

УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ
ФАКУЛТЕТ ПОЛИТИЧКИХ НАУКА

РАТКО Б. РАДОСАВЉЕВИЋ

ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА
ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И ЊЕН УТИЦАЈ НА
ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

Београд, 2013

**UNIVERSITY OF BELGRADE
FACULTY OF POLITICAL SCIENCES**

RATKO B. RADOSAVLJEVIC

**FINANCIAL INTEGRATION OF THE
EUROPEAN UNION AND ITS IMPACT ON
THE FINANCIAL MARKET OF SERBIA**

DOCTORAL DISSERTATION

Belgrade, 2013

**Ментор: др Бранко Васиљевић, редовни професор,
Универзитет у Београду – Факултет политичких наука**

Чланови комисије:

- 1. др Александар Живковић, редовни професор,
Универзитет у Београду – Економски факултет**

- 2. др Душан Здравковић, редовни професор,
Универзитет у Нишу – Економски факултет**

Датум одбране _____

Recta linea brevissima, recta via tutissima.

Права линија је најкраћа, прави пут је најсигурнији.

Латинска изрека

ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И ЊЕН УТИЦАЈ НА ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ

РЕЗИМЕ

Предмет истраживања у овој докторској дисертацији је финансијска интеграција Европске уније и њен утицај на финансијско тржиште Србије. Истраживање обухвата анализу теорија интеграције, механизма интеграције у Економској и монетарној унији, као и истраживање канала утицаја интегрисаног тржишта на финансијско тржиште Србије.

Теорија финансијске интеграције у моделском облику показује факторе који утичу на опредељење две или више земаља да интегришу своја финансијска тржишта, односно колико је процес интеграције резултат економске принуде или политичких одлука. Размотрене су поставке гравитационе, функционалне и институционалне теорије. Овај аспект анализе односи се и на објашњење условљености финансијске интеграције обимом интеграције реалног сектора привреде. Ова условљеност не искључује могућност да се финансијско тржиште посматра као самосталан тржишни систем, који може деловати на процес интеграције реалног сектора.

Истраживање интеграционих механизма Економске и монетарне уније показало је процес формирања јединственог финансијског тржишта Европске уније, као и регулаторних вредносних показатеља на нивоу интегрисаног тржишта. Овај сегмент истраживања изложен је кроз аналитичку дескрипцију тржишних и регулаторних процеса који су обликовали финансијску интеграцију Европске уније.

Монетрана интеграција у оквиру Европске уније и увођење евра допринели су развоју финансијске интеграције. Имајући у виду анализу интеграције по сегментима финансијског тржишта, може се закључити да је јединствена валута иницирала тенденције конвергенције приноса, односно стварање јединствених вредносних индикатора интеграције за монетарну унију. Будући да евро (још) није универзални новац за целину Европске уније значи да се његов интеграциони капацитет реализује у оквиру монетарне уније, али се шири и на интегрисано финансијско тржиште. Финансијска интеграција Европске уније остварује се и у условима плурализма националних валута, јер је она производ деловања реалних и финансијских обележја тржишта. Чињеница, међутим, да је у оквиру монетарне уније процес интеграције финансијског тржишта најразвијенији, говори у прилог анализе самосталног утицаја евра на процес финансијске интеграције.

Савремени развој финансијске интеграције Европске уније пружа основу за анализу интеракције овог развоја са развојем финансијског тржишта Србије. Овај приступ је олакшан чињеницом да историја развоја финансијског тржишта Србије временски кореспондира са савременим периодом развоја финансијске интеграције Европске уније. Домаће финансијско тржиште је у овом периоду показало образац развоја који је у високој корелацији са кретањима на јединственом финансијском тржишту Европске уније. То показује осетљивост финансијског тржишта Србије, која проистиче из његове плиткости и недовољне домаће акумулације, као и недостатка адекватног регулаторног оквира, који би амортизовао негативан утицај окружења. С обзиром на присуство капитала са финансијског тржишта Европске уније на домаћем тржишту, обрасце кретања финансијског тржишта Србије, као и на формирање квалитативних и квантитативних регулаторних показатеља на њему, може се сматрати да је финансијско тржиште Србије веома зависно од финансијског тржишта Европске уније.

Није нужно да на данашњем степену односа са Европском унијом Србија напушта монетарну сувереност (или оно што је од ње остало, с обзиром на степен евроизације). Самосталну монетарну и фискалну политика треба користити за стабилизацију номиналних критеријума конвергенције са Европском унијом. Други инструменти економске политике морају се користити за структурне реформе, које би повећале ниво реалне конвергенције европском економском интеграцијом.

Политички ризик може да буде фактор који отежава или спречава прилив страних инвестиција, ограничава активност финансијског тржишта Србије и успорава процес интеграције са јединственим финансијским тржиштем Европске уније. Он ће се снижавати у мери у којој се остварује даља политичка интеграција у Европску унију.

Кључне речи: финансијска интеграција, гравитациона теорија, функционална теорија, институционална теорија, јединствено европско финансијско тржиште, финансијска криза, финансијско тржиште Србије.

Научна област: Политичке науке

Ужа научна област: Политичка економија и финансије

UDK 339.923:061.1EU

336.71:339.923

336.76(497.11)

FINANCIAL INTEGRATION OF THE EUROPEAN UNION AND ITS IMPACT ON THE SERBIAN FINANCIAL MARKET

ABSTRACT

This doctoral thesis examines the financial integration of the European Union and its impact on the Serbian financial market. It presents analyses of integration theories and integration mechanisms of the EU Economic and Monetary Union, and also considers the channels whereby the EU single market affects Serbia's financial market.

Theoretical models of financial integration were used to identify factors that affect the readiness of two or more countries to integrate their financial markets, as well as the extent to which the integration process is the result of economic compulsion or political decisions. Postulates of gravity, functional, and institutional theories were considered. This aspect of the analysis also explains how financial integration is conditioned by the breadth of integration of the real sector. In spite of this conditionality, however, the financial market can still be viewed as an independent market system that can have a feedback effect on integration processes in the real sector.

An examination of integration mechanisms of the EU Economic and Monetary Union revealed the process by which the EU single financial market was established, as well as the regulatory value indicators at the level of the single market. This segment of the study is presented through an analytical description of market and regulatory processes that have shaped financial integration in the European Union.

Monetary integration of the European Union and the introduction of the euro have contributed to greater financial integration. In view of the analysis of the

integration process by each individual segment of the financial market, one can conclude that the single currency has initiated yield convergence trends, including the creation of uniform integration value indicators for the monetary union. As the euro is (still) not the universal currency for the whole European Union, its integration capacity is exercised within the context of the monetary union, but also extends to the single financial market. However, the fact that it is within the framework of monetary union that the process of financial market integration is at its most developed comes down in favour of analysing the independent impact of the euro on the financial integration process.

The recent growth of financial integration in the European Union provides an example for analysing the interaction of this growth with the development of the Serbian financial market. Such an approach is made all the easier as the period in which Serbia's financial market developed corresponds to the modern evolution of financial integration in the European Union. Throughout this period, the Serbian financial market has exhibited a development pattern that highly correlates with trends seen in the EU's single financial market. This indicates how sensitive Serbia's financial market is due to its shallowness and insufficient domestic accumulation, as well as because of the lack of an appropriate regulatory framework that could dampen negative environmental impacts. Given the presence of capital originating in the EU in the Serbian market, the patterns of behaviour of Serbia's financial market and the establishment of its qualitative and quantitative regulatory indicators, the Serbian financial market can be said to be highly dependent on that of the European Union.

In its present relationship with the European Union, Serbia does not need to abandon its monetary sovereignty yet (or, rather, what little remains of it, in a view of the degree of euroisation of the Serbian economy). Independent monetary and fiscal policy should be pursued to stabilise nominal criteria of convergence with the European Union. Other monetary policy instruments

must be utilised for structural reforms that could increase the degree of real convergence with European economic integrations.

Political risk may constrain or prevent the inflow of foreign investment, limit activity in the Serbian financial market, and slow down integration with the EU's single financial market. This risk will decrease as further political integration with the European Union progresses.

Keywords: Financial Integration; Gravity Theory; Functional Theory; Institutional Theory; Single European Financial Market; Financial Crisis; Financial Market of Serbia.

