCENTRIČNOST (B) i
MIKROKREDITNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE (MFI)

		MFI						Total
		U potpunosti se slažem	Slažem se	Neodlučan/na	Ne slažem se	U potpunosti se ne slažem		
B	U potpunosti se slažem	Count	24	21	6	0	3	54
		% within B	44,4%	38,9%	11,1%	0,0%	5,6%	100,0%
		% within MFI	72,7%	26,9%	33,3%	0,0%	25,0%	36,0%
		% of Total	16,0%	14,0%	4,0%	0,0%	2,0%	36,0%
	Slažem se	Count	9	33	9	3	0	54
		% within B	16,7%	61,1%	16,7%	5,6%	0,0%	100,0%
		% within MFI	27,3%	42,3%	50,0%	33,3%	0,0%	36,0%
		% of Total	6,0%	22,0%	6,0%	2,0%	0,0%	36,0%
	Neodlučan/na	Count	0	9	0	6	3	18
		% within B	0,0%	50,0%	0,0%	33,3%	16,7%	100,0%
		% within MFI	0,0%	11,5%	0,0%	66,7%	25,0%	12,0%
		% of Total	0,0%	6,0%	0,0%	4,0%	2,0%	12,0%
	Ne slažem se	Count	0	9	3	0	3	15
		% within B	0,0%	60,0%	20,0%	0,0%	20,0%	100,0%
		% within MFI	0,0%	11,5%	16,7%	0,0%	25,0%	10,0%
		% of Total	0,0%	6,0%	2,0%	0,0%	2,0%	10,0%
	U potpunosti se ne slažem	Count	0	6	0	0	3	9
		% within B	0,0%	66,7%	0,0%	0,0%	33,3%	100,0%
		% within MFI	0,0%	7,7%	0,0%	0,0%	25,0%	6,0%
		% of Total	0,0%	4,0%	0,0%	0,0%	2,0%	6,0%
Total		Count	33	78	18	9	12	150

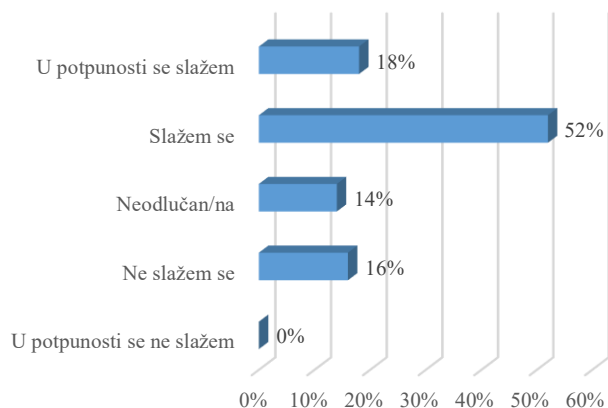
Total	% within B	22,0%	52,0%	12,0%	6,0%	8,0%	100,0%
	% within MFI	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	% of Total	22,0%	52,0%	12,0%	6,0%	8,0%	100,0%

Na osnovu rezultata iz Tabele 30. može se konstatovati da je udeo ispitanika, saglasan sa stavom da je potrebno uvesti mikrokreditne finansijske institucije i unaprediti domaći finansijski sistem, što bi doprinelo ostvarenju boljih poslovnih rezultata mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, ujedno saglasan i sa stavom da je domaći finansijski sistem bankocentričan 72.7%.

Grafikon 67. Razvojne finansijske institucije doprinose unapređenju finansijskog sistema Srbije



Grafikon 68. Razvojne finansijske institucije finansijskom podrškom doprinose unapređenju poslovanja MMSPP



Ispitanici su iznosili stavove i o uticaju razvojnih finansijskih institucija na unapređenje finansijskog sistema i na finansiranje i održivi razvoj mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika. Udeo ispitanika koji je istakao da razvojne finansijske institucije pružaju značajnu podršku finansiranju razvoja sektora MMSPP iznosi 70%. Dve trećine ispitanika veruje da razvojne finansijske institucije svojim investicionim aktivnostima doprinose unapređenju finansijskog sistema Srbije, pružaju podršku Srbiji na putu ka održivom razvoju i doprinose uspostavljanju konkurentnijeg poslovnog okruženja.

Razvojne finansijske institucije zemljama obezbeđuju finansijsku ekspertizu, a kroz saradnju sa lokalnim finansijskim institucijama grade dugoročno održiv finansijski sistem koji zadovoljava potrebe domaćih preduzeća. Razvojne finansijske institucije su u mogućnosti da u saradnji sa malim lokalnim bankama obezbede izvore za specifične finansijske zahteve mikro, malih i srednjih preduzeća. Istraživanja ukazuju na to da one zemlje koje u svojoj finansijskoj strukturi

imaju više zastupljenih malih domaćih banaka i mikrokreditnih institucija beleže brži rast koji se jednim delom duguje njihovoj sposobnosti da obezbede finansiranje konkurentnih malih i srednjih preduzeća (Lin, 2009).

Tabela 31. Razvojne finansijske institucije u Srbiji i zemljama u okruženju

Razvojne finansijska institucija	
Albanija	<i>Agro & Social Fund Sh.P.K.</i>
	<i>Fondi Besa Sh.A.</i>
Bosna i Hercegovina	<i>Investiciono-razvojna banka Republike Srpske</i>
Bugarska	<i>Bulgarian Development Bank</i>
Češka	<i>Czech Export Bank</i>
	<i>Czech-Moravian Guarantee and Development Bank</i>
	<i>Export Guarantee and Insurance Corporation</i>
Hrvatska	<i>Hrvatska banka za obnovu i razvitak</i>
	<i>Croatian Agency for SMEs, Innovations and Investments</i>
Mađarska	<i>MFB Hungarian Development Bank Private Limited Company</i>
	<i>Credit Guarantee</i>
	<i>Hungarian Export-Import Bank Plc.</i>
Poljska	<i>Bank of National Economy</i>
	<i>Export Credit Insurance Corporation</i>
Severna Makedonija	<i>Macedonian Bank for Development Promotion</i>
Rumunija	<i>FRC S.C. Romanian Fund for Counter-Guarantee S.A.</i>
	<i>National Credit Guarantee Fund for Small and Medium Enterprises</i>
	<i>Romanian Eximbank</i>
	<i>Romanian Loan Guarantee Fund</i>
	<i>Romanian Rural Credit Guarantee Fund</i>
Slovačka	<i>Export-Import Bank of the Slovak Republic</i>
	<i>Slovak Guarantee and Development Bank</i>
Slovenija	<i>Slovene Enterprise Fund</i>
	<i>Slovene Export and Development Bank</i>
	<i>Slovene Regional Development Fund</i>
Srbija	<i>Fond za razvoj Republike Srbije</i>
	<i>Razvojna Agencija Srbije</i>
	<i>Zeleni fond Republike Srbije</i>

Izvor: Xu, Ren & Wu, *Mapping Development Finance Institutions Worldwide: Definitions, Rationales, and Varieties*, 2019.

Stiče se utisak da se u javnom sektoru mnogo više govori o privatnom sektoru, nego što se razgovara i vodi konstruktivan dijalog sa privatnim sektorom i oslušuju njegove potrebe. U tom smislu, razvojne finansijske institucije mogu delovati kao važna veza između privatnog sektora i kreatora politika. Ove institucije su u boljoj poziciji da vode dijalog sa privatnim investitorima uključujući banke, osiguravajuća društva, penzijske fondove o preprekama sa kojima se suočavaju prilikom ulaganja u siromašne zemlje (EDFI, 2016). Investicione aktivnosti malih i srednjih preduzeća u Srbiji zaostaju za zemljama Evropske unije, stoga bi uloga razvojnih finansijskih institucija u osnaživanju ovog sektora bila u budućnosti od izuzetnog značaja.

Razvojne finansijske institucije doprinose razvoju ulaganjem u održive projekte privatnog sektora. One su uključene u te projekte duži vremenski period, od pet do deset godina ili duže, permanentno prateći njihov razvojni potencijal i doprinos. Pored rezultata koji se odnose na otvaranje novih radnih mesta u zemljama u razvoju, rast proizvodnje dobara i usluga, rast poreskih prihoda, projekti takođe generišu finansijske prinose koji se mogu reinvestirati u privredu i koji vremenom doprinose održivom rastu i poboljšanju životnih uslova u društvu (EDFI, 2016).

Razvojne finansijske institucije intenzivnim investicionim aktivnostima mogu u značajnoj meri doprineti razvoju sektora mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika u Srbiji. S jedne strane, podstiče se poslovna aktivnost u preduzećima koja rastu i razvijaju se, eliminiše finansijska barijera koja je delovala ograničavajuće na njihove performanse, ostvaruje ekonomski rast, dok se s druge strane promovise zaštita životne sredine i očuvanje i ekonomična upotreba ograničenih prirodnih resursa što je ultimativni razvojni cilj. Ekološki osvešćena preduzeća su nosioci budućeg razvoja i treba im pružiti neophodnu finansijsku podršku. U Srbiji je prva domaća razvojna finansijska institucija bila Razvojna banka Vojvodine koja je trenutno u stečaju, dok su sada zastupljeni Fond za razvoj Republike Srbije, Razvojna agencija Srbije i Zeleni fond. Razvojne finansijske institucije u Srbiji ulažu u privatna preduzeća koja su profitabilna i ekološki i društveno održiva.

Prema investicionim aktivnostima vrednim 1.8 milijardi evra se posebno izdvaja Nemačka razvojna banka (*KfW*) koja najvećim delom ulaže u projekte energetske efikasnosti, klimatskih akcija i zaštite životne sredine i obezbeđuje kreditne linije i garancije za sektor MMSPP (*KfW*, 2022). Evropski fond za jugoistočnu Evropu (*The European Fund for Southeast Europe - EFSE*) spada u najveće razvojne fondove za mikrofinansiranje na svetu. Zemlje jugoistočne Evrope u koje fond investira su Srbija, Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Severna Makedonija, Crna Gora, Rumunija i Turska. Vrednost investicionog portfolija iznosi oko 917 miliona evra, pri čemu su zemlje sa najvećim učešćem Rumunija (16.6%), Gruzija (13.9%), Turska (13.4%) i Srbija (12.6%). Ova razvojna finansijska institucija investira u 105 000 malih i srednjih preduzeća i domaćinstava i doprinosi generisanju 91 000 radnih mesta. Odobrila je oko milion kredita malim i srednjim preduzećima i domaćinstvima u vrednosti od 8.1 milijardi evra (EFSE, 2020).

Međunarodna finansijska korporacija (IFC) pruža podršku u finansiranju malih i srednjih preduzeća kroz kreditne linije komercijalnim bankama i lizing kompanijama, pri čemu se posebno izdvajaju linije namenjene finansiranju poljoprivrede i energetske efikasnosti. Projekti tehničke podrške imaju za cilj izgradnju kapaciteta finansijskih institucija u oblasti kreditiranja projekata energetske efikasnosti i korporativnog upravljanja, pružanje saveta preduzećima o vidovima unapređenja energetske efikasnosti, pomoć poljoprivrednim preduzećima u izgradnji kapaciteta za bezbednost hrane i kontinuiranu saradnju sa javnim sektorom u domenu poboljšanja logistike trgovine i poreske procedure i administracije (EIB, 2016).

Analizirajući istraživanja i preporuke međunarodnih finansijskih institucija o potrebi unapređenja i izgradnje raznovrsnijeg finansijskog sistema, prakse razvijenih zemalja i strukture njihovih finansijskih sistema u kojima su zastupljene različite finansijske institucije, koristi koje donosi usvajanje Zakona o nebankarskim finansijskim institucijama, preporuke za prevazilaženje izrazite bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema, tražnju za mikrokreditima, stavove ispitanika o bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema i realnim potrebama za mikrofinansiranjem može se konstatovati da je hipoteza ***H₂: Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija u domaćem finansijskom sistemu bi ostvarila pozitivan uticaj na održivi razvoj sektora mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP)*** kroz sprovedeno istraživanje potvrđena.

7. ZELENI INSTRUMENTI DUGA I ZELENO FINANSIRANJE U SLUŽBI ODRŽIVOG RAZVOJA

Ovaj deo rada je baziran na objašnjenju specifičnih hartija od vrednosti kao što su zeleni instrumenti duga i zelenom finansiranju u službi održivog razvoja. Poseban akcenat je na zelenim obveznicama, kao finansijskom instrumentu koji je u funkciji očuvanja životne sredine. Biće prezentirani rezultati sprovedene analize ekološke osvešćenosti i implementacije zelenih projekata i investicija od strane sektora MMSPP u Srbiji, kao i stepena razvijenosti zelenog finansiranja u domaćem bankarskom sektoru putem odobrenja zelenih kreditnih linija za investicije sa ekološkom dimenzijom. Utvrdiće se da li su zeleni krediti pristupačan izvor finansiranja sektora MMSPP u Srbiji i napraviti komparacija sa cenama pomenutih kredita u zemljama u okruženju. Biće utvrđeno u kojoj meri je zastupljena promocija zelenog preduzetništva u Srbiji i podstaknuta od strane države kroz podršku u vidu subvencija ili poreskih stimulansa kako bi se nagradile ekološki orijentisane poslovne prakse preduzeća, kao i kroz izdvajanja budžetskih sredstava za unapređenje životne sredine. Poseban deo analize biće posvećen ulozi razvojnih finansijskih institucija u pružanju pomoći preduzećima prilikom apliciranja za zelene kredite banaka, kao i u podsticanju preduzeća na zelene investicije.

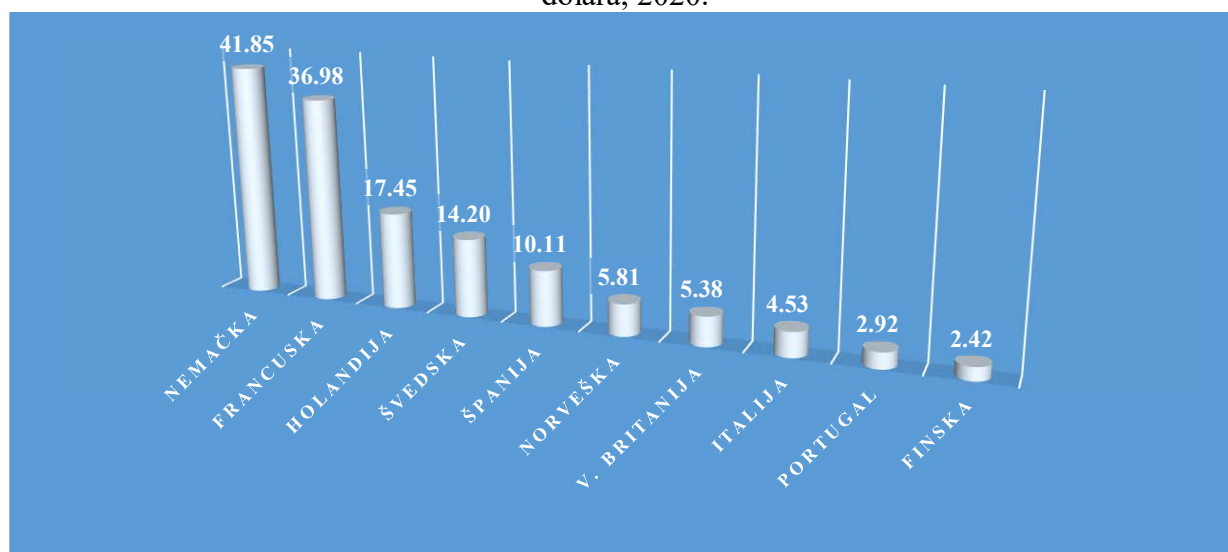
7.1. Zelene obveznice – finansijski instrument duga u funkciji zaštite životne sredine

Zeleno finansiranje podrazumeva rastuće finansijske tokove bankarskog sektora, sektora osiguranja, mikrokreditnih finansijskih institucija, investitora koji su usmereni ka ostvarenju ciljeva održivog razvoja. Finansijski tokovi se odnose na javni, privatni i neprofitni sektor, dok se zelenim finansiranjem ostvaruju višestruke koristi, od širenja svesti o neophodnosti zaštite životne sredine i uvođenja društveno odgovornih finansijskih aktivnosti, smanjenja ekoloških rizika, pružanja podrške u procesu tranzicije ka zelenoj ekonomiji, do ostvarenja odgovarajućih stopa prinosa na investiciona ulaganja (UNEP, 2016). Investicije koje su fokusirane na ostvarenje ekoloških ciljeva se odnose na energetska efikasnost, obnovljive izvore energije, klimatske promene, očuvanje i kontrolu kvaliteta vazduha, zaštitu biodiverziteta, racionalno korišćenje prirodnih resursa i zemljišta, inicijative koje počivaju na principima cirkularne ekonomije i sl. Zeleno finansiranje može imati ključnu ulogu u održivom razvoju ukoliko je pre svega dostupno, ima značajan ekološki doprinos i ukoliko je funkcionalno i dobro osmišljeno (Alliance for Financial Inclusion, 2021).

Zeleni dug (*green debt*) se definiše kao jedan segment održivog duga (*sustainable debt*), kao šireg koncepta, koji obuhvata dužničke instrumente koji su povezani sa društvenim ciljevima, zaštitom životne sredine i upravljanjem. Na taj način se u fokus investitora sve više postavljaju i

nefinansijski faktori poslovnog odlučivanja (IMF, 2021b). Tržište zelenog duga raste i razvija se, kao i instrumenti zelenog duga. U toku 2021. godine vrednost izdatih instrumenata održivog duga je iznosila više od 1600 milijardi dolara, što je najveći ostvareni rezultat do sada, uz koji ukupno tržište dostiže vrednost od preko 4000 milijardi dolara. U korist značajnom rastu govore i podaci iz prethodnih godina kada je u toku 2020. godine vrednost pomenutih instrumenata iznosila oko 763 milijardi dolara, dok je godinu pre distigla vrednost od 577 milijardi dolara. Takođe, povećanje emisije zelenih obveznica je iznosilo 100% između 2020. i 2021. godine. Jedino je osvaren pad u ponudi društvenih obveznica (*social bonds*) kojima se finansiraju projekti sa pozitivnim društvenim ishodom. Razlog za pad ponude u drugoj polovini 2021. godine u odnosu na prvu polovinu je najvećim delom iniciran ukidanjem sredstava za finansiranje programa pomoći u prevazilačenju posledica izazvanih *Covid-19* krizom (BloombergNEF, 2022). Međunarodno udruženje tržišta kapitala (*International Capital Market Association-ICMA*) predstavlja vodeću instituciju u oblasti promovisanja međunarodnog tržišta kapitala i hartija od vrednosti, definišući pravila, principe i preporuke uspešnog poslovanja (ICMA, 2020). Postoje dve vrste obaveza održivosti koje su povezane sa održivim dugom. Kod instrumenata zasnovanih na aktivnostima, izdavalac je u obavezi da iskoristi prikupljena sredstva od emisije za određenu održivu poslovnu aktivnost ili projekat. Najzastupljeniji instrumenti duga koji su zasnovani na aktivnostima su zelene obveznice. Nasuprot tome, instrumenti duga zasnovani na izdavaocu, uključuju ciljeve održivosti vezane za samog izdavaoca, dok se novac prikupljen od emisije duga može koristiti u opšte svrhe. Primeri instrumenata zasnovanih na emitentu su tradicionalne (konvencionalne) obveznice i zajmovi vezani za održivost (IMF, 2021b).

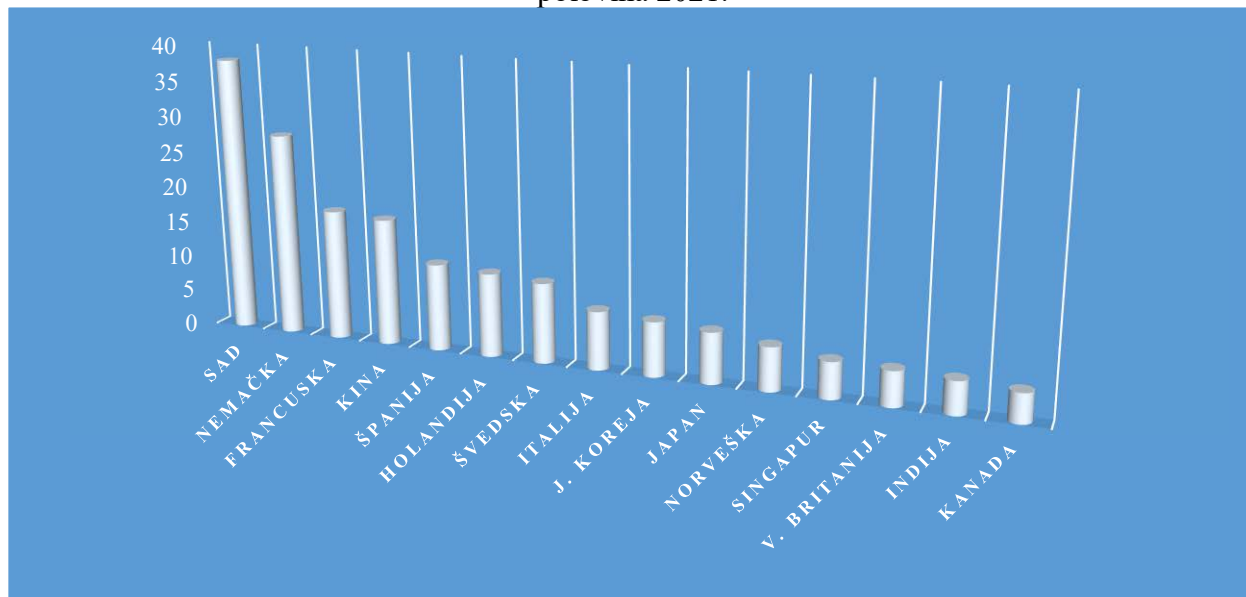
Grafikon 69. Vrednost zelenih obveznica prvih 10 evropskih zemalja emitenata u milijardama dolara, 2020.



Izvor: Statista Data, *Value of Green Bond Issuance*, 2020.

Tendencija je da se postulati održivog razvoja inkorporiraju u sve sfere finansiranja. Tržišta kapitala dobijaju sve značajniju ulogu u zelenom finansiranju. Jedan od najvažnijih finansijskih instrumenata u borbi protiv klimatskih promena, odnosno očuvanja životne sredine uz adekvatno ispunjenje ekonomskih i ekoloških ciljeva, jesu zelene hartije od vrednosti (Sovilj, 2020). Zelene obveznice, kao inovativni instrumenti tržišta kapitala, predstavljaju dužničku, odnosno, obligacionopravnu hartiju od vrednosti kojom se njen izdavalac obavezuje da isplati imaoicima glavnice sa pripadajućom kamatom (Laskowska, 2018). Poput konvencionalne obveznice, i zelena obveznica omogućava emitentu da prikupi sredstva za specifične projekte ili tekuće poslovne potrebe, u zamenu za fiksnu periodičnu isplatu kamate i otplatu glavnice po dospeću. Razlika je u tome što sredstva prikupljena emisijom zelenih obveznica se usmeravaju u finansiranje ekološki efikasnih projekata, korisnih po životnu sredinu. Kao segment finansiranja klimatskih promena posmatrano u širem kontekstu, zelene obveznice imaju važnu ulogu u određivanju cena klimatskih rizika, prikupljanju sredstava za niskougledničku ekonomiju i podsticanje emitenata i investitora na usmeravanja kapaciteta ka pitanjima klimatskih promena. Shodno tome, zelene obveznice i drugi zeleni instrumenti duga razvijaju se i oblikuju prema preferencijama investitora i emitenata, uz neizbežno prilagođavanje postojećih pozitivnopravnih propisa i standarda (IMF, 2021b).

Grafikon 70. Vrednost zelenih obveznica prvih 15 zemalja emitenata u milijardama dolara, prva polovina 2021.



Izvor: CBI, *Sustainable Debt Market, Summary H1*, 2021.

U poslednjih 5 godina, kako su se značajno intenzivirali globalni naponi za rastom zelenog finansiranja, tako je ostvaren i značajan rast tržišta zelenih obveznica, iako postoji već deset godina. Najznačajniji emitenti zelenih obveznica su multilateralne razvojne banke, javne i

privatne institucije, uključujući vlade, vladine agencije, korporacije i finansijske institucije (World Bank, 2017). Evropa je lider u izdavanju zelenih obveznica. Posmatrajući tržište zelenih obveznica u evropskim zemljama, u 2020. godini se izdvajaju Nemačka i Francuska sa skoro 42 i 37 milijardi dolara vrednih emitovanih obveznica, respektivno (Grafikon 69). Takođe, može se primetiti da posebno učešće uzimaju skandinavske zemlje poput Norveške, Švedske i Finske, koje se nalaze među prvih 10 zemalja u Evropi (Statista, 2020b). Prema poslednjim raspoloživim podacima, na globalnom planu, vodeće zemlje u prvoj polovini 2021. godine u emisijama zelenih obveznica su SAD, Nemačka, Francuska, Kina i Španija (Grafikon 70).

Emisija zelenih obveznica u SAD u vrednosti od 37.6 milijardi dolara u prvoj polovini 2021. godine, predstavlja 17% vrednosti ukupno emitovanih zelenih obveznica. Na drugom mestu je Nemačka, iako zemlja sa mnogo manjom ekonomijom od SAD, ali sa udelom od 13% u ukupnoj vrednosti i iznosom od 28.5 milijardi dolara. Francuska i Kina su rangirane na 3. i 4. mestu sa udelima od po 10% i vrednošću zelenih obveznica od 22.8 milijardi dolara i 22 milijarde dolara. Na 5. mestu se nalazi Španija čija vrednost emitovanih zelenih obveznica iznosi 11.7 milijardi dolara, a udeo u ukupnoj vrednosti 5%. Emitovanje instrumenata zelenog duga od strane nefinansijskih korporacija je poraslo za čak 162% do nivoa od 67 milijardi dolara i više od četvrtine ukupnih emisija (28%). Finansijske korporacije zauzimaju drugo mesto i učešće od 22%, dok je učešće razvojnih banaka 10% (CBI, 2021). Na tržištima na kojima dominiraju razvojne banke, zelene obveznice nisu ostvarile samo rast u ukupnom emitovanom iznosu, već i je postignuta i diverzifikacija emitenata, valuta u kojima se izdaju, sektora koji su predmet ulaganja, kao i geografska diverzifikacija (IRENA, 2020).

Tabela 32. Glavni emitenti zelenih obveznica, prva polovina 2021.

Emitent	Vrednost u milijardama dolara
Republika Francuska	12.9
Fannie Mae (SAD)	8.6
Savezna Republika Nemačka	7.3
KfW (Nemačka)	6.8
EIB	6.1
CaixaBank SA (Španija)	3.1
China Development Bank	3.1
Intesa Sanpaolo (Italija)	3.1

Izvor: CBI, *Sustainable Debt Market, Summary H1*, 2021.

Od nezavisnih emitenata, na prvom mestu je Republika Francuska sa skoro 13 milijardi emitovanih zelenih obveznica u prvoj polovni 2021. godine. Od finansijskih korporacija izdvaja se CaixaBank koja vodi poreklo iz Španije, sa dominantnim učešćem od 6% u ukupnim emisijama i vrednošću emitovanih obveznica od 3.1 milijardi dolara. Emisije zelenih dužničkih finansijskih instrumenata od strane razvojnih banaka su utrostručene dostigavši vrednost od 22.2

milijardi dolara (u odnosu na vrednost od 8.3 milijarde dolara u prvoj polovini 2020. godine), pri čemu je trećina emisija obezbeđena od strane Nemačke razvojne banke (*KfW*) (CBI, 2021).

Kako se u međuvremenu tržište zelenih obveznica širilo i kako je rasla zainteresovanost ulagača za ovaj vid investiranja, tako je rasla i potreba za kreiranjem tržišnih indeksa koji prate finansijske performanse određene grupe hartija od vrednosti. Tokom 2014. godine niz banaka, kreditnih rejting agencija i pružalaca usluga pristupilo je kreiranju indeksa zelenih obveznica. Uloga indeksa ove vrste ogleđa se u smanjenju asimetričnosti informacija sa kojom se suočavaju investitori, i to najpre kroz pružanje jasnih podataka o rizicima i prinosima na ulaganja (OECD, 2015a). Zbog ovih i sličnih pogodnosti, pred mnoge institucionalne investitore sve češće se postavlja zahtev da ulažu isključivo u hartije od vrednosti koje ispunjavaju određene standarde, te je moguće zaključiti da zelena obveznica uključena u referentni indeks postaje značajan faktor privlačenja investitora na tržištu zelenih obveznica (OECD, 2015a). Rast tržišta zelenih obveznica doprineo je razvoju tržišta kapitala. Naime, u martu 2014. godine kreiran je prvi svetski indeks zelenih obveznica *Solactive Green Bond Index Series*, a potom i sledeći indeksi: *S&P Green Bond Index and Green Project Bond Index*; *Barclays MSCI Green Bond Index*; *Bank of America Merrill Lynch Green Bond Index*; *China Bond China Green Bond Index*. Pomenuti berzanski indeksi ne samo da funkcionišu kao merila i standardi za investicije u zelene obveznice, već čine osnovu za kreiranje drugih finansijskih proizvoda kao što su berzanski fondovi (*exchange-traded funds-ETF*) poput *Lyxor Green Bond UCITS ETF* i *VanEck Vectors Green Bond ETF*, ili proizvodi kojima se trguje na berzi (*exchange-traded products-ETP*) poput različitih finansijskih instrumenata kojima se trguje na nacionalnim berzama, pri čemu svaki od njih prati referentni indeks. Takva tržišna infrastruktura pogoduje daljem razvoju i ulaganjima na tržištu zelenih hartija od vrednosti (Laskowska, 2018). Pored toga, indeksi daju uvid u to koje poslovne aktivnosti i projekti su prihvatljivi. Na primer, da bi se kvalifikovali za *Barclays MSCI Index*, najmanje 90% sredstava od emisije zelenih obveznica je neophodno iskoristiti za nove ili postojeće ekološke projekte u sledećih pet kategorija: alternativni izvori energije, energetska efikasnost, zelena gradnja, prevencija i kontrola zagađenja i održivo upravljanje vodama (OECD, 2015a).

Do sada, mnoge institucije su razvile sopstvene nacionalne klasifikacije investicija koje su podobne za zeleno finansiranje emisijom zelenih obveznica. Među najuređenijim je svakako Katalog projekata odobrenih za zelene obveznice koje je objavio Kineski odbor za finansiranje zelenih obveznica 2015. godine. Za velika nacionalna tržišta, ovo je razumna opcija, ali u meri u kojoj je međunarodna harmonizacija problem, nacionalne smernice rizikuju da ograniče vrednost bilo koje posebne zelene šeme sertifikacije isključivo na bazu domaćih investitora. Tekuća inicijativa za poboljšanje konzistentnosti definicija i metodologija za određivanje podobnosti zelenih projekata u jurisdikcijama Evropske unije i Kine predstavlja možda najznačajniji napor u prevazilaženju pomenutog problema (Ehlers & Packer, 2017).

Svakako, u prevazilaženju regulatornih barijera i problema od značaja su i Principi zelenih obveznica koje je objavila Međunarodna asocijacija tržišta kapitala. Iako ovi Principi predstavljaju standarde dobre prakse, te nisu pravnoobavezujući, ipak omogućuju potencijalnim emitentima smernice o ključnim komponentama emisije zelenih obveznica i to: korišćenje prikupljenih sredstava za ekološki održive aktivnosti; proces za utvrđivanje podobnosti projekta; upravljanje prikupljenim sredstvima od emisije na transparentan način koji se može pratiti i verifikovati i godišnje izveštavanje o upotrebi finansijskih sredstava nastalih emitovanjem zelenih obveznica (Ehlers & Packer, 2017).

Takođe, Inicijativa za klimatske promene (*Climate Bonds Initiative – CBI*) kao međunarodno dobrotvorno društvo fokusirano na investitore, objavilo je Standarde za klimatske obveznice. Time je kreiran standard sertifikacije klimatskih obveznica, koji pomaže investitorima i vladama da klasifikuju i daju prioritet investicijama koje se efikasno bave klimatskim promenama. Baza podataka ove organizacije uključuje samo zelene obveznice koje njihovi emitenti označavaju kao takve, najmanje 95% prikupljenih sredstava emisijom opredeljuju za „ekološke svrhe“ u skladu sa Taksonomijom klimatskih obveznica (*Climate Bonds Taxonomy*)¹⁸ i nude dovoljno informacija o finansiranim projektima (Deschryver & de Mariz, 2020).

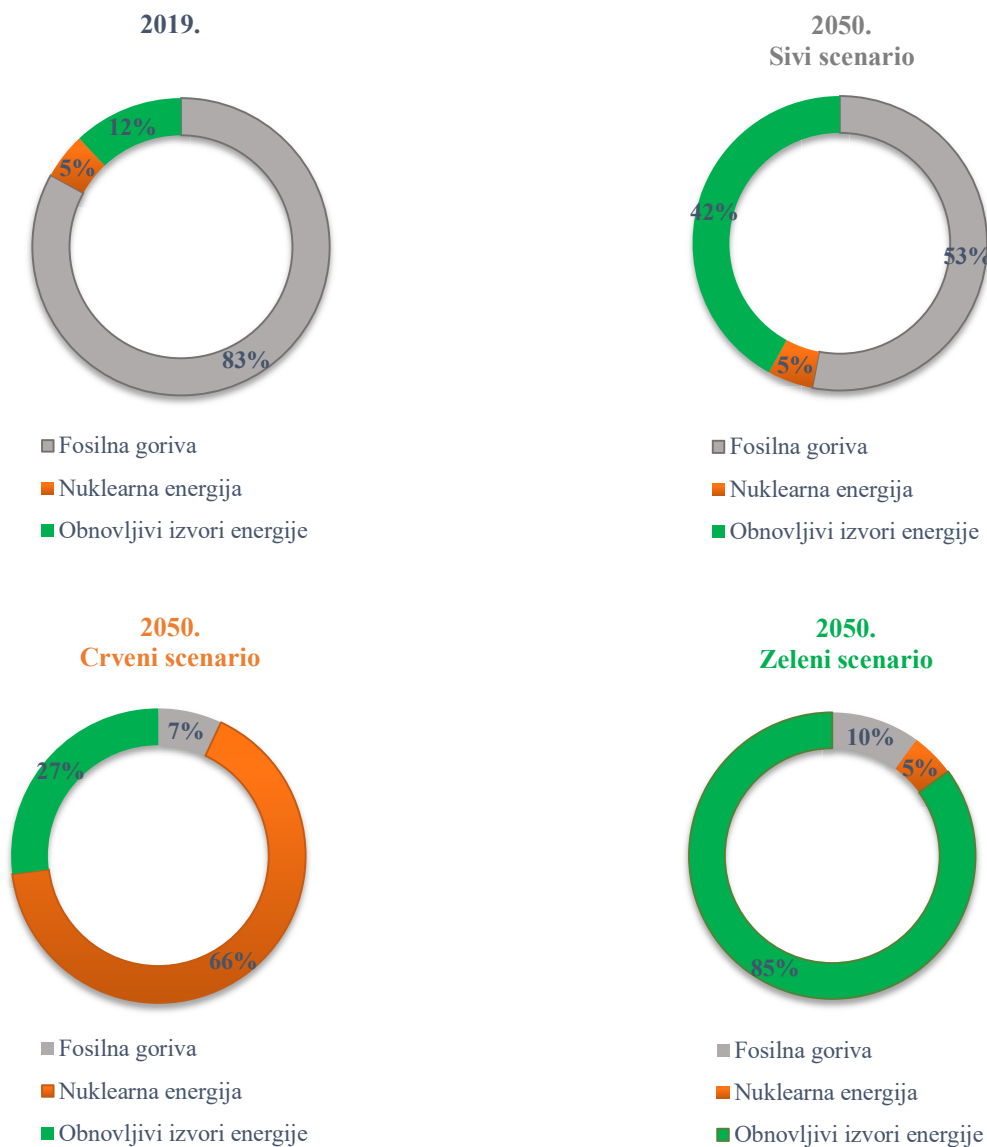
Na osnovu izloženih podataka i projekcija moguće je predvideti da će tržište zelenih obveznica nastaviti dalje da raste. Ukoliko se nastavi ovako intenzivan rast, kakav je zabeležen prethodnih godina, sasvim izvesno se može očekivati preuređenje globalnog tržišta obveznica u korist zelenih obveznica (imajući u vidu dosadašnje preimućstvo državnih i korporativnih obveznica na svetskim tržištima kapitala). Samo u prvoj polovini 2021. godine izdato je više od tri četvrtine „zelenih emisije“ iz prethodne 2020. godine, da bi do kraja 2021. godine kumulativna vrednost zelenih obveznica dostigla iznos od 450 milijardi dolara. Prema predviđanjima, čak i uz umerenu stopu rasta, emisija zelenih obveznica do 2023. godine ima potencijal da ostvari vrednost od preko 1000 milijardi dolara (CBI, 2021).

Razvojne finansijske institucije su značajni emitenti zelenih obveznica, koje prikupljena sredstva plasiraju u projekte održivog razvoja. Međunarodna finansijska korporacija (IFC), kao najveća razvojna institucija koja pruža podršku privatnom sektoru u zemljama u razvoju, u toku 2020. godine je emitovala zelene obveznice u vrednosti od 1.2 milijarde dolara (IFC, 2020b). Iako je tempo prodaje zelenih obveznica usled pandemije osetno usporen, ovaj finansijski instrument i dalje slovi za pouzdan vid prikupljanja kapitala kako za nerazvijene ekonomije, tako i za ekonomije u razvoju, pružajući im mogućnost za rast baziran na zelenim ulaganjima. Takođe, na tržištima koja se tek upuštaju u emitovanje zelenih obveznica, multilateralne razvojne banke su dominantni emitenti, ako što je slučaj Afričke razvojne banke (*African Development Bank-AfDB*)

¹⁸ *Climate Bonds Taxonomy* – alat za emitente, investiture, vlade, opštine o ključnim investicijama koje će doprineti tranziciji ka niskougljeničnoj ekonomiji.

koja je emitent 80% emisije zelenih obveznica (Duru & Nyong, 2016). Prema istraživanjima, azijske kompanije koje su emitenti zelenih obveznica, su poboljšale svoje ekološke rezultate (merene korporativnim rejtingom na osnovu ekološkog otiska) za 17% nakon prve godine, dok je poboljšanje od 30% ostvareno nakon druge godine, što ukazuje na značajan potencijal ovih finansijskih instrumenata (ADB, 2021).

Grafikon 71. Transformacije u snabdevanju energijom do 2050. godine



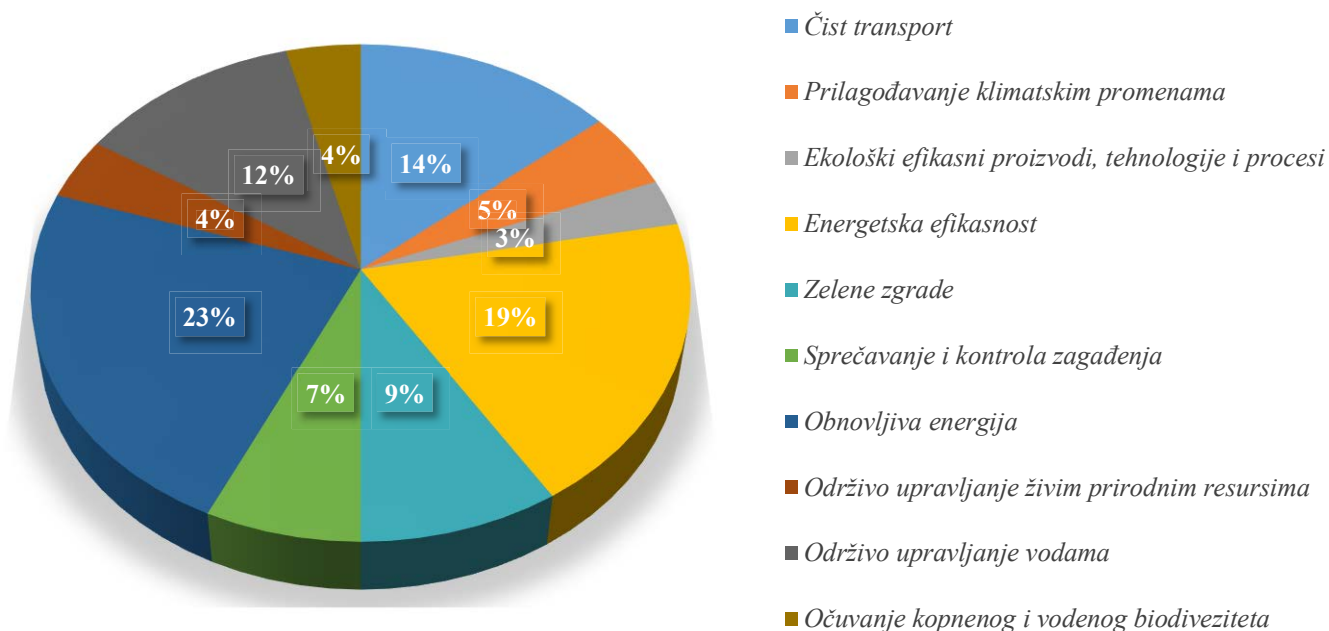
Izvor: BloombergNEF, *New Energy Outlook*, 2021.