Academic field: Political Sciences

Specific academic field: Political economy and finance

UDK 339.923:061.1EU

336.71:339.923

336.76 (497.11)

	Страна
РЕЗИМЕ	i
РЕЗИМЕ - ЕНГЛЕСКИ	iv
САДРЖАЈ	vii
СПИСАК СКРАЋЕНИЦА	xiii
СПИСАК ТАБЕЛА	xviii
СПИСАК ГРАФИКОНА	xx
УВОД	1
ГЛАВА 1. ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ И ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА	8
1.1. ИНТЕРАКЦИЈА РЕАЛНЕ ЕКОНОМИЈЕ И ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА	18
1.2. ТЕОРИЈА ФИНАНСИЈСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ	25
1.2.1. ГРАВИТАЦИОНА ТЕОРИЈА	26
1.2.2. ФУНКЦИОНАЛНА ТЕОРИЈА	35
1.2.3. ИНСТИТУЦИОНАЛНА ТЕОРИЈА	39
1.3. ФАКТОРИ ИНТЕГРАЦИОНИХ ПРОЦЕСА ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА	43
1.3.1. ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА КАО СЕГМЕНТ ЕКОНОМСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ	43

1.3.2. КОНКУРЕНТНОСТ, ЕКОНОМИЈА ОБИМА, ТЕХНОЛОШКЕ ПРОМЕНЕ	45
1.3.3. РЕГУЛИСАЊЕ ЕКСТЕРНИХ ЕФЕКТА	51
1.3.4. УТИЦАЈ СВЕТСКОГ ТРЖИШТА	55
1.4. КОРИСТИ ИНТЕГРАЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА	58
1.4.1. ЕКОНОМСКИ РАСТ	59
1.4.2. УБЛАЖАВАЊЕ ЕКСТЕРНИХ ШОКОВА	62
1.4.3. ПОРТФОЛИО ДИВЕРЗИФИКАЦИЈА	67
1.5. ТРОШКОВИ ИНТЕГРАЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА	69
1.5.1. СИСТЕМСКИ РИЗИК	70
1.5.2. ОГРАНИЧАВАЊЕ НАЦИОНАЛНИХ ЕКОНОМСКИХ ПОЛИТИКА	72
ГЛАВА 2. ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ - ЈЕДИНСТВЕНО ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ	74
2.1. ОСНОВНЕ ПРЕТПОСТАВКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ	78
2.1.1. ЈЕДИНСТВЕНО ТРЖИШТЕ	78
2.1.1.1. Заједничко тржиште	78
2.1.1.2. Унутрашње тржиште	81
2.1.1.3. Интегрисано тржиште	94
2.1.2. РЕГУЛАТОРНИ ОКВИР	97
2.1.3. ИНФОРМАЦИОНЕ АСИМЕТРИЈЕ И НАЦИОНАЛНЕ РАЗЛИКЕ	115
2.2. ИНДИКАТОРИ ИНТЕГРАЦИЈЕ	124

2.2.1. КВАЛИТАТИВНИ ИНДИКАТОРИ	130
2.2.1.1. Цена, каматна стопа, принос	130
2.2.1.2. Берзански принос	132
2.2.2. КВАНТИТАТИВНИ ИНДИКАТОРИ	133
2.2.2.1. Индикатори отворености тржишта	133
2.2.2.2. Индикатори „домаће склоности“ (Home Bias)	134
2.3. ИНТЕГРАЦИОНИ СЕГМЕНТИ	135
2.3.1. ТРЖИШТЕ НОВЦА И КРАТКОРОЧНИХ ФИНАНСИЈСКИХ ИНСТРУМЕНАТА	135
2.3.1.1. Неосигурано тржиште ликвидности	138
2.3.1.2. Осигурано тржиште ликвидности	143
2.3.1.3. Тржиште краткорочних хартија од вредности	145
2.3.2. ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА	146
2.3.2.1. Регулаторни оквир	147
2.3.2.2. Тржиште обвезница	152
2.3.2.2.1. Тржиште корпоративних и хипотекарних обвезница	152
2.3.2.2.2. Тржиште државног дуга	157
2.3.3. ТРЖИШТЕ АКЦИЈА	163
2.3.4. БАНКАРСКО ТРЖИШТЕ	169
2.3.5. ТРЖИШТЕ ОСИГУРАЊА И ПРОФЕСИОНАЛНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА	191
2.3.6. ТРЖИШНА ИНФРАСТРУКТУРА	202

2.3.6.1. Облици тржишта	203
2.3.6.2. Клиринг и салдирање	208
2.3.6.2.1. <i>Клиринг и салдирање акција</i>	208
2.3.6.2.2. <i>Клиринг и салдирање деривата</i>	213
2.3.6.3. Инвестициони фондови	215
2.3.6.4. Рејтинг агенције	218
2.3.7. РЕЗУЛТАТИ ИНТЕГРАЦИЈЕ: ЈЕДИНСТВЕНО ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ	222
2.4. СИСТЕМСКИ РИЗИК И КРИЗА НА ЈЕДИНСТВЕНОМ ТРЖИШТУ	226
2.4.1. КРИЗА ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА 2007 – 2010.	226
2.4.2. МАНИФЕСТАЦИЈЕ СИСТЕМСКОГ РИЗИКА	229
2.4.3. РЕФОРМА РЕГУЛАТИВЕ СИСТЕМСКОГ РИЗИКА	231
ГЛАВА 3. УТИЦАЈ ЈЕДИНСТВЕНЕ ВАЛУТЕ - ЕВРА - НА ФИНАНСИЈСКУ ИНТЕГРАЦИЈУ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ	236
3.1. ТЕОРИЈА ОПТИМАЛНЕ ВАЛУТНЕ ОБЛАСТИ И ЈЕДИНСТВЕНА ВАЛУТА	243
3.2. ЕВРО И ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ	249
3.2.1. УКИДАЊЕ РИЗИКА ДЕВИЗНОГ КУРСА	253
3.2.2. ТРАНСПАРЕНТНОСТ ТРЖИШТА	254

3.3. ЈЕДИНСТВЕНА МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА И ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ	255
3.3.1. РЕГУЛАТОРНА КАМАТНА СТОПА	259
3.4. ОПЕРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ	264
3.5. ЈЕДИНСТВЕНА ЕВРО-ОБЛАСТ ПЛАЋАЊА	267
3.6. НАДЗОРНА ФУНКЦИЈА ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ	269
3.6.1. БАНКАРСКА УНИЈА, ОБЕЛЕЖЈА И ДОМЕТИ	270
3.7. КРИЗА ЈАВНОГ ДУГА ЕВРОЗОНЕ И ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ	275
3.8. МЕХАНИЗАМ РЕШАВАЊА КРИЗЕ ЈАВНОГ ДУГА	282
3.9. ЈАВНИ ДУГ ГРЧКЕ, СТУДИЈА СЛУЧАЈА	289
3.10. РЕФОРМА ФИСКАЛНЕ РЕГУЛАТИВЕ	291
ГЛАВА 4. ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ У КОНТЕКСТУ ФИНАНСИЈСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ	295
4.1. ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ - ОД ИЗОЛАЦИЈЕ ДО ИНТЕГРАЦИЈЕ	297
4.2. МЕХАНИЗАМ ИНТЕГРАЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА СРБИЈЕ	299
4.2.1. БАНКАРСКИ СЕКТОР	301

4.2.2. СЕКТОР ОСИГУРАЊА И ПРОФЕСИОНАЛНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА	309
4.2.3. ТРЖИШТЕ НОВЦА	313
4.2.4. ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА	317
4.2.4.1. Примарно (емисионо) тржиште капитала	321
4.2.4.2. Секундарно тржиште капитала	322
4.3. КРИЗА ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА СРБИЈЕ И ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ	329
4.3.1. КРИЗА БАНКАРСКОГ СЕКТОРА	331
4.3.2. КРИЗА ТРЖИШТА КАПИТАЛА	339
4.4. ДА ЛИ ЈЕ ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ ДЕО ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ?	343
ЗАКЉУЧАК	354
ЛИТЕРАТУРА	379
БИОГРАФИЈА	396
ПРИЛОГ 1. Изјава о ауторству	399
ПРИЛОГ 2. Изјава о истоветности штампане и електронске верзије	400
ПРИЛОГ 3. Изјава о коришћењу	401

СПИСАК СКРАЋЕНИЦА

ABS - Assets Backed Securities: Обвезнице покривене финансијском АКТИВОМ

GDP - Gross Domestic Product: БДП - Бруто друштвени производ

BELEX - Belgrade Exchange: Београдска берза

BELEX15 - Индекс Београдске берзе

BELIBOR - Belgrade LIBOR: Референтна каматна стопа за динарска средства понуђена од стране банака панела на међубанкарском тржишту у Србији

BEONIA - Belgrade EONIA: Просечна пондерисана каматна стопа по основу преконоћних позајмица на међубанкарском новчаном тржишту у Републици Србији

CAMEL - Capital, Assets, Management, Earnings, Liquidity: Капитал, актива, управљање, приход, ликвидност

CBPP - Covered Bonds Purchase Programme: Програм Европске централне банке за куповину хипотекарних хартија од вредности

CDS - Credit Default Swaps: Замена кредитног ризика

CEBS - Committee of European Banking Supervisors : Комитет европских банкарских супервизора

CEIOPS - Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors: Комитет европских супервизора за осигурање и пензије

CEREP - Central Repository: Централни регистар

CR - Concentration Ratio: Стопа концентрације

CRA - Credit Rating Agency: Рејтинг агенција

CRD - Credit Requirements Directive: Директива о захтеваном капиталу

EACH - European Association of Central Counterparty Clearing Houses:
Европско удружење централних контрапартнера у клирингу

EBA - European Banking Authority: Европска банкарска управа

EBC - European Banking Committee: Европски комитет за банкарство

EC - European Community: Европска заједница

ECB - European Central Bank: Европска централна банка

ECOFIN - Economy and Finance Ministers Council: Савет министара економије и финансија Европске уније

ECSDA - European Central Securities Depositories Association: Европско удружење централних регистара хартија од вредности

ECU - European Currency Unit: Европска новчана јединица

EFAMA - European Fund and Asset Management Association: Европско удружење управљача фондовима и активом

EFSF - European Financial Stability Facility: Европски механизам за финансијску стабилност

EIOPC - European Insurance and Pensions Committee: Европски комитет за осигурање и пензије

EIOPA - European Insurance and Occupational Pensions Authority: Европска управа за осигурање и професионалне пензије

EMIR - European Market Infrastructure Regulation: Уредба о европској тржишној инфраструктури

EMS - European Monetary System: Европски монетарни систем

EMU - Economic and Monetary Union: Економска и монетарна унија

ENISA - European Network and Information Security Agency: Европска агенције за мреже и информатичку безбедност