Covid-19 kriza predstavlja veliku priliku za prelazak na niskougljenu ekonomiju i borbu protiv klimatske krize. Mnogi investitori trenutnu situaciju posmatraju kao priliku za ulaganja sa ekološkom dimenzijom. Prema procenama, u sektoru solarne energije u narednih deset godina može biti kreiran veliki broj novih radnih mesta koji se meri milionima i koji daleko nadmašuje broj izgubljenih radnih mesta prouzrokovanih zelenom tranzicijom i napuštanjem industrije fosilnih goriva (IRENA, 2019). U trenutnoj postavci, 83% primarne energije čine fosilna goriva (Grafikon 71). Prema istraživanjima, do 2050. godine su moguća tri scenarija. Prvi se odnosi na dominantno učešće fosilnih goriva od preko 50%, drugi scenario podrazumeva značajan udeo nuklearne energije u primarnoj energiji od 66%, (pri čemu je trenutni udeo 5%) i zeleni scenario koji se bazira na čistim izvorima energije, zelenom vodoniku i prioritet se daje energiji vetra i solarne energiji, koje učestvuju u primarnoj energiji sa čak 70% (BloombergNEF, 2021).

Kako je poslednjih godina prepoznat značajan potencijal rasta tržišta zelenih obveznica, tako i ovaj finansijski instrument dobija na značaju i pronalazi svoje mesto u planovima finansiranja klimatskih promena i međunarodne mobilizacije kapitala. Međutim, potreba za daljim rastom je podjednako važna. Kako bi se omogućila energetska tranzicija do 2050. godine, prema procenama Međunarodne agencije za obnovljivu energiju (*The International Renewable Energy Agency-IRENA*) potrebna finansijska sredstva na godišnjem nivou iznose oko 3200 milijardi dolara. Uloga zelenih obveznica u obezbeđenju dela potrebnih sredstava i smanjenju finansijskog jaza je značajna. Projekti koji su povezani sa obnovljivim izvorima energije su prisutni u više od polovine svih projekata u koje se usmeravaju sredstva prikupljena emisijom zelenih obveznica na globalnom nivou (IRENA, 2020).

Podaci sa Grafikona 72. ukazuju da se značajan deo sredstava od emisije zelenih obveznica (19%) plasira u projekte energetske efikasnosti, dok se 14% sredstava ulaže u projekte čiji je cilj postizanje čistog transporta i kojima se omogućava razvoj alternativnih goriva i naprednih tehnologija u oblasti transporta koje rezultiraju nižim ugljeničnim emisijama. Obezbeđenje uslova za čistiji transport se nameće kao prioritetna potreba budući da je u pitanju sektor koji je specifičan po tome što emitovane emisije gasova od devedesetih godina dvadesetog veka do danas konstantno beleže rast, dok 23% emisija vodi poreklo iz gradova (Stoll, Müller, Giaconi & Azdad, 2022). Takođe, sa učešćem od 12%, među važnim projektima održivog razvoja za ulaganje sredstava od emisija zelenih obveznica se izdvajaju i projekti koji su fokusirani na pronalaženje načina za efikasno korišćenje voda u svrhu zadovoljenja trenutnih ekonomskih, društvenih i ekoloških potreba, a da pritom ne bude dovedeno u pitanje zadovoljavanje pomenutih potreba u budućnosti (IRENA, 2020).

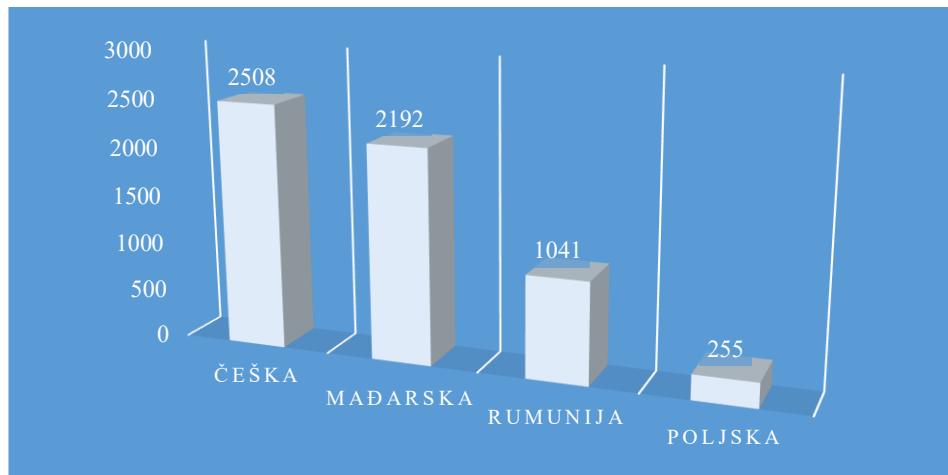
Grafikon 72. Plasiranje prikupljenih sredstava od emisije zelenih obveznica u projekte održivog razvoja, 2020.



Izvor: IRENA, *Renewable Energy Finance: Green Bonds: Green Bonds*, 2020.

Kada je u pitanju tržište zelenih obveznica u zemljama u okruženju, podaci o emisijama zelenih obveznica u Rumuniji, Češkoj, Poljskoj i Mađarskoj su prikazani na Grafikonu 73. Češka se od posmatranih zemalja, prema vrednosti emisije od oko 2.5 milijardi dolara u toku 2020. godine izdvaja. Međutim, ako se posmatra kumulativna vrednost emitovanih zelenih obveznica za period 2012-2020. godine, dominantnu poziciju ima Poljska (oko 5 milijardi dolara), iako je u toku 2020. godine emitovala zelene obveznice u vrednosti od svega 255 miliona dolara. Mađarska predstavlja novog učesnika na tržištu jer je 2020. godine pri put emitovala zelene obveznice u vrednosti od oko 2.2 milijardi dolara, kod kojih je emitent zelenih obveznica u vrednosti od 1.9 milijardi država, dok ostatak od oko 300 miliona dolara potiče od nefinansijskih korporacija (IFC, 2021).

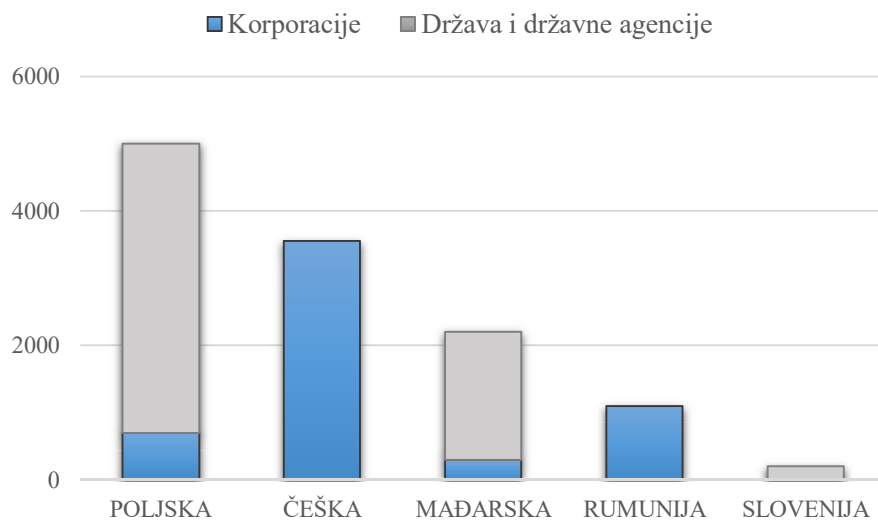
Grafikon 73. Vrednost zelenih obveznica u milionima dolara, 2020.



Izvor: IFC, *Emerging Market Green Bonds Report: On the Road to Green Recovery*, 2021.

Za Mađarsku je karakteristično to da su emisije gasova staklene bašte smanjene za 33% u odnosu na 1990. godinu, ali je plan da smanjenje iznosi 95% do 2050. godine. Međutim, emisije gasova staklene bašte u Mađarskoj su najvećim delom rezultat transporta (21%), te stoga, najveći deo sredstava prikupljenih emisijom zelenih obveznica će biti iskorišćen za projekte u tom sektoru (CICERO Shades of Green, 2020). U Poljskoj i Mađarskoj najveći deo emisija obezbeđuju država i državne agencije (oko 85%), dok u Rumuniji i Češkoj sve zelene obveznice su izdate od strane korporacija (IFC, 2021).

Grafikon 74. Kumulativna vrednost zelenih obveznica u milionima dolara, 2012-2020.



Izvor: IFC, *Emerging Market Green Bonds Report: On the Road to Green Recovery*, 2021.

Emisija zelenih obveznica u Poljskoj je u skladu sa ispunjenjem cilja iz Nacionalnog akcionog plana za obnovljivu energiju koji se odnosi na rast potrošnje energije iz obnovljivih izvora na 15% (CBI, 2018). U Rumuniji bankarski sektor ima važnu ulogu u mobilizaciji finansijskih resursa koja doprinosi ciljevima održivog razvoja i najveći deo sredstava od emisije zelenih obveznica plasira u zelene kredite koji su namenjeni investicijama u obnovljive izvore energije, energetska efikasnost, zelene zgrade, čist transport, poljoprivredu i šumarstvo (Raiffeisen Bank, 2021).

Kada je posredi pitanje emisije zelenih obveznica u Srbiji, neophodno je prethodno sagledati zakonodavni okvir, odnosno propise kojima se reguliše tržište kapitala. U Zakonu o tržištu kapitala nisu navedene zelene hartije od vrednosti, ali je dato „pravo na sticanje i prodaju prenosivih hartija od vrednosti po osnovu kojih se može obavljati plaćanje u novcu, a čiji se iznos utvrđuje na osnovu prenosive hartije od vrednosti, valute, kamatne stope, prinosa, indeksa ili drugih odredivih vrednosti“ (Zakon o tržištu kapitala, 2011, čl. 2 st. 2 tač. 3). S obzirom na to da princip *numerus clausus* nije usvojen, emitentima je dozvoljena emisija zelenih obveznica, i pored toga što je reč o hartijama od vrednosti koje nisu posebno definisane i uređene propisima, uz saglasnost Komisije za hartije od vrednosti (Jovanović, 2009; Sovilj, 2020). Zelene obveznice donose koristi kako njenim emitentima, jer na taj način se obezbeđuju neophodna finansijska sredstva po povoljnijim uslovima u odnosu na zaduživanje po višoj kamatnoj stopi u banci, tako i investitorima koji ostvaruju više prihode od kamate na zelene obveznice nego što bi ostvarili deponovanjem sredstava u banku, a pritom su oslobođeni plaćanja poreza na prihode od kapitala na kamatu ostvarenu posedovanjem dužničkih hartija od vrednosti (Zakon o porezu na dohodak građana, 2001, čl. 65 st. 2; Sovilj, 2020).

Srbija je u septembru 2021. godine, emitovala zelene obveznice u vrednosti od milijardu evra, sa rokom dospeća od sedam godina, uz kuponsku stopu od 1% i stopu prinosa od 1.26%. Prikupljena sredstva treba da budu iskorišćena u skladu sa Okvirnim dokumentom za potrebe izdavanja zelenih obveznica, za ulaganja u obnovljive izvore energije, energetska efikasnost, kontrolu zagađenja, saobraćaj i održivo upravljanje vodama (NBS, 2021a).

Uprkos eksponencijalnom rastu tržišta zelenih obveznica u poslednjih nekoliko godina, njihov udeo na globalnom tržištu dužničkih instrumenata i dalje je zanemarljivo mali. Ipak, ovo tržište pokazuje značajne potencijale za budući rast ukoliko se do sada ostvaren tempo rasta nastavi, kao i interesovanje investitora za zelena ulaganja uz jačanje svesti o neophodnosti unapređenja životne sredine iniciran procesom zelene tranzicije. Ono što se očekuje u budućem periodu jeste to da se pravnim okvirom utvrde uslovi trgovine zelenim obveznicama na sekundarnom tržištu kapitala, što bi delovalo podsticajno na razvoj tržišta zelenih obveznica i podstaklo dalju tražnju i rast emisija. S druge strane, važno pitanje koje se nameće jeste i objektivnost usmeravanja finansijskih sredstava prikupljenih emisijom zelenih obveznica u ekološke svrhe i odgovornost za evaluaciju zelenih projekata. Propisi kojima se regulišu zelene obveznice nisu

pravnoobavezujući, što otvara pitanje pravne nesigurnosti, ali i ekomanipulacije (*greenwashing*), kojom se narušavaju principi i postulati zelene ekonomije, a sredstva investitora ne usmeravaju u unapred određene ekološke svrhe.

Sertifikovanje zelenih obveznica zahteva značajna sredstva. Intenziviranje podsticaja i minimiziranje barijera za razvoj zelenih instrumenata duga svakako će dovesti do povećanja broja zelenih obveznica i njihovih emitenata, kao i vrednosti emisija plasiranih na ovom tržištu. Uprkos izraženim nedostacima, tržište zelenih obveznica je prepoznato kao obećavajuće i očekuje se njegovo dalje širenje (Laskowska, 2018).

Nakon prve emisije zelenih obveznica kojom je ostvaren napredak na polju zelene ekonomije, dalji razvoj ovog segmenta finansijskog tržišta u Srbiji može biti stimulisan unapređenjem društvenog i poslovnog ambijenta, adekvatnim regulatornim okvirom i uticanjem na rast kredibiliteta zelenih obveznica i rast svesti investitora o neophodnosti ulaganja u projekte održivog razvoja. Finansiranje zelenih projekata je neophodno kako se ne bi narušio ugled kod investitora i kako bi ostvarili ekološki ciljevi koji su i inicirali emisiju zelenih obveznica. Postoji potreba za adekvatnim zelenim planom, po ugledu na Evropski zeleni dogovor Evropske komisije (*European Green Deal*) u kojem će biti jasno definisani akcioni planovi i ciljevi Srbije u domenu održivog razvoja uz postizanje nultih ugljeničnih emisija, koje je potrebno ostvariti u budućnosti.

7.2. Zeleno finansiranje u Srbiji

Od Srbije se očekuje da uloži značajne napore i mobilise sve raspoložive resurse kako bi smanjila stopu siromaštva, ekonomske i socijalne nejednakosti, negativne efekte klimatskih promena intenzivnim ekološki održivim ulaganjima i ulaskom u zelenu tranziciju, budući da je potpisala Akcijsku agendu Adis Abeba o održivom razvoju do 2030. godine (GIZ, 2017). Srbija je, pored toga, i zemlja kandidat za pristupanje Evropskoj uniji, pri čemu se poglavlje 27 bavi pitanjima zaštite životne sredine i posledicama klimatskih promena. I pored rasta izdvajanja za životnu sredinu od 48% u 2020. godini, potrebno je dalje intenziviranje i usvajanje ambicioznijih ekoloških ciljeva koji targetiraju nulte emisije ugljenika. Pravila o proceni uticaja na životnu sredinu treba strogo poštovati i dati prioritet projektima sa najznačajnijim pozitivnim uticajem na životnu sredinu uz prisutnu transparentnost postupaka njihove selekcije i implementacije (Evropska Komisija, 2021). Ciljevi održivog razvoja koji targetiraju pitanja životne sredine i akcije za klimu su u najmanjem procentu pokriveni strateškim okvirima, na šta ukazuje Grafikon 75 (GIZ, 2017). Budući da je poglavljem 27 predviđen tranzicioni period za prilagođavanje Srbije evropskim standardima u oblasti zaštite životne sredine, potrebno je okončati proces

harmonizacije domaćih propisa sa relevantnim propisima i praksom Evropske unije, što obuhvata mere i politike koje se odnose na energetske sektor i emisije štetnih gasova.

Pored razvojnih finansijskih institucija, poput Nemačke razvojne banke (*KfW*), Međunarodne finansijske korporacije (IFC), Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD), kao podrška u održivom energetski efikasnom razvoju Srbije, baziranom na obnovljivim energetskim izvorima, na raspolaganju su i Globalni fond za životnu sredinu (*Global Environment Facility - GEF*), Fond za zeleni razvoj (*Green for Growth Fund - GGF*), Instrumenti pretrpripustupne pomoći (*Instrument for Pre-Accession - IPA*), Fond za finansiranje održive energije Zapadnog Balkana (*Western Balkans Sustainable Energy Financing Facility - WeBSEFF*), Investicioni okvir za Zapadni Balkan (*Western Balkans Investment Framework - WBIF*).

Grafikon 75. Procentualna pokrivenost ciljeva održivog razvoja strateškim okvirom, 2017.



Izvor: GIZ, *Srbija i Agenda 2030: Mapiranje nacionalnog strateškog okvira u odnosu na ciljeve održivog razvoja*, 2017.

Kako bi se analizirali podsticaji i programi podrške zelenoj tranziciji, na osnovu istraživanja prakse u domaćim bankama i preduzećima čije je poslovanje bazirano na postizanju održivog modela razvoja, biće istraženo u kojoj meri banke u Srbiji „ozelenjavaju“ sektor malih i srednjih preduzeća, odnosno, odobravaju im kredite za projekte sa ekološkom dimenzijom. Kroz istraživanje ponude bankarskih kredita za realizaciju ekoloških investicija, podrške zelenoj tranziciji putem kreditnih linija razvojnih finansijskih institucija, stepena informisanosti, zainteresovanosti, finansijske podrške i ekološke osvešćenosti malih i srednjih preduzeća za ulaganja u zelene projekte, stavova bankarskih eksperata i predstavnika preduzeća o mogućnostima zelenog finansiranja u Srbiji biće testirana hipoteza *H₃ : Zeleno finansiranje preduzeća od strane bankarskog sektora Srbije je ispod potencijala.*

Tabela 33. Zeleni bankarski proizvodi

STANOVNIŠTVO	KORPORATIVNO I INVESTICIONO BANKARSTVO
<p>Zelene hipoteke (<i>Green Mortgages</i>) Niže kamatne stope za kupovinu ili renoviranje energetski efikasnih stambenih objekata</p> <p>Zeleni stambeni krediti (<i>Home Equity Green Loan</i>) Finansiranje energetski efikasnih rešenja i tehnologije korišćenja obnovljivih izvora energije u stambenim objektima u saradnji banaka sa dobavljačima i navladinim organizacijama u oblasti ekologije</p> <p>Kreditni za zelene zgrade (<i>Green Building Loan</i>) Povoljniji uslovi za finansiranje zelenih zgrada sa nižom energetskom potrošnjom, proizvodnjom otpada i zagađenja od tradicionalnih</p> <p>Kreditni za zelene automobile (<i>Green Car Loan</i>) Podsticaj za kupovinu ekoloških (<i>eco-friendly</i>) vozila umesto standardnih automobila na benzin</p> <p>Zelene kartice (<i>Green Cards</i>)</p>	<p>Finansiranje zelenih projekata (<i>Green Project Finance</i>) Projekti energetske efikasnosti, obnovljivih izvora energije i sl.</p> <p>Zelena sekjuritizacija (<i>Green securitisation</i>) Transformacija nelikvidnih finansijskih sredstava u hartije od vrednosti (zelene obveznice, šumske obveznice - <i>forest bonds</i>, klimatske obveznice - <i>climate bonds</i>), pri čemu se prikupljenim sredstvima finansiraju zeleni projekti</p> <p>Zeleni fondovi preduzetničkog (rizičnog) i privatnog kapitala (<i>Green Venture Capital and Private Equity</i>) Ulaganja u preduzeća sa doprinosom očuvanju životne sredine i postizanju ciljeva održivog razvoja kroz angažovanje banaka u inicijalnoj javnoj ponudi</p> <p>Zeleni indeksi (<i>Green Indexes</i>) Banke razvijaju indekse kojima prate stanje životne sredine, kao i potencijalne buduće ekološke pretnje: Indeks energetske efikasnosti Indeks klimatskih promena Indeks čiste energije</p> <p>Karbonski proizvodi (<i>Carbon Commodities</i>) Podsticaj kompanijama za unapređenje ekološki održivih tehnologija kojima se umanjuju emisije štetnih gasova i uvođenje karbonskih kredita ili dozvola za mogućnost emisije tačno određene količine gasova (<i>carbon credit</i>) koje su predmet trgovine na karbonskom tržištu</p>
IMOVINA	OSIGURANJE
<p>Zeleni fiskalni fondovi (<i>Green Fiscal Funds</i>) Polaganjem depozita u zelenim bankama ili kupovinom akcija zelenih fondova građani su oslobođeni od plaćanja poreza na kapitalnu dobit, uz umanjene poreza na dohodak</p> <p>Zeleni investicioni fondovi (<i>Green Investment Funds</i>) Investicije zelenih fondova su vođene društvenim i ekološkim kriterijumima i usmerene ka kompanijama čije odgovorno poslovanje doprinosi očuvanju životne sredine</p> <p>Karbonski fondovi (<i>Carbon Funds</i>) Finansiranje ugljenika kao inovativno sredstvo finansiranja, definiše finansijsku vrednost emisija ugljenika i omogućava kompanijama da kupuju karbonske kredite zarađene realizacijom projekata održivog razvoja ili emitovanjem dozvoljenog nivoa emisija. Tržišta ugljenika obezbeđuju dodatni izvor prihoda za održive projekte kreiranjem vrednosti za smanjenje emisija gasova staklene bašte</p>	<p>Zelena osiguranje (<i>Green Insurance</i>) Proizvodi osiguranja prilagođeni čistoj tehnologiji i smanjenju štetnih emisija (obezbeđenje osiguranja zelenih zgrada po povoljnijim uslovima) Diferenciranje premija osiguranja shodno ekološkom doprinosu</p> <p>Osiguranje ugljenika (<i>Carbon Insurance</i>) Redukovanje rizika u niskougleničnim transakcijama Evaluacija niskougleničnih projekata Upravljanje volatilnošću cena karbonskih kredita</p>

Izvor: ADBI, 2018; CBI, 2017; IFC, 2018b; UNHCR, 2014.

Zeleni finansijski proizvodi se vremenom unapređuju i postaju sve raznovrsniji, kao rezultat finansijskih inovacija i zelene ekonomije. Finansijskim institucijama koje u svojoj ponudi imaju zastupljene zelene finansijske instrumente donose mnogobrojne koristi koje se ogledaju u jačanju tržišne pozicije i rastu tržišnog učešća, rastu profitabilnosti, formiranju baze lojalnih korisnika novih finansijskih proizvoda i usluga, stvaranju partnerstava sa eksternim stejkholderima iz oblasti ekologije, poboljšanju imidža društveno odgovornim poslovnim aktivnostima i sl. Razvoj zelenih finansijskih proizvoda je podstaknut saznanjem o ozbiljnosti ekoloških izazova sa kojima se svet suočava i upoznavanjem sa stanjem životne sredine, pažnjom koju zemlje poklanjaju ostvarenju ciljeva održivog razvoja, kao i zakonodavstvom i propisima u oblasti zaštite životne sredine i primenom zakonodavnih mera zabrane neodrživih poslovnih praksi. Zeleni bankarski finansijski proizvodi se svrstavaju u četiri osnovne grupe: poslovanje sa sektorom stanovništva, korporativno i investiciono bankarstvo, upravljanje imovinom i osiguranje (Tabela 33) (ADBI, 2018; CBI, 2017; IFC, 2018b; UNHCR, 2014).

Zakon o klimatskim promenama u Srbiji je usvojen 2021. godine, pri čemu je Srbija usvojila plan čistog razvoja koji podrazumeva sprovođenje projekata koji doprinose redukovanju emisija gasova staklene bašte, posebno ugljen-dioksida i metana, smanjenju ugljeničnog otiska i dekarbonizaciji (Zakon o klimatskim promenama, 2021, čl. 5 st. 17). Strategija niskougljeničnog razvoja, akcioni plan za realizaciju strategije i plan prilagođavanja na izmenjene klimatske uslove nedostaju kako bi zakon bio implementiran u potpunosti (čl. 6 st. 2). Odobravanjem kredita sektoru privrede i sektoru stanovništva, bankarski sektor Srbije postaje izložen klimatskim rizicima. Negativni efekti klimatskih promena se direktno odražavaju kako na bonitet zajmoprimalaca, tako i na sredstva koja se koriste kao obezbeđenje kredita, što u krajnjoj instanci utiče na poslovnu aktivnost bankarskog sektora predstavljajući systemske rizike koji dominantno opredeljuju stabilnost domaćeg finansijskog sistema. Ako se posmatra nivo emisije štetnih gasova po pojedinim sektorima, snabdevanje električnom energijom proizvodi najviše negativnih efekata po životnu sredinu u vidu emisije štetnih gasova (oko 70% ukupne emisije CO₂), a zatim slede rudarstvo i prerađivačka industrija. Prema istraživanjima Narodne banke Srbije, udeo kredita odobren preduzećima iz pomenutih sektora koji najviše doprinose emisijama ugljenika iznosi 15%, dok preduzeća koja pripadaju tim sektorima proizvode skoro četvrtinu (24%) bruto dodate vrednosti. Ako se izdvoji sektor snabdevanja električnom energijom, kao najdominantniji emiter štetnih gasova u atmosferu, udeo ukupno odobrenih kredita preduzećima iz ovog sektora iznosi svega 1%, dok preduzeća svojim poslovanjem generišu 4% bruto dodate vrednosti. S druge strane, sektori rudarstva i prerađivačke industrije su značajno rizičniji po bankarski sektor jer, pored toga što generišu 20% bruto dodate vrednosti, odobreno im je 14% ukupnih kredita banaka (NBS, 2020). Prema poslednjim istraživanjima, rashodi za klimatske promene su 2016. godine iznosili 0.57% budžeta, 2017. godine 0.62% i 2018. godine 0.80%, što iznosi manje od 10 milijardi dinara (UNDP, 2020).

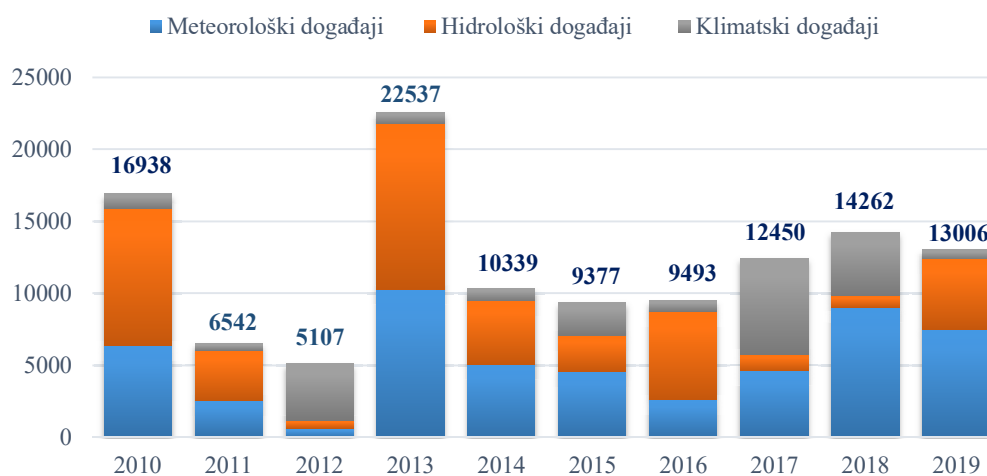
Tabela 34. Ukupni izdaci država za zaštitu životne sredine (% bruto domaćeg proizvoda), 2019.

	Zaštita životne sredine	Upravljanje otpadom	Upravljanje otpadnim vodama	Smanjenje zagađenja	Zaštita biodiverziteta
Bugarska	0.7	0.6	0.0	0.1	0.0
Češka	0.8	0.3	0.2	0.1	0.2
Hrvatska	0.7	0.1	0.1	0.0	0.1
Mađarska	0.5	0.2	0.2	0.0	0.1
Poljska	0.5	0.1	0.2	0.1	0.1
Rumunija	0.7	0.3	0.2	0.2	0.0
Slovenija	0.6	0.2	0.2	0.1	0.1
Slovačka	0.8	0.3	0.2	0.2	0.1
Norveška	0.9	0.2	0.4	0.2	0.1
Holandija	1.4	0.5	0.4	0.3	0.2

Izvor: EUROSTAT, *Government Expenditure on Environmental Protection*, 2019.

Na globalnom nivou, gubici izazvani meteorološkim, klimatskim i hidrološkim događajima na nivou Evropske unije iznose oko 13 milijardi evra (EUROSTAT, 2019b). Prema poslednjim podacima iz 2020. godine troškovi zaštite životne sredine u Srbiji iznose 0.8% bruto domaćeg proizvoda, pri čemu je ostvaren rast troškova za 10.2% u odnosu na prethodnu godinu (RZS, 2020). O povezanosti klimatskih promena i ekonomskog rasta govori istraživanje o uticaju promena temperature na bruto domaći proizvod Srbije. Naime, ukoliko se ostvari povećanje temperature od 1°C, bruto domaći proizvod je manji za 1.2% do 2040. godine od projektovanog bruto domaćeg proizvoda koji bi bio ostvaren bez temperaturnih promena. Za rast temperature od 2°C, gubitak iznosi 4.53% bruto domaćeg proizvoda (Božanić i Mitrović, 2019).

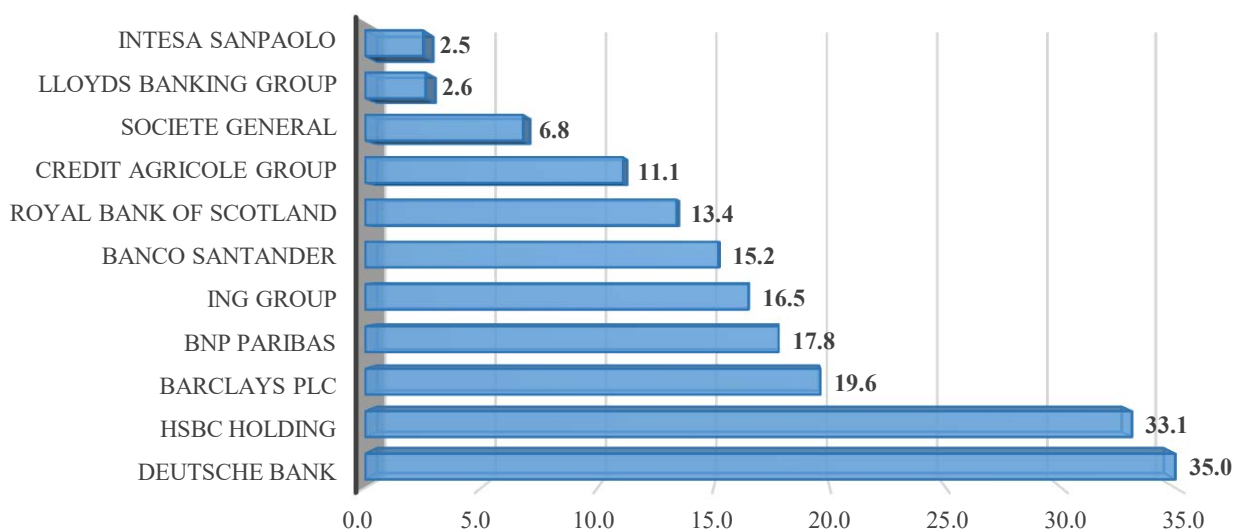
Grafikon 76. Gubici Evropske unije izazvani meteorološkim, hidrološkim i klimatskim događajima u milionima evra, 2010-2019.



Izvor: EUROSTAT, *Climate Related Economic Losses by Type of Event*, 2019.

Kako bi se pružio doprinos ublažavanju negativnih efekata klimatskih promena, bankarski sektor je uzeo učešće u zelenoj tranziciji putem odobrenja zelenih kredita namenjenih preduzećima koja kroz projekte održivog razvoja pokazuju svoje odgovorno ponašanje prema životnoj sredini. U Evropi nemačke, britanske, francuske i holandske banke ostvaruju najzapaženije rezultate po pitanju zelenog finansiranja, pri čemu je lider *Deutsche Bank* sa ostvarenom vrednošću od 35 milijardi evra, a zatim sledi britanska multinacionalna investiciona banka HSBS sa iznosom od 33 milijarde evra (Statista, 2020c).

Grafikon 77. Evropske banke-lideri u oblasti zelenog finansiranja (milijarde evra), 2020.

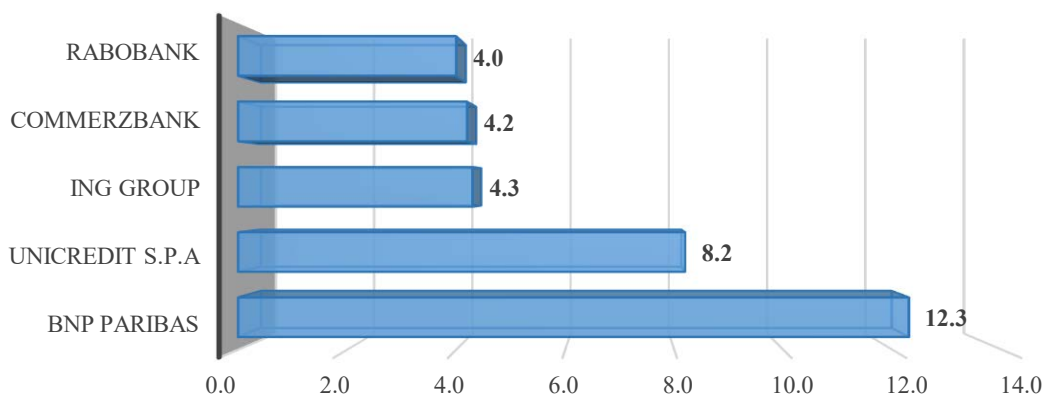


Izvor: Statista, *Value of Green Financing*, 2020.

Zeleni kredit, kao oblik finansiranja, koji njegovom imaoću omogućava da pozajmljena sredstva koristi isključivo zarad ostvarenja ekoloških ciljeva, je sličan zelenoj obveznici u segmentu koji se odnosi na finansiranje projekata održivog razvoja. Zelenim kreditima i zelenim obveznicama se kombinuju finansijski i ekološki ciljevi razvoja. Za razliku od zelenih kredita, zelene obveznice su obično veće vrednosti, mogu kreirati veće transakcione troškove prilikom emitovanja i mogu se kotirati na berzi ili biti privatno plasirane. Zeleni kredit treba da ima jasno definisane pozitivne implikacije na životnu sredinu koje se mogu kvantifikovati i valorizovati. Projekti za čije finansiranje se odobrava zeleni zajam treba da budu selektovani i evaluirani uz poštovanje propisanih ekoloških standarda. Važan segment je i obaveza blagovremenog izveštavanja o rezultatima implemetacije finansiranih projekata, kroz kvalitativne i dostupne kvantitativne indikatore, kojima se meri konkretan učinak, poput energetskog kapaciteta, proizvedene električne energije, smanjene emisije gasova staklene bašte i sl. Među zemljama koje su na globalnom nivou vodeće u odobravanju zelenih kredita su SAD, Velika Britanija, Australija, Francuska, Nemačka, Japan, Kina, Indija, Kanada i Holandija (IFC, 2017).

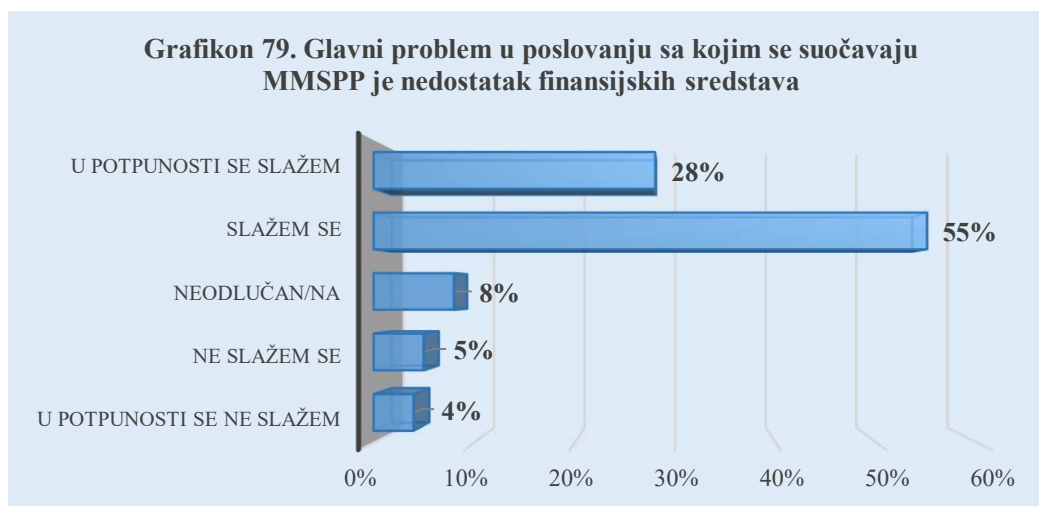
Financijska usluga koj nosi epitet „održive“ treba da doprinese ostvarenju koristi ne samo po klijenta, već po celokupno društvo. Jedan od vidova dekarbonizacije energetskog sektora se postiže odobravanjem kredita za projekte iz oblasti obnovljivih izvora energije. Evropske banke koje se prema vrednosti odobrenih kredita za takve projekte izdvajaju su francuska banka *BNP Paribas*, italijanska *UniCredit* banka, holandska multinacionalna korporacija za bankarske i finansijske usluge *ING Group*, nemačka *Commerzbank* i holandska *Rabobank* (Grafikon 78). (Statista, 2017).

Grafikon 78. Vrednost odobrenih kredita za projekte obnovljivih izvora energije vodećih evropskih banaka u milijardama evra, 2017.

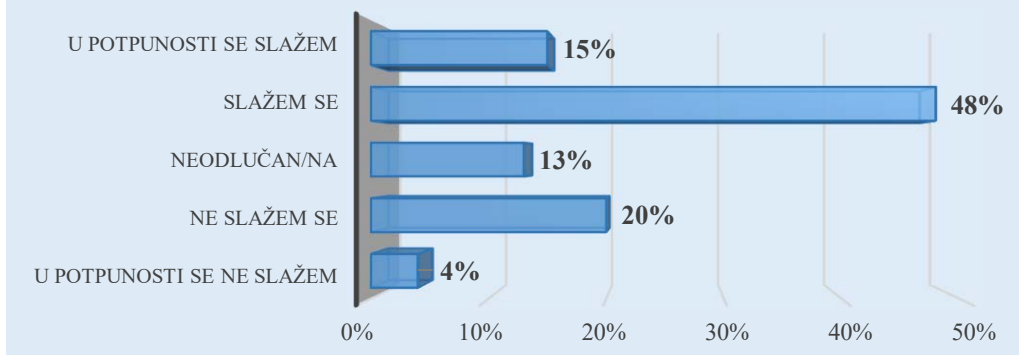


Izvor: Statista, *Value of Loans to Renewable Energy Projects*, 2017.

Analizirajući rezultate sprovedenog empirijskog istraživanja, potvrđeno je da je najveći problem sa kojim se suočavaju domaća mikro, mala i srednja preduzeća i preduzetnici u svom poslovanju, nedostatak finansijskih sredstava, uzimajući u obzir činjenicu da se sa ovom tvrdnjom složilo 83% ispitanika.

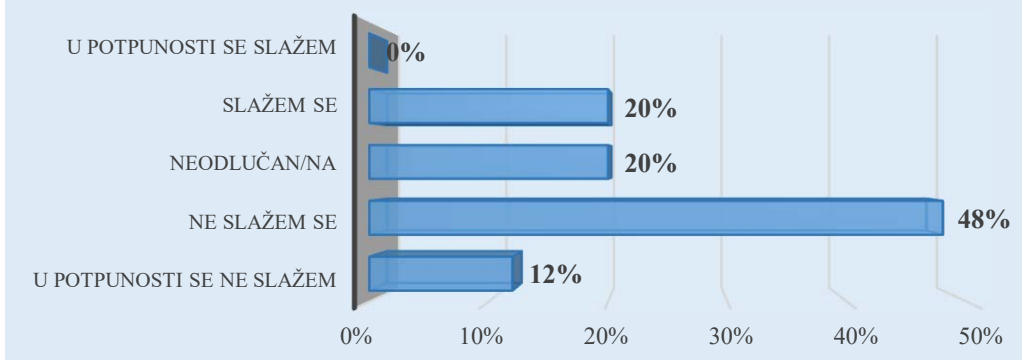


Grafikon 80. Zastupljenost zelenog finansiranja kompanija od strane banaka doprinosi unapređenju domaćeg finansijskog sistema

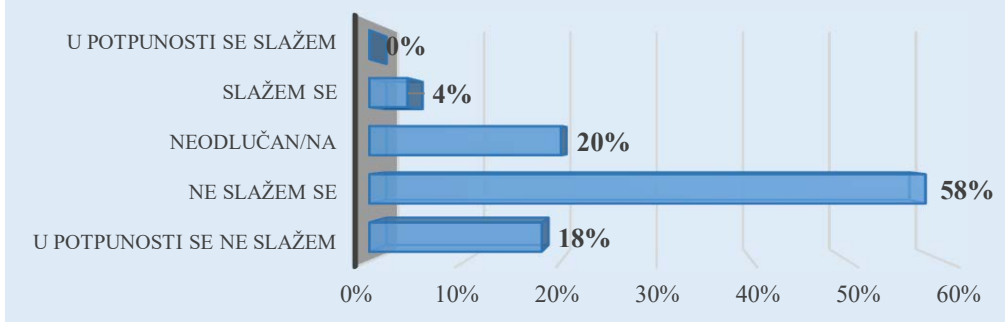


Preko 60% ispitanika smatra da zeleni finansijski instrumenti banaka, poput kredita za finansiranje projekata održivog razvoja, doprinosi unapređenju domaćeg finansijskog sistema. Mala i srednja preduzeća u slučaju donošenja investicionih odluka koje doprinose ciljevima održivog razvoja, suočena su sa visokim troškovima uvođenja energetski efikasnijih tehnologija ili renoviranjem poslovnih objekata. Kako bi se pospešile aktivnosti privatnog sektora u finansiranju zelenih projekata, banke odobravaju zelene kredite koji deluju kao komplementarna mera finansiranja od strane javnog sektora i subvencijama, i koriste se za nabavku električnih vozila, instaliranje solarnih panela, smanjenje emisija štetnih gasova i sl. Pored ostvarenja merljivih pozitivnih rezultata na unapređenje životne sredine, mala i srednja preduzeća će biti dodatno podstaknuta na korišćenje zelenih kredita banaka ukoliko im donose povoljnije uslove i dodatne pogodnosti (efektivna kamatna stopa, raspoloživi kapital, dostupnost tehničke pomoći, period otplate, grejs period, potreba za instrumentima obezbeđenja, povraćaj dela uložениh sredstava i sl), a koji su u skladu sa nižim nivoom rizika koji donosi odobravanje ove vrste kredita (BEUC, 2021).

Grafikon 81. Investiciona klima u Srbiji pogoduje zelenom finansiranju kompanija od strane banaka

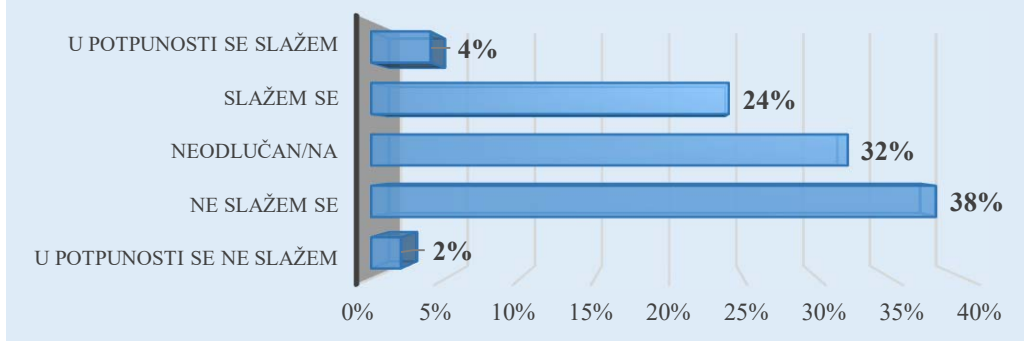


Grafikon 82. Podsticaji države (subvencije, odbici od poreza) za kompanije koje ulažu u zelene projekte su u dovoljnoj meri zastupljeni



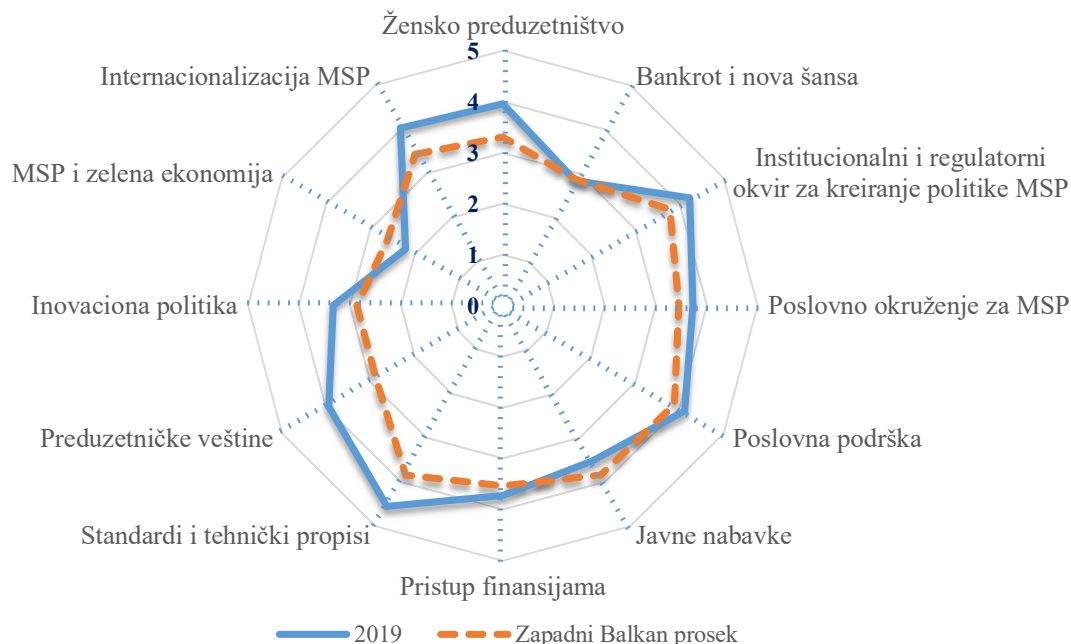
Udeo ispitanika koji se slaže sa stavom da investiciona klima u Srbiji ne pogoduje zelenom finansiranju domaćih preduzeća iznosi 60%, dok 76% ispitanika smatra da nisu zastupljeni odgovarajući podsticaji države koji bi pospešili zelene investicije u sektoru mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika. U istraživanju, koje je pored upitnika, obuhvatilo i intervjuisanje predstavnika privatnog sektora, utvrđeno je da prepreku zelenom finansiranju u Srbiji predstavlja nedovoljna informisanost preduzeća, kao potencijalnih korisnika, o zelenim kreditima koji su trenutno dostupni u ponudi finansijskog sektora. Iako postoji određena tražnja preduzeća za zelenim kreditima, sektoru MMSPP je potrebno u značajnijoj meri približiti, pored potencijalnih izvora finansiranja projekata održivog razvoja koji su im na raspolaganju, i informacije o principima zelenog finansiranja, zelene tranzicije i zelenog inkuzivnog rasta, projektima koji mogu dovesti do efikasnijeg korišćenja resursa i ostvarenja značajnih ušteda u njihovom poslovanju, aktivnostima pripreme projekata i same implementacije. Preduzećima su potrebna znanja o novim tehnologijama, poslovnim praksama koje utiču na smanjenje karbonskog otiska i podsećaju na odgovornost prema životnoj sredini (naročito mikro preduzećima i preduzetnicima).

Grafikon 83. Tražnja za kreditima namenjenim zelenim investicijama je značajna



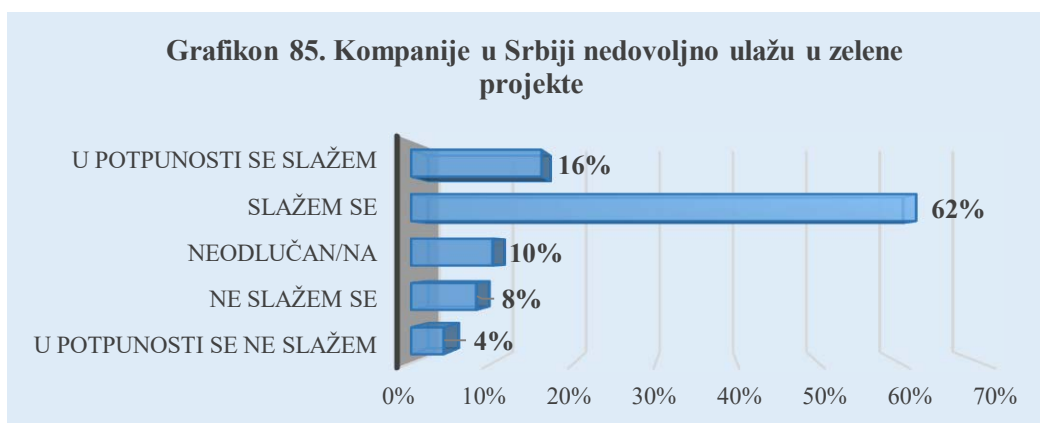
Promocija zelenog preduzetništva nije u dovoljnoj meri zastupljena u Srbiji, a nije ni podstaknuta od strane države kroz podršku u vidu subvencija ili poreskih stimulansa kako bi se nagradile ekološki orijentisane poslovne prakse preduzeća, kao ni kroz izdvajanje budžetskih sredstava za unapređenje životne sredine. Zeleni fond, čije osnivanje je predstavljalo jedan od uslova otvaranja poglavlja 27, nije aktivan u finansiranju ekoloških projekata zbog kojih je i osnovan 2016. godine, što ukazuje na nedostatak institucija sa kredibilitetom koje bi finansijski podržale i upravljale zelenim projektima (Evropska komisija, 2021). Pandemija je dodatno pogoršala situaciju u oblasti zelenog finansiranja. Subvencije za reciklažnu industriju su smanjene sa 3.5 milijardi dinara na 2.6 milijardi dinara, subvencije za zaštićena prirodna područja su takođe redukovane za 6 miliona dinara, a javno preduzeće Vode Vojvodine takođe nagoveštava smanjenje ekoloških projektnih aktivnosti za 30%. Pandemija je uticala na smanjenje ulaganja koja se odnose na energetska infrastrukturu, upravljanje otpadnim vodama i otpadom, emitovanje štetnih gasova, prilagođavanje klimatskim promenama i sl. budući da su neke planirane investicije od strane finansijskih institucija opozvane nakon suočavanja sa *Covid-19* krizom, kao što je investicija Razvojne banke Saveta Evrope (*Council of Europe Development Bank-CEB*) u vrednosti od 500 miliona evra za zaštitu životne sredine, Nemačke razvojne banke (*KfW*) za projekte vodosnabdevanja u vrednosti od 80 miliona evra, Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) za projekte u svrhu prilagođavanja klimatskim promenama u iznosu od 30 miliona evra i sl. (United Nations Serbia, 2020).

Grafikon 84. Napredak u rezultatima malih i srednjih preduzeća (MSP) u Srbiji, 2019.



Izvor: OECD, *SME Policy Index: Western Balkans and Turkey, Chapter 18: Serbia - Small Business Act Profile*, 2019.

Da investiciona klima nije podsticajna za zelena ulaganja, govori i OECD izveštaj o napretku malih i srednjih preduzeća u Srbiji (Grafikon 84). Posmatrajući dimenziju „MSP i zelena ekonomija“, koja podrazumeva strateški okvir ekološke politike koja se odnosi na mala i srednja preduzeća i podsticaje i instrumente njihovog ozelenjavanja, Srbija ostvaruje najslabije performanse (vrednost 2.21), a godinama unazad nema napretka u inkorporiranju principa zelene ekonomije u poslovanje ovog sektora. Takođe, jedina zemlja sa sličnim rezultatima iz okruženja je Albanija. Ciljevi podrške zelenoj tranziciji privrede, iako su predstavljali integralni deo Strategije za podršku razvoja malih i srednjih preduzeća, preduzetništva i konkurentnosti za period 2015-2020. godine, kao i Nacionalnog programa zaštite životne sredine, nisu bili konkretizovani kroz akcione planove. Uspostavljanje koordinacionog tela za ozelenjavanje malih i srednjih preduzeća bi doprinelo unapređenju zelenog finansiranja, pru čemu bi ta uloga mogla biti dodeljena Razvojnoj agenciji Srbije (OECD, 2019).



Udeo ispitanika koji podržava stav da domaća preduzeća nedovoljno ulažu u zelene projekte iznosi 86%. Za strategiju ozelenjavanja preduzeća je veoma poučan primer Irske koja je formirala Program zelenog poslovanja koji je znatno unapredio ekološke rezultate malih i srednjih preduzeća i olakšao put zelene transformacije, a koji je obuhvatao posvećen pristup upoznavanju preduzeća sa mogućnostima efikasnijeg korišćenja resursa, pomoć pri definisanju segmenata poslovanja koji ostavljaju prostor za potencijalne uštede, obilazak preduzeća, pripremanje dokumentacije, pružanje tehničke i savetodavne pomoći, razvijanje programa i alata podrške za realizaciju inicijativa cirkularne ekonomije, povezivanje preduzeća, organizovanje seminara, obuka i podsticanje razmene znanja i sl. (European Environment Agency, 2016).

Kako bi se sagledala zastupljenost kreditnih linija banaka za zeleno finansiranje u Srbiji, biće analizirana ponuda kredita bankarskog sektora, sa posebnim osvrtom na kredite namenjene finansiranju ekološkim ciljevima vođenih investicija mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika. Zastupljenost zelenih kredita u ponudi banaka je prezentovana u Tabelama 35. 36 i 37.

Tabela 35. Kreditne linije domaćeg bankarskog sektora namenjene mikro, malim i srednjim preduzećim i preduzetnicima, 2022.

BANKA INTESA	KOMERCIJALNA BANKA	RAIFFEISEN BANKA	EUROBANK DIREKTNA
Biz Obrt Kredit za obrtna sredstva (sirovine i materjali)	Kratkoročni kredit	Kredit za obrtna sredstva	
Biz minus Kredit za obrtna sredstva (dozvoljeno prekoračenje računa)	Kredit za obrtna sredstva	Kredit za paušalno oporezive preduzetnike	Kredit malim preduzećima za nabavku opreme uz podršku Ministarstva privrede
Biz linija Kredit za obrtna sredstva (revolving kreditna linija)	Revolving kredit	Startup krediti	
Biz Invest (osnovna sredstva)	Investicioni kredit	Investicioni krediti	
Revolving kredit Kredit za obrtna sredstva	Kredit iz kreditnih linija Vlade Republike Italije Krediti za nabavku opreme, tehnologije, usluga, industrijskih licenci	Okvirni krediti Krediti za obrtna sredstva	Okvirna linija Kredit za obrtna sredstva i dokumentarne proizvode (akreditivi, garancije, oisima o namerama)
InnovFin investicion kredit bez obavezne hipoteke Kredit za investiciona ulaganja (osnovna sredstva)	Kredit iz kreditnih linija EIB Kupovina, rekonstrukcija i proširenje materijalne imovine	COSME & COSME DIGITALISATION programi kreditiranja Finansiranje rasta, razvoja poslovanja i unapređenja digitalnih kapaciteta mikro, malih preduzeća i preduzetnika	Kredit za obrtna sredstva
InnovFin kredit za obrtna sredstva bez obavezne hipoteke	Kredit iz kreditnih linija Evropske agencije za rekonstrukciju (EAR) Kredit za opremu i obrtna sredstva	Inovativni kredit (Horizont 2020) Uvođenje novog proizvoda ili procesa, nabavka opreme	Kredit za kupovinu opreme
COSME program za konkurentnost MSP Kredit za trajna obrtna sredstva sa garancijom EIF	COSME Program za MMSP Kredit za obrtna i trajna obrtna sredstva	Kreditna linija EIB Krediti za ulaganja u materijalnu, nematerijalnu imovinu i obrtna sredstva	Kredit za kupovinu poslovnog prostora
Kredit za žene u biznisu Krediti za obrtna sredstva i investicije	Agro krediti Poljoprivredna mehanizacija, nabavka zemljišta, obrtna sredstva	Fond revolving kredit Kupovina opreme i nove investicije	Kredit za kupovinu poslovnog prostora
Finansiranje uz garanciju države Krediti za obrtna sredstva i likvidnost			Revolving kredit sa dokumentarnim proizvodima
Kredit za poljoprivrednike Krediti za osnovna sredstva i repromaterijal			
Kredit za energetske efikasnost			

Izvor: PKS, *Bankarski instrumenti podrške MMSP sektoru*, 2018; Banka Intesa, Komercijalna banka, Raiffeisen banka, Eurobank Direktna, *Kreditni privredi*, 2022.

Tabela 36. Kreditne linije domaćeg bankarskog sektora namenjene mikro, malim i srednjim preduzećim i preduzetnicima, 2022.

ERSTE BANKA	UNICREDIT BANKA	PROCREDIT BANKA	CREDIT AGRICOLE
Kredit za trajna obrtna sredstva	Kredit za obrtna sredstva Investicioni kredit za poslovni prostor Investicioni kredit za mašine i opremu COSME program Kredit za trajna obrtna sredstva i investicije u osnovna sredstva	Kredit za likvidnost i obrt Kredit sa likvidnost i obrtna sredstva sa garancijom države Investicioni krediti Kredit za poljoprivrednike Kredit sa 25% bespovratnih sredstava Nabavka proizvodne opreme	Podrška privredi uz bespovratna sredstva Republike Srbije Krediti malim i srednjim preduzećima za nabavku opreme
Investicioni kredit	InnovFin program Kredit za obrtna sredstva i krediti za investicije u osnovna sredstva	Apex kreditna linija Kredit namenjeni investicijama u osnovna sredstva, trajna obrtna sredstva, finansiranju materijalnih i nematerijalnih troškova u vezi sa konkretnom investicijom	Kredit za likvidnost
Kredit za energetska efikasnost iz EBRD GEFF linije	WB EDIF (Western Balkans Enterprise Development and Innovation Facility) Garancije za finansiranje obrtnih sredstava i investicija u osnovna sredstva	InnovFin kredit Kredit za investicije u osnovna sredstva, trajna obrtna sredstva i obrtna sredstva	Kredit za obrtna i trajna obrtna sredstva
Korak po korak Kredit za startup preduzeća, socijalna preduzeća i oegnzicije civilnog društva	EaSI – Employment and Social Innovation – Guarantee facility for microfinance Garancije za finansiranje obrtnih sredstava i investicija u osnovna sredstva	Investicioni krediti u saradnji sa EIB Kredit namenjeni investicijama u osnovna sredstva, trajna obrtna sredstva, finansiranju materijalnih i nematerijalnih troškova u vezi sa konkretnom investicijom	Revolving kredit
Kredit za razvoj poljoprivrednih gazdinstava	Kredit za energetska efikasnost Kredit za poboljšanje energetske efikasnosti objekata i industrijskog sektora	Kredit garancijskog fonda za Zapadni Balkan Kredit za osnovna sredstva, trajna obrtna sredstva	Višenamenske kreditne linije Kratkoročni, dugoročni, revolving krediti, garancije, akreditivi
	EIB Apex linije Finansiranje investicionih programa za mala i srednja preduzeća koji predstavljaju ciljeve Evropske unije	Kredit za energetska efikasnost	Investicioni kredit
		Kredit za solarne panele Kredit za nabavku solarnih sistema	EIB kredit Kupovina, adaptacija i proširenje stalne imovine i obrtna sredstva
			EIB Apex linije Kreditna linija EIB uz posredovanje NBS Finansiranje investicionih programa za mala i srednja preduzeća koji predstavljaju ciljeve Evropske unije
			Kredit za poljoprivrednike
			Kredit za energetska efikasnost

Izvor: PKS, *Bankarski instrumenti podrške MMSP sektoru*, 2018; Erste banka, UniCredit banka, ProCredit banka, Crédit Agricole banka, *Kreditu privredi*, 2022.

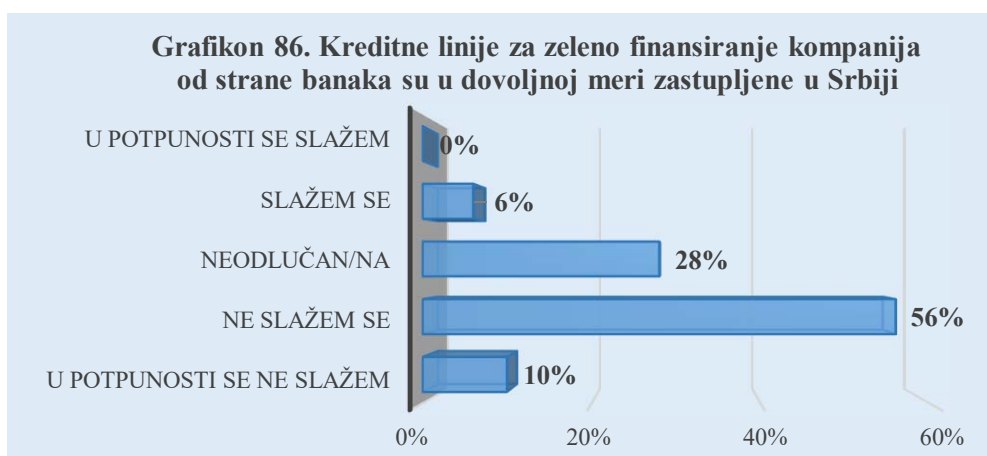
Tabela 37. Kreditne linije domaćeg bankarskog sektora namenjene mikro, malim i srednjim preduzećim i preduzetnicima, 2022.

SBERBNK	OTP BANKA	HALK BANKA	AIK BANKA
Kreditni za održavanje likvidnosti		Kreditni za održavanje likvidnosti i obrtna sredstva sa Garancijom Republike Srbije	
Kredit za obrtna sredstva	Kreditni za obrtna sredstva		Kredit za poslovanje
Kredit za nabavku ili rekonstrukciju poslovnog prostora	Investicioni krediti	Kredit za obrtna sredstva	Kredit za finansiranje obaveza iz poslovanja (nabavka robe ili repromaterijala, finansiranje uvoza ili izvoza, refinansiranje postojećih kredita za obrtna sredstva)
Kredit za nabavku vozila i opreme		Okvirni kredit	
Revolving kreditna linija	Kreditni za refinansiranje	Kredit pokriven depozitom	
		Fond revolving kredita	
Zeleni projekti obnovljivih izvora energije	Revolving krediti	Startup krediti	Revolving kredit
Kreditiranje izgradnje postrojenja uz proizvodnju električne energije iz obnovljivih izvora		SEF kreditna linija	
	Kreditni za poljoprivredna Gazdinstva	Kreditni u saradnji sa Srpskom fondacijom za preduzetništvo za ublažavanje posledica pandemije (obrotna i osnovna sredstva)	Investicioni kredit
Investicioni kredit iz Fonda revolving kredita Republike Srbije		Investicioni kredit	
Kredit za poljoprivrednike	Generator Zero	Program podrške 2021	Kredit za poljoprivrednike sa garancijom Granijskog fonda AP Vojvodine
Subvencionisani kredit za kupovinu robe iz Belorusije	Kreditni za projekte sa merljivim uticajem na smanjenje karbonskog otiska	Kreditni u saradnji sa Ministarstvom privrede i Razvojnoum agencijoum Srbije za nabavku opreme	
Kredit za kupovinu opreme i vozila proizvedenih u Belorusiji			

Izvor: PKS, *Bankarski instrumenti podrške MMSP sektoru*, 2018; Sberbank, OTP banka, Halkbank, AIK banka, *Kreditni privredi*, 2022.

U Srbiji je osnovana kreditna linija za zeleno finansiranje (*Green Economy Financing Facility-GEFF*) od strane Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) čiji je cilj osnivanja da se pruži podrška preduzećima i vlasnicima stambenih objekata u vidu odobravanja zelenih kredita ukoliko žele da investiraju u projekte koji su fokusirani na energetsku efikasnost. Vrednost kreditne linije iznosi 85 miliona evra i usmerena je na zemlje Zapadnog Balkana (Srbija,

Albanija, Bosna i Hercegovina, Crna Gora i Severna Makedonija). Banke koje sprovode plasiranje pomenutih kreditnih linija zelenog finansiranja su Erste banka, UniCredit banka i ProCredit banka (GEFF, 2022). Pored njih, zastupljene zelene kredite u svojoj ponudi imaju i banka Intesa, Crédit Agricole banka, Sberbank i OTP banka. Takođe, Raiffeisen banka je donela odluku o porastu udela kreditiranja sektora koji su u svom poslovanju orijentisani na korišćenje solarne tehnologije i tehnologije čiji je fokus na energiji vetra, dok je ponuda kredita sektoru industrije na bazi uglja značajno ograničena, s tim da je preduzećima koja najmanje četvrtinu prihoda ostvaruju aktivnostima povezanim sa eksploatacijom uglja, odobravanje kredita obustavljeno u potpunosti (Raiffeisen banka, 2021). Među dostupnim zelenim kreditima, uglavnom prevladavaju krediti usmereni na ostvarenje ciljeva energetske efikasnosti. Prilikom intervjuisanja predstavnika bankarskog sektora, utvrđeno je da kao najčešće razloge nezastupljenosti ovog tipa kreditiranja, banke navode nedostatak stručnog osoblja koje će vršiti evaluaciju projekata i pratiti njihovu implementaciju, kao i da zeleni krediti prevashodno nemaju ekonomsku perspektivu usled pružanja finansijske podrške projektima koji nisu isplativi i nemaju ekonomsku opravdanost. Udeo ispitanika koji nije izrazio slaganje sa stavom da je ponuda zelenih kredita bankarskog sektora na zadovoljavajućem nivou iznosi 66%.



Kako bi se sagledalo koliko je ulaganje u projekte energetske efikasnosti isplativo sektoru stanovništva u Srbiji, analizirane su kamatne stope i drugi uslovi koje su svojstveni kreditnim linijama zelenog finansiranja. Radi uporedne analize, u Tabeli 38. su predstavljene kamatne stope na kredite za energetska efikasnost koji se odobravaju stanovništvu. U Srbiji se trenutno odobravaju krediti u dinarima sa promenljivom kamatnom stopom koja iznosi 3mBELIBOR uvećana za iznos marže od 5.5% (ProCredit banka, 2022a). Budući da referentna kamatna stopa BELIBOR (*Belgrade Interbank Offered Rate*) iznosi oko 1%, nominalna kamatna stopa iznosi 6.5%, dok efektivna kamatna stopa iznosi 7.20%. Takođe, za kredite nije predviđen grejs period, dok je period otplate do 60 meseci, a naknada za obradu kreditnog zahteva iznosi 1% i postoji mogućnost povraćaja uloženih sredstava do 20%, što opredeljuje da li se pozajmljenim sredstvima finansira jedna ili više tehnologija. U zavisnosti od vrednosti odobrenih finansijskih

sredstava, banka zahteva kao obezbeđenje administrativnu zabranu, menicu ili hipoteku ili sva tri vida obezbeđenja u slučaju značajnijeg iznosa pozajmljenih sredstava od preko 2 350 000 dinara (ProCredit banka, 2022a).

U Hrvatskoj, nominalna kamata na kredite u evrima za energetska efikasnost sektoru stanovništva jednaka je referentnoj kamatnoj stopi (EURIBOR) uvećanoj za vrednost kamatne marže od 3.30%. S obzirom na trenutno negativnu vrednost referentne kamatne stope (-0.5%), nominalna kamatna stopa je najmanje jednaka visini kamatne marže (3.30%), dok efektivna kamatna stopa iznosi 3.57%. Naknada za obradu kredita iznosi 0.5% ukupne vrednosti (Podravska banka, 2022). U Mađarskoj, referentna kamatna stopa je takođe EURIBOR, pri čemu je kamatna marža niža nego u Srbiji i Hrvatskoj i iznosi 2.5%, grejs period iznosi 2 godine, dok je naknada za obradu kredita 1% ukupne vrednosti (OTP bank Hungary, 2022). U Litvaniji je Litvanski investicioni fond za zaštitu životne sredine za programe podrške projektima energetske efikasnosti izdvojio dugoročne kredite sa fiksnim kamatnim stopama od 3%, uz subvenciju od 15% za najbolje postignute energetske performanse (European Commission, 2010). Banke u Srbiji odobravaju kredite za energetska efikasnost stanovništvu u domaćoj valuti, pa je zbog zaračunate riziko premije kamatna stopa viša nego na kredite koji bi se odobravali u evrima, što povećava i iznos kamatne marže (5.5%), a posledično i samu cenu kredita. Ako se posmatraju kredite za energetska efikasnost koji su bili zastupljeni u ponudi banaka u Srbiji 2019. godine, uvideće se da su uslovi bili još nepovoljniji. Kamatna marža je iznosila 6.20%, koja je uvećana za referentnu kamatnu stopu (3mBELIBOR) činila nominalnu kamatnu stopu od 9.24%, dok je efektivna kamatna stopa iznosila 10.97%, a naknada za obradu kredita 2% ukupne vrednosti (Zelenović, Radović i Vitomir, 2019). U ponudi holandskih banaka kao instrumenti zelenog finansiranja se mogu pronaći i zeleni hipotekarni kredite sa kamatnom stopom od 2%, mađarske banke odobravaju pomenute kredite po stopi od 2.5%, dok je kamatna stopa za kupovinu ili izgradnju energetski efikasnih stambenih objekata u Hrvatskoj 3.12%.¹⁹

Tabela 38. Kamatne stope na kredite za energetska efikasnost namenjenih sektoru stanovništva, 2022.

Srbija ²⁰	Slovenija	Mađarska	Hrvatska
3mBELIBOR + 5.50%	6mEURIBOR + 3.0%	3mEURIBOR + 2.50%	6mEURIBOR+3.30%

Izvor: ProCredit banka Srbija, Erste banka Srbija, OTP bank Hungary, Podravska banka Hrvatska, SID banka Slovenija, 2022.

U mnogim zemljama, poput Velike Britanije, Belgije, Irske, Holandije, Francuske, se odobravaju i zeleni kredite za energetska efikasnost sektoru stanovništva sa niskom ili nultom kamatnom

¹⁹ Podaci na osnovu analize kreditnih ponuda holandskih, mađarskih i hrvatskih banaka.

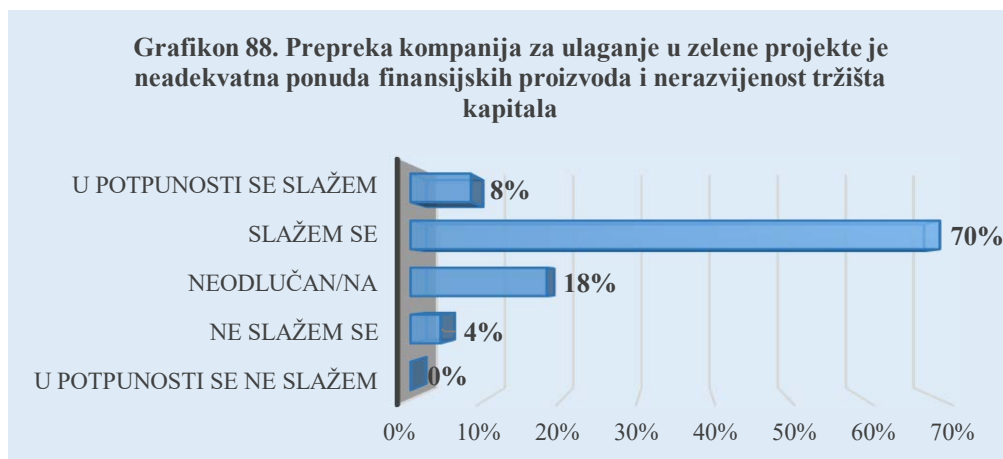
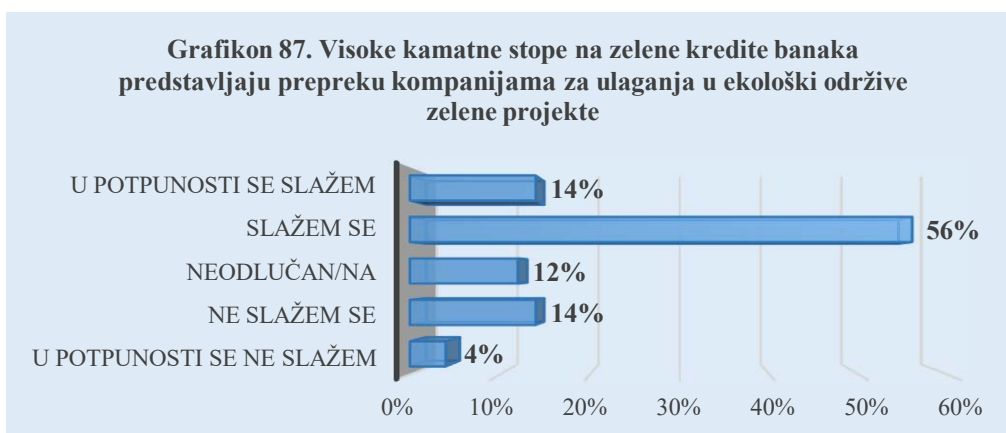
²⁰ Kredite stanovništvu za energetska efikasnost u Srbiji se odobravaju u dinarima.

stopom (*zero-interest green loan*), uz pružanje i odgovarajuće tehničke pomoći, domaćinstvima sa niskim prihodima koja ne ispunjavaju uslove za odobrenje kredita komercijalnih banaka. Interesantan je primer Francuske u kojoj je na osnovu sprovedenog istraživanja utvrđeno da 12% emisija gasova staklene bašte vodi poreklo od sektora stanovanja i održavanja stambenih objekata. Kreiran je mehanizam podrške koji omogućava izvođenje radova i renoviranje stambenih objekata u cilju postizanja energetske efikasnosti, bez ulaganja finansijskih sredstava od strane domaćinstava. Kada realizacija projekta doprinese boljim energetske performansama i potrošnji manje količine energije za obavljanje svakodnevnih aktivnosti, uštede ostvarene po računima za električnu energiju se dele sa domaćinstvima kao primaocima investicija i na taj način njihov dug biva otplaćen (France Stratégie, 2022).

Zeleni krediti namenjeni sektoru mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika u Srbiji, se odobravaju u evrima, uz promenljivu kamatna stopa koja je vezana za EURIBOR i uvećana za iznos kamatne margine. Komponente kamatne margine su cena kapitala, odnosno cena izvora finansiranja banke, riziko premija i bankarska marža. Banke obezbeđuju finansijska sredstva od matičnih banaka ili od međunarodnih finansijskih institucija, najčešće Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) ili Evropske investicione banke (EIB) po određenim uslovima. Riziko premija zavisi od finansijskog stanja preduzeća i utvrđenih pokazatelja finansijske stabilnosti i ravnoteže, profitabilnosti, likvidnosti, zaduženosti i sl. i u zavisnosti od preduzeća se kreće u rasponu 0.1%-4.8%. Obračunava se i bankarska marža koja u proseku iznosi oko 2%, te stoga, kamatna margina najčešće dostiže vrednosti između 2.5% i 5%. Takođe, predviđen je i grejs period koji se kreće između 6 meseci i 24 meseca u zavisnosti od konkretne ponude banke. Ako se radi uporedne analize posmatra razvijena zemlja iz okruženja poput Slovenije, koja je ušla u proces zelene tranzicije i ekonomski rast ostvaruje uz poštovanje ciljeva održivog razvoja, analizom podataka je utvrđeno da kamatna marža na zelene kredite koje banke odobravaju malim i srednjim preduzećima ne prelazi 3%, dok je kamatna stopa takođe promenljiva i vezana za EURIBOR kao referentnu kamatnu stopu (SID banka, 2022).

Na osnovu istraživanja, utvrđeno je da su zeleni krediti namenjeni preduzećima skuplji od klasičnih, komercijalnih kredita u proseku za 2% do 3%. Naime, ista vrednost finansijskih sredstava može biti odobrena i ukoliko preduzeća apliciraju za standardni komercijalni kredit banaka, koristeći odobrena novčana sredstva u svrhe održivog razvoja i pozitivnog delovanja na zaštitu životne sredine. Takođe, standardni kredit će biti odobren po povoljnijim uslovima koji podrazumevaju nižu kamatnu stopu i kraći vremenski period za obradu zahteva i dobijanje sredstava, jer neće postojati od strane preduzeća potreba za pripremom specifične dokumentacije u vidu elaborata koji zatevaju određenu stručnost, a biće pošteđeni i ispunjavanja komplikovanijih bankarskih procedura, dok banka neće morati da vrši dodatne procene, provere i analize koje odobrenje zelenog kredita zahteva. Zelene kreditne linije podrazumevaju i angažovanje konsultanata u bankama, što takođe čini kredit skupljim, međutim, faktor koji

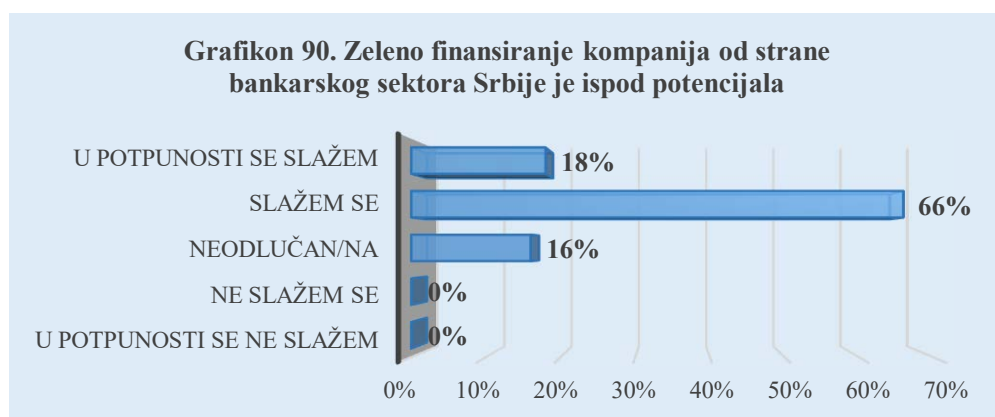
dominantno opredeljuje kamatnu stopu na zelene kreditne linije, čineći je visokom, jeste cena izvora finansiranja banke, a ne premija za rizik koja se obračunava na osnovu ustanovljenih finansijskih performansi preduzeća. Takođe, kreditne linije Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) u zavisnosti od same linije mogu podrazumevati i grantove. Međutim, u takvim slučajevima banke odobravaju kredite uz višu kamatnu stopu od standardne, putem koje vrednost granta faktički ostaje banci, a preduzeća nisu ostvarila uštedu kroz odobrena bespovratna sredstva, koja su kroz plaćenu višu kamatnu stopu praktično neutralisana.



U okruženju je zastupljen i primer Slovenije, koja posredstvom državnog Fonda za zaštitu životne sredine (Eko Sklad) odobrava subvencije za preduzeća koja se odluče da investiraju u projekte energetske efikasnosti, obnovljivih izvora energije, smanjenja zagađenja, upravljanja otpadom, niskoemisionih vozila. Preduzećima se odobravaju povoljni zeleni krediti sa kamatnom stopom od 3mEURIBOR + 1.3%, uz mogućnost korišćenja grantova i drugih finansijskih podsticaja (Eko Sklad, 2020). Zeleni fond u Srbiji ne beleži značajne rezultate po pitanju finansiranja ekoloških projekta, s tim da je uglavnom bio baziran na velike infrastrukturne projekte uspostavljanja postrojenja za tretman otpada, koji su uglavnom uključivali velika

preduzeća, dok sektor MMSPP nije podržan značajnijim inicijativama zelenog ulaganja (OECD, 2019).

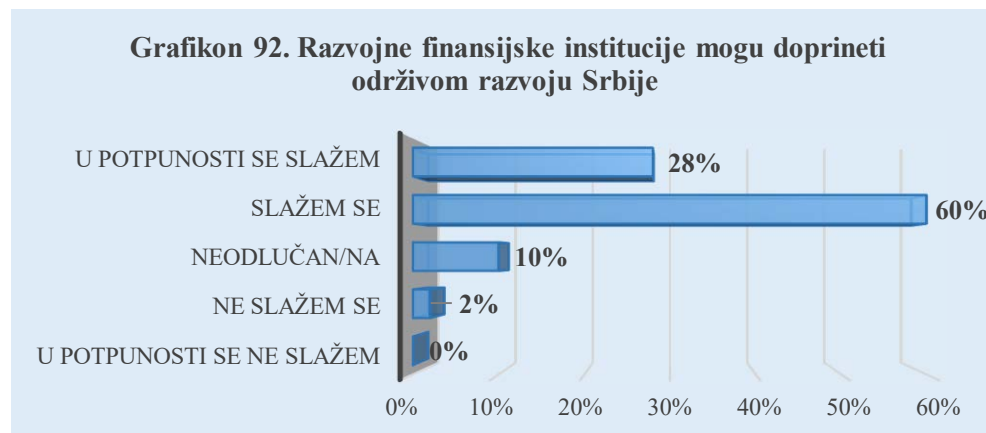
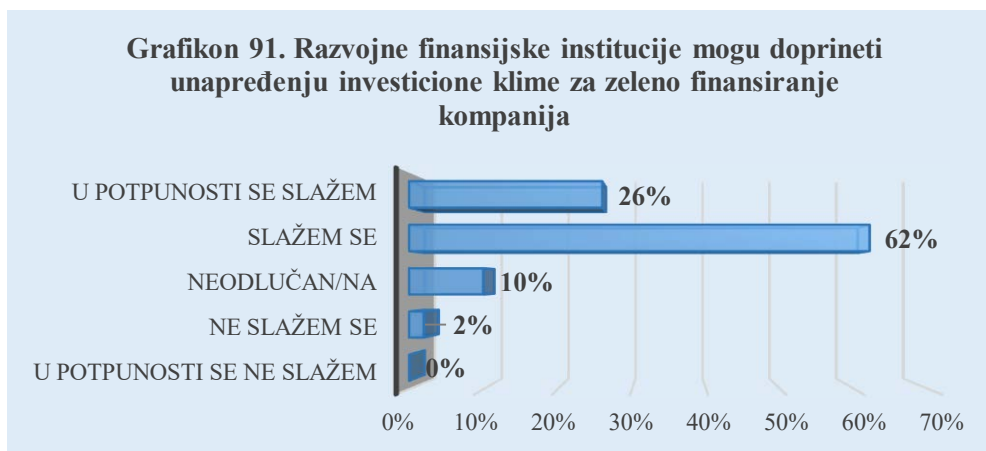
Prema rezultatima istraživanja Programa Ujedinjenih nacija za razvoj (*United Nations Development Programme-UNDP*), koje je obuhvatilo studiju od 146 preduzeća u Srbiji, uslovi zelenog kreditiranja koji su poželjni za sektor mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika su krediti koji podrazumevaju kamatne stope koje ne prelaze 3%, duge periode otplate (do 120 meseci) i grejs period od jedne godine i duže (UNDP, 2021). Može se konstatovati da ponuda zelenih kredita u domaćem bankarskom sektoru nije na zadovoljavajućem nivou, kao i to da ponuđeni uslovi finansiranja za preduzeća nisu povoljni. Udeo ispitanika koji se složio da je visoka kamatna stopa na zelene kredite jedna od prepreka podsticanja investicija održivog razvoja u sektoru privrede iznosi 70%.