EONIA - Euro OverNight Index Average: Ефективна каматна стопа на међубанкарском тржишту преконоћних депозита у евр

ERM - Exchange Rate Mechanism: Механизам девизних курсева

ESC - European Securities Committee: Европски комитет за хартије од вредности

ESFS - European Financial Stability Facility: Европски систем финансијске стабилности

ESM - European Stability Mechanism: Европски стабилизациони механизам

ESMA - European Securities and Markets Authority: Европска управа за хартије од вредности и тржиште

ESRB - European Systemic Risk Board : Европски одбор за системски ризик

EU - European Union: Европска унија

EUREPO - Euro Repurchase Agreements: Међубанкарски кредити у еврима осигурани залогом хартија од вредности

EURIBOR - Euro Interbank Offered Rate: Европска међубанкарска активна каматна стопа

EUROSTAT - Statistical Office of the European Communities: Статистичка служба Европске заједнице (уније)

FESE - Federation of European Stock Exchanges: Европско удружење берзи

FRFA - Fixed rate full allotment: Пуна алокација по фиксној каматној стопи

FSA - Financial Services Authority: Управа за финансијске услуге Велике Британије

FSAP - Financial Services Action Plan: Акциони план за финансијске услуге

FTO - Fine Tuning Operations: Операције финог подешавања Европске централне банке

H-H I - Хиршман-Херфиндалов индекс концентрације

IMF - International Monetary Fund: Међународни монетарни фонд

IOSCO- International Organization of Securities Commissions: Међународна организација комисија за хартије од вредности

IPO - Initial Public Offering: Иницијална јавна понуда

ISD - Investment Services Directive: Директива о инвестиционим услугама

LIBOR- London Interbank Offered Rate: Лондонска међубанкарска активна каматна стопа

LTRO - Long-term Refinancing Operations: Дугорочне операције рефинансирања Европске централне банке

M & A - Mergers and Acquisitions: Спајање и припајање компанија

MBS - Mortgage Based Securities: Хипотекарне обвезнице

MIFID - Markets in Financial Instruments Directive: Директива о тржиштима финансијских инструмената

MRO - Main Refinancing Operations: Главне операције рефинансирања Европске централне банке

MTF - Multilateral Trading Facility: Мултилатерални трговачки механизам (платформа)

MTP - Multilateral Trading Platform: Мултилатерална трговачка платформа

NPL - Non-Performing Loans: Кредити који се не могу наплатити

OMT - Outright Monetary Transactions: Директне монетарне трансакције Европске централне банке

OTC - Over the Counter Market: Шалтерско тржиште

SEC - Securities and Exchange Commission: Комисија за хартије од вредности Сједињених Америчких Држава

SEPA - Single Euro Payment Area: Јединствена евро област плаћања

SONIA - Sterling OverNight Index Average: Просечна међубанкарска индексна каматна стопа на преконоћне депозите у фунти стерлинга

SMP - Securities Market Programme: Програм Европске централне банке за куповину хартија од вредности

SSM - Single Supervisory Mechanism: Јединствени механизам надзора

STEP - Short-Term European Paper: Краткорочна европска хартија од вредности

ROA - Return on Assets: Стопа приноса на активу

ROE - Return on Equity: Стопа приноса на капитал

TARGET - Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express transfer system: (Трансевропски аутоматизовани експресни систем преноса бруто салдирања у реалном времену) – Систем платног промета Европске централне банке

UCITS - Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities: (Предузећа за колективна улагања у преносиве хартије од вредности) – Отворени инвестициони фондови

СПИСАК ТАБЕЛА

	Страна
Табела 1.1. Удео најразвијених земаља на светском робном и финансијском тржишту (у %)	9
Табела 1.2. Односи корелације приноса акција	31
Табела 2.1. Разлике у ценама на тржишту Европске уније (у %)	90
Табела 2.2. Регулаторна реформа финансијског тржишта Европске уније, 1999. године	102
Табела 2.3. Процедура доношења регулаторних одлука на финансијском тржишту Европске уније	105
Табела 2.4. Финансијски регулатори држава чланица Европске уније	119
Табела 2.5. Индикатори финансијске интеграције Европске уније	128
Табела 2.6. Национални суверени дуг у поседу домаћих банака (у %)	158
Табела 2.7. Број банака и обим интеграције банкарског сектора Европске уније, 2009. године	175
Табела 2.8. Тржишна структура банкарства Европске уније	183
Табела 2.9. Државна помоћ банкама Европске уније, 2008 – 2011. године	187
Табела 2.10. Препреке интеграцији осигурања у Европској унији	197
Табела 2.11. Прекогранично чланство и трговина на трговачким платформама	207

Табела 2.12. <i>Тржишта, клиринг и салдирање у Европској унији</i>	209
Табела 2.13. <i>Прекогранично чланство и учешће у посттрговачким операцијама</i>	212
Табела 2.14. <i>Интеграција сегмената финансијског тржишта Европске уније</i>	225
Табела 2.15. <i>Индикатори кризе у Европској унији, 2007 – 2010. године</i>	227
Табела 3.1. <i>Испуњеност критеријума конвергенције, 1998. године</i>	241
Табела 3.2. <i>Фискална позиција држава чланица еврозоне, 1998 – 2011. године</i>	280
Табела 4.1. <i>структура финансијског система Србије</i>	301
Табела 4.2. <i>Параметри банкарског сектора Србије</i>	302
Табела 4.3. <i>Показатељи конкуренције и концентрације банкарског сектора Србије</i>	304
Табела 4.4. <i>Учесници на тржишту капитала у Србији, 2007 – 2012. године</i>	319
Табела 4.5. <i>Промет акција на секундарном тржишту капитала у Србији, 2005 – 2011. године</i>	323

СПИСАК ГРАФИКОНА

Страна

Графикон 1.1. Трендови кретања берзанске и пословне активности	22
Графикон 1.2. Структура финансијских система САД и Европске уније	46
Графикон 1.3. Механизми трансмисије користи финансијске интеграције	58
Графикон 2.1. Оквир институција Европске уније за очување финансијске стабилности	114
Графикон 2.2. Каматне стопе на тромесечне депозите у еврозони	140
Графикон 2.3. Дисперзија стандардне девијација просечних неосигураних међубанкарских активних каматних стопа у земљама еврозоне	141
Графикон 2.4. Стопе приноса на 10-то годишње државне обвезнице еврозоне 1999. -2012. године	161
Графикон 2.5. Прекогранично власништво над акцијама у еврозони, 1999 – 2005. године	166
Графикон 2.6. Кретање берзанских индекса, 1990 – 2008. године	169
Графикон 2.7. Обим домаћих и прекограничних спајања банака, 1987 – 2003. г.	178
Графикон 2.8. Обим изложености банака у државама чланицама Европске уније	186
Графикон 3.1. ЕОНИА и стопа главног механизма рефинансирања, 1999 – 2010. године	262
Графикон 4.1. Каматне стопе на тржишту новца Србије	315

Графикон 4.2. <i>Кретање тржишне капитализације Београдске берзе,</i> <i>2003 – 2011. године</i>	318
Графикон 4.3. <i>Кретање индекса BELEX 15, 2005 – 2012. године</i>	326
Графикон 4.4. <i>Кретање берзанских индекса у земљама Југоисточне Европе,</i> <i>2007 – 2008. године</i>	340
Графикон 4.5. <i>Кретања индекса BELEX 15, 2007 - 2008. године</i>	341

УВОД

Процес економске интеграције у оквиру Европске уније има као свој нужан облик интеграцију финансијских тржишта држава чланица, са крајњим циљем стварања јединственог финансијског тржишта. Економска интеграција Европске уније израз је општих интеграционих процеса у свету али и специфичних интереса земаља које у њој учествују, уједињених механизмима јединственог тржишта роба, услуга, рада и капитала. Финансијска интеграција, односно интеграција финансијских тржишта, производ је економске интеграције, али има и самосталан развој у коме се одражавају како тенденције кретања националних финансијских тржишта тако и динамика заједничког тржишта са неизбежним утицајем светског тржишта капитала.

Према дефиницији Европске комисије (Financial Integration Monitor, 2005), финансијска интеграција је „процес, вођен тржишним силама, у коме одвојена национална финансијска тржишта постепено улазе у конкуренцију једна са другима и на крају постају једно финансијско тржиште, које карактерише конвергенција цена и понуда производа и конвергентна ефикасност/профитабилност између пружалаца финансијских услуга“.

Интегрисано финансијско тржиште врши снажнији притисак на земље у интеграционом процесу него што то омогућавају тржишне силе националних финансијских тржишта у правцу ефикасније алокације капитала. Оно пружа потпунију информацију за усмеравање средстава у најпрофитабилније послове, селекује инвестиционе могућности и на тај

начин синергетским ефектом доприноси економском расту интегрисаних земаља. С друге стране, интегрисано тржиште потпуније алоцира ризик, доприносећи његовом идентификовању, трансферу и смањивању, чиме се тржишним учесницима пружа већа предвидивост исхода улагања у условима неизвесности која карактерише савремена финансијска тржишта.

Разумљиво је да се у условима савремене технолошке револуције у комуникацијама, иновацијама и процедурама пословања на финансијском тржишту јавља могућност подизања нивоа ризика појединих тржишних операција и појава ризика интегрисаног тржишта (системски ризик), односно формирање низа тржишних дисторзија. Интегрисано финансијско тржиште није имуно ни на циклично кретање нити на кризе. Сваки пад активности на финансијском тржишту има тренутни утицај на пад активности реалног сектора привреде. Како реални сектор формира потенцијал финансијског тржишта, генеришући финансијске инструменте, тако и финансијско тржиште формира трансмисије утицаја на реални сектор привреде, обимом кредита, обезбеђењем ликвидности и утицајем на дугорочне пројекције кретања реалног сектора. Ово је посебно важно, с обзиром на то да је финансијско тржиште засновано на поверењу улагача. Слом поверења има веома изражене реперкусије не само на финансијско тржиште него и на реални сектор привреде. У таквим условима, нужно је створити адекватан регулаторни оквир, како на националном, тако и на нивоу интегрисаног тржишта пре свега ради отклањања тржишних дисторзија, обезбеђења деловања понуде и тражње а спречавања формирања монополских структура и формирања прекомерних ризика.

Осим доприноса развоју реалног сектора привреда инеграционих држава, интегрисано финансијско тржиште омогућава становништву адекватнију диверзификацију портфолија финансијских инструмената и на тај начин смањење специфичних ризика улагања. Оно превазилази тзв. *home*

bias (склоност домаћем тржишту, домаћа склоност) у поседовању финансијских инструмената и повећава тзв. ефекат богатства власника финансијских инструмената, јер у портфолио укључује финансијске инструменте емитената из различитих интеграционих земаља.

Финансијска интеграција је сталан процес продубљивања веза између националних финансијских тржишта и ширења основа деловања регулаторних величина интеграције, посебно закона једне цене финансијских инструмената. Ови процеси су тржишно стимулирани, али се налазе и под великим утицајем темпа економске интеграције, као и свесног регулисања од стране носилаца економске политике на нивоу целине интеграције. Посебан значај им даје хармонизација правне регулативе, координација или централизација доношења одлука економске политике, јединствени новац и монетарна политика, као и координација и централизација фискалне политике.

Финансијска интеграција се не зауставља на границама интеграционих земаља. С једне стране, она трпи утицај светског финансијског тржишта, како кроз кретање новца и капитала тако и кроз иновације у пружању финансијских услуга. Тај утицај се посебно огледа у могућности преношења кризе (као што је био случај са преношењем кризе америчког хипотекарног тржишта на друга тржишта 2007 – 2009. године). С друге стране, она производи импулсе утицаја на периферне земље, стимулишући развој финансијских тржишта тих земаља али и инхибирајући њихов раст преносом кризног импулса, тзв. *contagion*.

Интеграција финансијских тржишта Европске уније, односно процес формирања јединственог тржишта, имала је динамичан развитак. Савремени период развоја интеграције, односно његове тенденције које су предмет истраживања у овој дисертацији, отпочео је 1989. године, када је

реализована одлука о слободном кретању капитала на целој територији Уније и када је усвојена Друга банкарска директива, која је омогућила тзв. „јединствени пасош“ за пословање банкарских институција. Овај институционални оквир је стимулисао деловање тржишних механизма у процесу финансијске интеграције. Када је овим процесима оквир постао тесан и интеграција успорена, а због тога финансијско тржиште Европске уније почело да заостаје за америчким са становишта ефикасности, нови подстицај интеграцији је дат Акционим планом за финансијске услуге, усвојеним 1999. године. Реализациом овог плана отклоњене су препреке интеграцији финансијских тржишта са становишта регулације, заштите тржишта, његове контроле и надзора. Исте године је уведена јединствена валута - евро.

То је дало снажан подстицај интеграцији, која је остварена у свим сегментима финансијског тржишта и која је дала основу за посматрање финансијског тржишта Европске уније као јединственог тржишта. Међутим, слобода пословања финансијских институција и могућност инвестирања на целој територији Уније, као и преношење кризног импулса са америчког финансијског тржишта, довело је 2007. године до појаве системског ризика и дубоке кризе јединственог финансијског тржишта Уније, чиме су успорени интеграциони процеси и створени негативни ефекти на реални сектор привреде.

Решавање кризе је захтевало снажну државну интервенцију у области финансијског пословања, ради стабилизације финансијског тржишта, а тиме и реалног сектора. Мотив интервенције је био очување поверења економских чинилаца и становништва у финансијско тржиште, како би се очувала његова улога рационалне алокације улагања и стабилизovala реална производња. Ове интервенције, углавном на националном нивоу, довеле су до великог фискалног дефицита, који је активирао системски ризик, овог

пута преко кризе јавног дуга и његових реперкусија на евро као јединствену валуту.

За разлику од претходне, криза јавног дуга и евра, од 2010. године, решавана је кроз усвајање нове архитектуре регулације тржишта, која се ослања на интегрисано тржиште, а не на националне регулаторне процедуре. На тај начин, решавање кризе је допринело даљем јачању финансијске интеграције Европске уније.

Савремени развој финансијске интеграције Европске уније пружа основу за анализу интеракције овог развоја са развојем финансијских тржишта периферних земаља, посебно финансијског тржишта Србије. Овај приступ је олакшан чињеницом да историја развоја финансијског тржишта Србије временски кореспондира савременом периоду развоја финансијске интеграције Европске уније. У овом периоду је домаће финансијско тржиште показало образац развоја који је у високој корелацији са кретањем финансијског тржишта Европске уније. То показује осетљивост финансијског тржишта Србије, која проистиче из његове недовољне дубине и недостатка домаће акумулације, као и недостатак адекватног регулаторног оквира, који би амортизовао негативан утицај окружења. С обзиром на пенетрацију капитала са финансијског тржишта Европске уније на домаће тржиште, обрасце кретања финансијског тржишта Србије, као и на формирање квалитативних и квантитативних регулаторних величина на њему, могло би се поставити питање да ли је финансијско тржиште Србије већ постало део финансијског тржишта Европске уније.

Предмет ове докторске дисертације је финансијска интеграција Европске уније и њен утицај на финансијско тржиште Србије. Предмет истраживања је комплексан и садржи теоријски приступ интеграције, анализу механизма интеграције на нивоу Европске уније и Европске

монетарне уније, као и истраживање трансмисионих канала утицаја интегрисаног тржишта на финансијско тржиште Србије.

Теорија финансијске интеграције би требало да покаже који фактори утичу на одлуке две или више земаља да интегришу своја финансијска тржишта; колики је обим економске принуде, а колико на интеграцију утичу политичке одлуке. Такође, овај аспект анализе би требало да укаже на то колико је финансијска интеграција зависна од расположивости и сложености фактора тржишта, односно њихове интегрисаности, а у којој мери је финансијско тржиште самосталан тржишни сегмент и у којој мери делује на интеграционе процесе. Теоријска анализа би могла да утврди колико су периферна финансијска тржишта објективно упућена на процес сарадње са интегрисаним тржиштем у окружењу и колико тржишни импулси са самог периферног тржишта, али и са интегрисаног тржишта, усмеравају периферно тржиште да буде део интегрисаног тржишта.

Предмет истраживања интеграционих механизма финансијског тржишта Европске уније и Европске монетарне уније јесте скуп економских, регулаторних и политичких параметара, који доводе до формирања јединственог тржишта Европске уније, као и тржишни фактори чије деловање има за резултат формирање регулаторних вредносних пондера на нивоу интегрисаног тржишта који, са своје стране, одређују даљи темпо интеграције.

Истраживање трансмисионих механизма има за предмет не само токове капитала и других финансијских инструмената којима се реализује инвестирање и утиче на развој финансијског тржишта Србије, него и начин деловања регулаторних финансијских параметара, који имају за последицу преношење и тржишних флукуација (криза), као и могућности одбране од таквог кретања које стоје на располагању финансијским тржиштима у

развоју (граничним финансијским тржиштима), какво је финансијско тржиште Србије.

ГЛАВА 1. ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ И ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА

Интеракција економских процеса и технолошких промена у савременом свету довела је до растуће повезаности националних финансијских тржишта. Финансијска тржишта су настајала и развијала се под утицајем реалног економског окружења, чији су производ. Данас су она, међутим, стекла релативну самосталност, која омогућава повезивање националних и формирање светског финансијског тржишта.

Конфигурација светског финансијског тржишта је сложена. Она обухвата како национална финансијска тржишта, тако и регионалне финансијске интеграције, али и уобличава процесе финансијске глобализације, односно елементе глобалне интеграције финансијских тржишта. То је резултат продубљивања и ширења тржишта; у националним оквирима, на финансијском тржишту се креира све већи број финансијских инструмената и мобилише све већи број носилаца штедне, а развитком тржишне инфраструктуре омогућава се повећана ликвидност тржишних учесника. На регионалном нивоу, интеграција финансијских тржишта омогућава диверзификацију портфолија и изравнавање дохотка. Глобализација значи повезивање националних тржишта, свесним или стихијским рушењем баријера кретању капитала, отварање нових инвестиционих могућности и основа за ширу алокацију капитала.