Pored zaračunavanja visokih kamatnih stopa na kredite koji su povezani sa ostvarenjem ciljeva održivog razvoja, banke u svojoj ponudi nemaju raznovrsne instrumente zelenog finansiranja i ponuda je svedena uglavnom na zelene kredite za energetska efikasnost. Zeleni stambeni krediti ili krediti za kupovinu električnih automobila nisu pronašli mesto u ponudi banaka. Takođe, razvoj zelenog finansiranja u Srbiji je inhibiran i nedovoljnom razvijenošću tržišta kapitala, što

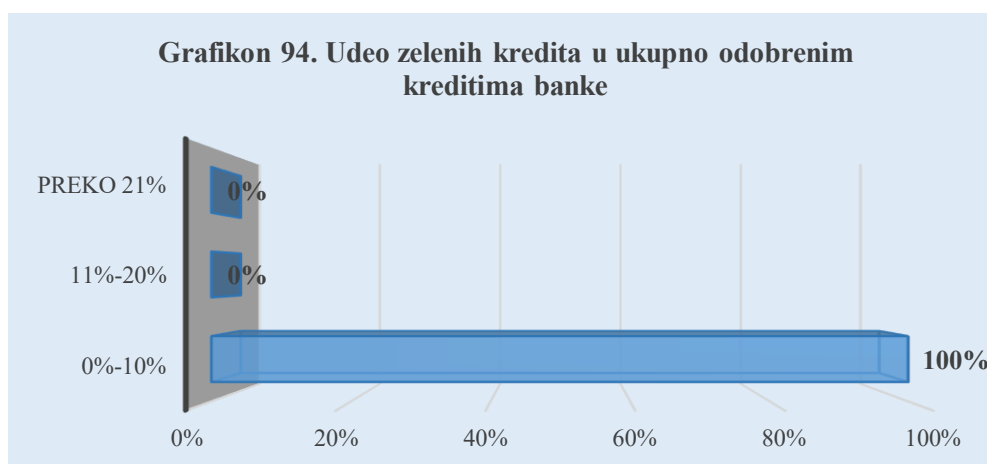
ističe 78% ispitanika, čime su preduzeća suočena sa limitiranim izvorima finansiranja koji su im na raspolaganju i bivaju ograničena na banke, time plaćajući veću cenu za nedostajuća sredstva.

Domaćim preduzećima su procedure za odobrenje zelenih kredita previše zahtevne, s tim da se kao problem javlja i stepen stručnosti, tehničke osposobljenosti i znanja privatnog sektora, neophodan za podnošenje projektna dokumentacije. Stoga, početna ulaganja prilikom apliciranja za zeleni kredit, mogu iziskivati značajna finansijska sredstva usled angažovanja eksternih lica sa potrebnim znanjima za ispunjenje projektnih zahteva i izradu buznis plana sa procenjenim pozitivnim uticajima na životnu sredinu, ali i usled plaćanja propisanih naknada i provizija bankama.



Udeo ispitanika koji smatra da je zeleno finansiranje u Srbiji ispod potencijala iznosi 84%. Takođe, ispitanici su istakli značaj aktivnosti razvojnih finansijskih institucija u podršci zelenom finansiranju i održivom razvoju (88%). Ove institucije, pored aktivnog učešća u finansiranju projekata održivog razvoja privatnog sektora, mogu predstavljati značajnu podršku i izdavanjem garancija za obezbeđenje zelenih kredita, usled nedovoljne vrednosti imovine malih i srednjih preduzeća, ali i pružanjem tehničke i savetodavne pomoći u izradi studija izvodljivosti i procene

ekoloških doprinosa koji mogu biti postignuti finansiranjem predloženih projekata (što su sve česti razlozi za odbijanje kreditnih zahteva preduzeća). Aktivnom podrškom razvojnih finansijskih institucija mogu biti prevaziđeni važni problemi sa kojima se suočava sektor MMSPP u svom poslovanju, čime se ostvaruje podsticajan i pozitivan uticaj na proces donošenja odluka o zelenim investicijama.



Svega 14% ispitanika među bankarskim ekspertima, je konstatovalo da banka u kojoj su zaposleni odobrava zelene kredite MMSPP, pri čemu udeo odobrenih zelenih kredita učestvuje u ukupnim kreditima banke u iznosi koji je manji od 10%. O važnosti podsticaja usmerenih na ekološki odgovorno ponašanje pojedinaca i poslovanje kompanija, koji dolaze iz finansijskog sektora, u vidu zelenih kredita, govori i studija koja se odnosi na ispitivanje uticaja finansijskog razvoja na emisije ugljenika. Rezultati potvrđuju da finansijski razvoj ima pozitivan dugoročni uticaj na emisije CO₂ i da merama ekonomske politike treba stimulisati (subvencionisati) kredite finansijskog sektora namenjene investicijama u energetski efikasnije tehnologije koje omogućavaju korišćenje čistijih izvora energije, za nabavku vozila na gas, električnih i hibridnih vozila, gasifikaciju domaćinstava (Petrović & Lobanov, 2021).

Zelene javne nabavke se u Srbiji gotovo i ne primenjuju, s obzirom da ne postoje raspoložive informacije o korišćenju ekološkog aspekta usled odlučivanja o nabavkama i da je i dalje zastupljeno kao preovladavajuće mišljenje da su zeleni proizvodi skupi uz favorizovanje kriterijuma najniže cene. Uzimajući u obzir činjenicu da javne nabavke čine 8.14% bruto domaćeg proizvoda, javni sektor bi društveno odgovornijim ponašanjem, koje podrazumeva uvažavanje negativnih uticaja proizvoda na životnu sredinu, dao značajan doprinos zelenoj ekonomiji (Uprava za javne nabavke, 2020).

Na osnovu sprovedenog istraživanja o zastupljenosti zelenog finansiranja u Srbiji, podsticajima za ulazak preduzeća u zelenu tranziciju, preprekama sa kojima je sektor mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika suočen prilikom finansiranja ekoloških projekta, preporuka međunarodnih finansijskih institucija o važnosti zelene ekonomije, regulatornih ograničenja, može se zaključiti da je hipoteza *H₃ : Zeleno finansiranje preduzeća od strane bankarskog sektora Srbije je ispod potencijala* potvrđena. Prema procenama Fiskalnog saveta, godišnja sredstva namenjena finansiranju zaštite životne sredine potrebno je povećati za iznos od 500 miliona evra, što bi se pozitivno odrazilo na ostvarenje ekonomskog rasta od 0.5% najmanje (Fiskalni savet, 2018). Takođe, istraživanja pokazuju da su emisije štetnih gasova u Srbiji iz godine u godinu sve veće i da znatno prevazilaze prosek Evroske unije, prihodi od ekoloških taksi su uvećani dva puta u odnosu na 2015. godinu i iznose oko 6 milijardi dinara, a u prilog svemu navedenom govori i poražavajuća činjenica da nijedan obveznik godinama nije odgovornijim poslovnim aktivnostima doprineo umanjenu svog ekološkog otiska (NALED, 2021). Agencija za zaštitu životne sredine je još 2017. godine predložila da se ekološke takse naplaćuju u skladu sa zagađenjem životne sredine koje preduzeća prourokuju svojim poslovnim aktivnostima, a ne da se naplaćuju paušalno u odnosu na veličinu preduzeća i delatnost kojom se bavi, uz zanemarivanje stvarnog uticaja poslovanja konkretnog preduzeća na okruženje. Na taj način bi se pored smanjenja ekološkog otiska, podstakao i rast sredstava za investicije u zelene projekte, ali ova inicijativa još uvek nije realizovana (Agencija za zaštitu životne sredine, 2018).

Zeleno finansiranje u Srbiji još nije zaživelo i potrebna su unapređenja kako na strani ponude, tako i na strani tražnje. Kako bude rasla svest o značaju cirkularne ekonomije i neophodnosti intenzivnijeg uključenja u proces zelene tranzicije, tako će rasti i tražnja za zelenim izvorima finansiranja, ali i raznovrsnost ponude zelenih finansijskih instrumenata. Potrebno je obezbediti podsticaje za zelene investicije u vidu subvencija, grantova, kreditnih garancija međunarodnih razvojnih finansijskih institucija, blagovremenog donošenja i primene uredbi i propisa kojima se reguliše oblast zelenog finansiranja, supstitucije subvencija za fosilna goriva subvencijama za zelenu energiju i omogućiti preduzećima u Srbiji da pod jednako povoljnim uslovima apliciraju za zelene kredite kao i preduzeća iz zemalja u okruženju.

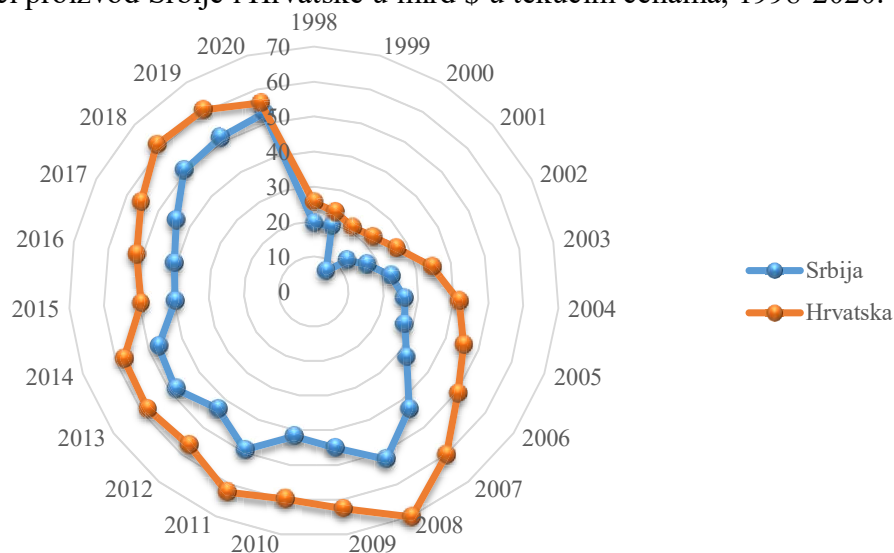
8. RAZVOJNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE I EKONOMSKI RAST

U posljednjem poglavlju će ekonometrijskom analizom vremenskih serija biti utvrđeno na koji način se ulaganja razvojne finansijske institucije Hrvatske - Hrvatske banke za obnovu i razvitak (HBOR), u projekte kojima se podstiče ostvarenje ciljeva održivog razvoja, odražavaju na ekonomski rast Hrvatske. Analizom dobijenih rezultata biće ustanovljene preporuke o uvođenju nacionalne razvojne banke u domaći finansijski sistem.

8.1. Ispitivanje uticaja razvojne finansijske institucije Hrvatske banke za obnovu i razvitak (HBOR) na rast bruto domaćeg proizvoda Hrvatske – ekonometrijska analiza

Razvojne finansijske institucije svojim investicionim i projektnim aktivnostima utiču na ostvarenje ciljeva održivog razvoja u ekonomijama sa niskim nivoom dohotka, na kvalitet života i životni standard stanovnika, odnosno ekonomski napredak koji je praćen ekonomskim pokazateljima kao što su rast bruto domaćeg proizvoda, izvoza, zaposlenosti, državnih prihoda. S obzirom na to da razvojna banka kao jedan od vidova razvojnih finansijskih institucija nije zastupljena u finansijskom sistemu Srbije, na primeru Hrvatske će se analizirati da li ove institucije doprinose ekonomskom rastu (rastu bruto domaćeg proizvoda) Hrvatske i u kojoj meri. Hrvatska je zemlja iz okruženja koja u svom finansijskom sistemu poseduje Hrvatsku banku za obnovu i razvitak (HBOR), kao razvojnu finansijsku instituciju. Finansijski sistem Hrvatske je uporediv sa domaćim finansijskim sistemom, a na Grafikonu 95. je prezentovan ekonomski rast Srbije i Hrvatske, prikazan rastom bruto domaćeg proizvoda (BDP) tokom godina.

Grafikon 95. Bruto domaći proizvod Srbije i Hrvatske u mlrd \$ u tekućim cenama, 1998-2020.



Izvor: Autor na osnovu World Bank Data, *GDP (current US\$)*, 2021.

Grafikon 95. pokazuje sličnost u kretanju pomenutog pokazatelja između dve zemlje koje su predmet komparativne analize. Na primeru Hrvatske će se analizirati doprinos investicija razvojne finansijske institucije HBOR rastu BDP i na osnovu toga dati preporuka da li bi prisustvo jedne takve razvojne finansijske institucije doprinelo unapređenju domaćeg finansijskog sistema i ekonomskom razvoju Srbije. Kroz ekonometrijsku analizu će biti testirana hipoteza *H4: Rast investicija razvojnih finansijskih institucija doprinosi rastu bruto domaćeg proizvoda (BDP)*, na primeru razvojne finansijske institucije HBOR. Na osnovu rezultata sprovedenog istraživanja će se utvrditi da li razvojne finansijske institucije doprinose održivom razvoju i u kojoj meri i da li bi njihovo prisustvo u Srbiji bilo ekonomski opravdano.

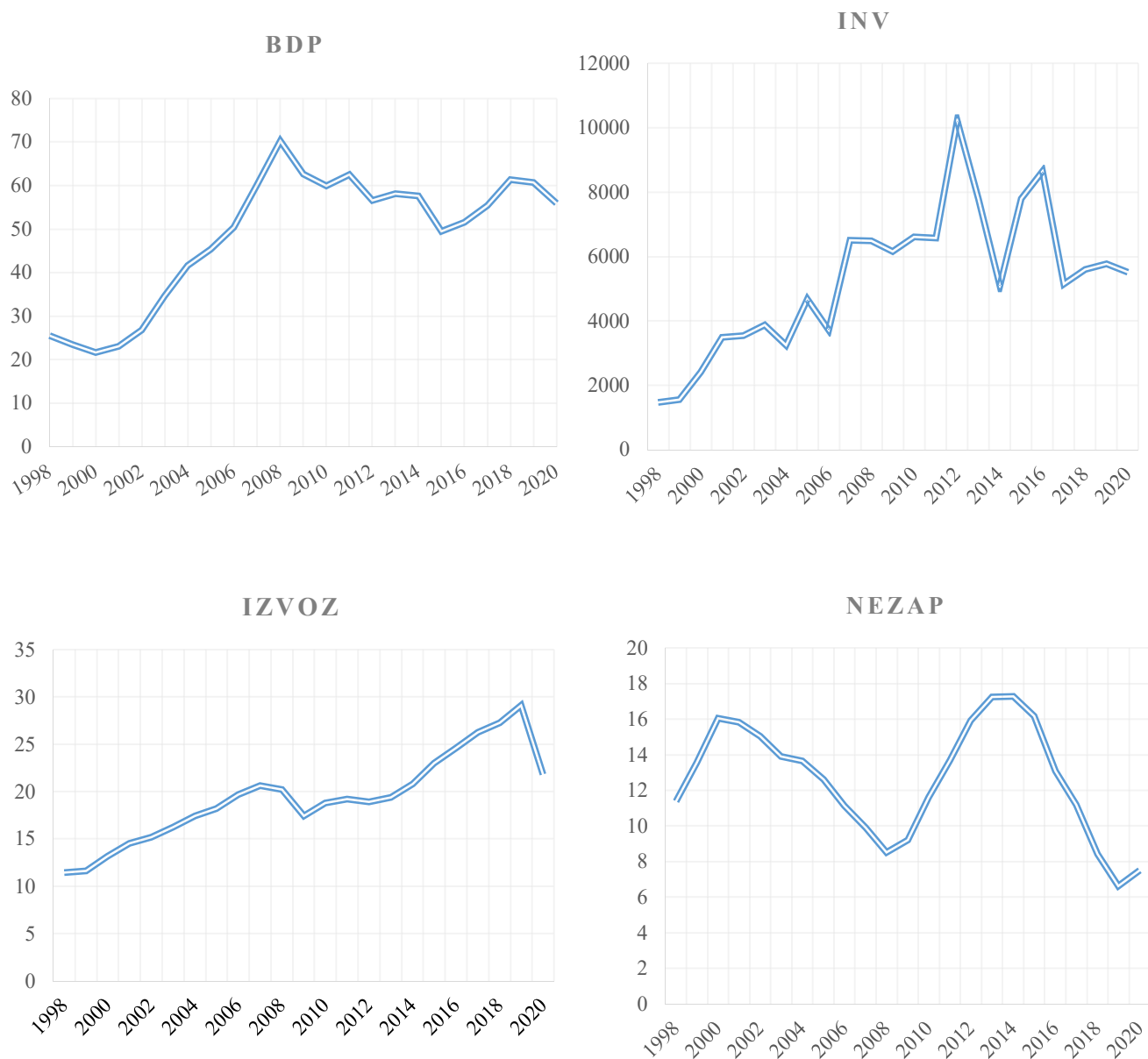
Tabela 39. Bruto domaći proizvod Hrvatske (BDP), investicije HBOR, izvoz i nezaposlenost, 1998-2020.

Godina	BDP u \$ (tekuće cene)	Investicije HBOR u održivi razvoj (u 000 kuna)	Izvoz proizvoda i usluga u \$ (tekuće cene)	Nezaposlenost (% ukupne radne snage)
1998	25562732258	1464550	11432403327	11,39
1999	23456897701	1558003	11598022822	13,56
2000	21633759451	2410627	13185201805	16,06
2001	23054778851	3495135	14495036373	15,82
2002	26813968851	3536542	15193971986	15,05
2003	34682900713	3877000	16223565683	13,92
2004	41587470547	3253000	17407604005	13,66
2005	45376744002	4673700	18204098700	12,60
2006	50423077102	3710417	19650997646	11,13
2007	60073426977	6508000	20634444744	9,91
2008	70234425974	6483635	20198192662	8,53
2009	62600093959	6155344	17406458381	9,20
2010	59918313669	6616109	18761299531	11,62
2011	62537851352	6569851	19193485797	13,68
2012	56580819624	10229130	18913857792	15,93
2013	58194069434	7776046	19383100621	17,25
2014	57639588806	5100000	20816420609	17,29
2015	49525747504	7800000	22969269548	16,18
2016	51601147666	8660000	24585020109	13,10
2017	55481644098	5150000	26268695314	11,21
2018	61375222347	5610000	27248947607	8,43
2019	60752588976	5770000	29102134464	6,62
2020	55966581780	5510000	21840360175	7,51

Izvor: World Bank Data, *GDP (current US\$)*, *Exports of goods and services (current US\$)*, *Unemployment, total (% of total labor force)*, 2021. i HBOR, *Godišnje izvješće Grupe Hrvatska banka za obnovu i razvitak*, 1999-2021.

U Tabeli 39. su predstavljeni podaci o bruto domaćem proizvodu Hrvatske, izvozu, nezaposlenosti i ulaganjima HBOR kao razvojne finansijske institucije. HBOR finansira razvoj malih i srednjih preduzeća, podsticanje izvoza, razvoj poljoprivrede, razvoj turizma, inovacije i tehnološki razvoj, programe zaštite životne sredine, energetske efikasnosti, obnovljivih izvora energije. HBOR je u svom poslovanju orijentisana na ostvarenje ciljeva održivog razvoja.

Grafikon 96. Prikaz BDP kao zavisne promenljive i nezavisnih promenljivih (INV, IZVOZ, NEZAP), 1998-2020.



Izvor: World Bank Data, *GDP (current US\$)*, *Exports of goods and services (current US\$)*, *Unemployment, total (% of total labor force)*, 2021. i HBOR, *Godišnje izvješće Grupe Hrvatska banka za obnovu i razvitak*, 1999-2021.

$$BDP = f(INV, IZVOZ, NEZAP)$$

Softver korišćen za ekonometrijsku analizu vremenskih serija je *Eviews 10*. U višestrukome regresionom modelu zavisna varijabla je bruto domaći proizvod koji je izražen u \$ u tekućim cenama (BDP), dok su nezavisne varijable: investicije HBOR u održivi razvoj u hiljadama kuna (INV), izvoz koji je izražen u \$ u tekućim cenama (IZVOZ) i nezaposlenost predstavljena kao % ukupne radne snage (NEZAP). Kako bi se analiza bazirala na koeficijentima elastičnosti, odnosno, na stopama rasta, podatke u modelu je potrebno transformisati logaritmovanjem, odnosno primenom *Box-Cox* transformacije. Logaritmovanjem se nelinearna funkcija transformiše u linearnu funkciju sledećeg oblika (Mladenović i Petrović, 2020):

$$\log(BDP) = \beta_0 + \beta_1 \log(INV) + \beta_2 \log(IZVOZ) + \beta_3 \log(NEZAP)$$

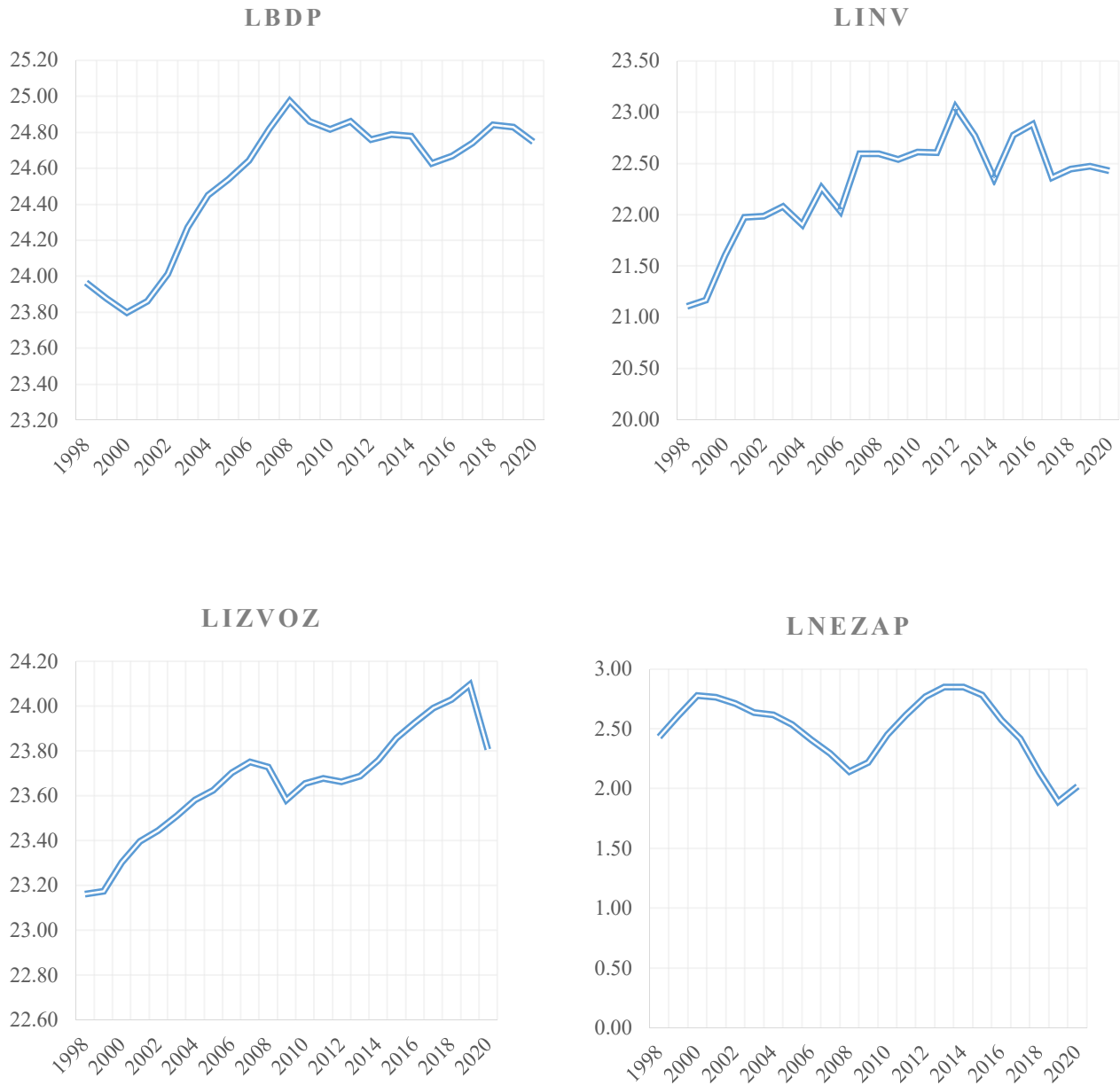
Kako bi se kvantitativno predstavila veza BDP i investicija razvojne finansijske institucije HBOR, korišćen je dvojno-logaritamski model, odnosno log-log model kako bi se analizirao podatak za koliko procenata se povećava BDP ukoliko se investicije razvojne finansijske institucije povećaju za 1% (Mladenović i Petrović, 2020). Logaritmovane vrednosti BDP, investicija HBOR, izvoza i nezaposlenosti su predstavljene u narednoj Tabeli 40.

Tabela 40. Logaritmovane vrednosti bruto domaćeg proizvoda Hrvatske (LBDP), investicija HBOR (LINV), izvoza (LIZVOZ) i nezaposlenosti (LNEZAP), 1998-2020.

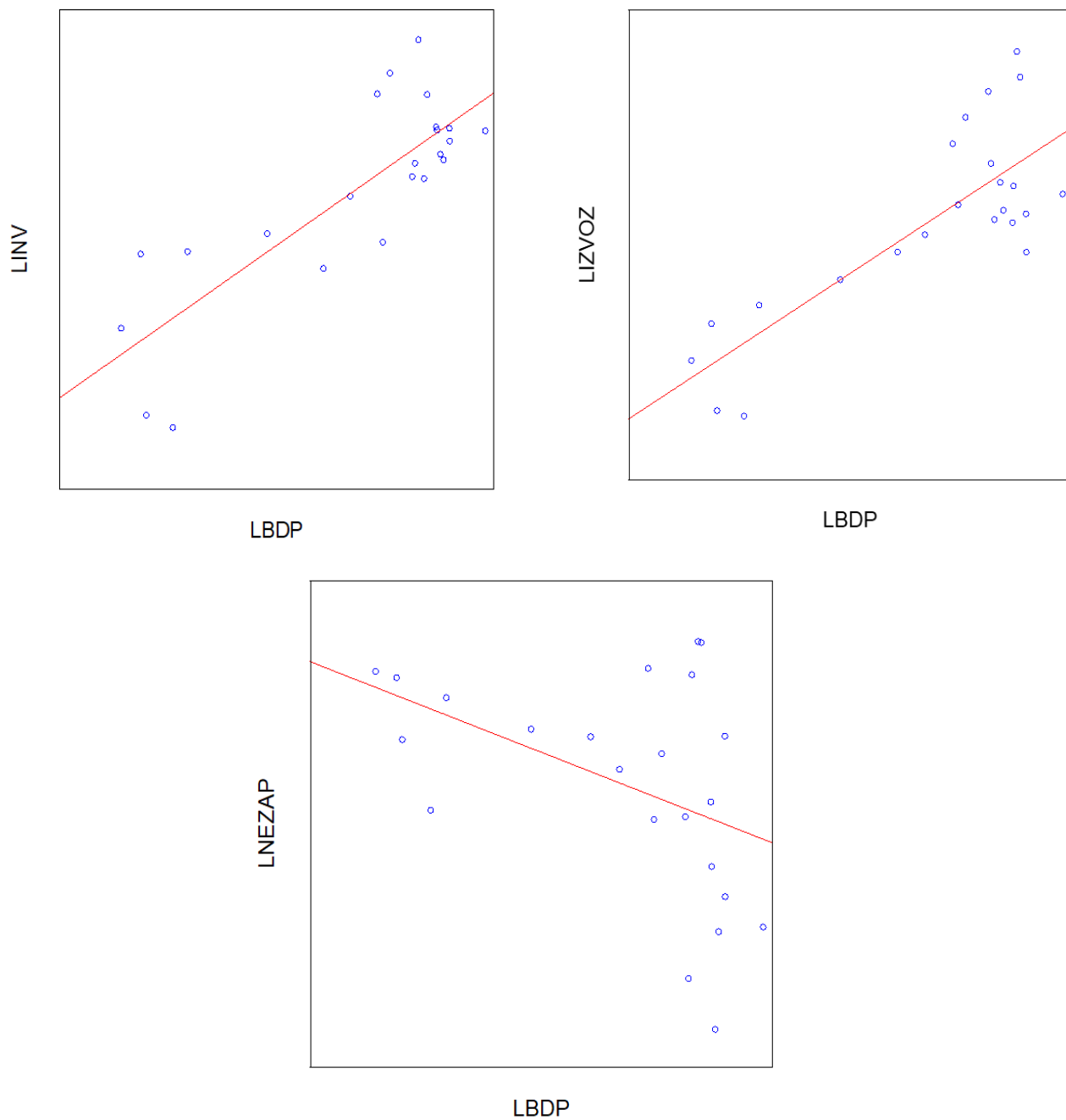
	LBDP	LINV	LIZVOZ	LNEZAP
1998	23.96	21.10	23.16	2.43
1999	23.88	21.17	23.17	2.61
2000	23.80	21.60	23.30	2.78
2001	23.86	21.97	23.40	2.76
2002	24.01	21.99	23.44	2.71
2003	24.27	22.08	23.51	2.63
2004	24.45	21.90	23.58	2.61
2005	24.54	22.27	23.62	2.53
2006	24.64	22.03	23.70	2.41
2007	24.82	22.60	23.75	2.29
2008	24.98	22.59	23.73	2.14
2009	24.86	22.54	23.58	2.22
2010	24.82	22.61	23.66	2.45
2011	24.86	22.61	23.68	2.62
2012	24.76	23.05	23.66	2.77
2013	24.79	22.77	23.69	2.85
2014	24.78	22.35	23.76	2.85
2015	24.63	22.78	23.86	2.78
2016	24.67	22.88	23.93	2.57
2017	24.74	22.36	23.99	2.42

2018	24.84	22.45	24.03	2.13
2019	24.83	22.48	24.09	1.89
2020	24.75	22.43	23.81	2.02

Grafikon 97. Logaritmovane vrednosti BDP kao zavisne promenljive i logaritmovane vrednosti nezavisnih promenljivih (INV, IZVOZ, NEZAP), 1998-2020.



Grafikon 98. Dijagrami raspršenosti logaritmovane vrednosti BDP kao zavisne promenljive i logaritmovanih vrednosti nezavisnih promenljivih (INV, IZVOZ, NEZAP)



Nakon transformacije vremenskih serija, potrebno je testirati njihovu stacionarnost primenom proširenog Diki-Fulerovog testa jediničnog korena (*Augmented Dickey-Fuller test*) i odgovarajuće ADF statistike testa. Za svaku vremensku seriju (LBDP, LINV, LIZVOZ, LNEZAP) pojedinačno će se testirati sledeća nulta i alternativna hipoteza kako bi se utvrdilo da li su serije stacionarne ili poseduju jedinični koren (Mladenović i Petrović, 2020):

H_0 : Vremenska serija nije stacionarna (serija poseduje jedan jedinični koren)

H_1 : Vremenska serija je stacionarna

U slučaju potvrđene nestacionarnosti vremenskih serija, potrebno je utvrditi da li su njihove prve difference stacionarne i ako se primenom ADF testa potvrdi stacionarnost prvih diferencij, potrebno je sprovesti test kointegracije, kojim se utvrđuje da li nestacionarne vremenske serije (istog reda integrisanosti) obrazuju dugoročnu ravnotežu koja je stacionarna, odnosno da li postoji njihova linearna kombinacija koja je stacionarna (Mladenović i Petrović, 2020).

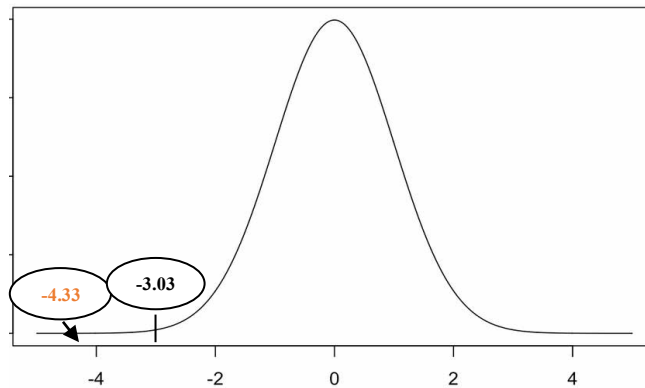
Da bi vremenska serija zadovoljila uslove slabe stacionarnosti, potrebno je da su njena srednja vrednost i varijansa konstantne i da se ne menjaju tokom vremena, odnosno da su invarijantne u odnosu na vreme, dok je kovarijansa samo funkcija dobnje, odnosno udaljenosti promenljivih u vremenu. Kada srednja vrednost vremenske serije nije konstanta, nego je definisana funkcijom linearnog trenda i srednja vrednost se menja po putanji linearnog trenda, takva serija je trend-stacionarna vremenska serija (Mladenović i Nojković, 2021).

Na osnovu dobijenih vrednosti ADF statistika testa, je potvrđeno da su vremenske serije koje su predmet analize (LBDP, LINV, IZVOZ, NEZAP) stacionarne vremenske serije. Vrednosti statistike testa, kada je u pitanju testiranje stacionarnosti vremenske serije LBDP u slučajevima kada je u model uključena samo konstanta, trend i konstanta ili model bez konstante i trenda su prezentovane u narednim Tabelama 41, 42. i 43. Dobijene p-vrednosti su manje od nivoa značajnosti $\alpha=0.05$, što omogućava odbacivanje H_0 za pomenutu vremensku seriju LBDP, koja glasi da vremenska serija nije stacionarna i da poseduje jedinični koren. Podaci o rezultatima testiranja stacionarnosti i dobijenim p-vrednostima za preostale vremenske serije se nalaze u Tabeli 44.

Tabela 41. ADF statistika i p-vrednost za model vremenske serije LGDP sa konstantom

	Test-statistika	p-vrednost
Augmented Dickey-Fuller test-statistika	-4.333268	0.0035
Kritične vrednosti:		
1% nivo značajnosti	-3.831511	
5% nivo značajnosti	-3.029970	
10% nivo značajnosti	-2.655194	

Grafikon 99. Kritične vrednosti i ADF statistika testa



Testiranje hipoteze se može izvršiti i putem poređenja izračunate vrednosti ADF statistike testa i odgovarajućih kritičnih vrednosti koje iznose -3.029970 i $+3.029970$. ADF statistika testa iznosi -4.333268 , i s obzirom na to da je vrednost statistike testa veća od kritične vrednosti može se zaključiti da se nulta hipoteza odbacuje.

Tabela 42. ADF statistika i p-vrednost za model vremenske serije LGDP sa konstantom i trendom

	Test-statistika	p-vrednost
Augmented Dickey-Fuller test-statistika	-4.299394	0.0156
Kritične vrednosti:		
1% nivo značajnosti	-4.532598	
5% nivo značajnosti	-3.673616	
10% nivo značajnosti	-3.277364	

Tabela 43. ADF statistika i p-vrednost za model vremenske serije LGDP bez konstante i trenda

	Test-statistika	p-vrednost
Augmented Dickey-Fuller test-statistika	-4.496356	0.0001
Kritične vrednosti:		
1% nivo značajnosti	-2.692358	
5% nivo značajnosti	-1.960171	
10% nivo značajnosti	-1.607051	

Tabela 44. Rezultati testiranja stacionarnosti vremenskih serija LINV, LIZVOZ, LNEZAP

LBDP

Model sa konstantom	p=0.0035	p< α	H_0 se odbacuje	Serija je stacionarna
Model sa trendom i konstantom	p=0.0156	p< α	H_0 se odbacuje	Serija je stacionarna
Model bez trenda i konstante	p=0.0001	p< α	H_0 se odbacuje	Serija je stacionarna
LINV				
Model sa konstantom	p=0.0028	p< α	H_0 se odbacuje	Serija je stacionarna

Model sa trendom i konstantom	p=0.0077	p<α	H_0 se odbacuje	Seriya je stacionarna
Model bez trenda i konstante	p=0.0000	p<α	H_0 se odbacuje	Seriya je stacionarna
LIZVOZ				
Model sa konstantom	p=0.0029	p<α	H_0 se odbacuje	Seriya je stacionarna
Model sa trendom i konstantom	p=0.0128	p<α	H_0 se odbacuje	Seriya je stacionarna
Model bez trenda i konstante	p=0.0001	p<α	H_0 se odbacuje	Seriya je stacionarna
LNEZAP				
Model sa konstantom	p=0.0006	p<α	H_0 se odbacuje	Seriya je stacionarna
Model sa trendom i konstantom	p=0.0033	p<α	H_0 se odbacuje	Seriya je stacionarna
Model bez trenda i konstante	p=0.0000	p<α	H_0 se odbacuje	Seriya je stacionarna

Za proveru stacionarnosti vremenskih serija se kao dopunski metod koriste i obična i parcijalna autokorelaciona funkcija (Mladenović i Nojković, 2021). Grafički prikaz niza autokorelacionih koeficijanata na dočnjama je prezentovan u nastavku i pokazuje da su svi koeficijenti obične i parcijalne autokorelacije unutar definisanih granica intervala, čime je potvrđena stacionarnost vremenskih serija.

Tabela 45. Korelogram vremenske serije LBDP

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.444	0.444	4.9622	0.026
		2	0.053	-0.180	5.0366	0.081
		3	0.073	0.161	5.1859	0.159
		4	-0.028	-0.167	5.2086	0.267
		5	0.061	0.218	5.3251	0.378
		6	-0.124	-0.395	5.8321	0.442
		7	-0.337	-0.043	9.8347	0.198
		8	-0.333	-0.323	14.009	0.082
		9	-0.180	0.267	15.325	0.082
		10	0.091	-0.017	15.693	0.109
		11	-0.035	-0.103	15.751	0.151
		12	-0.174	-0.106	17.348	0.137

Tabela 46. Korelogram vremenske serije LINV

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.249	-0.249	1.5579	0.212
		2	-0.170	-0.247	2.3213	0.313
		3	0.162	0.054	3.0524	0.384
		4	0.084	0.121	3.2589	0.515
		5	0.036	0.161	3.2981	0.654
		6	-0.090	-0.013	3.5637	0.735
		7	0.086	0.060	3.8221	0.800
		8	0.055	0.040	3.9373	0.863
		9	-0.077	-0.036	4.1794	0.899
		10	-0.073	-0.122	4.4118	0.927
		11	0.126	0.038	5.1792	0.922
		12	-0.074	-0.077	5.4700	0.940

Tabela 47. Korelogram vremenske serije LIZVOZ

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.038	0.038	0.0363	0.849
		2	-0.006	-0.007	0.0372	0.982
		3	-0.019	-0.019	0.0476	0.997
		4	-0.020	-0.019	0.0598	1.000
		5	-0.186	-0.185	1.1373	0.951
		6	-0.169	-0.162	2.0831	0.912
		7	-0.075	-0.077	2.2824	0.943
		8	-0.056	-0.072	2.3989	0.966
		9	-0.062	-0.086	2.5557	0.979
		10	-0.060	-0.119	2.7135	0.987
		11	0.336	0.284	8.1374	0.701
		12	0.106	0.048	8.7263	0.726

Tabela 48. Korelogram vremenske serije LNEZAP

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.120	0.120	0.3494	0.554
		2	-0.082	-0.098	0.5212	0.771
		3	0.032	0.056	0.5485	0.908
		4	-0.260	-0.287	2.4655	0.651
		5	-0.063	0.027	2.5837	0.764
		6	-0.195	-0.281	3.8021	0.703
		7	-0.144	-0.051	4.5211	0.718
		8	-0.149	-0.322	5.3435	0.720
		9	-0.232	-0.249	7.5152	0.584
		10	0.291	0.167	11.238	0.339
		11	0.279	0.113	15.005	0.182
		12	-0.004	-0.144	15.005	0.241

Tabela 49. Ocenjeni regresioni model metodom najmanjih kvadrata (3 objašnjavajuće promenljive)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.813026	4.960391	1.575083	0.1317
LINV	0.487994	0.125402	3.891432	0.0010
LIZVOZ	0.289336	0.280585	1.031190	0.3154
LNEZAP	-0.395972	0.166326	-2.380703	0.0279
R-squared	0.811298	Mean dependent var		24.54431
Adjusted R-squared	0.781503	S.D. dependent var		0.378081
S.E. of regression	0.176729	Akaike info criterion		-0.471631
Sum squared resid	0.593427	Schwarz criterion		-0.274154
Log likelihood	9.423761	Hannan-Quinn criter.		-0.421966
F-statistic	27.22934	Durbin-Watson stat		1.147227
Prob(F-statistic)	0.000000			

Nakon sprovedenog testa jediničnog korena, potrebno je oceniti višestruki regresioni model metodom najmanjih kvadrata. Ocenjeni model, u kojem se ispituje veza između logaritmovane vrednosti BDP kao zavisne varijable i logaritmovanih vrednosti investicija razvojne finansijske institucije HBOR, izvoza i nezaposlenosti kao objašnjavajućih varijabli, je pokazao da logaritmovana vrednost izvoza (LIZVOZ) nije statistički značajna ($0.31 > 0.05$). Jedna od pretpostavki u klasičnom višestrukom linearnom regresionom modelu koja mora biti zadovoljena jeste odsustvo multikolinearnosti, odnosno značajne korelacije između pojedinih objašnjavajućih promenljivih, što će biti testirano u nastavku (Mladenović i Petrović, 2020).

Tabela 50. Koeficijenti korelacije između promenljivih

	LBDP	LINV	LIZVOZ	LNEZAP
LBDP	1.000000	0.821290	0.807722	-0.439406
LINV	0.821290	1.000000	0.758271	-0.104821
LIZVOZ	0.807722	0.758271	1.000000	-0.441684
LNEZAP	-0.439406	-0.104821	-0.441684	1.000000

Na osnovu izračunatih koeficijenata korelacije između svih promenljivih u modelu koji su dati u Tabeli 50, potvrđena je multikolinearnost u modelu, odnosno veoma jaka pozitivna korelacija (vrednost koeficijenta korelacije iznosi 0,76) između nezavisnih varijabli, logaritmovana

vrednost izvoza i logaritmovana vrednost investicija razvojne finansijske institucije HBOR za ostvarenje ciljeva održivog razvoja (LIZVOZ i LINV). Kako bi se eliminisala multikolinearnost, potrebno je isključiti iz modela varijablu LIZVOZ i oceniti novi model u kojem je zavisna promenljiva logaritmovana vrednost BDP (LBDP), a objašnjavajuće promenljive su logaritmovana vrednost investicija razvojne finansijske institucije (LINV) i logaritmovana vrednost nezaposlenosti (LNEZAP):

$$\text{BDP} = f(\text{INV}, \text{NEZAP})$$

$$\log(\text{BDP}) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{INV}) + \beta_2 \log(\text{NEZAP})$$

Tabela 51. Ocenjeni regresioni model metodom običnih najmanjih kvadrata (2 objašnjavajuće promenljive)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.59735	1.757615	7.167297	0.0000
LINV	0.591183	0.075699	7.809663	0.0000
LNEZAP	-0.491788	0.138169	-3.559322	0.0020
R-squared	0.800737	Mean dependent var		24.54431
Adjusted R-squared	0.780811	S.D. dependent var		0.378081
S.E. of regression	0.177008	Akaike info criterion		-0.504132
Sum squared resid	0.626639	Schwarz criterion		-0.356024
Log likelihood	8.797517	Hannan-Quinn criter.		-0.466883
F-statistic	40.18504	Durbin-Watson stat		1.377606
Prob(F-statistic)	0.000000			

U ocenjenom regresionom modelu su obe nezavisne promenljive (logaritmovana vrednost investicija razvojne finansijske institucije i logaritmovana vrednost nezaposlenosti) statistički značajne, kao i konstanta modela, jer su dobijene p-vrednosti blizu nule i time manje od nivoa značajnosti α ($0 < 0.05$; $0 < 0.05$; $0.0020 < 0.05$). Znak uz promenljivu LINV je pozitivan, što nagoveštava pozitivan uticaj rasta investicija razvojne finansijske institucije na BDP, dok je znak uz promenljivu LNEZAP negativan i nagoveštava negativan uticaj rasta nezaposlenosti na BDP. Oba znaka se su u skladu sa ekonomskom logikom i potvrđuju da je posmatrani model stabilan. Takođe, potrebno je analizirati i koeficijent determinacije R^2 i korigovani koeficijent determinacije AR^2 u kontekstu testiranja stabilnosti i kvaliteta postavljenog modela. Vrednosti ovih koeficijenata su visoke i pokazuju da je 80%, odnosno 78% varijacija zavisne promenljive

LBDP objašnjeno varijacijama nezavisnih promenljivih LINV i LNEZAP, a i da je samim tim udeo rezidualne sume kvadrata mali, tj. udeo „neobjašnjenog“ dela. F-statistikom se testira statistička značajnost regresije, i na osnovu p-vrednosti, koja je manja od nivoa značajnosti α ($0 < 0.05$) se može zaključiti da je regresija statistički značajna, i da nezavisne promenljive (logaritmovane vrednosti investicija razvojne finansijske institucije i nezaposlenosti) istovremeno ostvaruju statistički značajan uticaj na kretanje logaritmovane vrednosti BDP. Na osnovu dobijene ocene nepoznatog parametara β_1 , može se zaključiti da rast investicija razvojne finansijske institucije HBOR od 1% dovodi do rasta BDP Hrvatske za 0.59%.

Tabela 52. Stvarne i ocenjene vrednosti zavisne promenljive LBDP i reziduali kao njihova razlika

obs	Actual	Fitted	Residual	Residual Plot
1998	23.9644	23.8778	0.08663	
1999	23.8784	23.8286	0.04985	
2000	23.7975	24.0034	-0.20588	
2001	23.8611	24.2304	-0.36928	
2002	24.0122	24.2619	-0.24974	
2003	24.2695	24.3546	-0.08513	
2004	24.4511	24.2602	0.19089	
2005	24.5383	24.5141	0.02414	
2006	24.6437	24.4387	0.20503	
2007	24.8188	24.8280	-0.00913	
2008	24.9751	24.8995	0.07561	
2009	24.8600	24.8316	0.02845	
2010	24.8162	24.7594	0.05683	
2011	24.8590	24.6750	0.18403	
2012	24.7589	24.8619	-0.10293	
2013	24.7870	24.6606	0.12643	
2014	24.7775	24.4101	0.36736	
2015	24.6258	24.6939	-0.06817	
2016	24.6668	24.8596	-0.19280	
2017	24.7393	24.6290	0.11033	
2018	24.8403	24.8197	0.02054	
2019	24.8301	24.9552	-0.12514	
2020	24.7480	24.8659	-0.11791	

Nakon preliminarne analize i potvrde da ocenjeni model poseduje zadovoljavajuće karakteristike, potrebno je sprovesti i testove autokorelacije, heteroskedastičnosti i normalnosti reziduala. Jedna od pretpostavki linearnog regresionog modela jeste da su slučajne greške nekorelisane, odnosno da je njihova kovarijansa jednaka nuli (Jovičić i Dragutinović Mitrović, 2018):

$$Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, \text{ za } i \neq j$$

Ukoliko se primeni metod običnih najmanjih kvadrata na model u kojem je zastupljena autokorelacija, dobijene ocene će i dalje biti nepristrasne - njihove srednje vrednosti su jednake parametru koji je predmet ocenjivanja, ali nisu efikasne, što znači da nisu ocene sa najmanjom varijansom. Prvo će biti sproveden *Durbin-Watson* test kojim će se testirati da li u modelu postoji autokorelacija prvog reda. Mogućnost testiranja samo autokorelacije prvog reda predstavlja jedno od glavnih ograničenja primene ovog testa. Kako bi se proverila zastupljenost autokorelacije višeg reda biće primenjen *Breusch-Godfrey* test (Mladenović i Petrović, 2020). U ocenjenom modelu (Tabela 51) vrednost *Durbin-Watson* test statistike (DW) iznosi 1,38. S obzirom da je $DW < 2$, testira se prisustvo pozitivne autokorelacije postavljenjem sledećih hipoteza:

H_0 : U modelu nema autokorelacije (ne postoji korelacija između slučajnih greški)

H_1 : U modelu je zastupljena pozitivna autokorelacija prvog reda

Kritične vrednosti *Durbin-Watson* statistike testa za nivo značajnosti od 5% ($\alpha=0.05$), za obim uzorka od 23 opservacije i za 2 objašnjavajuće promenljive iznose: $d_d=1.17$, što predstavlja donju granicu i $d_g=1.54$, što predstavlja gornju granicu. Dobijena vrednost DW statistike testa (1.38) je vrednost između donje i gornje granice i prema algoritmu odlučivanja koji je prezentiran u narednoj tabeli, test ostaje bez odluke, što je takođe, jedan od nedostataka primene *Durbin-Watson* testa za testiranje autokorelacije u rezidualima.

Tabela 53. *Durbin-Watson* test pozitivne autokorelacije

$DW < 1.17 < 1.54$	H_0 se odbacuje, zastupljena je pozitivna autokorelacija prvog reda
$DW > 1.54$	H_0 se ne odbacuje, u modelu nema autokorelacije prvog reda
$1.17 < DW < 1.54$	Test ostaje bez odluke

Izvor: Mladenović i Petrović, *Uvod u ekonometriju*, 2020.

Primenom *Breusch-Godfrey* testa se ispituje postojanje autokorelacije n-tog reda i hipotezama se testira da li su koeficijenti korelacije između slučajnih greški jedanki 0, ili je bar jedan različit od 0 i time potvrđuje prisustvo autokorelacije. Koeficijent korelacije između sukcesivnih vrednosti slučajne greške je autokorelacioni koeficijent prvog reda ρ (Mladenović i Petrović, 2020):

$$\rho = \frac{\rho\sigma^2}{\sqrt{\sigma^2\sigma^2}} = \frac{Cov(\varepsilon_t, \varepsilon_{t-1})}{\sqrt{v(\varepsilon_t)v(\varepsilon_{t-1})}}$$

H_0 : U modelu nema autokorelacije ($\rho_1 = \rho_2 = \rho_3 = \dots = \rho_n = 0$)

























H_1 : Barem jedan od parametara je različit od 0 – u modelu postoji autokorelacija

Dobijena vrednost *Breusch-Godfrey* statistike testa iznosi 2,97, dok p-vrednost iznosi 0.23. S obzirom da je p-vrednost veća od nivoa značajnosti α ($0.2 > 0.05$), H_0 se ne odbacuje, čime je *Breusch-Godfrey* testom potvrđeno da u modelu nema autokorelacije.

Tabela 54. Testiranje autokorelacije *Breusch-Godfrey* testom

F-statistic	1.336390	Prob. F(2,18)	0.2876	
Obs*R-squared	2.973666	Prob. Chi-Square(2)	0.2261	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.173046	1.844290	0.093828	0.9263
LINV	-0.007080	0.080058	-0.088430	0.9305
LNEZAP	-0.005967	0.136040	-0.043864	0.9655
RESID(-1)	0.363599	0.235115	1.546476	0.1394
RESID(-2)	-0.209093	0.245744	-0.850854	0.4060
R-squared	0.129290	Mean dependent var	-4.42E-15	
Adjusted R-squared	-0.064201	S.D. dependent var	0.168771	
S.E. of regression	0.174104	Akaike info criterion	-0.468665	
Sum squared resid	0.545621	Schwarz criterion	-0.221818	
Log likelihood	10.38965	Hannan-Quinn criter.	-0.406584	
F-statistic	0.668195	Durbin-Watson stat	1.907668	
Prob(F-statistic)	0.622359			

Tabela 55. Testiranje autokorelacije pomoću Q statistike

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 0.294	0.294	2.2609	0.133
		2 -0.107	-0.212	2.5737	0.276
		3 0.005	0.121	2.5745	0.462
		4 -0.036	-0.117	2.6141	0.624
		5 -0.165	-0.114	3.4816	0.626
		6 -0.120	-0.050	3.9718	0.680
		7 0.043	0.065	4.0382	0.775
		8 -0.001	-0.066	4.0382	0.854
		9 -0.096	-0.069	4.4167	0.882
		10 -0.060	-0.051	4.5752	0.918
		11 -0.104	-0.138	5.0984	0.926
		12 -0.215	-0.171	7.5259	0.821

Odsustvo autokorelacije se može detektovati i grafičkim prikazom autokorelacione funkcije i analizom Q statistike i dobijenih p-vrednosti koje se nalaze u poslednjoj koloni Tabele 55. S obzirom na to da je p-vrednost veća od nivoa značajnosti α ($0.821 > 0.05$), takođe se potvrđuje da reziduali nisu korelisani i da model zadovoljava jednu od osnovnih pretpostavki višestrukog linearnog regersionog modela da slučajne greške nisu korelisane.

U klasičnom regersionom modelu slučajne greške treba da budu homoskedastične, što znači da je varijansa slučajne greške konstantna za svaku opservaciju i da različite vrednosti nezavisne promenljive ne utiču na njenu promenu (Mladenović i Petrović, 2020):

$$v(\varepsilon_i) = E(\varepsilon_i^2) = \sigma^2 \text{ za svako } i$$

Varijansa slučajne greške $v(\varepsilon_t)$ je stabilna (Mladenović i Petrović, 2020):

$$\begin{aligned} v(\varepsilon_t) &= v(v_t + \rho v_{t-1} + \rho^2 v_{t-2} + \rho^3 v_{t-3} + \dots) \\ &= E(v_t + \rho v_{t-1} + \rho^2 v_{t-2} + \rho^3 v_{t-3} + \dots)^2 \\ &= E(v_t^2 + \rho^2 v_{t-1}^2 + \rho^4 v_{t-2}^2 + \rho^4 v_{t-3}^2 + \dots + 2\rho v_t v_{t-1} + 2\rho^2 v_t v_{t-2} + \dots) \\ &= E(v_t^2) + \rho^2 E(v_{t-1}^2) + \rho^4 E(v_{t-2}^2) + \dots + 2\rho E(v_t v_{t-1}) + 2\rho^2 E(v_t v_{t-2}) + \dots \\ &= \sigma_v^2 (1 + \rho^2 + \rho^4 + \rho^6 + \dots) = \frac{\sigma_v^2}{1 - \rho^2} = \sigma^2 = \text{const.} \end{aligned}$$

Za testiranje heteroskedastičnosti će biti korišćena tri testa: *Breusch-Pagan-Godfrey*, *Glejser* i *White* test (Mladenović i Petrović, 2020). U nastavku su prezentirani rezultati primene *Breusch-Pagan-Godfrey* testa. Postavljene su sledeće hipoteze:

H_0 : Varijansa slučajne greške je konstantna i stabilna (slučajne greške su homoskedastične)

H_1 : Varijansa slučajne greške nije stabilna (slučajne greške su heteroskedastične)

Tabela 56. Testiranje heteroskedastičnosti reziduala primenom *Breusch-Pagan-Godfrey* testa

F-statistic	2.797448	Prob. F(2,20)	0.0849
Obs*R-squared	5.027666	Prob. Chi-Square(2)	0.0810
Scaled explained SS	3.582992	Prob. Chi-Square(2)	0.1667

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.031938	0.352095	0.090710	0.9286
LINV	-0.007208	0.015164	-0.475329	0.6397
LNEZAP	0.062402	0.027679	2.254512	0.0355
R-squared	0.218594	Mean dependent var		0.027245

Adjusted R-squared	0.140454	S.D. dependent var	0.038247
S.E. of regression	0.035459	Akaike info criterion	-3.719758
Sum squared resid	0.025147	Schwarz criterion	-3.571650
Log likelihood	45.77721	Hannan-Quinn criter.	-3.682509
F-statistic	2.797448	Durbin-Watson stat	2.268346
Prob(F-statistic)	0.084872		

Izračunata vrednost test statistike iznosi 5.03, dok je p-vrednost veća od nivoa značajnosti ($0.08 > 0.05$), čime se može potvrditi da nema osnova za odbacivanje H_0 , da je varijansa slučajne greške konstantna i ne predstavlja linearnu funkciju nezavisnih promenljivih. Do istog zaključka se došlo i nakon primene *Glejser* testa. Vrednost statistike testa iznosi 5.42, a odgovarajuća p-vrednost 0.07 ($0.07 > 0.05$), na osnovu čega takođe zaključujemo da u modelu ne postoji heteroskedastičnost slučajnih greški.

Tabela 57. Testiranje heteroskedastičnosti reziduala primenom *Glejser* testa

F-statistic	3.086407	Prob. F(2,20)	0.0679
Obs*R-squared	5.424511	Prob. Chi-Square(2)	0.0664
Scaled explained SS	4.590173	Prob. Chi-Square(2)	0.1008

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.134513	0.913645	0.147227	0.8844
LINV	-0.019183	0.039350	-0.487488	0.6312
LNEZAP	0.170343	0.071823	2.371701	0.0279

R-squared	0.235848	Mean dependent var	0.132706
Adjusted R-squared	0.159433	S.D. dependent var	0.100360
S.E. of regression	0.092013	Akaike info criterion	-1.812675
Sum squared resid	0.169326	Schwarz criterion	-1.664567
Log likelihood	23.84576	Hannan-Quinn criter.	-1.775426
F-statistic	3.086407	Durbin-Watson stat	2.391230
Prob(F-statistic)	0.067888		

Primenom *White* testa se takođe testira nulta hipoteza koja nagoveštava stabilnost slučajne greške, dok alternativna hipoteza podrazumeva da je varijansa slučajne greške nestabilna:

H_0 : Varijansa slučajne greške je konstantna

H_1 : Varijansa slučajne greške je zavisna od objašnjavajućih promenljivih, njihovih kvadrata i međuproizvoda

Vrednost statistike testa (5.43) i p-vrednost koja iznosi 0.07 ($0.07 > 0.05$), govore u prilog neodbacivanja nulte hipoteze i donošenja zaključka da varijansa slučajne greške nije zavisna od objašnjavajućih promenljivih, njihovih kvadrata i međuproizvoda.

Tabela 58. Testiranje heteroskedastičnosti reziduala primenom *White* testa

F-statistic	3.093724	Prob. F(2,20)	0.0675
Obs*R-squared	5.434332	Prob. Chi-Square(2)	0.0661
Scaled explained SS	3.872805	Prob. Chi-Square(2)	0.1442

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.032526	0.175539	0.185293	0.8549
LINV^2	-0.000181	0.000339	-0.533661	0.5995
LNEZAP^2	0.013402	0.005649	2.372470	0.0278
R-squared	0.236275	Mean dependent var		0.027245
Adjusted R-squared	0.159903	S.D. dependent var		0.038247
S.E. of regression	0.035056	Akaike info criterion		-3.742645
Sum squared resid	0.024578	Schwarz criterion		-3.594537
Log likelihood	46.04042	Hannan-Quinn criter.		-3.705396
F-statistic	3.093724	Durbin-Watson stat		2.298806
Prob(F-statistic)	0.067510			

Slučajne greške su sferične ukoliko su homoskedastične i neautokorelisane i u tom slučaju dobijene ocene nepoznatih parametara su najbolje linearne nepristrasne ocene. Sferične greške imaju sledeći matricni zapis u kojem I_n predstavlja jediničnu matricu (Jovičić i Dragutinović Mitrović, 2018):

$$E(ee') = \begin{matrix} \sigma^2 & \mathbf{0} & \dots & \mathbf{0} \\ \mathbf{0} & \sigma^2 & \dots & \mathbf{0} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ \mathbf{0} & \mathbf{0} & \dots & \sigma^2 \end{matrix} = \sigma^2 I_n$$

Nakon testova autokorelacije i heteroskedastičnosti, na kraju, potrebno je testirati još jednu pretpostavku o slučajnoj greški, koja podrazumeva da slučajna greška ima normalnu raspodelu, sa nultom srednjom vrednošću i konstantnom varijansom (Mladenović i Petrović, 2020):

$$E(\varepsilon_i) = 0$$

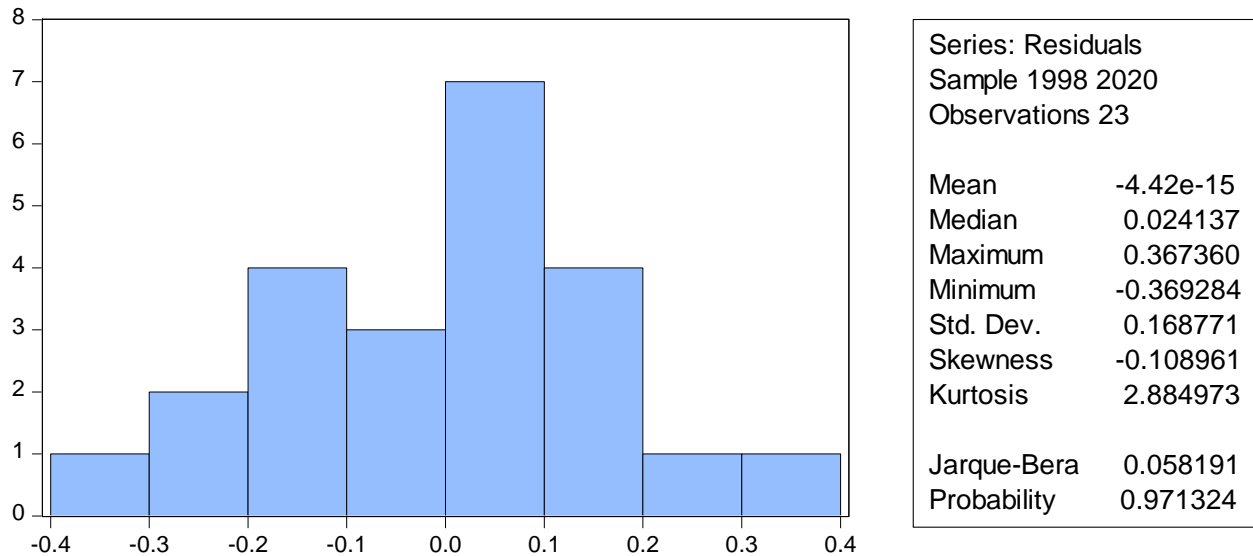
$$v(\varepsilon_i) = E(\varepsilon_i^2) = \sigma^2$$

$$\varepsilon_i: N(0, \sigma^2)$$

H_0 : Slučajna greška poseduje normalnu raspodelu

H_1 : Slučajna greška ne poseduje normalnu raspodelu

Grafikon 100. Testiranje normalnosti reziduala primenom *Jarque-Bera (JB)* testa



Izračunata vrednost JB test statistike i p-vrednost koja je veća od nivoa značajnosti ($0.97 > 0.05$) ukazuju da nema osnova za odbacivanje nulte hipoteze o normalnoj raspodeli slučajne greške. Na taj način je nakon sprovedenih testova, potvrđeno da slučajna greška predstavlja niz slučajnih promenljivih koje poseduju normalnu raspodelu, čija je srednja vrednost 0, a varijansa konstantna i stabilna i koje nisu međusobno korelisane.

U okviru Grafikona 100. su prikazani i podaci o koeficijentu asimetrije α_3 (-0.1) i koeficijentu spljoštenosti α_4 (2.9). U slučaju normalne raspodele koeficijent asimetrije uzima vrednost 0, dok koeficijent spljoštenosti iznosi 3. S obzirom na izračunate koeficijente, rezultat sprovedenog testa upućuje na zaključak da raspodela slučajne greške ne odstupa u značajnoj meri od normalne, odnosno da je raspodela asimetrična ulevo ($\alpha_3 < 0$) i da su repovi raspodele „lakši“ od repova normalne raspodele ($\alpha_4 < 3$) (Mladenović i Nojković, 2021).

Poslednji sprovedeni test jeste *Ramsey (RESET)* test kojim se ispituje da li je model dobro postavljen. Predmet testiranja su sledeće hipoteze (Mladenović i Petrović, 2020):

H_0 : Polazna specifikacija modela je adekvatna

H_1 : Polazna specifikacija modela je pogrešna

Na osnovu t statistike testa utvrđeno je da potencijalne „nove“ objašnjavajuće promenljive koje bi bile uključene u model nisu statistički značajne, što znači da iz modela nije isključena neka objašnjavajuća promenljiva koja je relevantna. Na osnovu podataka iz Tabele 59, izračunate p-

vrednosti t i F statistika testa su veće od 5%, koliko iznosi nivo značajnosti, što navodi na zaključak da je primenjena specifikacija modela korektna i da nema osnova za odbacivanje nulte hipoteze.

Tabela 59. Testiranje specifikacije modela primenom *Ramsey (RESET)* testa

	Value	df	Probability	
t-statistic	1.013307	19	0.3236	
F-statistic	1.026791	(1, 19)	0.3236	
Likelihood ratio	1.210535	1	0.2712	
F-test summary:				
	Sum of Sq.	df	Mean Squares	
Test SSR	0.032128	1	0.032128	
Restricted SSR	0.626639	20	0.031332	
Unrestricted SSR	0.594511	19	0.031290	
LR test summary:				
	Value			
Restricted LogL	8.797517			
Unrestricted LogL	9.402785			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	21.49751	8.957178	2.400031	0.0268
LINV	12.99565	12.24180	1.061580	0.3017
LNEZAP	-10.91165	10.28395	-1.061037	0.3020
FITTED^2	-0.430390	0.424738	-1.013307	0.3236
R-squared	0.810954	Mean dependent var		24.54431
Adjusted R-squared	0.781104	S.D. dependent var		0.378081
S.E. of regression	0.176890	Akaike info criterion		-0.469807
Sum squared resid	0.594511	Schwarz criterion		-0.272330
Log likelihood	9.402785	Hannan-Quinn criter.		-0.420142
F-statistic	27.16818	Durbin-Watson stat		1.185058
Prob(F-statistic)	0.000000			

Na osnovu prethodno sprovedenog istraživanja, može se zaključiti da je i poslednja hipoteza H_4 : *Rast investicija razvojnih finansijskih institucija doprinosi rastu bruto domaćeg proizvoda (BDP)* potvrđena, odnosno, da rast investicija koje su u službi ostvarenja ciljeva održivog razvoja za 1% dovodi do rasta bruto domaćeg proizvoda za 0.59%.

8.2. Indeksi vremenskih serija

Kao što je već istaknuto, Hrvatska banka za obnovu i razvitak, kao razvojna finansijska institucija, investira u aktivnosti koje pružaju podsticaj ostvarenju ciljeva održivog razvoja. HBOR doprinosi razvoju hrvatske privrede pružanjem finansijske podrške preduzetnicima, malim i srednjim preduzećima, ulaže u infrastrukturu i zaštitu životne sredine i svojim aktivnostima podstiče izvoz i pruža usluge osiguranja izvoza od netržišnih rizika. Stoga, posmatra se kretanje vremenskih serija: investicije HBOR, izvoz i bruto domaći proizvod Hrvatske, kako bi se doneli zaključci o njihovom stepenu povezanosti i kretanju tokom vremena.

Tabela 60. Koeficijenti korelacije između bruto domaćeg proizvoda, investicija razvojne finansijske institucije HBOR, izvoza i nezaposlenosti

	BDP	INV	IZVOZ	NEZAP
BDP	1.000000	0.739698	0.728238	-0.444636
INV	0.739698	1.000000	0.584455	-0.006270
IZVOZ	0.728238	0.584455	1.000000	-0.442042
NEZAP	-0.444636	-0.006270	-0.442042	1.000000

Na osnovu izračunatih koeficijenata korelacije u Tabeli 60. može se konstatovati da postoji jaka pozitivna korelacija između investicija razvojne finansijske institucije u održivi razvoj i BDP (koeficijent korelacije iznosi 0.7), kao i između investicija razvojne finansijske institucije i izvoza (koeficijent korelacije iznosi 0.6). U nastavku su prezentirani lančani indeksi vremenskih serija koje su predmet analize.

Tabela 61. Lančani indeksi vremenskih serija, 1999-2020.

Godina	BDP	Investicije RFI	Izvoz
1998	-	-	-
1999	91.76	106.38	101.45
2000	92.23	154.73	113.68
2001	106.57	144.99	109.93
2002	116.31	101.18	104.82
2003	129.35	109.63	106.78
2004	119.91	83.91	107.30
2005	109.11	143.67	104.58
2006	111.12	79.39	107.95
2007	119.14	175.40	105.00
2008	116.91	99.63	97.89
2009	89.13	94.94	86.18
2010	95.72	107.49	107.78

2011	104.37	99.30	102.30
2012	90.47	155.70	98.54
2013	102.85	76.02	102.48
2014	99.05	65.59	107.39
2015	85.92	152.94	110.34
2016	104.19	111.03	107.03
2017	107.52	59.47	106.85
2018	110.62	108.93	103.73
2019	98.99	102.85	106.80
2020	92.12	95.49	75.05

Investicije HBOR su zabeležile najveći pad u odnosu na prethodnu godinu (oko 40%) u toku 2017. godine, dok je najveći rast (75%) ostvaren 2007. godine, neposredno pre početka svetske finansijske krize. Ako se posmatra kretanje bruto domaćeg proizvoda, najveći ostvaren rast u odnosu na prethodnu godinu iznosi 20%, a pad 15%. Kretanje izvoza tokom perioda posmatranja od 23 godine ukazuje na najveći rast izvoza od 13% i pad od 25%. Na osnovu geometrijske sredine lančanih indeksa moguće je utvrditi srednji tempo porasta, odnosno srednji pokazatelj dinamike (S) koji pokazuje koliko u proseku obim investicija, bruto domaći proizvod i izvoz rastu godišnje u odnosu na prethodnu godinu, tj. kolika je prosečna relativna promena tri posmatrane pojave u periodu obuhvaćenim vremenskom serijom (Šoškić i Krstić, 2019):

$$S = (\bar{K} - 1) \cdot 100$$

$$\bar{K} = \sqrt[n-1]{L_2 L_3 \dots L_N} = \sqrt[n-1]{\frac{Y_2}{Y_1} \frac{Y_3}{Y_2} \dots \frac{Y_{n-1}}{Y_{n-2}} \frac{Y_n}{Y_{n-1}}} = \sqrt[n-1]{\frac{Y_n}{Y_1}}$$

Tabela 62. Srednji tempo porasta bruto domaćeg proizvoda, obima investicija i izvoza, 1998-2020.

	$\bar{K} = \sqrt[n-1]{\frac{Y_n}{Y_1}}$	$S = (\bar{K} - 1) \cdot 100$
Bruto domaći proizvod	$\sqrt[22]{2.1894} = 1.0363$	3.63%
Investicije	$\sqrt[22]{3.7622} = 1.0621$	6.21%
Izvoz	$\sqrt[22]{1.9104} = 1.0299$	2.99%

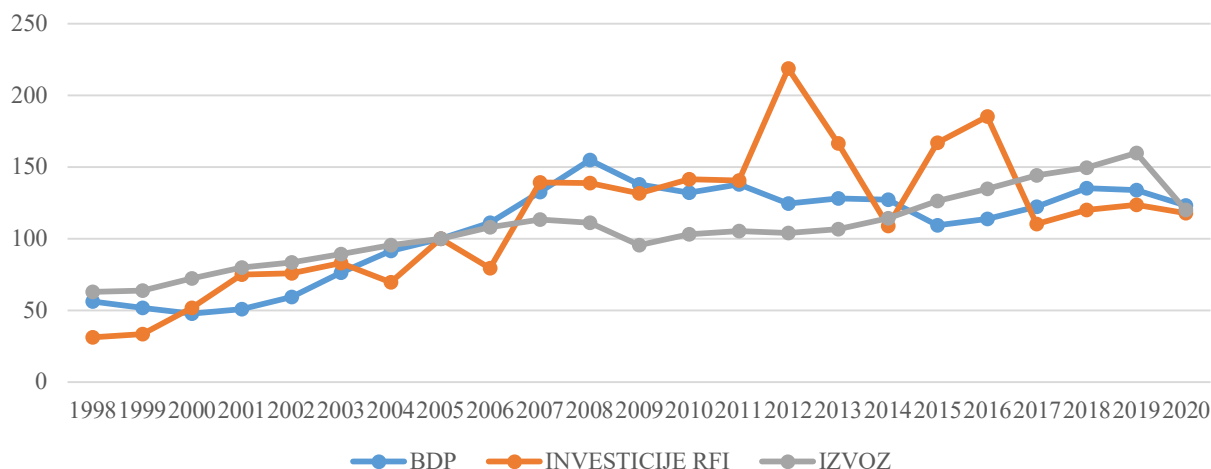
Na osnovu rezultata iz Tabele 62, može se videti da se bruto domaći proizvod u periodu od 1998. do 2020. godine prosečno godišnje povećavao po stopi od 3.63%, dok se izvoz povećavao po stopi od 3%. Obim investicija razvojne finansijske institucije HBOR je u posmatranom periodu rastao godišnje u proseku za 6.21%.

Tabela 63. Bazni indeksi vremenskih serija (2005=100), 1998-2020.

Godina	BDP	Investicije RFI	Izvoz
1998	56.33	31.34	62.80
1999	51.69	33.34	63.71
2000	47.68	51.58	72.43
2001	50.81	74.78	79.63
2002	59.09	75.67	83.46
2003	76.43	82.95	89.12
2004	91.65	69.60	95.62
2005	100.00	100.00	100.00
2006	111.12	79.39	107.95
2007	132.39	139.25	113.35
2008	154.78	138.73	110.95
2009	137.96	131.70	95.62
2010	132.05	141.56	103.06
2011	137.82	140.57	105.43
2012	124.69	218.87	103.90
2013	128.25	166.38	106.48
2014	127.02	109.12	114.35
2015	109.14	166.89	126.18
2016	113.72	185.29	135.05
2017	122.27	110.19	144.30
2018	135.26	120.03	149.69
2019	133.88	123.46	159.87
2020	123.34	117.89	119.97

Bazni indeksi su predstavljani na Grafikonu 101, pri čemu je bazna godina 2005 (2005=100). Investicije, izvoz i bruto domaći proizvod u periodu 1998-2020. godine uglavnom beleže rast u odnosu na baznu 2005. godinu. Krajem devedesetih godina, u Hrvatskoj je bila zastupljena kriza bankarskog sistema. HBOR je u toku 1998. godine značajan iznos finansijskih sredstava ulagala u turistički sektor (36% ukupnih investicija), dok je četvrtina investicija bila namenjena sektoru malih i srednjih preduzeća i preduzetnika. U investicionom portfoliju, finansiranje izvoza je činilo svega 4% ukupnih ulaganja HBOR. U narednih nekoliko godina, najviše finansijske podrške je pruženo sektoru malih i srednjih preduzeća i sektoru turizma koji su predstavljali perspektivne strateške grane kojima je trebalo pružiti finansijsku potporu i dodatno ih osnažiti (HBOR, 1999-2000).

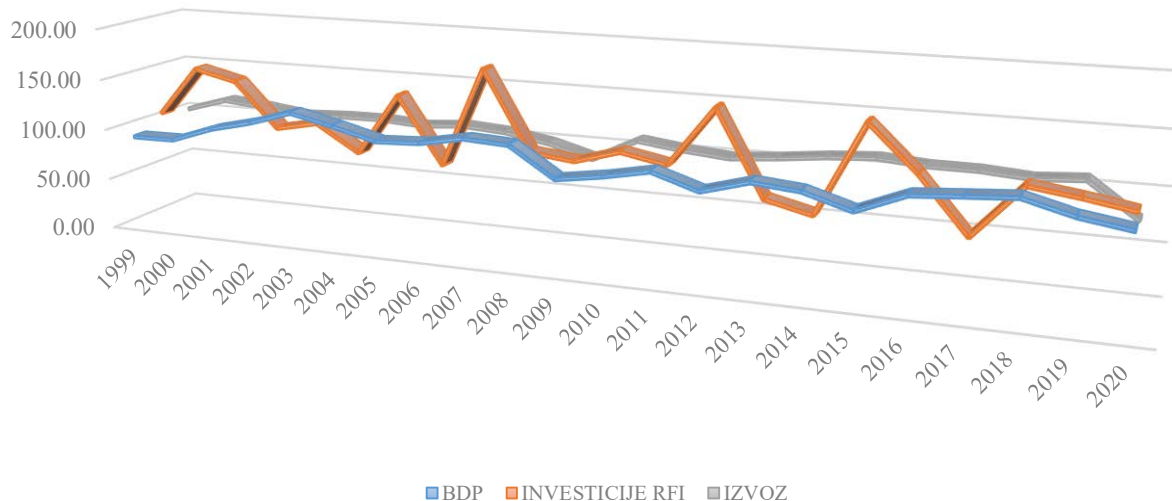
Grafikon 101. Bazni indeksi vremenskih serija bruto domaći proizvod, investicije razvojne finansijske institucije (RFI) i izvoz, 1998-2020.



Krajem devedesetih godina, zabeležen je značajan rast investicija HBOR od čak preko 50%. U toku 2000. godine, došlo je do političkih promena u Hrvatskoj, donet je Program kreditiranja kojim se povoljnijim kamatnim stopama stimulišu izvozne aktivnosti i u toku naredne godine je nastavljen rast investicija HBOR za razvoj od čak 45%, što je posledica pozitivnih ekonomskih kretanja u državi i izlaska iz recesije. Stabilno ekonomsko okruženje i uspešno poslovanje HBOR su uticali na rast interesovanja stranih investitora za plasiranje finansijskih sredstava ovoj razvojnoj finansijskoj instituciji, ali i na zaključenje do tada najpovoljnijih uslova zaduživanja. Povratak poverenja stanovništva u bankarski sistem, izražena konkurencija između banaka, pozitivna monetarna kretanja, usvajanje jasnih pravila za ulazak novih učesnika na finansijsko tržište su doprineli padu kamatnih stopa. Zabeležen je i blagi porast vrednosti kune prema evru usled rasta štednje i rasta prihoda od turizma (HBOR, 2001-2002). U toku 2003. godine, realna stopa rasta bruto domaćeg proizvoda je iznosila 4,3%, što omogućava Hrvatskoj da se nađe na trećem mestu među zemljama Srednjoistočne Evrope po stopi privrednog rasta, odmah iza Rumunije (4,9%) i Bugarske (4,5%). Razloge za smanjenje realnog rasta bruto domaćeg proizvoda treba tražiti u usporavanju rasta lične potrošnje koja je izazvana padom kreditne aktivnosti usled donetih novih mera monetarne politike (HBOR, 2004). Na ostvarenje niže stope rasta bruto domaćeg proizvoda od potencijalno moguće, uticao je i veći uvoz roba i usluga od izvoza. Robni uvoz Hrvatske je u toku 2003. godine iznosio 14.2 milijardi dolara, dok je robni izvoz iznosio 6.2 milijardi dolara, pri čemu je deficit robne razmene porastao na 8 milijardi dolara. Usled intenzivnog rasta spoljnog duga, ograničen je i rast plasmana koji je smanjen sa 30% na 14.6%. Na kraju, može se zaključiti da je bankarski sektor Hrvatske u toku 2003. godine ostvario niži rast od planiranog usled primene restriktivnih mera ekonomske politike. S druge

strane, konsolidacija bankarskog sektora je dovela do smanjenja broja banaka u finansijskom sistemu, usled njihovog spajanja, što je rezultiralo povećanjem stepena koncentracije. U istom periodu, HBOR je ostvarila dodatni rast investicija za projekte održivog razvoja od skoro 10% (HBOR, 2004).

Grafikon 102. Lančani indeksi vremenskih serija bruto domaći proizvod, investicije razvojne finansijske institucije (RFI) i izvoz, 1999-2020.



HBOR je osigurala uspješni nastup izvoznika na stranim tržištima, obezbedivši im stručnu i savetodavnu pomoć prilikom zaključenja ugovora sa ino-partnerima, ali i povoljnije uslove kreditiranja i osiguranja izvoznih aktivnosti. Pozitivne aktivnosti koje su targetirale izvoz su se prelile na ukupan izvoz Hrvatske koji je 2004. godine porastao za 7.3%, dok je bruto domaći proizvod porastao za skoro 20% u odnosu na prethodnu godinu. Naredna godina je obeležila početak pristupnih pregovora za ulazak Hrvatske u Evropsku uniju. Polovina odobrenih kredita ove banke je usmerena preduzetnicima i sektoru malih i srednjih preduzeća koji pružaju potporu privrednom rastu i rastu zaposlenosti. Uspešno poslovanje banke se prelijeva i na privredni razvoj Hrvatske. Ostvaren je rast industrijske proizvodnje od 5.1%, kao i rast produktivnosti rada od 3.6%, dok je kao posledica rasta cena sirove nafte na svetskom tržištu, stopa inflacije takođe zabeležila rast sa 2.1% na 3.3%. Porast su zabeležili i plasmanai banaka nebankarskom sektoru od oko 17% (HBOR, 2005-2006).