Фактори који утичу на растућу интеграцију финансијских тржишта у светским оквирима су како егзогени, тако и ендогени са становишта процеса

интеграције. Прво, то су финансијска либерализација и дерегулација, које су резултат како достигнутог нивоа развита финансијског тржишта једне земље, тако и свесно опредељење носилаца економске политике да овим процесима стимулишу развита домаћег тржишта. Друго, скоро драматичним темпом снижени су трошкови комуникација¹. Треће, финансијске иновације остварују значајан утицај на обим, структуру и усмереност улагања. Важно је поменути да се процеси повезивања националних финансијских тржишта остварују веома неравномерно, односно да се они углавном реализују у оквиру најразвијенијих земаља, што је и логично с обзиром на степен развита различитих тржишта. Дистрибуција финансијске активе у свету може се илустровати следећом табелом:

Табела 1.1. Удео најразвијених земаља на светском робном и финансијском тржишту

Удео у %	1996	2006		1996	2006
Спољна трговина	67,4	58,4	Инструменти дуга, актива	84,0	88,6
Капитализација тржишта	87,9	83,3	Инструменти дуга, пасива	80,3	90,3
Емитовани инструменти дуга	93,8	90,9	Портфолио акција, актива	92,6	90,8
Депозити банака	87,2	79,1	Портфолио акција, пасива	90,1	86,2

¹ Увид у темпо смањивања трошкова комуникација даје Ричард Херинг. Видети: Herring, R.: *International Financial Integration: The Continuing Process, Wharton School Financial Institutions Center, Paper 94 - 23, University of Pennsylvania, July 1994, стр. 1.*

Ино актива	84,2	85,6	Стране директне инвестиције - актива	90,2	89,1
Ино пасива	81,1	86,5	Стране директне инвестиције - пасива	72,3	73,8
			Девизне резерве	48,3	28,3

Извор: Lane, P. R., Milesi – Ferreti, G. M.: The Drivers of Financial Globalization, *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, May 2008.

Степен повезаности финансијских тржишта у светско финансијско тржиште, међутим, још није довео до формирања регулаторних вредносних величина на глобалном нивоу, које би му дале карактер ефикасног механизма алокације капитала и стога нема основа да се оно може посматрати као облик потпуне финансијске интеграције. Баријере таквом статусу су утицај традиције, културе, различите информационе асиметрије, национална законска ограничења, интензитет трговинских веза и друге. То не искључује стихијско деловање светског финансијског тржишта на регионална и национална финансијска тржишта, али оно одражава дубље, метатржишне механизме психологије инвестирања, посебно у периодима кризе.

Ефикасна алокација капитала па, према томе и ефикасно финансијско тржиште, данас се може посматрати са становишта националних и регионалних финансијских тржишта и њихове интеракције. На националном и регионалном нивоу може се уочити формирање и деловање основног закона на финансијском тржишту – закона једне цене финансијских инструмената, као и утицај параметара који одређују инвестициони процес – дифузије информација, процене ризика, законских оквира улагања. Процес повезивања националних финансијских тржишта помера тежиште деловања регулаторних величина на регионални ниво и ствара регионалну финансијску интеграцију.

У досадашњим истраживањима је дат низ дефиниција финансијске интеграције. Најопштија дефиниција посматра финансијску интеграцију као облик либерализације кретања капитала, односно, као „степен у коме једна привреда не ограничава прекограничне трансакције“²; или као начин за „смањивање баријера (или трошкова) прекограничне финансијске интермедијације“³. Ове дефиниције не идентификују посебне облике односа и механизма који повезују национална финансијска тржишта, нити специфичности интеграционих облика. Прецизнија дефиниција финансијске интеграције уочава посебност интеграционе целине и односи се на процес који „омогућава да раније регионално одвојена тржишта функционишу као јединствено интегрисано тржиште“⁴. Потпунију дефиницију даје документ Европске комисије, „Монитор финансијске интеграције“, према коме је финансијска интеграција „процес, вођен тржишним силама, у коме одвојена национална финансијска тржишта постепено улазе у конкуренцију једна са другима и на крају постају једно финансијско тржиште, које карактерише конвергенција цена и понуда производа и конвергентна ефикасност/профитабилност између пружалаца финансијских услуга“⁵. Најзад, у академској литератури се најчешће као дефиниција финансијске интеграције наводи она коју даје студија Баелија (Baele et al.) и других ⁶:

² Edson, H. J., Levine, R., Ricci, L., Slok, T.: *International Financial Integration and Economic Growth*, IMF, 2002, str. 3.

³ Sebnem Kalemlı-Oczan, Bent Sorensen: *Financial Integration and Economic Welfare*, 2006, str. 13.

⁴ London Economics: *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of the European Union Financial Markets*, 2002, str. 5.

⁵ *EU Financial Integration Monitor*, Brussels, 2005.

⁶ Baele, L. et al.: *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, *ECB Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, str. 6.

„Тржиште за дати скуп инструмената и/или услуга је потпуно интегрисано ако се сви потенцијални тржишни учесници са истим релевантним карактеристикама:

- (1) сусрећу са јединственим сетом правила када одлучују да послују са тим финансијским инструментима и/или услугама;
- (2) имају једнак приступ поменутом сету финансијских инструмената и/или услуга;
- (3) једнако третирани када су активни на тржишту“.

Финансијска интеграција ствара ново, јединствено тржиште које обухвата национална финансијска тржишта. Она не укида национални карактер ових тржишта, али модификује њихово деловање, кроз формирање вредносних пондера на нивоу јединственог тржишта, који су резултат интеракције понуде и тражње за финансијским инструментима, психологије улагача (однос према ризику и приносу) и алокативних потенцијала финансијских институција.

Степен интегрисаности националних финансијских тржишта може се мерити преко могућности деловања закона једне цене финансијских инструмената, односно јединствених стопа приноса на улагања. На основу цена се доносе инвестиционе одлуке улагача; процес формирања цена требало би да одражава максимално доступне информације на тржишту, да би тржиште ефикасно испуњавало своју алокативну функцију. „Тржиште на коме цене увек у потпуности изражавају расположиве информације зове се ефикасно тржиште“⁷. Постоје три облика ефикасног финансијског тржишта, зависно од карактера информација које се изражавају у цени финансијских инструмената.

⁷ Fama, E.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, vol. 25, No. 2, 1970, стр. 383.

Слаба форма ефикасности постоји онда када су у цене финансијских инструмената укључене све информације које су резултат трговине, посебно тренд цена и обим трговине. Ове информације саопштавају организована финансијска тржишта, а могу се наћи и у специјализованој или дневној штампи. Коришћење таквих информација значи да се не може поуздано претпоставити будуће кретање тржишта.

Полујака форма ефикасности односи се на укључивање у цене свих јавно доступних информација о финансијским инструментима који су предмет трговине, како оних који су везане за трговину, тако и оних који су везане за тзв. фундаменталне информације о емитенту, односно његовом пословању и резултатима, тако и информације о производној области и привреди као целини, које могу да утичу на одлуку да се купи или прода неки финансијски инструмент.

Јака форма ефикасности постоји када су у ценама финансијских инструмената изражене све постојеће информације о том инструменту и његовом емитенту, како оне које су доступне јавности, тако и оне које су познате уском кругу менаџера, власника или других лица повезаних са пословањем емитента (тзв. „инсајдерске информације“). Коришћење ових информација је забрањено законом, али је то и тешко доказати.

Из концепта ефикасности финансијског тржишта може се схватити да свака нова информација, коју инвеститори поседују, изазива њихову акцију на страни понуде или тражње и утиче на цену финансијског инструмента. Зато се цене не могу унапред предвидети, јер се не могу предвидети ни нове информације, а познате информације су већ уграђене у цене. Зато се оне крећу неравномерно, по обрасцу „случајног кретања“ (енгл. Random Walk)⁸.

⁸ Malkiel, B.G.: *A Random Walk Down Wall Street*, W. W. Norton, New York, 1990.

Сврха анализе ефикасности тржишта је одређивање могућности формирања јединствених цена за исте категорије финансијске активе на јединственом или различитим финансијским тржиштима. Инвеститори имају могућност да у процесу формирања цена остваре виши профит, уколико располажу информацијама које нису доступне другим инвеститорима. Уколико је тржиште ефикасно, та се могућност не може реализовати. „Тржиште је ефикасно у односу на посебан сет информација ако је немогуће, у просеку, остварити абнормалан профит коришћењем овог сета информација у формулисању одлука о куповини или продаји“⁹.

Да би се остварила оваква улога тржишта, оно мора слободно да делује, без препрека реализацији понуде и тражње. У таквим условима, не може доћи ни до појаве арбитраже, односно коришћења разлике у ценама истих финансијских инструмената на различитим тржиштима, јер ће кретање понуде и тражње изравнати цене. За остваривање изузетног профита не може се користити ни разлика у тржишној и тзв. „унутрашњој“ цени финансијских инструмената (то је цена која теоријски одговара вредности и одређује се на бази дисконтовања будућег приноса). Ако је инструмент прецењен, инвеститор ће желети да га прода да би остварио профит пре других инвеститора, пошто ће и други инвеститори схватити да постоји разлика између његове тржишне цене (више) и вредности (ниже) и да ће стога тежња свих инвеститора да продају финансијски инструмент довести до пада тржишне цене на ниво унутрашње вредности. Ако је инструмент потцењен, постојаће притисак на страни тражње, јер ће сви инвеститори желети да купе финансијски инструмент по тржишној цени (нижој) да би га могли продати по вредности (вишој), што за резултат има изједначавање цене и вредности овог инструмента. Ако је разлика између

⁹ Alexander, Gordon J., Sharpe, William F.: *Fundamentals of Investments*, Prentice Hall International, Englewood Cliffs, 1989, стр. 68.

тржишне цене и вредности трајна или ригидна, то значи да тржиште не делује ефикасно; „знатан диспаритет између цене и вредности биће израз неефикасности тржишта“¹⁰.