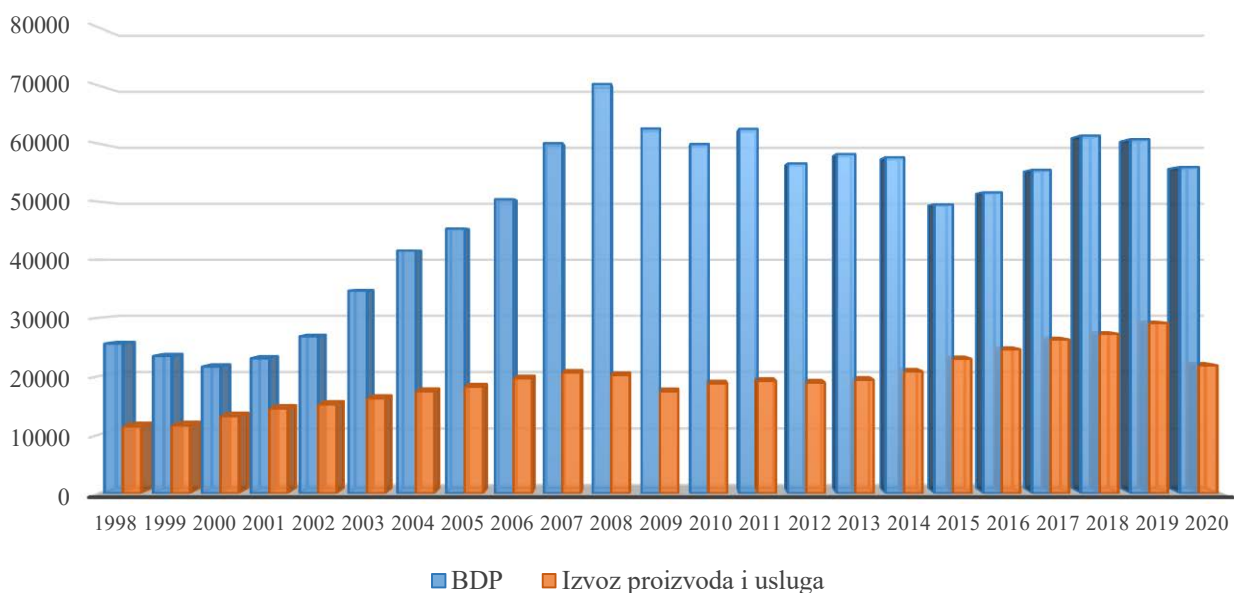
Neposredno pre početka svetske finansijske krize, HBOR ostvaruje najviši rast investicija koje su u funkciji održivog razvoja od čak 75%. Prema podacima Hrvatskog Zavoda za statistiku, u periodu od 2004. do 2007. godine, broj nezaposlenih se u proseku smanjivao za 16000 godišnje, a za isti period od 4 godine je zabeležen porast broja zaposlenih za 128000, kojem su doprinele

projektne aktivnosti razvojne finansijske institucije HBOR, kroz podršku preduzetnicima i sektoru malih i srednjih preduzeća, sektorima turizma i poljoprivrede (HBOR, 2004-2007). U periodu svetske finansijske krize, Vlada Republike Hrvatske je od Evropske investicione banke (EIB) pozajmila 250 miliona evra za potrebe HBOR, kao bi nesmetano obavljala svoje poslovne aktivnosti koje su prevashodno usmerene ka preduzetnicima, sektoru malih i srednjih preduzeća. Donet je paket antirecesijskih mera, kao i niz aktivnosti koje su u vezi sa prilagođavanjem poslovanja HBOR principima i pravilima Evropske unije i mogućnostima korišćenja finansijskih sredstva kroz fondove Evropske unije. Tokom nekoliko narednih godina, najveći deo kreditne aktivnosti banke je bio usmeren na finansiranje obrtnih sredstava kako bi se prevazišao problem likvidnosti i podsticao razvoj hrvatske privrede (HBOR, 2009-2011). Takođe, HBOR obezbeđuje povoljnije kreditiranje, uz niže kamatne stope sektora industrije, projekata iz oblasti zaštite životne sredine, obnovljivih izvora energije i energetske efikasnosti. Akcenat je na pružanju pomoći preduzetnicima koji imaju razvojni potencijal ali usled posledica finansijske krize imaju problem sa likvidnošću. O važnosti banke za održivi razvoj govori i činjenica da je Vlada izvršila dokapitalizaciju u iznosu od 80 miliona eura, koji je tri puta veći u odnosu na dokapitalizaciju prethodne godine. Uprkos nepovoljnoj ekonomskoj situaciji, investicije HBOR ostvaruju još jedan snažan rast od preko 55%, uz odobrenje 1622 kredita u iznosu od 1.35 milijarde eura. HBOR podstiče preduzetnike na investicije u održivi razvoj i pruža im podršku u odžavanju i rastu likvidnosti preuzimajući različitije projekte od kojih poslovne banke odustaju (HBOR, 2013-2014). Nepovoljna makroekonomska kretanja, kao i produžena recesija realnog sektora privrede koja je u direktnoj sprezi sa razvijenošću finansijskog sektora i finansijskih institucija, uticala je na pad investicionih aktivnosti preduzetnika i smanjenje njihovih potreba za finansijskim sredstvima, što je redukovalo i investicione aktivnosti ove razvojne finansijske institucije. Takođe, očekujući bespovratna sredstva iz Strukturnih fondova, jedan deo privrednika je iz tih razloga smanjio ili odložio planirane investicione aktivnosti (HBOR, 2015). Tokom 2015. godine HBOR ostvaruje značajan rast investicija od skoro 53% i podržava 127% više projekata sa duplo većom vrednošću u odnosu na prethodnu godinu. Finansirani projekti su rezultirali rastom broja novozaposlenih za skoro 60% u odnosu na prethodnu godinu. Naročito je primetan rast investicija u infrastrukturu, koja predstavlja preduslov za razvoj pojedinih područja, rast zaposlenosti i sprovođenje projekata za zaštitu životne sredine (HBOR, 2016-2019). Posledice pandemije se ogledaju u padu izvoza od 25%, bruto domaćeg proizvoda od skoro 8% i investicija razvojne finansijske institucije HBOR od 4.5%. Radi ublažavanja posledica pandemije, u odnosu na prethodnu godinu, odobreno je 2.5 puta više direktnih kreditnih linija, čiji su najbrojniji korisnici mala i srednja preduzeća (88%), odnosno, 4 puta više u odnosu na 2018. godinu. Sve aktivnosti su bile usmerene na očuvanje likvidnosti kompanija i očuvanje radnih mesta (HBOR, 2021).

Usled političkih dešavanja, od 1992. godine, otvorenost hrvatske privrede i uključenost u međunarodne trgovinske tokove, predstavljena udelom robne razmene u bruto domaćem

proizvodu, je beležila pad indikatora do 1997. godine, da bi nakon toga započeo period blagog rasta otvorenosti privrede koji je bio izazvan prevashodno rastom uvoza, dok je izvoz stagnirao (Teodorović i Buturac, 2006). Razvojna politika se menjala u pravcu usvajanja izvožno orijentisane strategije industrijalizacije koja je prihvaćena kao način da se ostvari održiv privredni razvoj, međunarodna konkurentnost, rast produktivnosti, rast zaposlenosti, podsticanje inovacija i naučno-tehnološkog napretka i da se neutrališu tendencije u međunarodnoj trgovini koje nisu bile povoljne (Savić, 2010). Međutim, za planirani obrazac razvoja koji se bazirao na rastu komparativnih prednosti u međunarodnoj trgovini sa fokusom na proizvode veće dodate vrednosti, postojale su tehničko-tehnološke barijere koje su ometale njegovu sprovodljivost, ali je tokom devedesetih godina ostvaren značajan rast intraindustrijske trgovine Hrvatske sa zemljama Srednje i Istočne Evrope koji je porastao za 25%. U toku 2001. godine najveći deo intraindustrijske trgovine Hrvatske je bio ostvaren sa bivšim jugoslovenskim republikama (36%) (Derado, 2007). Međutim, svi potencijali intraindustrijske trgovine nisu iskorišćeni usled izostanka investicija multinacionalnih kompanija, kašnjenja institucionalnih reformi i procesa privatizacije, zastupljenosti birokratskih procedura (Teodorović i Buturac, 2006). Primetno je zaostajanje Hrvatske za tranzicionim zemljama kod kojih je integracija na međunarodna tržišta uspešno realizovana. Ovakva ekonomska situacija se negativno odrazila i na stopu rasta hrvatske privrede, kao i na izvoz.

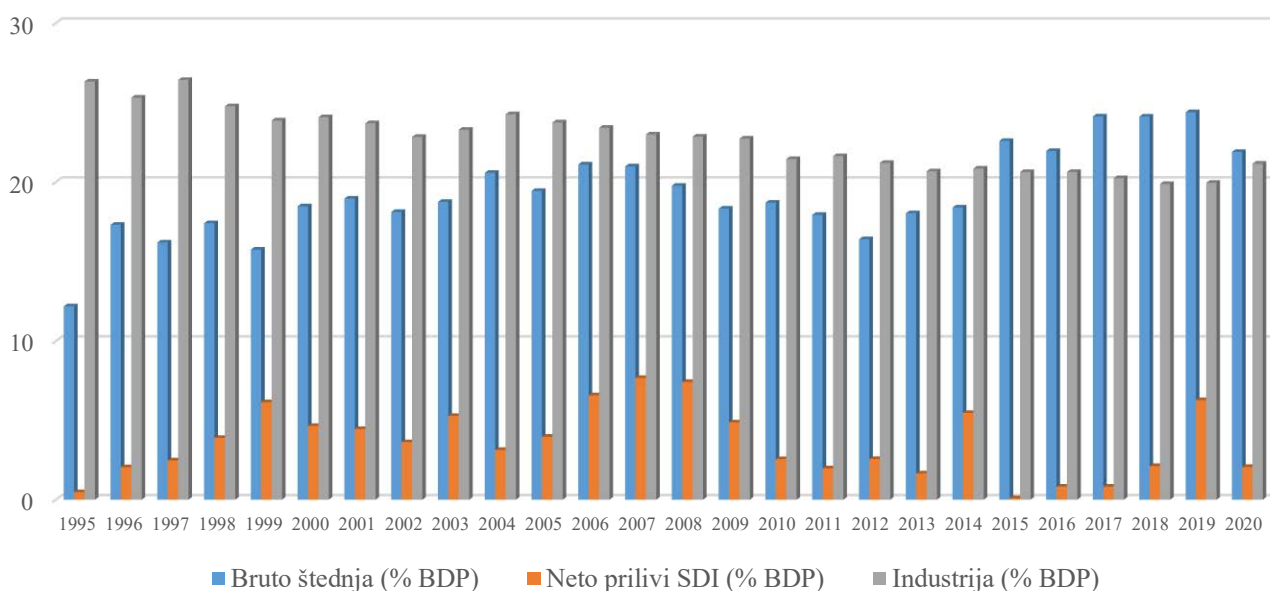
Grafikon 103. Bruto domaći proizvod i izvoz Hrvatske (milioni \$, tekuće cene), 1998-2020.



Izvor: World Bank Data, *GDP (current US\$)*, *Exports of goods and services (current US\$)*, 2021.

Prosečna stopa rasta industrije u Hrvatskoj za period 1991- 2000. godine je iznosila 5.8%, dok je za period 2001-2008. godine iznosila 4%, a u periodu 2009-2013. godine, zabeležen je prosečan pad industrije od 3.8%. Takođe, posmatrajući rast industrijske proizvodnje u ostalim tranzicionim zemljama u periodu od 2000-2013. godine, može se uvideti da je u Sloveniji ostvaren rast od čak 86%, u Mađarskoj i Češkoj od 45%, dok je u Hrvatskoj rast industrijske proizvodnje iznosio svega 13%. Takođe, prosečan pad učešća industrije u bruto domaćem proizvodu Hrvatske u periodu 1991-2010. godine je iznosio 2% (Mičić, 2015). Udeo bruto domaćeg proizvoda Hrvatske koji se odnosi na investicije u osnovna sredstva je važan faktor razvoja. U periodu 2001-2010. godine, ostvaren je rast investicija u osnovna sredstva sa 19.4% na 26% bruto domaćeg proizvoda, dok u posmatranom periodu dominantno učešće u izvozu prerađivačke industrije beleže transportna oprema i prehrambeni proizvodi (Strategija i politika razvoja industrije Republike Srbije od 2011. do 2020. godine, 2011).

Grafikon 104. Bruto štednja, dodata vrednost industrije i neto prilivi stranih direktnih investicija (SDI) u Hrvatskoj (% bruto domaćeg proizvoda), 1995-2020.



Izvor: World Bank Data, *Gross savings (% GDP)*, *Foreign direct investment, net inflows (% GDP)*, *Industry (including construction), value added (% of GDP)*, 2021.

Na stopu ekonomskog rasta značajno utiču domaća štednja, nivo domaćih investicija, priliv stranih direktnih investicija. U periodu od 2006-2009. godine zabeležen je značajan rast stranih direktnih investicija. Konkretno, 2008. godina je godina koja na osnovu podataka sa Grafikonu 103. i Grafikonu 104. ukazuje na najveći nivo ostvarenog bruto domaćeg proizvoda, kao i na najveći priliv stranih direktnih investicija koje približno iznose 8% bruto domaćeg proizvoda. Takođe, 2008. godine je zabeležen i najveći nivo domaćih investicija u Hrvatskoj koje su

iznosile oko 110 milijardi kuna (Ivanović, 2015). Industrija je učestvovala u stvaranju 23% bruto domaćeg proizvoda, dok je domaća štednja činila oko 20% bruto domaćeg proizvoda. Svetska finansijska kriza je ostavila trag na privredni razvoj koji se odrazio na pad priliva stranih direktnih investicija, naročito u periodu 2015-2017. godine, kada su iznosile manje od 1% bruto domaćeg proizvoda, da bi prema podacima iz 2019. godine njihovo učešće u bruto domaćem proizvodu poraslo na 6%. Smanjeno je i učešće industrije u bruto domaćem proizvodu koje iznosi manje od 20%, ali je domaća štednja dostigla nivo od skoro četvrtine bruto domaćeg proizvoda, što je važan podsticajni faktor razvoja, dok izvoz, posmatrano od 1995. godine, beleži najveće učešće u bruto domaćem proizvodu od 50.7%. Pristupanje Hrvatske Evropskoj uniji 2013. godine je kreiralo nove mogućnosti za hrvatska preduzeća koja su povećala svoja tržišna učešća ulaskom u lance vrednosti glavnih sektora privrede zemalja članica Evropske unije, a struktura izvoza je diferencirana. Neto međunarodna investiciona pozicija Hrvatske je značajno poboljšana (-51% bruto domaćeg proizvoda) u odnosu na 2013. godinu (-89% bruto domaćeg proizvoda), ali je i dalje iznad nivoa koji Evropska komisija propisuje u svojim Procedurama makroekonomskih neravnoteža - *Macroeconomic Imbalances Procedure* (-35% bruto domaćeg proizvoda), što ukazuje na opterećenost spoljnim obavezama (Orsini & Perić, 2021). Podaci iz 2020. godine, ukazuju na pad indikatora ekonomskog rasta, izvoza, štednje i investicija, što je posledica pandemije. Dalji razvoj treba bazirati na rastu udela industrije u bruto domaćem proizvodu, na podsticanju domaćih investicionih aktivnosti, kao i na privlačenju stranih direktnih investicija.

Kako bi se ostvario pozitivan uticaj na priliv stranih direktnih investicija, u Hrvatskoj je unapređen regulatorni okvir i usklađen sa evropskim zakonodavstvom. Prema Indeksu regulatorne restriktivnosti stranih direktnih investicija (*FDI Regulatory Restrictiveness Index*), Hrvatska spada među najotvorenije zemlje za strane direktne investicije (stepen regulatorne restriktivnosti je znatno niži od OECD proseka), tretirajući podjednako i domaće i strane investitore i pružajući zaštitu stranim investitorima, što je važan činilac kreiranja povoljne investicione klime (OECD, 2019a). Ono što je važan podsticaj održivom razvoju jeste smanjenje koncentracije stranih direktnih investicija u nekoliko sektora jačanjem greenfield investicija u potpuno novim sektorima i ostvarenjem širih ekonomskih koristi. Dobro osmišljene i realizovane politike mogu doprineti privlačenju investicija i ostvarenju ciljeva ekonomske diversifikacije, jačanja konkurentne pozicije preduzeća, transfera znanja, poboljšanog pristupa tehnologiji, intenziviranja integracije u globalne lance vrednosti, omogućavanja društveno odgovornog ponašanja i održivog razvoja (OECD, 2019a).

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Razvojne finansijske institucije značajno doprinose ostvarenju ciljeva održivog razvoja pružajući podršku privatnom sektoru u zemljama sa nižim nivoom dohotka i niskom stopom ekonomskog rasta. Kroz svoje investicione aktivnosti ove institucije doprinose unapređenju poslovne klime u nerazvijenim zemljama i ostvarenju ciljeva održivog razvoja koji se odnose na smanjenje siromaštva, rast zaposlenosti, generisanje novih radnih mesta, rast državnih poreskih prihoda, izdvajanje sredstava za finansiranje prilagođavanja i neutralisanja negativnih posledica klimatskih promena, uz poštovanje ekoloških kriterijuma i principa zelene ekonomije koji su fokusirani na očuvanje životne sredine. Razvojne finansijske institucije omogućavaju ostvarenje ekonomskog napretka koji se bazira na zelenom inkluzivnom rastu. Ove institucije finansiraju projekte održivog razvoja, za koje privatni investitori, usled zastupljenosti visokog rizika, gube interesovanje. Uloga razvojnih finansijskih institucija je komplementarna i bazirana na tome da dopune obrasce privatnih ulaganja u zemljama sa nižim nivoom stranih direktnih investicija, a ne da ih supstituišu i katalitička jer svojim aktivnostima daju primer drugim investitorima da ih slede, prenoseći im stečeno znanje i iskustvo. Takođe, ove institucije bi trebalo da preuzmu značajniju ulogu u kreiranju politike razvoja privatnog sektora. Njihovo kumulirano znanje i iskustvo i fokus na razvoj privatnog sektora im daju legitimitet za to, pritom, one nisu organizovane kao klasične vladine agencije koje kreiraju određene politike a zatim definišu programe koji su u funkciji implementacije postavljenih ciljeva, već funkcionišu kao banke ili finansijske kompanije. Razvojne finansijske institucije uživaju reputaciju pouzdanog partnera privatnog kapitala i predstavljaju veoma moćan alat, prvenstveno razvojno orijentisan. Istraživanje je ukazalo da projektne aktivnosti razvojnih finansijskih institucija ne karakteriše protivrečnost ostvarenja uspešnih finansijskih i razvojnih rezultata i da se ovi investicioni ciljevi međusobno ne isključuju.

Jedno od ključnih ekonomskih pitanja jeste kako ostvariti kompromis između razvoja i kvaliteta životne sredine. Inkluzivna zelena ekonomija omogućava ostvarenje ekonomskih, ekoloških, bezbednosnih, zdravstvenih i društvenih koristi i predstavlja opozit današnjem dominantnom ekonomskom modelu koji generiše i pospešuje široko rasprostranjene ekološke i zdravstvene rizike, podstiče rasipničku potrošnju i proizvodnju i rezultira resursnim deficitima i nejednakostima. Zelena ekonomija je put ka postizanju Agende održivog razvoja do 2030. godine i iskorenjivanju siromaštva uz ostvarenje ekoloških ciljeva koji osiguravaju zdravlje ljudi, blagostanje i razvoj, jer zelene investicije izazivaju niz pozitivnih ekonomskih efekata kao što je rast bruto domaćeg proizvoda, rast udela energije iz obnovljivih izvora u ukupnoj potrošnji energije, kao i smanjenje emisija gasova staklene bašte. Prema procenama, u narednih 10 godina je potrebno investirati 93 000 milijardi dolara u energetska, vodna i transportna infrastruktura kako bi ih učinili niskouglednim.

Rast investicija razvojnih finansijskih institucija je konstantan i svake godine na sve višem nivou, i prema istraživanjima, do 2026. godine, se očekuje da će nadmašiti rast investicija Zvanične razvojne pomoći, široko prihvaćene „zlatnim standardom“ inostrane pomoći i ujedno glavnim izvorom finansiranja razvojne pomoći. Ove institucije su imale zapaženu ulogu u periodu svetske ekonomske krize, delujući kao stabilizatori u kriznim okolnostima, pa se tako od njih očekuje da daju doprinos i u saniranju negativnih posledica izazvanih globalnom pandemijom i aktuelnom javnozdravstvenom krizom, pružanjem pomoći kompanijama da opstanu, prebrode krizne periode i nastave sa poslovanjem kroz obezbeđenje likvidnosti, vraćanje na ostvarenje maksimalnih proizvodnih kapaciteta i mogućnosti zapošljavanja i stvaranja radnih mesta kao u periodu pre pandemije.

Na osnovu uporednog pregleda rešenja modela razvojnih finansijskih institucija odabranih država članica Evropske unije i država regiona, kao i analize regulatornog režima i institucionalnog okvira modela razvojnih finansijskih institucija u Republici Srbiji, na primerima statusa i delovanja razvojnih finansijskih institucija Republike Hrvatske i Republike Slovenije, utvrđena su dva različita pristupa kreatora javnih politika, odnosno javne vlasti u kontekstu mesta i uloge razvojnih finansijskih institucija u implementaciji strateških ciljeva nacionalnih i regionalnih ekonomskih politika. Naime, Hrvatska banka za obnovu i razvitak nema karakter poslovne banke, ne posluje prema tržišnim principima, te je stoga njen status, status državne institucije kojom se ostvaruju nacionalni interesi i ciljevi, shodno konceptu državnog intervencionizma. S druge strane, Slovenačka izvozna i razvojna banka deluje po tržišnim principima, na čije se poslovanje, između ostalog, primenjuju i propisi kojima se reguliše poslovanje komercijalnih banaka, gde je izražen princip delovanja shodno konceptu javno-privatnog partnerstva, odnosno banka ima ulogu svojevrsnog „mobilizatora“ aktivnosti privatnog sektora, u slučajevima kada je rizik veći a nacionalni interes izražen. Za razliku od vodećih država članica Evropske unije i država regiona, u Republici Srbiji nije osnovana posebna razvojna banka, čiji bi cilj bio promovisanje održivog razvoja, transformacija ekonomskog sistema u pravcu uključivanja socijalne i ekološke dimenzije, a kroz zajedničku saradnju javnog i privatnog sektora, što je tendencija evropskog i uporednog prava. Naime, Razvojna agencija Srbije i Fond za razvoj Republike Srbije, kao jedine nacionalne razvojne organizacije, sa ulogom sličnoj razvojnim finansijskim institucijama država Evropske unije, ali sa dominantnim uticajem javne vlasti, nisu u mogućnosti da adekvatno odgovore zahtevima tržišta, posebno, jer izostaju pravila korporativnog upravljanja od značaja za održivost poslovanja. Uvođenjem u finansijski sistem nacionalne razvojne finansijske institucije, odnosno razvojne banke, njena uloga bila bi ključna za sprovođenje domaće ekološke politike i bio bi značajan njen uticaj na redefinisane ciljeva ekonomske politike u kontekstu postepene tranzicije ka zelenoj ekonomiji. U prilog tome govori i teorija tripartitne zelene ekonomije, koja se zasniva na ciljevima javne dobrobiti i zaštiti životne sredine, a ne isključivo na pojedinačnoj koristi velikih korporacija, reformi ekonomskog

sistema u smislu uključivanja socijalne komponente razvoja, tj. aktivnog delovanja protiv ekološke i socijalne degradacije, nejednakosti i siromaštva i osiguranju socijalne inkluzije.

U bankarskom sektoru Srbije dominantnu poziciju imaju banke čije je učešće u finansijskim uslugama 92%, dok učešće u vlasničkoj strukturi iznosi 86%, a udeo u aktivni finansijskog sektora uzima vrednost od oko 80%. Izrazito bankocentričan finansijski sistem, baziran na bankama kao glavnim ponuđačima finansijskih usluga za naprednu zemlju u tranziciji nije podsticajan faktor razvoja, na šta ukazuju i preporuke međunarodnih finansijskih institucija, kao i praksa razvijenih zemalja koja se pokazala uspešnom. Iskustvo stečeno u periodu svetske finansijske krize 2009. godine, je potvrdilo da se preveliko oslanjanje na strane banke nepovoljno odražava na stabilnost domaćeg finansijskog sistema u uslovima krize, kada banke povlače sredstva ka svojim matičnim bankama, pri čemu domaća preduzeća ostaju bez neophodnih izvora finansiranja. U naprednim tranzicionim zemljama u regionu su banke takođe dominantne finansijske institucije, ali je primarna razlika u odnosu na domaću strukturu finansijskog sistema ta, što pored njih, postoje i druge finansijske institucije koje unapređuju finansijski sistem, čineći ga raznovrsnijim i razvijenijim.

Kamate na štednju u Srbiji su veoma niske (kamate na depozite u dinarima u proseku iznose 1.59%, a na štednju u evrima 0.5%). Stopa inflacije od 7.9% je viša od kamatne stope na štednju, tako da su potencijalni klijenti banke destimulisani da oročavaju depozite. S druge strane, usled odricanja od potrošnje izazvanog globalnom pandemijom, štednja građana je ostvarila rast od 11% u 2021. godini, uprkos izrazito niskim kamatnim stopama. Predlozi za ulaganja u okolnostima kada nije naročito finansijski isplativo oročavati raspoloživa sredstva u bankama, su akcije, investicioni fondovi, nekretnine i sl. S druge strane, usled zastupljenosti bankocentričnog sistema i nerazvijenosti finansijskih tržišta i ograničene ponude alternativnih investicionih proizvoda, štednja biva usmerena ka bankama. Još jedan od pokazatelja čije analiziranje govori u korist ograničavanja domaćeg finansijskog sistema na banke je Indeks finansijskih sloboda koji u Srbiji iznosi 50, što implicira zastupljenost značajnog angažovanja i mešanja države, kao i to da je sloboda finansijskih institucija da u ponudi imaju zastupljene raznovrsne finansijske usluge pod značajnim ograničenjem.

Potrebno je unaprediti domaći finansijski sistem i razviti tržište kapitala i trgovanje na berzi, omogućiti paralelan i kontinuiran razvoj i drugih finansijskih institucija, osim banaka i uvesti mikrokreditne finansijske institucije kao podršku sektoru mikro, malih, srednjih preduzeća i preduzetnika čije poslovne aktivnosti su od ključnog značaja za održivi razvoj i svakako odupreti se pritiscima unutar finansijskog sistema kojima se podstiče struktura finansijskog sistema koja trenutno prevladava. Pored niza pokazatelja koji govore u prilog visokog stepena bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema i uticaja takve strukture na održivi razvoj Srbije, sprovedeno je i empirijsko istraživanje kojim je potvrđeno da je finansijski sistem Srbije nedovoljno razvijen i siromašan i da se ne odlikuje raznovrsnošću finansijskih institucija (sa čim

se složilo 56% ispitanika), dok deo ispitanika koji nije saglasan sa navedenom konstatacijom iznosi 36%. Skoro 80% ispitanika smatra da je finansijski sistem bankocentričan i da takva struktura deluje ograničavajuće na održivi razvoj. Udeo od 68% ispitanika se slaže sa tvrdnjom da nedovoljno razučena struktura finansijskog sistema inhibira razvoj mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, dok njih 66% ističe da banke poseduju dominantnu poziciju u finansijskom sistemu. Na osnovu prethodnih konstatacija i sprovedenog istraživanja, hipoteza H₁: Visok stepen bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema deluje ograničavajuće na održivi razvoj, je potvrđena.

Ključna uloga privatnog sektora u podsticanju ekonomskog razvoja i blagostanja kroz kreiranje novih radnih mesta i rast zaposlenosti, je odavno prepoznata u razvijenim ekonomijama, a takođe se ističe njen značaj i u međunarodnoj politici razvoja, što je razlog velikog interesovanja za pristupe, strategije i podsticaje razvoju privatnog sektora. Sektor mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP) je nosilac kreativnosti i inovativnosti, čiji razvoj se pozitivno odražava na efikasnost celokupne privrede. Udeo MMSPP u bruto domaćem proizvodu Srbije iznosi oko 30%, dok je taj udeo u susednim državama (Mađarska, Hrvatska, Češka) znatno veći i kreće se u rasponu 50%-60% bruto domaćeg proizvoda. Takođe, ovaj sektor generiše 40% ukupnog izvoza Srbije, dok je u razvijenim zemljama njegovo učešće u izvozu 60%-70%. Sektor MMSPP u Srbiji poseduje potencijale za rast, ali se ostavlja značajan prostor za negovo dalje napredovanje, pri čemu neiskorišćeni potencijal predstavlja mogućnost ukupnog ubrzanja privrednog rasta i razvoja. Mnoga mikro, mala i srednja preduzeća i preduzetnici nisu u mogućnosti da obezbede potrebna finansijska sredstva jer u poređenju sa velikim kompanijama nisu uvek poželjni klijenti za komercijalne banke, dok s druge strane nedovoljno razučena struktura domaćeg finansijskog sistema im ne pruža mogućnost da zadovolje potrebu za likvidnošću pozajmljivanjem od mikrokreditnih finansijskih institucija. Zastupljenost mikrofinansiranja u finansijskom sistemu je važan činilac ekonomskog razvoja MMSPP i otvaranja novih radnih mesta. Raznolikošću finansijskih institucija se jedan finansijski sistem obogaćuje i unapređuje. Za mala i srednja preduzeća je adekvatnije da postoje i određene finansijske institucije nižeg ranga, a ne samo banke. Uporednom analizom izvora finansiranja koje MMSPP koriste u cilju obezbeđenja nedostajućih sredstava u Srbiji i u zemljama u okruženju poput Bugarske, Rumunije, Češke, Hrvatske, Slovenije i Mađarske, potvrđeno je koliko je bogatija ponuda raspoloživih instrumenata za finansiranje MMSPP u drugim zemljama u odnosu na Srbiju, u kojoj je ponuda ograničena na banke i lizing kompanije. Takođe, ponuda bankarskih proizvoda komercijalnih banaka nije prilagođena načinu poslovanja i finansijskim potrebama MMSPP. Udeo kredita preduzetnicima u ukupnim kreditima banaka iznosi svega oko 2%, i pored ostvarenog rasta dugoročnih kredita preduzetnicima od 11.5% u 2021. Mikrokreditiranje u Srbiji bi dovelo do diverzifikacije ponude finansijskih instrumenata i uvođenja alternativnih izvora finansiranja. Štedno-kreditne zadruge ili mikrofinansijske institucije bi doprinele smanjenju finansijske isključenosti MMSPP iz tokova finansijskog

sistema, dok s druge strane, pozicija banaka više ne bi bila dominantna i sigurna, u meri u kojoj je trenutno.

U korist stava da su mikrokreditne finansijske institucije izuzetno važne za uspešnije funkcionisanje domaćeg finansijskog sistema, govore i preporuke mnogobrojnih međunarodnih organizacija. Evropska komisija posebno ističe Srbiju (pored Austrije, Nemačke i Grčke) kao jednu od 4 zemlje u kojoj isključivo banke imaju mogućnost davanja kredita (i time naglašava njihovu monopolsku poziciju) i ostavlja prostor za istraživanje uspostavljanja dijaloga sa regulatornim telima kako bi se obezbedili jednaki uslovi i uskladili nacionalni zakonodavni okviri sa pravilima Evropske unije. U Rumuniji, Albaniji, Crnoj Gori i Bosni i Hercegovini je mikrokreditiranje zakonom regulisano. U Severnoj Makedoniji, Sloveniji, Slovačkoj, Mađarskoj, Bugarskoj i Hrvatskoj mikrokreditiranje nije zakonski regulisano, ali nije ni zastupljena monopolska pozicija banaka u kreditnoj aktivnosti.

Na osnovu ispitivanja stavova ekonomskih eksperata, predstavnika bankarskog sektora i predstavnika privatnog sektora o potencijalnom razvoju i unapređenju domaćeg finansijskog sistema zastupljenošću mikrokreditiranja, utvrđeno je da 86% ispitanika ističe da bi uvođenje mikrokreditnih finansijskih institucija doprinelo unapređenju domaćeg finansijskog sistema, 76% ispitanika smatra da bi se mikrokreditiranje pozitivno odrazilo na rast zaposlenosti, 88% ispitanika iznosi stav da bi zastupljenost institucija ovog tipa pospešila osnivanje mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, dok 80% ističe da bi pomenute institucije doprinele unapređenju poslovnih rezultata, rastu i razvoju mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika. Takođe, utvrđeno je da je udeo ispitanika, saglasan sa stavom da je potrebno uvesti mikrokreditne finansijske institucije i unaprediti domaći finansijski sistem, što bi doprinelo ostvarenju boljih poslovnih rezultata mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, ujedno saglasan i sa stavom da je domaći finansijski sistem bankocentričan 72.7%.

Ispitanici su iznosili stavove i o uticaju razvojnih finansijskih institucija na unapređenje finansijskog sistema i na finansiranje i održivi razvoj MMSPP. Udeo ispitanika koji je istakao da razvojne finansijske institucije pružaju značajnu podršku finansiranju razvoja sektora MMSPP iznosi 70%, dok dve trećine ispitanika veruje da razvojne finansijske institucije svojim investicionim aktivnostima doprinose unapređenju finansijskog sistema Srbije, pružaju podršku Srbiji na putu ka održivom razvoju i doprinose uspostavljanju konkurentnijeg poslovnog okruženja. Analizirajući istraživanja i preporuke međunarodnih finansijskih institucija o potrebi unapređenja i izgradnje raznovrsnijeg finansijskog sistema, prakse razvijenih zemalja i strukture njihovih finansijskih sistema u kojima su zastupljene različite finansijske institucije, koristi koje donosi usvajanje Zakona o nebankarskim finansijskim institucijama, preporuke za prevazilaženje izrazite bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema, tražnju za mikrokreditima, stavove ispitanika o bankocentričnosti domaćeg finansijskog sistema i realnim potrebama za mikrofinansiranjem, hipoteza H₂: Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija u

domaćem finansijskom sistemu bi ostvarila pozitivan uticaj na održivi razvoj sektora mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP), je potvrđena.

Zeleno finansiranje može imati ključnu ulogu u održivom razvoju ukoliko je pre svega dostupno, ima značajan ekološki doprinos i ukoliko je funkcionalno i dobro osmišljeno. Kako bi se ostvarila tendencija da se postulati održivog razvoja inkorporiraju u sve sfere finansiranja, kreirane su zelene hartije od vrednosti, koje predstavljaju finansijske instrumente kojima se ostavljaju ekonomski, ali i izuzetno važni, ekološki ciljevi. Među zelenim instrumentima duga se posebno izdvajaju zelene obveznice koje dobijaju na značaju i pronalaze svoje mesto u planovima finansiranja klimatskih promena i međunarodne mobilizacije kapitala. Razvojne finansijske institucije su značajni emitenti zelenih obveznica, koje prikupljena sredstva plasiraju u projekte održivog razvoja. Srbija je emitovala zelene obveznice u vrednosti od milijardu evra, pri čemu prikupljena sredstva treba da budu iskorišćena za ulaganja u obnovljive izvore energije, energetska efikasnost, kontrolu zagađenja, saobraćaj i održivo upravljanje vodama, čime je ostvaren napredak na polju zelene ekonomije. Dalji razvoj ovog segmenta finansijskog tržišta u Srbiji može biti stimulisan unapređenjem društvenog i poslovnog ambijenta, adekvatnim regulatornim okvirom i uticanjem na rast kredibiliteta zelenih obveznica i rast svesti investitora o neophodnosti ulaganja u projekte održivog razvoja. Isto tako, postoji potreba za adekvatnim zelenim planom, po ugledu na Evropski zeleni dogovor Evropske komisije (European Green Deal) u kojem će biti jasno definisani akcioni planovi i ciljevi Srbije u domenu održivog razvoja uz značajno smanjenje karbonskog otiska i ostvarenje budućih nultih ugljeničnih emisija.

Banke odobravaju zelene kredite isključivo zarad ostvarenja ekoloških ciljeva. Sprovedeno empirijsko istraživanje je uputilo na zaključke da iako postoji određena tražnja preduzeća za zelenim kreditima, sektoru MMSPP je potrebno u značajnijoj meri približiti, pored potencijalnih izvora finansiranja projekata održivog razvoja koji su im na raspolaganju, i informacije o principima zelenog finansiranja, zelene tranzicije i zelenog inkuzivnog rasta, projektima koji mogu dovesti do efikasnijeg korišćenja resursa i ostvarenja značajnih ušteda u njihovom poslovanju, aktivnostima pripreme projekata i same implementacije (naročito mikro preduzećima i preduzetnicima). Takođe, promocija zelenog preduzetništva nije u dovoljnoj meri zastupljena u Srbiji, a nije ni podstaknuta od strane države kroz podršku u vidu subvencija ili poreskih stimulansa kako bi se nagradile ekološki orijentisane poslovne prakse preduzeća. Da investiciona klima nije podsticajna za zelena ulaganja, govori i istraživanje koje ukazuje na to da Srbija ostvaruje najslabije performanse među zemljama u okruženju o napretku malih i srednjih preduzeća u Srbiji u tranziciji ka zelenoj ekonomiji i da godinama unazad nema napretka u inkorporiranju principa zelene ekonomije u njihovom poslovanju. Sagledavajući i analizirajući zastupljenost zelenih kredita u ponudi banaka u Srbiji, utvrđeno je da uglavnom preovladavaju krediti usmereni na ostvarenje ciljeva energetske efikasnosti. Zeleni krediti namenjeni sektoru MMSPP u Srbiji, se odobravaju u evrima, uz promenljivu kamatna stopa koja je vezana za

EURIBOR i uvećana za iznos kamatne margine koja najčešće dostiže vrednosti između 2.5% i 5%. Ako se radi uporedne analize posmatra razvijena zemlja iz okruženja poput Slovenije, koja je ušla u proces zelene tranzicije i ekonomski rast ostvaruje uz poštovanje ciljeva održivog razvoja, analizom podataka je utvrđeno da kamatna marža na zelene kredite koje banke odobravaju malim i srednjim preduzećima ne prelazi 3%, dok je kamatna stopa takođe promenljiva i vezana za EURIBOR kao referentnu kamatnu stopu. Utvrđeno je čak da su zeleni krediti namenjeni preduzećima skuplji od klasičnih, komercijalnih kredita u proseku za 2% do 3%, pri čemu isti iznos finansijskih sredstava može biti odobren i ukoliko preduzeća apliciraju za standardni komercijalni kredit banaka, koji će biti odobren po povoljnijim uslovima, jer neće postojati potreba preduzeća za pripremom specifične dokumentacije u vidu elaborata, a biće pošteđeni i ispunjavanja komplikovanijih bankarskih procedura, dok banka neće morati da vrši dodatne procene, provere i analize koje odobrenje zelenog kredita zahteva. Zelene kreditne linije podrazumevaju i angažovanje konsultanata u bankama, što takođe čini kredit skupljim, međutim, faktor koji dominantno opredeljuje kamatnu stopu na zelene kreditne linije, čineći je visokom, jeste cena izvora finansiranja banke, a ne premija za rizik koja se obračunava na osnovu ustanovljenih finansijskih performansi preduzeća. Takođe, kreditne linije Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) u zavisnosti od same linije mogu podrazumevati i grantove. Međutim, u takvim slučajevima banke odobravaju kredite uz višu kamatnu stopu od standardne, putem koje vrednost granta faktički ostaje banci, a preduzeća nisu ostvarila uštedu kroz odobrena bespovratna sredstva, koja su kroz plaćenu višu kamatnu stopu praktično neutralisana. Može se konstatovati da ponuda zelenih kredita u domaćem bankarskom sektoru nije na zadovoljavajućem nivou, kao i to da ponuđeni uslovi finansiranja za preduzeća nisu povoljni. Sagledana je i značajna uloga razvojnih finansijskih institucija u izdavanju garancija za obezbeđenje zelenih kredita, usled nedovoljne vrednosti imovine malih i srednjih preduzeća, ali i u pružanju tehničke i savetodavne pomoći u izradi studija izvodljivosti i procene ekoloških doprinosa koji mogu biti postignuti finansiranjem zelenih projekata (što su sve česti razlozi za odbijanje kreditnih zahteva preduzeća). Aktivnom podrškom razvojnih finansijskih institucija mogu biti prevaziđeni važni problemi sa kojima se suočava sektor MMSPP u svom poslovanju, čime se ostvaruje podsticajan i pozitivan uticaj na proces donošenja odluka o zelenim investicijama. Na osnovu sprovedenog istraživanja o zastupljenosti zelenog finansiranja u Srbiji, podsticajima za ulazak preduzeća u zelenu tranziciju, preprekama sa kojima je sektor MMSPP suočen prilikom finansiranja ekoloških projekata, preporuka međunarodnih finansijskih institucija o važnosti zelene ekonomije, regulatornih ograničenja, hipoteza H₃: Zeleno finansiranje preduzeća od strane bankarskog sektora Srbije je ispod potencijala, je potvrđena.

Na kraju, analiziran je uticaj investicija razvojnih finansijskih institucija na ekonomski rast. S obzirom na to da razvojna banka, kao jedan od vidova razvojnih finansijskih institucija nije zastupljena u finansijskom sistemu Srbije, sprovedeno je istraživanje, na primeru Hrvatske, da li ove institucije doprinose ekonomskom rastu (rastu bruto domaćeg proizvoda), u kojoj meri i da li

bi zastupljenost razvojne banke u domaćem finansijskom sistemu doprinela ekonomskom rastu Srbije. Predmet istraživanja je bila Hrvatska iz razloga što je zemlja iz okruženja koja u svom finansijskom sistemu poseduje Hrvatsku banku za obnovu i razvitak (HBOR), kao razvojnu finansijsku instituciju, i čiji finansijski sistem je uporediv sa domaćim finansijskim sistemom. Ekonometrijskom analizom vremenskih serija je utvrđeno da rast investicija razvojne finansijske institucije HBOR koje su u službi ostvarenja ciljeva održivog razvoja za 1% dovodi do rasta bruto domaćeg proizvoda za 0.59%, čime je i poslednja hipoteza H₄: Rast investicija razvojnih finansijskih institucija doprinosi rastu bruto domaćeg proizvoda (BDP) potvrđena i na osnovu čega je zaključeno da bi uvođenje razvojne banke, kao razvojne finansijske institucije, u finansijski sistem Srbiji bilo ekonomski opravdano jer bi imalo pozitivne implikacije na stopu ekonomskog rasta.

Pravac budućih istraživanja je baziran na zelenoj ekonomiji, zelenim investicijama, održivom razvoju i daljoj analizi značaja zastupljenosti razvojnih finansijskih institucija u finansijskom sistemu. Predmet interesovanja je ispitivanje uticaja poslovnih aktivnosti razvojnih finansijskih institucija na rast zaposlenosti, izvoza, državnih poreskih prihoda, ekonomske performanse preduzeća, smanjenje niskougljeničnih emisija. Istraživanja u budućnosti će se takođe odnositi i na ispitivanje veze između podsticaja bankarskog sektora za zelene investicije preduzeća i smanjenja njihovog karbonskog otiska.