Ефикасно финансијско тржиште омогућава деловање закона једне цене за идентичне финансијске инструменте. Колико је то могуће - показује конкретна анализа националних или регионалних тржишта. Теоријски посматрано, национална финансијска тржишта су ефикасна. Али не сва, посебно не она која немају довољан обим понуде и тражње за финансијским инструментима или постоје препреке деловању тржишта. Интегрисана национална финансијска тржишта - регионална финансијска тржишта могу бити области у којима се испољава закон једне цене, односно могу бити ефикасна. На нивоу светског финансијског тржишта, међутим, као што је већ поменуто, формирање једне цене није остварено; „стандардна моделска претпоставка, да постоји `светска каматна стопа` на међународно инвестирање није подржана цифрама, јер стопе приноса варирају у времену и према класама активе“¹¹.

Ако се као основно обележје финансијске интеграције посматра формирање јединствених вредносних показатеља, на савременом степену развитка финансијског тржишта, она се може дефинисати једино као регионална финансијска интеграција. У овом се раду, стога, под финансијском интеграцијом подразумева регионална финансијска интеграција у којој су формирани јединствени вредносни параметри финансијске активе. Елементи интеграције на светском нивоу посматраће се

¹⁰ Alexander, Gordon J., Sharpe, William F.: *Fundamentals of Investments*, Prentice Hall International, Englewood Cliffs, 1989, стр. 68.

¹¹ Lane, P. R., Milesi-Ferreti, G.M: *International Financial Integration*, Third Annual Research Conference, IMF, November 7 - 8, 2002, стр. 31.

као процеси финансијске глобализације, односно отвореност националних и регионалних финансијских тржишта на међусобне утицаје¹².

Квантитативни показатељ степена интеграције националних финансијских тржишта мери се обимом финансијске активе и пасиве који има инострани предзнак у односу на величину бруто друштвеног производа: колики део друштвеног производа њени инвеститори улажу у иностранство, односно, колики део друштвеног производа је улагање страних инвеститора у дату земљу. Инвестирање је, у суштини, раздвајање штедне и потрошње; на основу претходних инвестиција се омогућава повећање текуће потрошње становништва, што може имати стабилизујући значај у периодима флукуације економске активности и доприноси подели ризика улагања. Једначина, која изражава степен интеграције националног финансијског тржишта земље i у временском периоду t , има следећи израз¹³:

$$IFIGDP_{it} = (FA_{it} + FL_{it}) / GDP_{it}$$

где је $IFIGDP$ = обим друштвеног бруто производа који се односи на инвестирање у иностранству и из иностранства; FA = финансијска актива пласирана у иностранство; FL = финансијска пасива, односно улагања из иностранства и GDP = бруто друштвени производ.

Уколико већи обим бруто друштвеног производа има инострани предзнак, утолико је финансијско тржиште једне земље интегрисаније у регионално финансијско тржиште, односно отвореније за интеракцију са другим финансијским тржиштима.

¹² „Финансијска интеграција- дефинисана од стране стандардне финансијске теорије као једнакост дисконтних фактора који се користе у одређивању цена финансијске активе којом се тргује – разликује се од финансијске отворености“. De Nicolo, G., Juvenal, L.: *Financial Integration, Globalization, Growth and Systemic Real Risk*, IMF, 20 October 2010, стр. 2.

¹³ Lane, P. R., Milesi-Ferreti, G.M: *International Financial Integration*, Third Annual Research Conference, IMF, November 7 – 8, 2002, стр. 6.

Које детерминанте одређују обим интеракције националног финансијског тржишта са другим финансијским тржиштима? Истраживања су показала неколико утицаја, од којих су основни: отвореност у спољној трговини, обим бруто друштвеног производа по глави становника и тржишна капитализација финансијске активе (дубина националног финансијског тржишта). Аутори Ф. Лејн и Г. М. Милези – Ферети покушали су да квантификују утицај ових детерминанти, полазећи од раста трговине, бруто друштвеног производа и прекограничног кретања финансијске активе и дошли су до следећих пропорција:¹⁴

- повећање обима спољне трговине земље за 10% доводи до повећања њене финансијске интеграције за 37 процентних поена, кроз утицај на поделу ризика и побољшавање токова информација;
- раст финансијског тржишта од 10% има за последицу раст финансијске интеграције од 9,2 до 9,4 процентна поена, кроз подизање потражње за домаћом активом у иностранству;
- пораст бруто друштвеног производа од 1,5% повећава финансијску интеграције за 2,5 процентних поена, јер доводи до смањења аверзије према ризику улагача.

Наведени резултати представљају корелациони однос изабраних величина и не представљају узрочно – последичну везу, тако да се не може говорити о установљеним законитостима деловања поменутих фактора у развоју финансијске интеграције.

¹⁴ Lane, P. R., Milesi-Ferreti, G.M: *International Financial Integration*, Third Annual Research Conference, IMF, November 7 – 8, 2002, стр. 12 – 16.

1.1. ИНТЕРАКЦИЈА РЕАЛНЕ ЕКОНОМИЈЕ И ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА

Финансијска интеграција је стварање јединствене целине у коју су укључена национална финансијска тржишта више земаља. Основне функције које врши финансијско тржиште добијају регионални карактер, а кретања на националним финансијским тржиштима су условљена утицајем јединственог тржишта, како у процени ризика и формирању јединствених стопа приноса, тако и кроз трансмисију интерно или екстерно генерисаних шокова.

Из основне дефиниције финансијског тржишта, да је оно тржиште на „коме се средства трансферишу од субјеката који располажу вишковима средстава ка субјектима којима та средства недостају“¹⁵, види се и његова основна функција - повезивање два *реална* сектора привреде: становништва и производног сектора. Финансијско тржиште обезбеђује становништву интер-темпоралну алокацију потрошње, а сектору привреде алокацију инвестиција¹⁶.

Финансијско тржиште је изведено тржиште, које конституише финансијску активу – скуп финансијских инструмената који за инвеститора представљају сведочанство о улагању штедње и садрже право на будући принос од производног сектора. Вредност финансијске активе двоструко је условљена: с једне стране, она зависи од профитабилности реалног сектора привреде, односно од фактора који утичу на пословање реалног сектора а, с друге стране, од величине дисконтне стопе по којој се будући принос

¹⁵ Mishkin, Frederic S.: *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, седмо издање, Дата Статус, Београд, 2006, стр. 3.

¹⁶ Васиљевић, Бранко.: *Основи финансијског тржишта*, шесто издање, Завет, Београд, 2009, стр. 14.

претвара у садашњу вредност финансијске активе, као фактора који изражава релативну независност финансијског тржишта (ако изузмемо утицај монетарне политике).

Развијена финансијска тржишта не ограничавају своје функције само на посредовање између реалних сектора¹⁷. Финансијско тржиште је и тржиште својине, с обзиром на то да обезбеђује концентрацију својине и максимирање приноса акционара предузећа. Оно је и тржиште корпоративне контроле, пошто обезбеђује решавање агенцијског односа власника реалног капитала и менаџера, као и тржиште менаџерског знања као облика факторског тржишта, с обзиром на тржишну евалуацију неефикасно вођених предузећа, која се појављују као предмет преузимања у директном односу постојећих и будућих власника. Овај механизам преузимања представља сегмент финансијског тржишта у коме се „тимови менаџера боре за право управљања ресурсима“¹⁸.

Поред тога, финансијско тржиште врши и функције трансфера ризика, пошто се процес инвестирања реализује у условима неизвесности, као активност која зависи од будућих резултата производне активности. Иако може бити предмет веома пажљивих анализа и прорачуна, инвестирање неће никада или ће само у изузетно ретким случајевима донети резултат који је раније очекиван - оно је пре манифестација „животињског нагона“ инвеститора (Animal Spirit) него предмет озбиљних калкулација

¹⁷ Васиљевић, Бранко: Појам и обележја финансијског тржишта, Зборник: „Акционарска друштва, берзе и акције“, приредио проф. др Мирко Васиљевић, Правни факултет, Београд, 2006, стр. 717 – 718.

¹⁸ Jensen, Michael C.: The Efficiency of Takeovers, *The Corporate Board*, September/October 1985, str. 16 – 22. Цитирано према: Васиљевић, Б: Појам и обележја финансијског тржишта, Зборник: „Акционарска друштва, берзе и акције“, приредио проф. др Мирко Васиљевић, Правни факултет, Београд, 2006, стр. 718.

ризика ¹⁹, схваћеног као однос будућег претпостављеног приноса и вероватноће појављивања тог приноса.

Финансијско тржиште врши трансфер ризика са инвеститора који имају аверзију према ризику на инвеститоре који свесно преузимају ризик; ове операције се реализују кроз терминско финансијско тржиште или тржиште деривата. С друге стране, ризик се неутралише, у мери у којој је то омогућава финансијско тржиште, и кроз механизам изједначавања приноса на различите финансијске инструменте креирањем портфолија финансијских инструмената – држањем скупа инструмената, односно портфолио диверзификацијом.

Савремено финансијско тржиште је високорегулисано и саморегулисано тржиште. То је резултат како потребе да се обезбеди нормално вршење његових основних функција, једнакост и заштита интереса инвеститора, тако и потребе да се обезбеди нормална трансмисија монетарне политике, као и функционисање дефицитног финансирања државе. Осим регулаторне улоге, држава треба да обезбеди и стабилне макроекономске услове, односно одсуство инфлације и стабилан девизни курс, како вредносни параметри на финансијском тржишту не би били деформисани, што би довело до преливања капитала између различитих учесника на тржишту. Ако ови предуслови не постоје, „с једне стране се ограничава или укида мотивација инвеститора а, са друге, јављају се различити облици тзв. системског ризика, односно активира се неповерење инвеститора, што за последицу може имати и повлачење са тржишта. И у

¹⁹ Keynes, John Maynard: *Опита теорија запослености, камате и новца*, Култура, Загреб, 1956, стр. 200.