LITERATURA

- ADB (2011). *International Finance Institutions and Development Through the Private Sector*, Philippines: Asian Development Bank.
- ADB (2021). *Financing a Green and Inclusive Recovery*, Theme Chapter of the Asian Development Outlook 2021, Philippines: Asian Development Bank.
- ADBI (2018). Financial Strategy to Accelerate Green Growth, *ADB Working Paper Series*, 866, Tokyo: Asian Development Bank Institute, pp. 1-23.
- Agencija za zaštitu životne sredine (2018). *Izveštaj o ekonomskim instrumentima za zaštitu životne sredine u Republici Srbiji*, Indikatorski prikaz, Beograd: Ministarstvo za zaštitu životne sredine i Agencija za zaštitu životne sredine. ISSN 2560-4384.
- Ahmad, Y., Bosh, E., Carey E. and Mc Donnell, I. (2020). Six Decades of ODA: Insights and Outlook in the Covid-19 Crisis, *Development Co-operation Profiles*, Paris: OECD Publishing, <https://doi.org/10.1787/5e331623-en>.
- AIK banka (2022). *Kreditni privredi*, Mala privreda, <https://www.aikbanka.rs/pravna-lica/mala-privreda/kreditni/>, pristupljeno 22. januara 2022.
- Alchemist (2021). Finansije, *Da li se budi tržište alternativnih investicionih fondova?* <https://alchemist.rs/da-li-se-budi-trziste-alternativnih-investicionih-fondova/>, pristupljeno 27. januara 2022.
- Alliance for Financial Inclusion (2021). *Policy Brief Inclusive Green Finance: From Concept to Practice*, Alliance for Financial Inclusion and the Centre for Sustainable Finance at SOAS, University of London.
- Alternative Financing Report (2021). *Statista Digital Market Outlook*, New York: Statista Inc.
- Attridge, S., Velde, D.W. and Andreasen, S.P. (2019). *Impact of Development Finance Institutions on Sustainable Development*, London: Overseas Development Institute.
- Attridge, S., Calleja, R., Gouett, M. and Lemma, A. (2019). *The impact of development finance institutions: rapid evidence assessment*. London: Department for International Development.
- Attridge, S. and Gouett, M. (2021). *Development Finance Institutions: The need for bold action to invest better*, London: Overseas Development Institute.
- Attuel-Mendes, L. and Ashta, A. (2008). French legislation and the development of credit availability for microenterprise, *Global journal of business research*, 2(2), pp. 123-137.
- Baltowski, M and Mickiewicz, T. (2000) Privatisation in Poland: Ten Years After, *Post-Communist Economies*, 12 (4), pp. 425-443, DOI: [10.1080/14631370050216498](https://doi.org/10.1080/14631370050216498).

- Beach, W. and Kane, T. (2008). Chapter 4: Methodology Measuring the 10 Economic Freedom, *2008 Index of Economic Freedom*, pp. 40-55. Washington: The Heritage Foundation; New York: The Wall Street Journal. ISBN: 978-0-89195-276-3.
- Bilal, S., Bueno, M., Dembele, F. and Fulga, M. F. (2020). *The role of DFIs and their shareholders in building back better in the wake of Covid-19*, Tri Hita Karana Working Paper For Development Finance Institutions, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). DOI: [10.13140/RG.2.2.29884.67200](https://doi.org/10.13140/RG.2.2.29884.67200).
- Bilal, S., Bueno, M., Lee, N. and Ramundo Orlando, V. (2020). *Op-ed How can DFIs do more to help MSMEs survive COVID-19?*, Devex. <https://www.devex.com/news/opinion-how-can-dfis-do-more-to-help-msmes-survive-covid-19-98566>, pristupljeno 11. januara 2022.
- Bilal, S. (2021). *The rise of public development banks in the European financial architecture for development*, Working Paper 12/2021, Madrid: Elcano Royal Institute.
- Bilal, S. (2021a). *How European financial institutions can work better together for sustainable and green (co-)investment in times of COVID-19*, Discussion Paper No. 294, Maastricht: European Centre for Development Policy Management (ECDPM). ISSN1571-7577.
- Banka Intesa (2021). *Tarifa naknada za usluge Banca Intesa AD Beograd za pravna lica i preduzetnike*, Beograd: Banka Intesa.
- Banka Intesa (2022). *Kreditni privredi*, Mali biznis. <https://www.bancaintesa.rs/mali-biznis/finansiranje-poslovanja/kreditni-za-obrtna-sredstva>, pristupljeno 22. januara 2022. godine.
- Barca, S. (2015). Greening the job: trade unions, climate change and the political ecology of labour. In: *The International Handbook of Political Ecology*, R. L. Bryant (ed.), Cheltenham: UK & Northampton, USA: Edward Elgar Publishing Limited.
- Barjaktarović, L. i Ječmenica, D. (2011). Optimizam vs pesimizam konkurentnosti bankarskog sektora Srbije, *Industrija 2*, str. 137-150.
- Barrowclough, D. and Gottchalk, R. (2018). *Solidarity and the South: Supporting the new landscape of long-term development finance*, UNCTAD Research Paper No. 24, Geneva: UNCTAD.
- Begović, B. and Mijatović, B. (2017). *Finansijsko posredovanje i privredni rast*. Gramatik: Centar za liberalno-demokratske studije.
- Beraha, I. i Đuričin, S. (2015). Efekti uspostavljanja pravnog okvira za mikrofinansiranje u Srbiji. *Strani pravni život: teorija, zakonodavstvo, praksa* (1), str. 157-169. ISSN 0039-2138.
- BEUC (2021). *Affordable Green Loans: Getting Consumers on Board of The Green Transition*, Brussels: BEUC, The European Consumer Organisation.

- Bilal, S. (2021). *How European financial institutions can work better together for sustainable and green (co)investment in times of COVID-19*, Maastricht: The European Centre for Development Policy Management (ECDPM).
- Bird, G. and Rowlands, D. (2004). The Catalytic Effect of Lending by the International Financial Institutions. In: *International Finance and the Developing Economies*, London: Palgrave Macmillan, https://doi.org/10.1057/9780230599840_12.
- BloombergNEF (2021). *New Energy Outlook 2021, Roads to Carbon Neutrality: COP26 Nordic Pavilion*, New York: BloombergNEF.
- BloombergNEF (2022). *1H 2022 Sustainable Finance Market Outlook*, New York: BloombergNEF. <https://about.bnef.com/blog/1h-2022-sustainable-finance-market-outlook/>, pristupljeno 21. januara 2022.
- BMI-SBI (2021). *Belgian Corporation for International Investment*, Brussels: Federal Public Service Finance.
- Božanić, D. i Mitrović, Đ. (2019). *Studija o socio-ekonomskim aspektima klimatskih promena u Republici Srbiji*, Beograd: UNDP Srbija.
- Burger, M., Ianchovichina, E., and Rijkers, B. (2015). Risky Business: Political Instability and Sectoral Greenfield Foreign Direct Investment in the Arab World, *World Bank Economic Review*, 30(2), pp. 306-331.
- Burke, M., Hsiang S.M. and Miguel, E. (2015). Global non-linear effect of temperature on economic production, *Nature*, 527(7577), pp. 235-250. doi: 10.1038/nature15725, PMID: 26503051.
- Carnevale, P. and Sachs, J. (2019). *Roadmap to 2050, A Manual for Nations to Decarbonize by Mid-Century*, Sustainable Development Solutions Network.
- CBI (2017). *Green Securitisation: unlocking finance for small-scale low carbon projects*, London: Climate Bond Initiative (CBI).
- CBI (2018). *Sovereign Green Bonds Briefing*, London: Climate Bond Initiative (CBI).
- CBI (2021). *Sustainable Debt Market, Summary H1*, London: Climate Bond Initiative (CBI).
- CB Insights (2021). Research Briefs, *The Top 12 Reasons Startups Fail*, New York: CB Insights.
- CEIC Data (2021). *CEIC: Global Economic Data, Indicators, Charts & Forecasts*, New York: CEIC Data, <https://www.ceicdata.com/en>.
- CEIC Data (2021). *Gross Savings Rate*, New York: CEIC Data.
- Chancel, L., Piketty, T., Saez, E. and Zucman, G. (2021). *World Inequality Report 2022*, Paris: World Inequality Lab.

- Chancel, L. and Piketty, T. (2021). *Global Income Inequality, 1820-2020: The Persistence and Mutation of Extreme Inequality*, Working Paper N° 2021/19, Paris: World Inequality Lab.
- CDC (2020). *What did we learn during our approach to the Ebola crisis?*, London: CDC Group.
- CDC (2021). *The Economic of Development Finance*, London: CDC Group.
- CDFA (2021). *Practitioner's Guide to Economic Development Finance 3rd Edition, Building and Utilizing the Development Finance Tool Box*, Ohio: Council of Development Finance Agencies.
- Chatzouz, M., Gereben, A., Lang, F. and Torfs, W. (2017). *Credit Guarantee Schemes for SME lending in Western Europe*, Luxembourg: European Investment Bank.
- CICERO Shades of Green (2020). *Hungary: Green Bond Second Opinion*, Second Opinion' on Hungary's Green Bond Framework, Oslo: CICERO Shades of Green.
- Claessens, S. and Feijen, E. (2006). *Financial Sector Development and the Millennium Development Goals*, World Bank Working Paper No. 89. Washington: World Bank.
- Clifton, J., Díaz-Fuentes, D. and Gómez, A.L. (2018). The European Investment Bank: Development, Integration, Investment?, *Journal of Common Market Studies*, 56(4), pp.733-750.
- Clifton, J., Díaz-Fuentes, D., Howarth, D. and Kavvadia, H. (2020). The Role of the European Investment Bank in Times of Covid-19, In: *Public banks and Covid-19 combatting the pandemic with public finance*, David A. McDonald, Thomas Marois and Diana Barrowclough (eds.), Kingston: Municipal Services Project, Geneva: UNCTAD and Brussels: Eurodad.
- Climate Policy Initiative (2021). *Global Landscape of Climate Finance*, CPI.
- COFIDES (2021). *Activity and Sustainability Report*, Madrid: COFIDES.
- COFIDES (2021a). *European Development Finance Institutions*, Madrid: COFIDES. <https://www.cofides.es/en/our-work/edfi>, pristupljeno 30. maja 2021.
- Convergence, Blending Global Finance (2020). *The State of Blended Finance 2020*, Toronto: Convergence.
- Convergence, Blending Global Finance (2021). *Blended Finance*, <https://www.convergence.finance/blended-finance>, pristupljeno 11. jula 2021.
- Convergence, Blending Global Finance (2021a). *The State of Blended Finance 2021*, Toronto: Convergence.
- Council of Europe Development Bank (2013). *Micro, Small and Medium-Sized Enterprises: CEB Financing and Its Social Value*, Paris: CEB.
- Council of the European Union (2019). *Europe in the world: The future of the European financial architecture for development*, Brussels: Council of the European Union.

- Crédit Agricole banka (2022). *Krediti privredi, Mali biznis*, <https://www.creditagricole.rs/privreda.2.html>, pristupljeno 24. januara 2022.
- CSIS (2011). *OPIC and the Arab Spring: Supporting Economic Reform through U.S. Investment*, Project on Middle East Democracy, Washington: Center for Strategic and International Studies.
- Culkin, N. and Simmons, R. (2018). *Studija izazova koji ometaju razvoj mikro, malih i srednjih preduzeća u Republici Srbiji*, British Council. ISBN 978-0-86355-907-5.
- Dalberg Global Development Advisors (2009). *The Growing Role of the Development Finance Institutions in International Development Policy*, Copenhagen: Dalberg Global Development Advisors.
- Dalberg Global Development Advisors (2010). *The Growing Role of the Development Finance Institutions in International Development Policy*, Copenhagen: Dalberg Global Development Advisors.
- Deaton, A. (2021). *COVID-19 and Global Income Inequality*, NBER Working Paper No. 28392, Cambridge: National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w28392>, pristupljeno 15. januara 2022.
- DEG (2020). *Development Report: How DEG customers contribute to the global Sustainable Development Goals*, Cologne: DEG.
- DEG (2020). *Jahresabschluss-Lagebericht 2019*, Köln: Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft mbH.
- DEG (2021). *Jahresabschluss-Lagebericht 2020*, Köln: Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft mbH.
- Deichmann, U. and Zhang, F. (2013). *Growing Green : The Economic Benefits of Climate Action*, Europe and Central Asia Reports, Washington: World Bank.
- DELOITTE (2021). *Development finance institutions: Strategic choices to build a sustainable operating model*, London: DELOITTE.
- Demekas, D. and Nerlich, A. (2020). *Creating Domestic Capital Markets in Developing Countries: Perspectives from Market Participants*, EMCompass, no. 77, Washington: International Finance Corporation.
- Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D., Ansar, S. and Hess, J. (2018). *Global Findex Database 2017 : Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution*. Washington: World Bank.
- Derado, D. (2007). Intraindustrijska trgovina Hrvatske – empirijska i metodološka analiza, *Ekonomski pregled*, 58 (1-2), str. 3-40.
- Deschryver, P., and de Mariz, F. (2020). What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?, *Journal of Risk and Financial Management*, 13 (61), pp. 1-26.

- DFC (2021). *Political Risk Insurance*, Washington: U.S. International Development Finance Corporation (DFC) <https://www.dfc.gov/what-we-offer-our-products/political-risk-insurance>, pristupljeno 14. oktobra 2021.
- DFC (2021a). *Annual Report 2020: Starting Strong*, Washington: U.S. International Development Finance Corporation (DFC).
- Dugalić, V. (2018). Finansijska pozicija bankarskog sektora u Republici Srbiji, *Implikacije ekonomije znanja za razvojne procese u Republici Srbiji*, str. 563-569. Kragujevac: Ekonomski fakultet. ISBN 978-86-6091-078-5.
- Duru, U. and Nyong, A. (2016). Why Africa Needs Green Bonds, *Africa Economic Brief*, 7 (2). pp. 1-7.
- Đorić, Ž. (2021). Zelena ekonomija i održivi razvoj u zemljama Zapadnog Balkana, *Ekonomске ideje i praksa*, 41, str. 67-91.
- EBRD (2018). *Nacrt strategije za Srbiju 2018-2023*. <file:///C:/Users/HP/AppData/Local/Temp/draft-serbia-strategy-serbian-2.pdf>, pristupljeno 11. juna 2021.
- EBRD (2020). *Strategija za Srbiju*, Dokument Evropske banke za obnovu i razvoj, <https://www.ebrd.com/downloads/country/strategy/serbia-strategy-serbian.pdf>, pristupljeno 30. maja 2021.
- EBRD (2021). Joint Report on Multilateral Development Banks', *Climate Finance*, London: European Bank for Reconstruction and Development.
- Ehlers, T. and Packer, F. (2017). Green bond finance and certification, *BIS Quarterly Review*, pp. 89-104.
- Economist (2016). Finance & Economics, Blended Finance, *Trending:blending*, <https://www.economist.com/finance-and-economics/2016/04/23/trending-blending>, pristupljeno 18. februara 2022.
- Eco Sklad (2020). *Eko sklad z novim javnim pozivom nadaljuje kreditiranje okoljskih naložb pravnih oseb*, <https://www.ekosklad.si/gospodarstvo/novica/eko-sklad-z-novim-javnim-pozivom-nadaljuje-kreditiranje-okoljskih-nalob-pravnih-oseb>, pristupljeno 18. februara 2022.
- EDFI (2016). *Investing to create jobs, boost growth and fight poverty*. Brussels: European Development Finance Institutions.
- EDFI (2021). *Meet our Members*, Brussels: European Development Finance Institutions, ASBL, <https://www.edfi.eu/members/meet-our-members/>, pristupljeno 15. jula 2021.
- EDFI (2021a). *Facts & Figures*, Brussels: European Development Finance Institutions, ASBL, <https://www.edfi.eu/members/facts-figures/>, pristupljeno 16. jula 2021.
- EDFI (2021b). *Impact*, Brussels: European Development Finance Institutions, ASBL, <https://www.edfi.eu/about-dfis/impact/>, pristupljeno 17. jula 2021.

- EDFI (2021c). *Development finance institutions join forces to help alleviate impact of COVID-19 in developing countries*, Brussels: European Development Finance Institutions, ASBL, <https://www.edfi.eu/news/development-finance-institutions-join-forces-to-help-alleviate-impact-of-covid-19-in-developing-countries/>, pristupljeno 11. oktobra 2021.
- EDFI AgriFi (2021). *Development finance institutions join forces to help alleviate impact of COVID-19 in developing countries*, Brussels: EDFI AgriFi, <https://www.agrifi.eu/news/development-finance-institutions-join-forces-to-help-alleviate-impact-of-covid-19-in-developing-countries/>, pristupljeno 15. avgusta 2021.
- EFSE (2020). *Impact Report 2020: Solid Partnerships in Challenging Time*, Luxembourg: EFSE.
- EIB (2015). *First Loss Portfolio Guarantee-Case Study*, Luxembourg: European Investment Bank.
- EIB (2016). *Serbia: Assessment of financing needs of SMEs in the Western Balkans countries*, Luxembourg: European Investment Bank-Economics Department.
- EIB (2017). *Ex-ante study to assess the potential future use of Financial Instruments to deploy IPA resources in support of Small and Medium-sized Enterprises (SMEs) in Serbia*, European Investment Bank; Ministry of Economy Republic of Serbia.
- EIB (2022). *Investment Report 2021/2022: Recovery as a springboard for change*, Luxembourg: European Investment Bank.
- Ekins, P., Gupta, J. and Boileau, P. (2019). *Global Environment Outlook – GEO-6: Healthy Planet, Healthy People*, Cambridge: United Nations Environment Programme.
- Erforth B. and Kaplan, L. (2019). *The Future of European Development Finance – Institutional Reforms for Sustainable Solutions*, Bonn: German Development Institute.
- Erforth, B. (2020). *The future of European development banking-What role and place for the European Investment Bank?* Bonn: Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE).
- Erić, D., Beraha, I., Đurićin, S., Kecman, N. i Jakšić, B. (2012). *Finansiranje malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, Beograd: Institut ekonomskih nauka i Privredna komora Srbije.
- Erste banka (2022). *Kreditni privredi, Mala preduzeća i preduzetnici*, <https://www.erstebank.rs/sr/Mala-preduzeca-i-preduzetnici>, pristupljeno 23. januara 2022.
- Erste banka (2022a). *Kreditni za energetske efikasnost*, <https://www.erstebank.rs/sr/Stanovnistvo/Kreditni/kredit-za-energetske-efikasnost-iz-ebrd-linije>, pristupljeno 15. februara. 2022.
- Eschaliér, C., Cochran, I. and Dehez, M. (2015). *Climate and Development Finance Institutions: linking climate finance, development finance and the transition to low-*

carbon, climate-resilient economic models, Paris: Institute for Climate Economics (I4CE).

- Eurobank Direktna (2022). *Kreditni privredi*, Krediti za finansiranje likvidnosti i obrtnih sredstava, <https://www.eurobank-direktna.rs/kreditni-za-finansiranje-likvidnosti-i-obrtnih-sredstava>, pristupljeno 24. januara 2022.
- European Banking Federation (2021). *Banking in Europe: EBF Facts & Figures 2020*, Brussels: European Banking Federation (EBF).
- European Microfinance Network (2021). *Microcredit Regulation in Europe: An Overview*, Brussels: European Microfinance Network (EMN).
- European Microfinance Network (2021a). *EMN Legislative Mapping Report - Serbia*, Brussels: European Microfinance Network (EMN), <https://www.european-microfinance.org/publication/emn-legislative-mapping-report-serbia>.
- European Microfinance Network (2021b). *EMN Legislative Mapping Report - Croatia*, Brussels: European Microfinance Network (EMN), <https://www.european-microfinance.org/publication/emn-legislative-mapping-report-croatia>.
- European Environment Agency (2016). *Ireland*, Country fact sheet: Overview of national waste prevention programmes in Europe, Copenhagen: European Environment Agency.
- EUROSTAT (2019). *High growth enterprises (growth by 10% or more) and related employment by NACE Rev. 2*, Brussels: European Commission. http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bd_9pm_r2&lang=en.
- EUROSTAT (2019a). *Government Expenditure on Environmental Protection*, Brussels: European Commission.
- EUROSTAT (2019b). *Climate Related Economic Losses by Type of Event*, Brussels: European Commission.
- EUROSTAT (2021). *Database*, Brussels: European Commission. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database>.
- European Commission (2010). *Financing Energy Efficiency: Forging the Link Between Financing and Project Implementation*, Brussels: European Commission and Institute for Energy.
- European Commission (2020). *Microfinance in the European Union: Market analysis and recommendations for delivery options in 2021-2027*, Bruxelles: European Commission - Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion.
- European Commission (2021). *Publication of preliminary figures on 2020 Official Development Assistance*, Brussels: European Commission. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ro/qanda_21_1704, pristupljeno 15. decembra 2021.
- European Commission (2021a). *Neighbourhood, Development and International Cooperation Instrument (NDICI) – “Global Europe”*, <https://perspectives->

cblacp.eu/neighbourhood-development-and-international-cooperation-instrument-ndici-global-europe-explained-ndici-101/, pristupljeno 13. februara 2022.

- Everhart, S. and Sumlinski, M. (2001). *Trends in Private Investment in Developing Countries: Statistics for 1970-2000 and the Impact on Private Investment of Corruption and the Quality of Public Investment*, Washington: The World Bank and International Finance Corporation.
- Evropska komisija (2021). Republika Srbija, *Izveštaj za 2021. godinu*, Saopštenje Komisije upućeno Evropskom parlamentu, Savetu, Evropskom ekonomskom i socijalnom komitetu i Komitetu regiona, Radni dokument Komisije, Strazbur: Evropska komisija.
- Failory (2022). *Startup Failure Rate: How Many Startups Fail and Why?*. Failory.
- Fajgelj, S. (2020). *Metode istraživanja ponašanja* (VII izdanje), Beograd: Centar za primenjenu psihologiju.
- Fedrigo-Fazio, D. and Brink, P. (2012). *Green Economy: What do we mean by green economy?*, Nairobi: United Nations Environment Programme (UNEP).
<https://www.greengrowthknowledge.org/research/what-do-we-mean-green-economy>.
- Fernandez, G. and Ahmed, I. (2019). “Build back better” approach to disaster recovery: Research trends since 2006, *Progress in Disaster Science*, Vol. 1, pp. 100-105.
<https://doi.org/10.1016/j.pdisas.2019.100003>.
- Fernández-Arias, E., Hausmann, R. and Panizza, U. (2019). *Smart Development Banks*, Washington: Inter-American Development Bank, Department of Research and Chief Economist.
- Fiala, O. and Watts, R. (2020). *Financing Social Spending in Times of COVID-19*, London: Save the Children UK.
- FINNFUND (2021). *Annual Review 2020*, Helsinki: FINNFUND.
- Fiskalni savet (2018). *Investicije u zaštitu životne sredine: društveni i fiskalni prioritet*, Beograd: Fiskalni savet Republike Srbije.
- FMO (2020). *Evaluating FMO Investments in Financial Institutions*, Hague: FMO Entrepreneurial Development Bank.
- FMO (2021). *Annual Report 2020*, Hague: FMO Entrepreneurial Development Bank.
- France Stratégie (2022). *Comment accélérer la rénovation énergétique des logements*,
<https://www.strategie.gouv.fr/publications/accelerer-renovation-energetique-logements>, pristupljeno 13. februara 2022.
- Frey, D., MacNaughton, G., Kaur, A. and Taborda, E. (2021). Crises as Catalyst: A New Social Contract Grounded in Worker Rights, *Health and Human Rights*, 23(2), pp. 153-165.
- Gaćeša, R. (2010). Pojam i suština razvojnih banaka. *Bankarstvo*, 7-8, str. 66-79.

- Garmendia, C. and Olszewski, A. (2014). *Impact Investing in Development Finance*, Impact Investing Policy Collaborative and Initiative for Responsible Investment.
- GEF (2022). *EBRD Kreditna linija za zeleno finansiranje*, Srbija Lizing (GEFF Srbija), Beograd: GEFF Srbija Lizing Konsultantska kancelarija.
- George, G. and Prahu, G. (2003). Developmental Financial Institutions as Technology Policy Instruments: Implications for Innovation and Entrepreneurship in Emerging Economies, *Research Policy*, Research Collection Lee Kong Chian School of Business, 32 (1), pp. 89-108. [https://doi.org/10.1016/S0048-7333\(02\)00002-1](https://doi.org/10.1016/S0048-7333(02)00002-1).
- GGGI (2020). *Green Growth Index 2020 – Measuring performance in achieving SDG targets*, GGGI Technical Report No. 16, Seoul: Global Green Growth Institute.
- GIIN (2013). *Catalytic First-Loss Capital*, New York: Global Impact Investing Network.
- GIZ (2017). *Srbija i Agenda 2030: Mapiranje nacionalnog strateškog okvira u odnosu na ciljeve održivog razvoja*, Beograd: GIZ-Nemačka saradnja u Srbiji i Vlada Republike Srbije-Republički sekretarijat za javne politike.
- Gnjatović, D. (2012). Razvojna banka kao instrument politike javnih rashoda. *Bankarstvo*, br. 2, str. 10-23.
- Grigoryev, L., Makarov, I., Sokolova, A. and Pavlyushina, V. (2020). Climate Change and Inequality: How to Solve These Problems Jointly?, *International Organisations Research Journal* 15(1), pp. 7-30. DOI:10.17323/1996-7845-2020-01-01.
- Grigoriev, L., Makarov, A., Sokolova, A., Pavlyushina, V. and Stepanov, I. 2020. Climate Change and Inequality: The Potential for Joint Problem Solving. *Bulletin of International Organizations: Education, Science, New economy*, 15(1), pp. 19-25.
- Griffith-Jones, S. (2016). *Development banks and their key roles*, Protestant Agency for Diakonie and Development, Berlin: Bread for the World – Protestant Development Service.
- Griffith-Jones, S. (2016a). *National Development Banks and Sustainable Infrastructure; the case of KfW*. Boston University: Global Economic Governance Initiative.
- Griffith Jones, S. and Velde, D.W. (2020). *Development Finance Institutions and the coronavirus crisis*, Supporting Economic Transformation (SET), <https://odi.org/en/publications/development-finance-institutions-and-the-coronavirus-crisis/>, pristupljeno 11. jula 2021.
- Gössinger, A. and Raza, W. (2011). *Bilateral Development Finance Institutions in Europe*, A Comparative Analysis of DEG, CDC, FMO and Norfund with Recommendations for Development Policy, Working paper 29, Wien: OFSE.
- Gourinchas, P. O., Kalemli-Özcan, S., Penciakova, V. and Sander, N. (2020). *Covid 19 and SME Failures*, IMF Working paper 20/207, Washington: International Monetary Fund.

- Hadžić, M, and Pavlović, P. (2018). Serbia: Entrepreneurs Recognized Improved Environment for Business, *ERENET Profile*, 13(1), pp. 51 – 56. ISSN 1789-624X.
- Hadžić, M. and Pavlović, P. (2019). Rethinking Strategy for SMEE Support in the Light of the Entrepreneurial Ecosystem, *Emerging Science Journal*, 3(6), pp. 389 – 394. DOI: <http://dx.doi.org/10.28991/esj-2019-01201>.
- Halkbank (2022). *Kreditni privredi*, <https://www.halkbank.rs/code/navigate.aspx?Id=33>, pristupljeno 24. januara 2022.
- Halland, H., Noël, M., Tordo, S. and Kloper-Owens, J. (2016). *Strategic Investment Funds Opportunities and Challenges*. World Bank Group: Finance and Markets Global Practice Group.
- Hallegatte, S., Bangalore, M., Bonzanigo, L., Fay, M., Kane, T., Narloch, U., Rozenberg, J., Treguer, D. and Vogt-Schilb, A. (2016). *Shock Waves: Managing the Impacts of Climate Change on Poverty*, Climate Change and Development Series, Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-0673-5.
- Hamp, M., Rispoli, F. and Agwe, J. (2014). *Lessons Learned: Loan Guarantee Funds: Inclusive Rural Financial Services*, Rome: International Fund for Agriculture Development.
- Harter, J.K., Schmidt, L.W., Agrawal, S., Blue, A., Plowman, S., Josch, P. and Asplund, J. (2020). *The Relationship Between Engagement at Work and Organizational Outcomes, 2020 Q¹² Meta-Analysis: 10th Edition*, Washington: Gallup.
- HBOR (1999-2021). *Godišnje izvješće Grupe Hrvatska banka za obnovu i razvitak*, Zagreb: Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR).
- Hesemann, J., H. Desai, and Y. Rockenfeller (2021), *Financing for refugee situations 2018-19*, Paris: OECD Publishing.
- Hirvilammi, T. and Koch, M. (2020). Sustainable Welfare beyond Growth, *Sustainability*, 12 (5), pp. 1824. <https://doi.org/10.3390/su12051824>.
- Hoegh-Guldberg, O., Jacob, D. and Taylor, M. (2018). In book: *Global warming of 1.5°C. An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty*, pp.175-311. Chapter 3.
- Humanitarian Data Exchange (2019). *Financial Sector Indicators*, UN Office for the Coordination of Humanitarian Affairs (OCHA).
- ICMA (2020). *Handbook, Harmonized Framework for Impact Reporting*, Paris: ICMA Paris Representative Office.
- IDFC (2020). *The Role of DFIs in Supporting Refugees and Forcibly Displaced People*, Paris: The International Development Finance.

- IEA (2021), *World Energy Outlook 2021*, Paris: International Energy Agency, <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2021>.
- IEA (2021a), *Net Zero by 2050*, Paris: International Energy Agency, <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>.
- IFC (2011). *International Finance Institutions and Development Through the Private Sector*, Washington: International Finance Corporation.
- IFC (2013): *IFC Jobs Study: Assessing Private Sector Contributions to Job Creation and Poverty Reduction*, World Bank, Washington: International Finance Corporation.
- IFC (2017). *Green Finance, A Bottom-up Approach to Track Existing Flows*, Washington: International Finance Corporation.
- IFC (2018). *Mobilization of Private Finance by Multilateral Development Banks and Development Finance Institutions*, Washington: International Finance Corporation. https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/publications_ext_content/ifc_external_publication_site/publications_listing_page/2018_mdb-mobilization-report, pristupljeno 02. avgusta 2021.
- IFC (2018a). *Redefining Development Finance*, Washington: International Finance Corporation.
- IFC (2018b). *Private Equity and Venture Capital's Role in Catalyzing Sustainable Investment*, Input Paper for the G-20 Sustainable Finance Study Group, Washington: International Finance Corporation.
- IFC (2019). *Strategy and Business Outlook update FY20-FY22*, Washington: International Finance Corporation.
- IFC (2019a). *DFI Working Group on Blended Concessional Finance for Private Sector Projects*, Group of Development Finance Institutions-DFIs, Washington: International Finance Corporation.
- IFC (2020). *IFC Annual Report: Transformation*, Washington: International Finance Corporation.
- IFC (2020a). *DFI Working Group on Blended Concessional Finance for Private Sector Projects*, Group of Development Finance Institutions-DFIs, Washington: International Finance Corporation.
- IFC (2020b). *Green Bond Impact Report*, Washington: International Finance Corporation.
- IFC (2021). *Emerging Market Green Bonds Report: On the Road to Green Recovery, 2020*. Washington: International Finance Corporation.
- IFU (2021). *Annual Report*, Copenhagen: Investmend Fund for Developing Countries.

- ILO (2016). *Greening Economies Enterprises and Jobs - The role of employers' organizations in the promotion of environmentally sustainable economies and enterprises*, Geneva: International Labour Organisation.
- ILO (2016a). *Green Jobs: Progress Report 2014-2015*, Geneva: International Labour Organisation.
- IMF (2016). *Financial Development in Sub-Saharan Africa-Promoting Inclusive and Sustainable Growth*, Washington: International Monetary Fund, African Department.
- IMF (2017). *Maximizing Financing for Development: Leveraging the Private Sector for Growth and Sustainable Development*, DC2017-0009, Development Committee, Joint Ministerial Committee of the Boards of Governors of the Bank and the Fund on the Transfer of Real Resources to Developing Countries, International Monetary Fund, World Bank.
- IMF (2020). *IMF Data*, Washington: International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Data>.
- IMF (2021). *Fiscal Monitor Update*, Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2021a). *World Economic Outlook, Recovery During a Pandemic Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures*, Washington: International Monetary Fund. ISBN 978-1-51357-752-4.
- IMF (2021b). *How Green are Green Debt Issuers?* IMF Working Paper 21/194, Asia and Pacific Department, Washington: International Monetary Fund.
- International Trade Centre (2020). *Covid-19: The Great Lockdown and its Impact on Small Business*, SME Competitiveness Outlook 2020, Geneva: ITC. ISBN: 978-92-1-103677-0.
- IOSCO (2020). *Development of Emerging Capital Markets: Opportunities, Challenges and Solutions, Final Report, The Growth and Emerging Markets*, Madrid: Committee of the International Organization Of Securities Commissions.
- IPCC (2021). *Climate Change 2021: The Physical Science Basis*. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change, Cambridge University Press.
- IRENA (2019). *Global Energy Transformation: A Roadmap to 2050*. Abu Dhabi: International Renewable Energy Agency (IRENA). ISBN 978-92-9260-121-8.
- IRENA (2020). *Renewable Energy Finance: Green Bonds*, Abu Dhabi: International Renewable Energy Agency (IRENA). ISBN 978-92-9260-187-4.
- Ivanović, I. (2015). Impact of foreign direct investment (FDI) on domestic investment in Republic of Croatia, *Review of Innovation and Competitiveness*, 1 (1), pp. 137-160. <https://doi.org/10.32728/ric.2015.11/8>.

- Janićijević, N. (2014). *Istraživanje putem anketiranja*, Beograd: Ekonomski fakultet, <http://www.ekof.bg.ac.rs/wp-content/uploads/2014/05/Anketiranje-intervju-i-upitnik1.pdf>.
- Jones, A., Veron, P., Czaplicka, J. and Mackie, J. (2019). *Study on EU member states operational development structures – France*, Maastricht: European Centre for Development Policy Management (ECDPM).
- Jones, A., Veron, P., Czaplicka, J., Mackie, J. (2019a). *Study on EU member states operational development structures – Slovenia*, Maastricht: European Centre for Development Policy Management (ECDPM).
- Jouanjean, M. A. and Velde, D.W. (2013). *The role of development finance institutions in promoting jobs and structural transformation: a quantitative assessment*, London: Overseas Development Institute, <https://odi.org/en/publications/the-role-of-development-finance-institutions-in-promoting-jobs-and-structural-transformation-a-quantitative-assessment/>, pristupljeno 23. septembra 2021.
- Jovanović, N. (2009). *Berzansko pravo*, Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Jovanović, P., Ostojić, I. i Petrović, P. (2019). Kreditne kartice kao generator duga, *Duga i (ne)razvoj*, Beograd: Institut društvenih nauka, str. 108-120. ISBN 978-86-7093-218-0.
- Jovičić, M. i Dragutinović Mitrović, R. (2018). *Ekonometrijski metodi i modeli*, Beograd: CID Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu. ISBN 978-86-403-1546-3.
- KfW (2022). Nemačka razvojna banka u Srbiji, Nemačka saradnja, *Aktivnosti razvojne banke KfW u Republici Srbiji*, <https://nemackasaradnja.rs/kfw/>.
- Khan T., I. and Thashfiq, K., G. (2019), *An Enquiry into the Evolving Landscape of Development Finance Flows*, Occasional Paper Series 55, Southern Voice.
- Kingombe, C., Massa, I. and Velde, D. W. (2011). *Comparing Development Finance Institutions Literature Review*, London: Overseas Development Institute.
- Knox, D. and Jalles d'Orey, M. A. (2021). ODA in 2020: *What does OECD DAC preliminary data tell us?*. Development Initiatives.
- Komercijalna banka (2022). *Kreditni privredi*, Mikrobiznis, <https://www.kombank.com/sr/mikro-biznis>, pristupljeno 23. januara 2022.
- Kraemer-Eis, H., Signore, S. and Prencipe, D. (2016). *The European venture capital landscape: an EIF perspective. Volume I: The impact of EIF on the VC ecosystem*, EIF Working Paper, No. 2016/34, Luxembourg: European Investment Fund (EIF), http://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2016_34.htm.
- Kvalseth, O. T. (2018). Relationship between concentration ratio and Herfindahl-Hirschman index: A re-examination based on majorization theory, *Heliyon*, 4 (10), pp. 1-24. doi: 10.1016/j.heliyon.2018.e00846.

- Kvirgić, G., Milošević, D. i Ćorić, G. (2021). SMEs Ecosystem and Banking Finance Support in Serbia, *Ekonomika*. 67 (2), str. 35-46. ISSN 0350-137X, DOI: 10.5937/ekonomika2102035K.
- Kwakkenbos, J. and Romero, M. H. (2013). *Engaging the private sector for development: The role of Development Finance Institutions?*, In: Österreichische Entwicklungspolitik: Analysen, Berichte, Private Sector Development: Ein neuer Businessplan für Entwicklung?“, Wien: ÖFSE, pp. 25-30. ISBN: 978-3-902906-00-7.
- Larrea, J. M. (2021). *Five critiques of blended finance – and five responses from Convergence*, Toronto: Convergence. <https://www.convergence.finance/news-and-events/news/7DQVQeR4TfTDLLqbsyszb8/view>, pristupljeno 06. marta 2022.
- Laskowska, A. (2018). Conditions for the Development of the Green Bond Market Development, *FINANSE: Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN*, 11 (1), pp. 53-67.
- Laplane, J., Herder, A. and Schmidt, J. K. (2020), *Applying the Fair Finance Guide Methodology to DFIs – Baseline assessment investment and finance policies of selected development finance institutions*, Amsterdam: Profundo.
- Leitner, S. M. (2016). Financing Constraints and Firm Growth in Emerging Europe, *South East European Journal of Economics and Business*, 11 (1), pp. 18-40. DOI: <https://doi.org/10.1515/jeb-2016-0002>.
- Lemma, A. (2015). *Development Impact of DFIs: What are their impacts and how are they measured?* London: Economic and Private Sector PEAKS.
- Lin, J. (2009). Economic Focus: Walk, don't run, *Economist*.
- Lowcock, M. (2021). Foreword by the Emergency Relief Coordinator, *Global Humanitarian Overview 2021*, UN Office for the Coordination of Humanitarian Affairs (OCHA).
- Lyeonov, S., Pimonenko, T., Bilan, Y., Štreimikienė, D. and Mentel, G. (2019). Assessment of Green Investments' Impact on Sustainable Development: Linking Gross Domestic Product Per Capita, Greenhouse Gas Emissions and Renewable Energy. *Energies*. 12 (20), 3891, pp. 1-12. <https://doi.org/10.3390/en12203891>.
- Maital, S. and Barzani, E. (2020). *Build Back Better: Toward a Visual Strategic Plan for Successful Emergence from COVID-19 e Case of Israel, A Survey of 'Build Back Better' Research*. Haifa: Samuel Neaman Institute for National Policy Research.
- Makojević, N. (2019). Nedostatak institucionalnog okvira kao ograničavajući uslov nerazvijenosti profesionalnih investitora u Republici Srbiji, *Ekonomski efekti tranzicije i restrukturiranja privrede Srbije u funkciji evropskih integracija*, str. 161-170. Kragujevac: Ekonomski fakultet. ISBN 978-86-6091-089-1.

- Makuyana, G. and Odhiambo, N. (2018). Public and Private Investment and Economic Growth: An Empirical Investigation, *STUDIA UNIVERSITATIS BABEȘ-BOLYAI OECONOMICA*, 63(2), pp. 87-106, DOI: 10.2478/subboec-2018-0010.
- Mannakkara, S. (2014). *A framework for building back better during post-disaster reconstruction and recovery*, doctoral dissertation, The University of Auckland: Civil Engineering.
- Marinković, S., i Golubović, N. (2011). Da li je Srbiji potrebna razvojna banka?, *Ekonomika preduzeca*, str. 182-192.
- Martinez-Oviedo, R. and Medda, F. (2018). Real Natural Assets: The Real Green Investment Alternative. *The Journal of Alternative Investments*, 21 (3) pp. 53-69. DOI:[10.3905/jai.2018.21.3.053](https://doi.org/10.3905/jai.2018.21.3.053).
- Marwa, N. (2014). Micro, Small and Medium Enterprises' External Financing Challenges: The Role of Formal Financial Institutions and Development Finance Intervention in Tanzania, *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 5(3), pp. 230-234. DOI: 10.7763/IJTEF.2014.V5.376.
- Massa, I., Mendez-Parra, M. and Velde, D.W. (2016). *The macroeconomic effects of development finance institutions in Sub-Saharan Africa*, London: Overseas Development Institute.
- Massa, I. and Velde, D.W. (2011). *The role of development finance institutions in tackling global challenges*, Project Briefing No.65, London: Overseas Development Institute.
- MAT (2021). *Makroekonomske analize i trendovi*, broj 321, Beograd: Ekonomski institut, Privredna komora Srbije.
- Mazzucato, M. (2013). *The Entrepreneurial State*. Anthem Press: London.
- Mazzucato, M. and Penna, C.C.R. (2015). *Beyond Market Failures: The Market Creating and Shaping Roles of State Investment Banks*, Working Paper No. 831, New York: Levy Economics Institute.
- Mazzucato, M. (2016). An Entrepreneurial Society Needs an Entrepreneurial State, *Harvard Business Review*, <https://hbr.org/2016/10/an-entrepreneurial-society-needs-an-entrepreneurial-state>, pristupljeno 13. februara 2022.
- Mazur-Wierzbicka, E. (2021). Circular economy: advancement of European Union countries. *Environmental Sciences Europe*, 33, 111, pp. 1-15. <https://doi.org/10.1186/s12302-021-00549-0>.
- Meadowcroft, J. (2005). From welfare state to ecostate?, In: *The State and the Global Ecological Crisis*, J. Barry and R. Eckersley (eds.), MIT Press, pp. 3-23.
- Merchant, A. (2020). *How Development Finance Institutions Engage in Blended Finance*, Toronto: Convergence-Blending Global Finance, <https://www.convergence.finance/news-and-events/news/7GHDAIOrzVgedYo85N8XJK/view>, pristupljeno 13. jula 2021.