једном и у другом случају, резултат је општи пад цена финансијске активе, као и општа и дуготрајна криза финансијског тржишта²⁰.

Кретања у реалним привредним секторима детерминишу, као што је наведено, развој финансијског тржишта. Обим расположиве штедне и инвестиционе потребе производних јединица на примарном финансијском тржишту, на коме се врши мобилизација штедне у сврху улагања у производне активности, одређује обим примарне финансијске активе. Када финансијско тржиште достигне ниво развитка у коме његов сегмент трговине (секундарно тржиште) почне да доминира укупним тржиштем, на финансијском тржишту се формирају облици секундарне финансијске активе и испољавају се посебне тенденције кретања²¹, које имају за узрок психологију инвестирања и резултат су акција масе инвеститора. Као што је језгровито објаснио Џон Мајнард Кејнс, инвеститори у таквим условима настоје не само да претпоставе будуће кретање цена, него и да покушају да представе себи мишљење других о том будућем кретању цена и да на основу тога доносе одлуке о инвестирању или дезинвестирању на тржишту²². Пошто је делатност инвеститора усмерена на процену очекиваних кретања привреде, јер од тога зависи њихова инвестициона одлука, цене финансијских инструмената изражавају општу сагласност инвеститора о перспективама развитка привреде на кратак рок. Зато се и сматра да кретања

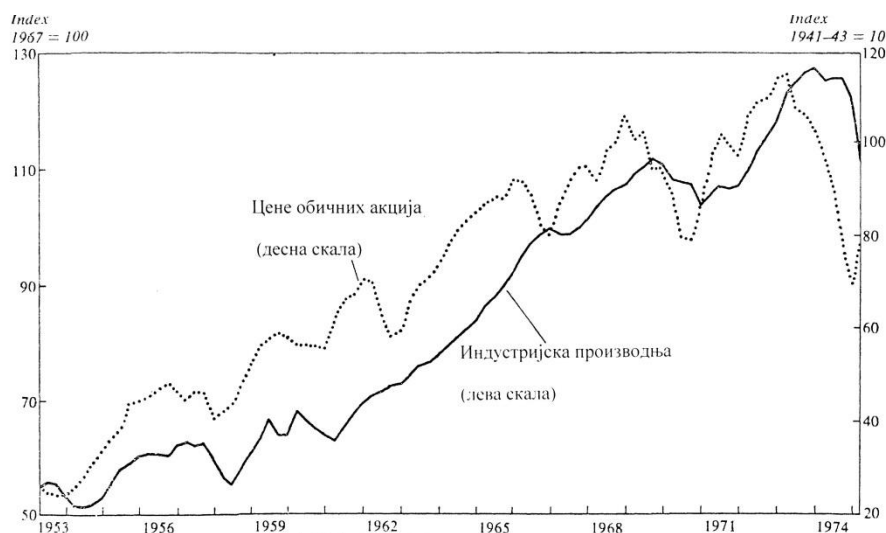
²⁰ Васиљевић, Бранко: Појам и обележја финансијског тржишта, Зборник: „Акционарска друштва, берзе и акције“, приредио проф. др Мирко Васиљевић, Правни факултет, Београд, 2006, стр. 718.

²¹ Активност на секундарном тржишту може довести до већег прилива капитала у област трговине финансијским инструментима, на штету примарног тржишта, односно мобилизације штедне у производни сектор и подизање обима реалне активе, односно реалног друштвеног богатства. Видети: Pagano, M., Panetta, F. and L. Zingales, The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy, *European Economic Review*, 40, 1996, стр. 1057-1069.

²² Keynes, John Maynard: *Општа теорија запослености, камате и новца*, Култура, Загреб, 1956, стр. 195.

на финансијском тржишту, односно његовом сегменту трговине, берзи акција, представљају индикатор будућег кретања привреде (берза као „барометар привреде“).

Финансијско тржиште и економска активност реалног сектора имају исти тренд кретања, а промене берзанских трендова претходе променама у економској активности просечно четири месеца; трендови кретања могу се сагледати из следећег графикана :



Графикон 1.1. Трендови кретања берзанске и пословне активности

Извор: Bosworth, Barry: *The Stock Market and the Economy*, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1975, стр. 259.

Наведени графикон показује водећу улогу кретања берзанских цена, али не изражава узрочно – последичну везу. Обрасци кретања на финансијском тржишту показују извесну самосталност, а понекад и потпуну одвојеност од кретања пословне активности. То је посебно случај када дође до великих флукуација цена (у случају шпекулативних балона) или до слома цена у тренуцима финансијских криза. Тада се кретање на финансијском тржишту прилагођавају кретању економске активности, а последица је велики губитак очекиване капиталне добити за инвеститоре.

Кретања на финансијском тржишту одражавају се на реалне секторе привреде преко канала потрошње и инвестиција.

Динамика потрошње становништва, власника финансијске активе, везана је за тзв. „ефекат богатства“, који је резултат раста цена финансијске активе. Раст цена доводи до формирања капиталне добити, као разлике у цени по којој је купљен финансијски инструмент и текуће цене; укупан принос на финансијски инструмент обухвата и обећани принос (камату, дивиденду) и капиталну добит. На основу укупног приноса, становништво планира своју потрошњу, с обзиром на то да може разумно да претпостави да ће ликвидност на тржишту бити присутна у тренутку када одлучи да прода свој финансијски инструмент. Ако цене финансијских инструмената падају, или је угрожена ликвидност тржишта, становништво мора да изврши преоцену планова трошења и стога пада укупна потрошња, а то значи и смањење агрегатне тражње и пад опште привредне активности²³. Искуства рецесија и криза на финансијском тржишту говоре о ограничавајућем утицају пада цена финансијске активе на потрошњу и на укупну привредну активност²⁴.

Други канал утицаја кретања цена на потрошњу представља тзв. „потрошачки сентимент“. Он се испољава у процени изгледа за будуће кретање привреде, односно дохотка које становништво добија из привреде. Уколико инвеститори процене да ће привреда пословати лошије, то ће се

²³ Детаљније видети у: Poterba, James: Stock Market Wealth and Consumption, *Journal of Economic Perspectives*, 2000, Vol. 14 (2), стр. 99 – 118. Процењује се да коефицијент маргиналне склоности потрошњи, која произилази из „ефекта богатства“, износи 3 – 7% и материјализује се у року од 1 – 3 године. Johann Burgstaller: Are stock returns a leading indicator for real macroeconomic developments? *Working Paper 0207*, Johannes Kepler University, Linz, July 2002.

²⁴ За рецесију 1972 – 73, илустрацију видети у: Bosworth, B.: The Stock Market and the Economy, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1975, стр. 262; за кризу из 1987. године, видети у: *The Wall Street Journal*, October, 20 / 23, 1987, а за кризу 2007 – 2008. године у: Васиљевић, Б.: *Основи финансијског тржишта*, шесто издање, Завет, Београд, 2009, стр. 281.

изразити у паду цена финансијских инструмената и редукцији потрошње становништва, односно смањењу агрегатне тражње.

Утицају финансијског тржишта на процес инвестирања, односно на инвестициону тражњу као елемент агрегатне тражње, теорија приступа кроз два концепта. Први је тзв. Милер-Модиљанијева хипотеза (Modigliani, Franco; Miller, Merton H.), по којој се вредност фирме одређује преко дисконтованог приноса на својински капитал изражен кроз акције и на дужнички капитала изражен кроз емитоване обвезнице. Берза утиче на обим инвестиционе активности фирме кроз одређивање трошкова прибављања капитала емисијом акција или обвезница, као и кроз одређивање дисконтне стопе као тржишне категорије. Закључак Милера и Модилјанија јесте да је вредност фирме постојана без обзира на то који тип финансирања она има, пошто се преко финансијског тржишта усклађује релативна вредност и једне и друге компоненте финансирања²⁵.

Други аналитички приступ утицаја финансијског тржишта на процес инвестирања у реалном сектору је модел вредновања финансијских инструмената, који сматра да је обим инвестирања одређен односом тржишне вредности фирме и трошкова замене фиксне активе. Амерички економиста Џејмс Тобин је означио овај однос као коефицијент „ q “²⁶. Када је вредност овог коефицијента већа од 1, онда је тржишна вредност капитала фирме већа од трошкова његове производње и фирма је стимулисана да инвестира. „У таквом моделу финансијског процеса, q обезбеђује везу између реалног и финансијског сектора, пошто представља однос између

²⁵ Modigliani, Franco and Miller, Merton H.: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, vol. 48, 1958, стр. 261-97.

²⁶ Tobin, James: A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, February 1969, стр.15 - 29.

приноса на реалну активу са приносом на својински капитал“²⁷. Анализе су показале да се може утврдити корелациона веза између кретања берзанских цена и обима инвестирања у предузећима²⁸.

Финансијско тржиште утиче на реални сектор и преко тзв. „билансног канала“: промена цене финансијске активе одражава се на величину биланса банака и других финансисјких институција, које поседују финансијске инструменте. То омогућава банкама да повећају или смање обим кредита становништву и на тај начин утичу на потрошњу, односно да повећају или смање обим кредита привреди и тако утичу на њено пословање²⁹.