- Mertens, D. and Thiemann, M. (2018). Market-based but state-led: The role of public development banks in shaping market-based finance in the European Union, *Competition & Change*, 22(2), pp.184-204. <https://doi.org/10.1177/1024529418758479> .
- Mertens D. and Thiemann, M. (2019). Building a hidden investment state? The European Investment Bank, national development banks and European economic governance, *Journal of European Public Policy*, Taylor & Francis (Routledge), 26 (1), pp. 23-43.
- Mertens, D., Rubio, E. and Thiemann, M. (2020). *Covid-19 and the mobilisation of public development banks in the EU*, Policy Paper, Paris: Jacques Delors Institute.
- Mičić, V. Ponovna industrijalizacija i strukturne promene u funkciji ekonomskog razvoja Republike Srbije, *Ekonomski horizonti*, 2015, 17 (1), str. 15 – 31. doi: 10.5937/ekonhor1501015M.
- Milanović, B. (2021). International Scientific Conference: *Sustainable Recovery in Post-Pandemic Era: Green Economy Challenges*, December 7 - 8, Institute of Social Sciences, Belgrade – saopštenje sa konferencije
- Milatovic, J. and Szczurek, M. (2019). *Bulgaria Diagnostic*, London: EBRD.
- Milatovic, J. and Szczurek, M. (2020). *Romania Diagnostic*, London: EBRD.
- Miller, T., Kim, A. B., Roberts, J. M. and Tyrrell, P. (2021). *2021 Index of Economic Freedom*, Washington: The Heritage Foundation.
- Mills, M. P. (2019). *The “New Energy Economy”*: An Exercise in Magical Thinking, Manhattan Institute.
- Ministarstvo privrede (2018). *Izveštaj o malim i srednjim preduzećima i preduzetništvu za 2017. godinu*, Beograd: Ministarstvo privrede – Sektor za razvoj malih i srednjih preduzeća i preduzetništva.
- Ministarstvo privrede (2020). *Izveštaj o malim i srednjim preduzećima i preduzetništvu za 2018. godinu*, Beograd: Ministarstvo privrede – Sektor za razvoj malih i srednjih preduzeća i preduzetništva.
- Mitrović, Đ. i Pešalj, B. (2021). *Cirkularna ekonomija – principi, merenje i implementacija*, Beograd: CID Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu, ISBN 978-86-403-1673-6.
- Mladenović, Z. i Petrović, P. (2020). *Uvod u ekonometriju*, Beograd: CID Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu. ISBN 978-86-403-1632-3.
- Mladenović, Z. i Nojković, A. (2021). *Primenjena analiza vremenskih serija*, Beograd: CID Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu. ISBN 978-86-403-1672-9.
- MOODY'S Analytics (2021). *Economic Indicators*, <https://www.economy.com/indicators/>.
- Moraga, G. L. (2021). *Measuring and monitoring the circular economy and use of data for policy-making*, Geneva: United Nations Economic Commission for Europe (UNECE).

- Moretto, L. and Scola, B. (2017). Development Finance Institution and Financial Inclusion: *From Institution-Building to Market Development*, Focus Note 105. Washington, D.C: CGAP.
- Morrissey O., Velde W. and Hewitt A. (2002). *Defining International Public Goods*. In: Ferroni M., Mody A. (eds) *International Public Goods*, Boston: Springer. https://doi.org/10.1007/978-1-4615-0979-0_2.
- Mrkić, S. (2021). *Impact of COVID-19 Pandemic on Civil Registration and Production of Vital Statistics*, 52nd Session of the United Nations Statistical Commission Side Event United Nations Legal Identity Agenda: Implementation during pandemic, New York: United Nations Statistics Division (UNSD).
- Murphy, D.F. and Stott, L. (2021). Partnerships for the Sustainable Development Goals (SDGs), *Sustainability*, 13, 658, pp. 1-7. doi.org/10.3390/su13020658.
- *Nacionalna razvojna strategija Republike Hrvatske do 2030. godine*, http://europski-fondovi.eu/sites/default/files/dokumenti/Nacionalna-razvojna-strategija-RH-do-2030.-godine_3.pdf.
- Narayan, D. (2000). *Voices of the poor: Can Anyone Hear Us?*, Washington: The World Bank.
- NALED (2017). *Analiza poreskog i neporeskog opterećenja početnika u poslovanju*, Beograd: Nacionalna alijansa za lokalni ekonomski razvoj (NALED).
- NALED (2021). *Analiza uspešnosti fiskalnih instrumenata u smanjenju zagađenja vazduha u Republici Srbiji*, Trenutno stanje i predlozi za unapređenje, Beograd: Nacionalna alijansa za lokalni ekonomski razvoj (NALED).
- NBS (2020). *Bankarski sektor u Srbiji, Izveštaj za IV tromesečje 2019. godine*, Beograd: Narodna banka Srbije - Sektor za poslovanje banaka.
- NBS (2020a). *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema*, Beograd: Narodna banka Srbije.
- NBS (2020b). *Podaci*, Makroekonomski podaci, Podaci sa finansijskog tržišta, Podaci iz oblasti finansijske stabilnosti, https://nbs.rs/sr/finansijsko_trziste/informacije-za-investitore-i-analiticare/podaci/.
- NBS (2021). *Portal 24sedam – pitanja u vezi s poslovanjem bankarskog sektora u Srbiji*, <https://www.nbs.rs/sr/scripts/showcontent/index.html?id=17254&konverzija=no>, pristupljeno 13. decembra 2021.
- NBS (2021a). *Pregled dešavanja na svetskom finansijskom tržištu*, Beograd: Narodna banka Srbije - Sektor za monetarne i devizne operacije.
- Nenadić, A. i Golcin, P. (2015). *Finansijska inkluzija u Srbiji: Analiza stanja, prepreka, koristi i šansi*, Vlade Republike Srbije: Tim za socijalno uključivanje i smanjenje siromaštva.

- Nichol, J. (2009). *Russia-Georgia Conflict in August 2008: Context and Implications for U.S. Interests*, USA: Congressional Research Service – CRS.
- NielsenIQ (2018). *Sustainable Shoppers, Buy The Change They Wish To See*, Chicago: NielsenIQ.
- Nikolić, M., Zakić, V. i Tasić, V. (2018). Revitalizacija štedno-kreditnih zadruga u Srbiji. *Bankarstvo*, 47(2), str. 70-91. <https://doi.org/10.5937/bankarstvo1802070N>.
- NORFUND (2021). *Annual Report 2020*, Oslo: NORFUND.
- Novaković, M. (2019). Podrška preduzetničkom rastu kroz raznovrsnije vidove finansiranja, Razvijenost različitih klasa investitora u Srbiji, *Biznis i Finansije*, 165. Beograd: Novinsko izdavačko preduzeće BIF Press d.o.o.
- Núñez Ferrer, J. and Behrens, A. (2011). *Innovative Approaches to EU Blending Mechanisms for Development Finance*, CEPS: CEPS Special Report.
- Núñez Ferrer, J. (2018). Financial Instruments and Promotional Banking in the EU are Growing – But is this Justified?, *Intereconomics*, 58(6), pp. 326-331. DOI: 10.1007/s10272-018-0777-9.
- Obradović, M. (2021). *Bankarski sektor Srbije: Samo veliki opstaju*, <https://www.danas.rs/vesti/ekonomija/bankarski-sektor-srbije-samo-veliki-opstaju/>, pristupljeno 07. marta 2022.
- *Odluka Vlade Republike Srbije o osnivanju Zelenog fonda Republike Srbije*, "Sl glasnik RS", br. 91 od 10. novembra 2016, br. 78 od 18. avgusta 2017.
- OECD (2011), *Towards Green Growth*, OECD Green Growth Studies, Paris: OECD Publishing, <https://doi.org/10.1787/9789264111318-en>.
- OECD (2014). *The New Development Finance Landscape: emerging and preliminary perspectives from the cases of Ghana, Senegal and Timor Leste*, Paris: OECD.
- OECD (2014a). *Development Co-operation Report 2014: Mobilising Resources for Sustainable Development*, Paris: OECD. <http://dx.doi.org/10.1787/dcr-2014-en> .
- OECD (2015). *Blended Finance Vol. 1: A Primer for Development Finance and Philanthropic Funders*, An Overview of the Strategic use of Development Finance and Philanthropic Funds to Mobilize Private Capital for Development, Paris: OECD; Cologny: World Economic Forum.
- OECD (2015a). *Green Bonds: Mobilising the Debt Capital Markets for a Low-Carbon Transition*, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).
- OECD (2015b). *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).
- OECD (2018). *Making Blended Finance Work for the Sustainable Development Goals*, Paris: OECD Publishing, <https://doi.org/10.1787/9789264288768-en>.

- OECD (2019). OECD, *SME Policy Index: Western Balkans and Turkey, Chapter 18: Serbia - Small Business Act Profile*, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).
- OECD (2019a). *OECD Investment Policy Review of Croatia: An Overview Assessment*, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). www.oecd.org/investment/OECD-Investment-Policy-Review-of-Croatia-Overview-Assessment.pdf.
- OECD/UNCDF (2020), *Blended Finance in the Least Developed Countries 2020: Supporting a Resilient COVID-19 Recovery*, Paris: OECD Publishing, <https://doi.org/10.1787/57620d04-en>.
- OECD (2020). *Transition Finance ABC Methodology: A User's Guide to Transition Finance Diagnostics*, OECD Development Policy Paper No. 26, Paris: OECD.
- OECD (2020a). Official Development Assistance (ODA), *ODA Preliminary Data*, Paris: OECD, <https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-standards/official-development-assistance.htm>, pristupljeno 29. decembra 2021.
- OECD, (2020b). *DFI ranking by commitment volume*, Paris: OECD.
- OECD (2021). *Development finance institutions and private sector development*, Paris: OECD, <https://www.oecd.org/development/development-finance-institutions-private-sector-development.htm>, pristupljeno 30. decembra 2021.
- OECD (2021a). Development Assistance Committee (DAC), Paris: OECD, <https://www.oecd.org/dac/development-assistance-committee/>, pristupljeno 30. decembra 2021.
- OECD (2021b). *Official Development Assistance (ODA)*, Development Co-operation Directorate, Paris: OECD.
- OECD (2021c). *Big picture of total resource receipts by year*, https://public.tableau.com/views/Bigpictureoftotalresourcereceiptsbyyear/Byyear?:embed=y&:display_count=yes&publish=yes&:showVizHome=no, pristupljeno 11. decembra 2021.
- OECD (2021d). *Development Co-operation Report 2021: Shaping a Just Digital Transformation*, Paris: OECD Publishing, <https://doi.org/10.1787/ce08832f-en>.
- OECD (2021e). Amounts mobilised from the private sector by official development finance interventions in 2018-19, *Highlights*, OECD Statistics on Development Finance, Paris: OECD.
- OECD (2021f), Development Finance Statistics, *Amounts mobilised from the private sector for development*, Paris: OECD.
- OECD (2021g), *Portugal*, Development Co-operation Profiles, Paris; OECD Publishing, <https://doi.org/10.1787/12c61cf7-en>.

- OECD (2021h). *Towards Harmonised Management And Measurement Of Impact: The Experience Of Development Finance Institutions*, Paris: Development Co-Operation Directorate.
- OECD (2021i). *Making Blended Finance Work for Agri-SMEs: Lessons Learned from Selected Case Studies*, PF4SD Perspectives Series, Paris: Development Co-Operation Directorate.
- OECD (2021j), *Revenue Statistics 2021: The Initial Impact of COVID-19 on OECD Tax Revenues*, Paris: OECD Publishing, <https://doi.org/10.1787/6e87f932-en>.
- OPIC (2011). *Overseas private investment corporation 2011 annual report: Investing with impact for 40 years*, Washington: OPIC.
- Orsini, K. and Perić, A. (2021). *Understanding the Croatian Export Boom*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs
- Ostojčić, I. (2020). Institucionalna komponenta održivog razvoja Srbije, *Izazovi održivog razvoja u Srbiji i Evropskoj uniji*, Beograd: Institut društvenih nauka, str. 100-117. ISBN 978-86-7093-237-1.
- Ostry, J. D., Berg, A. and Tsangarides, C. G. (2014). Redistribution, Inequality, and Growth, *Revista de Economia Institucional*, 16(30), pp. 53-81. DOI:[10.5089/9781484352076.006](https://doi.org/10.5089/9781484352076.006).
- OTP banka (2022). *Kreditni privredi, Mali biznis*, <https://www.otpbanka.rs/privreda/kreditna-ponuda/>, pristupljeno 24. januara 2022.
- OTP bank Hungary (2022). *Interest rates, commissions, fees and costs applicable to credit transactions and other bank commitments performed for micro and small enterprise clientele*, OTP bank Hungary.
- Ozer, M., Kamenković, S. i Grubišić, Z. (2020), Frequency domain causality analysis of intra and inter-regional return and volatility spillovers of South-East European (SEE) stock markets. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 33 (1), pp. 1-25. ISSN 1848-9664. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1699138>.
- Paiva-Silva, J. (2021). *The Workings and Challenges of Development Finance Institutions: The Case of the Deutsche Investitions - Und Entwicklungsgesellschaft (DEG)*, Working Papers CEsa/CSG 184/2021, CSG/Research in Social Sciences and Management, Lisbon School of Economics and Management of the University of Lisbon, <https://www.repository.utl.pt/handle/10400.5/497>.
- Pereira, J. (2017). *Blended Finance: What it is, how it works and how it is used*, Nairobi: OXFAM International, Brussels: EURODAD. ISBN 978-0-85598-897-5.
- Pisano, U., Martinuzzi, A. and Bruckner, B. (2012). *The Financial Sector and Sustainable Development: Logics, principles and actors*, Wien: European Sustainable Development Network (ESDN).

- Petrović, P. (2022). Economic Sustainability of Energy Conservation Policy: Improved Panel Data Evidence, *Environment, Development and Sustainability*, <https://doi.org/10.1007/s10668-021-02104-6>. ISSN 1387-585X eISSN 1573-2975.
- Petrović, P., Brčerević, D. i Gligorić, M. (2019). *Zašto privredni rast Srbije zaostaje?*, FS radni dokument 19/01, Beograd: Fiskalni savet Republike Srbije.
- Petrović, P. and Lobanov, M. M. (2021) Impact of financial development on CO2 emissions: improved empirical results. *Environment, Development and Sustainability*. <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01721-5>. ISSN 1387-585X eISSN 1573-2975.
- Petrović, P., Nikolić, G. and Ostojić, I. (2018). Emisija CO2 u Evropskoj uniji: empirijska analiza demografskih, ekonomskih i tehnoloških faktora. *Stanovništvo*, LVI (1). pp. 63-82. ISSN 0038-982X. DOI: <https://doi.org/10.2298/STNV180614005P>.
- PKS (2018). *Bankarski instrumenti podrške MMSP sektoru*, Beograd: Privredna komora Srbije.
- PNAS (2014). Proceedings of the National Academy of Sciences Mar 2014, 111 (9), pp. 3274-3279; Washington: PNAS, DOI: 10.1073/pnas.1222465110.
- Podravska banka (2022). *Financiranje projekata energetske učinkovitosti*, Zagreb: Podravska banka.
- *Predlog zakona o Kreditno garantnom fondu Crne Gore (KGFCG) (2021)*. Izvještaj o sprovedenoj analizi procjene uticaja propisa. Podgorica: Ministarstvo ekonomskog razvoja Crne Gore.
- PRI (2020). *Sustainable and inclusive: Covid-19 recovery and reform*, London: Principles for Responsible Investments.
- ProCredit banka (2022). *Kreditni privredi, Biznis krediti*, <https://www.procreditbank.rs/biznis>, pristupljeno 22. januara 2022.
- ProCredit banka (2022a). *Kreditni za energetske efikasnost*, <https://www.procreditbank.rs/stanovnistvo/krediti/krediti-za-energetske-efikasnost-sa-do-20-povracaja>, pristupljeno 12. februara 2022.
- Prokopić, M. (2006). *Tržište kapitala u Srbiji*, Beograd: Institut za evropske studije.
- PROPARCO (2020). *Proparco Rapport de Développement Durable 2020*, Paris: Proparco Groupe AFD.
- PROPRACO (2021). *Rapport Financier 2020*, Paris: Proparco Groupe AFD.
- PwC (2017). *The World in 2050, The Long View: How will the global economic order change by 2050?*, London: PricewaterhouseCoopers.
- Pytkowska, J. (2020). *Microfinance in Europe: Survey Report 2020 edition*, Brussels: European Microfinance Network (EMN).
- Raiffeisen Bank (2021). *Green Bond Framework*, Bucharest: Raiffeisen Bank Romania.

- Raiffeisen banka (2021). *Fokus na obnovljivu energiju, postepeni prestanak korišćenja uglja*, <https://www.raiffeisenbank.rs/rbi-fokus-na-obnovljivu-energiju-postepeni-prestanak-koriscenja-uglja/>, pristupljeno 12. februara 2022.
- Raiffeisen banka (2022). *Kreditni privredi*, Kreditna podrška za malu privredu, <https://www.raiffeisenbank.rs/pravna-lica/mala-privreda/kreditni/>, pristupljeno 24. januara 2022.
- *Regulation (EU) 2017/2396 of the European Parliament and of the Council of 13 December 2017 amending Regulations (EU) No. 1316/2013 and (EU) 2015/1017 as regards the extension of the duration of the European Fund for Strategic Investments as well as the introduction of technical enhancements for that Fund and the European Investment Advisory Hub*, Official Journal of the European Union, L 345, 27 December 2017, pp. 34-52.
- Ristić, K., Komazec, S i Ristić, Ž. (2014). *Berze i Berzansko poslovanje*, Beograd: EtnoStil.
- Romero, M. J. (2014). *A private affair Shining a light on the shadowy institutions giving public support to private companies and taking over the development agenda*, Brussels: EURODAD.
- Rousseau, P. L. and Wachtel, P. (2017). *Financial Systems and Economic Growth: Credit, Crises, and Regulation from the 19th Century to the Present*. New York: Cambridge University Press.
- Runde, D., Chandler, A., Wyer, T., Savoy, C. and Patterson, T. (2011). *Sharing Risk in a World of Dangers and Opportunities*, Washington: CSIS.
- Runde, D., Bandura, R. and Ramanujam, S. (2019). *The role of development finance institutions in enabling the technology revolution*, Washington: CSIS.
- Runde, D. and Milner, A. (2019). *Development Finance Institutions-Plateaued Growth, Increasing Need*, Washington: CSIS.
- RZS (2020). Monetarni računi životne sredine, *Troškovi zaštite životne sredine u Srbiji*, Beograd. Republički zavod za statistiku (RZS). <https://www.stat.gov.rs/sr-latn/vesti/20211118-troskovi-za-zastitu-zivotne-sredine-2020/?s=2503>, pristupljeno 05. januara 2022.
- Saito, K. (2014). *Do credit guarantees encourage moral hazard?*, Cologne: World Economic Forum, <https://www.weforum.org/agenda/2014/11/do-credit-guarantees-encourage-moral-hazard/>, pristupljeno 11. januara 2022.
- Sachs, J. and Lipton, D. (1990). *Poland's Economic Reform*, Foreign Affairs, <https://www.foreignaffairs.com/articles/poland/1990-06-01/polands-economic-reform>, pristupljeno 16. novembra 2021.

- Sarangi, U. (2019). Green Economy, Environment and International Trade for Global Sustainable Development, *Journal of International Economics*, 10 (2), pp. 44-60. ISSN 0976-0792.
- Savić, L.J. (2010). Izvozno orijentisana industralizacija kao osnova novog modela razvoja, *Ekonomске teme*, XLVIII (2), Niš: Ekonomski fakultet Univerzitet u Nišu, str. 313-327.
- Savoy, C., Carter P. and Lemma, A. (2016). *Development Finance Institutions Come of Age Policy Engagement: Impact and New Directions*, Washington: CSIS.
- Savoy, C. and Milner, A. (2018). *Blended Finance and Aligning Private Investment with Global Development*, Washington: CSIS.
- Sberbank (2022). *Kreditni privredi, Mali biznis*, <https://www.sberbank.rs/privreda/privreda>, pristupljeno 23. januara 2022.
- Schwab, K., and Vanham, P. (2021). *Stakeholder Capitalism: A Global Economy That Works for Progress, People and Planet*. Newark: John Wiley & Sons, Incorporated.
- SEO Amsterdam Economics (2020). *Evaluation of the FMO-MASSIF Fund (2015-2019)*, SEO-report nr. 2020-83, Amsterdam: *SEO Amsterdam Economics*.
- SID banka (2022). *Posojila za financiranje projekat celovite energetske prenovе javnih stavb (EE)*, <https://www.sid.si/obcine/posojila-za-financiranje-projektov-celovite-energetske-prenove-javnih-stavb-ee>, pristupljeno 12. januara 2022.
- Sierra-Escalante, K. and Karlin, A. (2021). *Blended Concessional Finance and COVID-19*, Washington: International Finance Corporation.
- SIFEM (2021). *Business & Financial Report 2020*, Bern: Swiss Investment Fund for Emerging Market.
- SME Finance Forum (2017). *Data, MSME Economic Indicator*, <https://www.smefinanceforum.org/data-sites/msme-country-indicators>, Washington: International Finance Corporation (IFC).
- Soldić Aleksić, J. i Hroneos Krasavac, B. (2009). *Kvantitativne tehnike u istraživanju tržišta*, Beograd: CID Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu. ISBN 978-86-403-0967-7.
- Soldić Aleksić, J. (2018). *Primenjena analiza podataka*, Beograd: CID Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu. ISBN 978-86-403-1440-4.
- Sovilj, R. (2020). Tržište zelenih hartija od vrednosti – stanje i perspektive, *Pravo i privreda*, 2, str. 137-153, DOI: 10.5937/PiP2002137S.
- Spratt, S. and Ryan Collins, L. (2012). *Development Finance Institutions and Infrastructure: A Systematic Review of Evidence for Development Additionality*, London: Private Infrastructure Development Group.

- Sredojević, S. (2016). Institucionalni doprinos finansijskoj inkluziji kroz aktivnosti finansijske edukacije – primer bankarskog sektora Srbije, *Bankarstvo*, 45 (2), str. 56-75. DOI: [10.5937/bankarstvo1602056S](https://doi.org/10.5937/bankarstvo1602056S).
- STATISTA (2017). *Value of Loans to Renewable Energy Projects*, New York: Statista Research Department.
- STATISTA (2020). Data: *Private equity investments as share of GDP in Europe 2014-2020, by country*. New York: Statista Research Department.
- STATISTA (2020a). Data: *Number of business angels in selected European countries*. New York: Statista Research Department.
- STATISTA (2020b). Data: *Value of Green Bond Issuance*, New York: Statista Research Department.
- STATISTA (2020c). *Value of Green Financing*, New York: Statista Research Department.
- STATISTA (2021). *Slovenia: Crowdfunding*. New York: Statista Research Department.
- STATISTA (2021). *Data*, New York: Statista Research Department. <https://www.statista.com/>.
- *Statut HBOR* (2022). Zagreb: Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR), <https://www.hbor.hr/naslovnica/hbor/statut-hbor-a/>, pristupljeno 22. februara 2022.
- Stojković Zlatanović, S. (2019). (Radne) kooperative kao deo politike održivog ekonomskog razvoja I koncepta dostojanstva na radu, *Pravo i privreda*, 7(9), str. 691-704.
- Stojković Zlatanović, S. (2020). Pravo zaposlenih na participaciju u (radnim) kooperativama – primer Evropskog zadružnog društva, *Pravo i privreda*, br. 2, str. 154-169. DOI: 10.5937/PiP2002154S.
- Stojković Zlatanović, S. (2020a). Koncept „zelenog rada”, politika pravedne tranzicije i održivi ekonomsko-socijalni razvoj – (mogući) odgovor radnog prava na klimatske promene. U: *Izazovi održivog razvoja u Srbiji i Evropskoj uniji*, Predrag Jovanović, Sanja Stojković Zlatanović (ur.), Beograd: Institut društvenih nauka.
- Stoll, B., Müller, J., Giaconi, M. and Azdad, Z. (2022). *Clean Cities*, Benchmarking European cities on creating the right conditions for zero-emission mobility, Clean Cities Campaign: Transport & Environment.
- *Strategija i politika razvoja industrije Republike Srbije od 2011. do 2020. godine*, "Službeni glasnik RS", br. 55/2011.
- Sumner, A., Hoy, C. and Ortiz-Juarez, E. (2020). *Estimates of the impact of COVID-19 on global poverty*, WIDER Working Paper 2020/43. Helsinki: UNU-WIDER.
- SWEDFUND (2021) *Integrated Report 2020*, Development finance for a sustainable future, Stockholm: SWEDFUND.

- Swiss Re Institute (2020). *Economic and Insurance Outlook*, Zurich: Swiss Re Institute (SRE).
- Šoškić, D. i Krstić, G. (2019). *Ekonomska statistika*. Beograd: CID Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu. ISBN 978-86-403-1517-3.
- Tabak, P. and Borkovic, S. (2019). *Albania Diagnostic*, London: EBRD.
- Tabak, P., Borkovic, S. and Cerne, A. (2018). *Slovenia Diagnostic*, London: EBRD.
- Teodorović, I. i Buturac, G. (2006). Perspektive industrijske proizvodnje u Hrvatskoj i intraindustrijska razmjena, *Ekonomski pregled*, 57 (11), str. 705-729.
- The Global Economy (2020). *Data: Business and economic data for 200 countries*. https://www.theglobaleconomy.com/indicators_list.php.
- The Heritage Foundation (2021). *Serbia*, Index of Economic Freedom, Washington: The Heritage Foundation. <https://www.heritage.org/index/country/serbia>, pristupljeno 28. decembra 2021.
- *The Slovene Export and Development Bank Act*, Official Gazette of the Republic of Slovenia, No 56/08.
- TIDELINE (2019). *Catalytic Capital: Unlocking more investment and impact*, Tideline & John D. and Catherine T. MacArthur Foundation.
- TCFD (2017). *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, Final Report*, Task Force on Climate-related Financial Disclosures.
- Udruženje banaka (2021). *Kreditni izveštaj decembar 2021*. Beograd: Udruženje banaka Srbije.
- UNEP (2011). *Toward a Green Economy: Pathways to Sustainable Development and Poverty Eradication*, Nairobi: United Nations Environment Programme.
- UNEP (2015). *Global Action for People and the Planet*, Nairobi: United Nations Environment Programme.
- UNEP (2016). *Green Finance for Developing Countries: Needs, Concerns and Innovations*, Nairobi: United Nations Environment Programme (UNEP).
- UNHCR (2014). *Carbon Financing*, Geneva: UNHCR-UN Refugee Agency.
- UniCredit banka (2022). *Kreditni privredi, Mali biznis*, <https://www.creditagricole.rs/privreda.2.html>, pristupljeno 22. januara 2022.
- United Nations (2015). *Addis Ababa Action Agenda: Financing for Development*, New York: United Nations.
- United Nations (2015a). *Sendai Framework for Disaster Risk Reduction 2015–2030*, General Assembly, A/RES/69/283, New York: United Nations.
- United Nations (2021). *Financing for Sustainable Development Report*, Inter-agency Task Force on Financing for Development, New York: United Nations. ISBN: 978-92-1-101442-6.

- United Nations Global Compact (2020). *Scaling Finance for the Sustainable Development Goals*, Foreign Direct Investment, Financial Intermediation and Public-Private Partnerships, New York: UN Global Compact.
- United Nations Human Rights (2019). *Benchmarking Study of Development Finance Institutions' Safeguards and Due Diligence Frameworks against the UN Guiding Principles on Business and Human Rights*, Geneva: Office of the United Nations High Commissioner for Human Rights (OHCHR).
- United Nations Human Rights (2021). *Development Finance Institutions*, Geneva: Office of the United Nations High Commissioner for Human Rights (OHCHR). <https://www.ohchr.org/EN/Issues/Development/Pages/DFI.aspx>, pristupljeno 07. oktobra 2021.
- United Nations Serbia (2020). *COVID-19: Socio-Economic Impact Assessment*, Belgrade: United Nations Serbia and UNDP Serbia.
- United Nations University (2021). *COVID-19 fallout could push half a billion people into poverty in developing countries*, Helsinki: United Nations University, <https://www.wider.unu.edu/news/press-release-covid-19-fallout-could-push-half-billion-people-poverty-developing-countries>, pristupljeno 15. jula 2021.
- UNCTAD (2021). *The World Investment Report 2021*, Investing in Sustainable Recovery, Geneva: United Nations Conference on Trade and Development. ISBN 9789211130171.
- UNCTAD Statistics (2021). *Statistics*, <https://unctad.org/statistics>. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.
- UNDESA (2020). *World Social Report 2020*, New York: United Nations, Department of Economic and Social Affairs. ISBN 978-92-1-130392-6.
- UNDP (2020). *Finansiranje u oblasti klimatskih promena u Srbiji*, Pregled trenutne situacije i sledeći koraci, Beograd: UNDP Srbija. ISBN-978-86-7728-300-1.
- UNDP (2021). *Povećavanje udela zelenog finansiranja u privatnom sektoru u Srbiji u periodu posle pandemije*, Beograd: UNDP Srbija. ISBN-978-86-7728-295-0.
- UNDP Serbia (2021). *Sustainable Development Goals*, <https://www.rs.undp.org/content/serbia/en/home/sustainable-development-goals.html>, pristupljeno 13. jula 2021.
- Uprava za javne nabavke (2020). *Izveštaj o javnim nabavkama u Republici Srbiji za period 1.1.2019 – 31.12.2019. godine*, Beograd: Uprava za javne nabavke.
- USAID (2012). *Financing the Growth of Small and Medium Enterprises*, A White Paper for the Government of Serbia, Belgrade: USAID.
- USAID (2016). *Legal Framework for Non-Bank Financial Institutions in Serbia*, Review of Outstanding Issues as Discussed on Meetings with National Bank of Serbia's Working

Group Tasked with Developing Improvements to the Statutory Framework Governing Financial Services, Belgrade: USAID.

- USAID (2017). *Izvori finansiranja malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, Beograd: USAID.
- USAID (2017a). *Projekat za bolje uslove poslovanja-USAID Business Enabling Project*, Beograd: USAID.
- Valla N., Brand, T., and Doisy, S. (2014). *A New Architecture for Public Investment in Europe: The Eurosystem of Investment Banks and the Fede Fund*, Policy Brief, No. 4, Paris: Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales - CEPII.
- Vandone, D., Frigerio, M., Zatti, C. and Bakry, D. (2020). Covid-19 and measures to support enterprises and local authorities in Italy: the role of Cassa depositi e prestiti. In: *Public banks and Covid-19 combatting the pandemic with public finance*, David A. McDonald, Thomas Marois and Diana Barrowclough (eds.), Kingston: Municipal Services Project, Geneva: UNCTAD and Brussels: Eurodad.
- Velde, D. W. (2011). *The Role of Development Finance Institutions in Tackling Global Challenges*, London: Overseas Development Institute.
- Velde, D. W. (2019). *Economic transformation in Cambodia*, Prospects, challenges and avenues for further analysis, Supporting Economic Transformation (SET), London: Overseas Development Institute.
- Veselinović, P. (2020). Štednja u funkciji održivog rasta Republike Srbije, *Aktuelni makroekonomski i mikroekonomski aspekti evropskih integracija Republike Srbije*, Kragujevac: Ekonomski fakultet. ISBN 978-86-6091-107-2.
- Volberding, P. (2016). *National Development Banks and the Rise of Market-Based Protectionism in Europe*, Ljubljana: CEEISA-ISA.
- Vučković, V. i Vučković, S. (2016). Razvoj korporativnog upravljanja u tranzicionim zemljama Evrope. *Megatrend revija*, 13 (2), str. 37-58. <https://doi.org/10.5937/MegRev1602037V>.
- Vujović, M., Vukadinović, P. and Čosović, B. (2014). Uloge razvojne banke. *Dezindustrializacija u Srbiji - Mogućnosti revitalizacije industrijskog sektora*, Beograd: Institut ekonomskih nauka, str. 451-498.
- Vukadin, E. (2007). *Ekonomska politika*. Beograd: Dosije.
- Waldman, E. D. and Jensen, E. (2001). *Industrial Organization, Theory and Practice*, New York: Routledge, Taylor and Frensis Group. ISBN 9781138068957.
- Weide, R. and Milanovic, B. (2018). Inequality is bad for growth of the poor (but not for that of the rich), *The World Bank Economic Review*, 32 (3), pp. 507–530.
- Whitney, A., Grbusic, T., Meisel, J., Cid, A., Sims, D. and Bodnar, P. (2020). Green Bank: Design Platform, *State of Green Banks 2020*, Basalt: Rocky Mountain Institute, <https://rmi.org/insight/state-of-green-banks/>.

- Wilkinson, E., Twigg, J. and Few, R. (2018). *Building back better A resilient Caribbean after the 2017 hurricanes*, Briefing note, London: ODI.
- World Bank (2011). *The World Bank Group's Response to the Global Economic Crisis: Phase I*. Washington: World Bank.
- World Bank (2012). *Inclusive Green Growth : The Pathway to Sustainable Development*, Washington: World Bank.
- World Bank (2016). *Global Monitoring Report*, Washington: The World Bank Group.
- World Bank (2017). *Green Bonds, The Green Bond Market: 10 years later and looking ahead*, Washington: The World Bank; Zurich Pension Fund.
- World Bank (2021). DataBank, *Global Financial Inclusion Data*, <https://databank.worldbank.org/source/global-financial-inclusion>. Washington: The World Bank Group.
- World Bank Data (2020). *5-Bank Asset Concentration*, Washington: The World Bank Group.
- World Bank Data (2020). *Firms Using Banks to Finance Investments*, Washington: The World Bank Group.
- World Bank (2020). *Enterprise Survey Indicator Data*, <https://www.enterprisesurveys.org/en/enterprisesurveys>. Washington: The World Bank Group.
- World Bank Data (2020). World Bank Open Data, <https://data.worldbank.org/>. Washington: The World Bank Group.
- World Bank Data (2021). *Gross Savings Rate (% GDP)*, Washington: The World Bank Group.
- World Bank Data (2021). *GDP (current US\$)*, Washington: The World Bank Group.
- World Bank Data (2021). *GDP (current US\$), Exports of goods and services (current US\$), Unemployment, total (% of total labor force)*, Washington: The World Bank Group.
- World Bank Data (2021). *Gross savings (% GDP), Foreign direct investment, net inflows (% GDP), Industry (including construction), value added (% of GDP)*, Washington: The World Bank Group.
- World Bank Group (2020). *Doing Business 2020*, Washington: The World Bank Group.
- World Economic Forum (2019). *The Global Competitiveness Report 2019*, Geneva: World Economic Forum. ISBN-13: 978-2-940631-02-5.
- Wruuck, P. (2015). *Promoting investment and growth: The role of development banks in Europe*, Frankfurt: Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research.

- Xu, J., Ren, X. and Wu, X. (2019). *Mapping Development Finance Institutions Worldwide: Definitions, Rationales, and Varieties*, Peking: Institute of New Structural Economics.
- *Zakon o Fondu za razvoj Republike Srbije*, "Službeni glasnik RS", br. 36/2009, 88/2010, 119/2012 i 5/2015.
- *Zakon o Hrvatskoj banci za obnovu i razvitak*. Narodne novine, br. 138/6 i 25/13.
- *Zakon o klimatskim promenama*, "Službeni glasnik RS", br. 26/2021.
- *Zakon o porezu na dohodak građana*, "Službeni glasnik RS", br. 24/2001, 80/2002, 80/2002 - dr. zakon, 135/2004, 62/2006, 65/2006 - ispr., 31/2009, 44/2009, 18/2010, 50/2011, 91/2011 - odluka US, 7/2012 - usklađeni din. izn., 93/2012, 114/2012 - odluka US, 8/2013 - usklađeni din. izn., 47/2013, 48/2013 - ispr., 108/2013, 6/2014 - usklađeni din. izn., 57/2014, 68/2014 - dr. zakon, 5/2015 - usklađeni din. izn., 112/2015, 5/2016 - usklađeni din. izn., 7/2017 - usklađeni din. izn., 113/2017, 7/2018 - usklađeni din. izn., 95/2018, 4/2019 - usklađeni din. izn., 86/2019, 5/2020 - usklađeni din. izn., 153/2020, 156/2020 - usklađeni din. izn., 6/2021 - usklađeni din. izn., 44/2021, 118/2021, 132/2021 - usklađeni din. izn. i 10/2022 - usklađeni din. Izn.
- *Zakon o tržištu kapitala*, "Službeni glasnik RS", br. 31/2011, 112/2015, 108/2016 i 9/2020.
- *Zakon o ulaganjima*, "Službeni glasnik RS", br. 89/2015 i 95/2018.
- Zdravković, E. (2006). Novi zakon o bankama, *Bankarstvo*, 35 (3-4), str. 8-17.
- Zechariah, L., Amegavi, G., Donkor, P. and Mensah, J. (2021). Income inequality, human capital, natural resource abundance, and ecological footprint in ECOWAS member countries, *Resources Policy*, 74, 102255, ISSN 0301-4207, <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102255>.
- Zelenović, V., Radović, M. i Vitomir, J. (2019). Kreditiranje energetske efikasne projekata od strane EBRD sa osvrtom na Srbiju, *Zbornik radova EkonBiz*, str. 234-248. ISBN: 978-99955-45-29-1.

PRILOZI

Prilog. 1. Upitnik o finansijskom sistemu Srbije

UPITNIK

Hvala Vam što učestvujete u popunjavanju upitnika koji se koristi u svrhu istraživanja koje je predmet doktorske disertacije. Molim Vas da navedete u kojoj meri se slažete sa navedenim stavovima u upitniku zaokruživanjem jednog od ponuđenih odgovora:

1 U potpunosti se ne slažem

2 Ne slažem se

3 Neodlučan/na

4 Slažem se

5 U potpunosti se slažem

1. Finansijski sistem Srbije je nerazvijen i siromašan

1 2 3 4 5

2. Finansijski sistem Srbije je bankocentričan

1 2 3 4 5

3. Bankocentričnost finansijskog sistema utiče ograničavajuće na održivi razvoj

1 2 3 4 5

4. Bankocentričnost finansijskog sistema ne deluje podsticajno na razvoj mikro, malih i srednjih preduzeća i preduzetnika (MMSPP)

1 2 3 4 5

5. Banke u finansijskom sistemu Srbije imaju dominantan položaj

1 2 3 4 5

6. Glavni problem u poslovanju sa kojim se suočavaju MMSPP je nedostatak finansijskih sredstava

1 2 3 4 5

7. Ponuda bankarskih kredita ne odgovara u potpunosti potrebama MMSPP

1 2 3 4 5

8. Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija (mikrofinansijske institucije, štedionice, štedno-kreditne zadruge, kreditne unije, fondovi) bi doprinela unapređenju domaćeg finansijskog sistema

1 2 3 4 5

9. Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija u domaćem finansijskom sistemu bi doprinela porastu zaposlenosti

1 2 3 4 5

10. Zastupljenost mikrokreditnih finansijskih institucija u domaćem finansijskom sistemu bi pospešila osnivanje MMSPP

1 2 3 4 5

11. Zastupljenost mikro kreditnih finansijskih institucija u domaćem finansijskom sistemu bi pospešila rast i razvoj poslovanja MMSPP

1 2 3 4 5

12. Usvajanje Zakona o nebankarskim finansijskim institucijama bi doprinelo unapređenju domaćeg finansijskog sistema

1 2 3 4 5

13. Usvajanje Zakona o nebankarskim finansijskim institucijama bi doprinelo podsticanju razvoja MSSPP

1 2 3 4 5

14. Razvojne finansijske institucije, koje ulažu u projekte kojima se ostvaruju ciljevi održivog razvoja, poput Razvojne agencije Srbije i Fonda za razvoj, doprinose unapređenju finansijskog sistema Srbije

1 2 3 4 5

15. Razvojne finansijske institucije finansijskom podrškom doprinose unapređenju poslovanja MSSPP

1 2 3 4 5

16. Investiciona klima u Srbiji pogoduje zelenom finansiranju kompanija od strane banaka (odobranje kredita za investicije u energetska efikasnost, obnovljive izvore energije, zaštitu životne sredine)

1 2 3 4 5

17. Podsticaji države (subvencije, odbici od poreza) za zelene projekte kompanija kojima se ostvaruju ciljevi održivog razvoja i štiti životna sredina su u dovoljnoj meri zastupljeni

1 2 3 4 5

18. Zastupljenost zelenog finansiranja kompanija od strane banaka doprinosi unapređenju domaćeg finansijskog sistema

1 2 3 4 5

19. Kreditne linije za zeleno finansiranje kompanija od strane banaka su u dovoljnoj meri zastupljene u Srbiji

1 2 3 4 5

20. Tražnja za kreditima namenjenih zelenim investicijama je značajna

1 2 3 4 5

21. Kompanije u Srbiji nedovoljno ulažu u zelene projekte

1 2 3 4 5

22. Zeleno finansiranje kompanija od strane bankarskog sektora Srbije je ispod potencijala

1 2 3 4 5

23. Prepreka kompanija za ulaganje u ekološki održive zelene projekte je neadekvatna ponuda finansijskih proizvoda i nerazvijenost tržišta kapitala

1 2 3 4 5

24. Prepreka kompanija za ulaganje u ekološki održive zelene projekte je zahtevna procedura banaka

1 2 3 4 5

25. Viske kamatne stope na kredite predstavljaju prepreku kompanijama za ulaganje u ekološki održive zelene projekte

1 2 3 4 5

26. Razvojne finansijske institucije mogu doprineti unapređenju investicione klime za zeleno finansiranje kompanija

1 2 3 4 5

27. Razvojne finansijske institucije mogu doprineti održivom razvoju Srbije

1 2 3 4 5

28. Banka u kojoj ste zaposleni primenjuje strategiju „ozelenjavaja“ MSSPP kroz odobravanje kredita koji podstiču investicije u energetska efikasnost, obnovljive izvore energije i doprinose ciljevima održivog razvoja

- DA
- NE

29. Udeo zelenih kredita u ukupno odobrenim kredita banke u kojoj ste zaposleni iznosi:

- 0% - 10%
- 11% - 20%
- preko 21%