1.2. ТЕОРИЈА ФИНАНСИЈСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ

Финансијска интеграција – схваћена као регионална интеграција финансијских тржишта - детерминисана је низом фактора, који одражавају степен реалне интеграције земаља, посебно у области међусобне трговине и кретања фактора производње. Државе се повезују у различите облике интеграционих целина – зоне слободне трговине, царинске уније, заједничка тржишта, економске уније, новчане уније – и сваки од ових облика врши утицај, у различитом степену, и на интеграцију финансијских тржишта држава које се повезују.

Теоријско објашњење интеграције финансијских тржишта претпоставља моделску анализу, односно изоловање утицаја емпиријских

²⁷ Bosworth, Barry: The Stock Market and the Economy, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1975, стр. 284.

²⁸ Barro, Robert, J.: The Stock Market and Investment, *NBER Working Paper 2927*, 1989.

²⁹ Bernanke, B. S., M. Gertler, and S. Gilchrist. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework, *NBER Working Paper 6455*, 1998.

фактора економске интеграције, ради анализе интеракција националних финансијских тржишта и обележја интегрисаног, јединственог финансијског тржишта. Теорија економске интеграције садржи низ претпоставки које су релевантне и за теорију финансијске интеграције, али не може да објасни све њене специфичности. То говори у прилог конституисању самосталних теоријских модела интеграције финансијских тржишта, односно посебних теорија регионалне финансијске интеграције. У овом раду ће бити размотрене три основне теорије.

1.2.1. ГРАВИТАЦИОНА ТЕОРИЈА

Гравитациона теорија, или модел финансијске интеграције, следи гравитациони модел међународне трговине, који је формулисао Јан Тинберген (Jan Tinbergen) 1962. године³⁰. Гравитациона теорија међународне трговине испитује какав би ток имала међународна трговина уколико не би постојале националне баријере; она сматра да се обим трговине између две земље односи позитивно према обиму њиховог дохотка, а негативно према дистанци између те две земље: другим речима, обим међусобне трговине је већи уколико су земље богатије и географски ближе³¹.

Гравитациона теорија финансијске интеграције полази од избора портфолија финансијских инструмената, који врше инвеститори ради смањивања ризика и обезбеђивања стабилних приноса. Ризици, који су специфични за поједини финансијски инструмент, могу се смањити држањем портфолија више финансијских инструмената, чији принос показује различиту висину и колебљивост.

³⁰ Tinbergen, Jan: *Shaping the world economy: Suggestions for an international economic policy*, Twentieth Century Fund, New York, 1962.

³¹ Deardoff, A.: *Determinants of Bilateral Trade: Does Gravity Works in a Neoclassical World?*, у: *The Regionalization of the World Trade*, Edited by Jeffrey A. Frankel, University of Chicago Press, 1998, стр. 7.

Теоријски модел портфолио селекције сматра да се оптимална диверзификација ризика постиже држањем портфолија који обухвата све или репрезентативни узорак финансијских инструмената на светском тржишту³². Сваки индивидуални портфолио садржао би две компоненте – домаћу активу и инострану активу. Ризичност портфолија једне земље мерила се висином стандардне девијације приноса на тај портфолио у односу на принос светског портфолија: што је виша стандардна девијација, виши је ризик³³.

Пошто конституисање међународног портфолија подразумева да је део активе изражен у иностраним новчаним јединицама, и колебање девизног курса може да повећа ризичност портфолија; диверзификацијом или терминским уговорима о куповини валуте (хеџинг) и овај ризик може да се смањи³⁴, али се може дефинитивно уклонити само уколико би се улагање вршило у условима постојања јединствене валуте.

Формирањем међународног портфолија може се знатно смањити укупни ризик портфолија: са држањем светски диверзификованог портфолија, стандардна девијација домаћег портфолија би се значајно смањила: са 27% на 12%³⁵. Однос домаћег портфолија и могућег иностраног портфолија у коме би се оптимално диверзификовао ризик улагања треба да

³² Obstfeld, M., Rogoff, K.: *Fundamentals of International Macroeconomics*, MIT, Boston, 1996, стр. 300 – 306.

³³ Bodi, Z., Kane, A, Marcus, A. J.: *Основи инвестирања*, шесто издање, Дата Статус, Београд, 2009, стр. 623 – 624.

³⁴ Alexander, Gordon J., Sharpe, William F.: *Fundamentals of Investments*, Prentice – Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1989, стр. 629.

³⁵ Bodi, Z., Kane, A, Marcus, A. J.: *Основи инвестирања*, шесто издање, Дата Статус, Београд, 2009, стр. 630.

буде такав да инвеститори из једне земље улажу у инострану финансијски активу сагласно уделу те земље у светском (укупном) тржишном портфолију.

Максимирање приноса портфолија било би остварено уколико би принос на активе различитих земаља био негативно корелисан.

И поред теоријски установљених користи које доноси конституисање светског портфолија, пракса финансијских тржишта показује да се инвеститори не опредељују на овај облик диверзификације својих портфолија. Истраживање Френча и Потербе (Kenneth R. French; James M. Poterba) показало је да су у портфолију инвеститора у веома малом обиму представљене акције иностраних емитената; инвеститори држе портфолио састављен углавном од домаћих акција. У случају САД, Јапана, Велике Британије, Немачке и Француске, домаће акције имају удео у укупним националним портфолијима од 95,7% до 79%³⁶. Наведени аутори ову појаву називају: „некомплетна диверзификација“, али је она данас позната и као „домаћа склоност“ инвеститора (енгл. Home Bias).

„Загонетка домаће склоности“ је: „контрадикција између очигледних користи држања глобално дисперзованог сета акција и јасног оклевања да се тако поступа“³⁷. Пошто инвеститори првенство дају улагању у финансијске инструменте домаћих емитената, то значи да очекују више приносе на домаћем финансијском тржишту. Зашто је то тако? Френч и Потерба истичу два основна фактора који би могли да детерминишу такву одлуку домаћег инвеститора: институционалне препреке улагању и понашање инвеститора. Институционални фактори могли би се односити на различите услове

³⁶ French, K. R., Poterba, J. M.: *Investor Diversification and International Equity Markets*, NBER Working Paper 3609, January 1991, стр. 1.

³⁷ Obstfeld, M. and Rogoff, K.: *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, Boston, 1996, стр. 304.

улагања у другим земљама, који би за резултат имали нижи принос: порезе, трансакционе трошкове, директна ограничења. Дејство ових фактора у савременим условима није довољно да реши „загонетку домаће склоности“, јер су државе углавном укинуле препреке кретању капитала а, с друге стране, тржишта су ликвидна и трансакциони трошкови су ниски.

Основни узрок „домаће склоности“ јесте понашање инвеститора. Прво, инвеститори са више оптимизма процењују очекиване приносе на домаћем, него на иностраном тржишту. Друго, инвеститори имају перцепцију повећаног ризика када је реч о улагању на иностраном тржишту; они не улажу само полазећи од очекиваног приноса, него и на бази информација које имају о иностраном тржишту, институцијама и фирмама. Ове информације су често недоступне, недовољне, неадекватне или скупе. Зато ови аутори закључују да „домаћа склоност“ проистиче из понашања инвеститора, а не из институционалних препрека инвестирању³⁸. Додатна анализа понашања инвеститора у САД и Јапану показала је да они првенство дају улагању у фирме које имају боље основе за примену фундаменталне анализе, посебно доступност информација (велике фирме, прерађивачка индустрија, фирме са добрим рачуноводством и сл.). „Домаћа склоност“ има основу у асиметричним информацијама, односно у неједнаком располагању информација везаних за инвестирање³⁹. Поред асиметричности информација, наведена загонетка објашњава се и низом других фактора, као

³⁸ French, K. R., Poterba, J. M.: Investor Diversification and International Equity Markets, *NBER Working Paper 3609*, January 1991, стр. 1.

³⁹ Kang, Jun-Koo and Stulz, Rene M.: Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan, *NBER Working Paper*, 1995, стр. 38. Shiller, R. J. et al.: Speculative Behavior in the Stock Markets: Evidence from the United States and Japan, *NBER Working Paper 3613*, February 1991.

што су трошкови трговине, правна ограничења, имобилност фактора производње и сл.⁴⁰

„Домаћа склоност“, међутим, има и дубљу економску суштину, везану за однос домаће акумулације и штедње, а коју објашњава тзв. Фелдштајн – Хориока хипотеза (Feldstein; Horioka) . Уколико постоји мобилност капитала на светском нивоу не би требало да постоји веза између обима домаће штедње и обима домаћих инвестиција. Али, ако институционална ограничења и преференце инвеститора спрече међународно кретање капитала, онда ће се сваки прираст домаће штедње одразити у додатном домаћем инвестирању⁴¹ .

Одступање у избору портфолија од теоријски идеалног светског портфолија, довело је до формулисања још две „загонетке“: дистанце и корелације.

Прва се састоји у чињеници да су инвеститори склонији да улажу у географски блиске земље, иако портфолио теорија имплицира да је са становишта диверзификације ризика корисније инвестирати у удаљене земље, јер је финансијска актива „бестелесна“ и не постоје транспортни трошкови инвестирања (оно се данас обавља електронским путем). За инвеститоре би нормално понашање било инвестирање у удаљене земље, пошто би принос на улагање био мање корелисан са домаћим приносом и стога су потецјали диверзификације већи. Емпиријска истраживања, међутим, показују да је дистанца негативно корелисана са трговином

⁴⁰ Obstfeld, M. and Rogoff, K.: Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is there a Common Cause?, *NBER Macroeconomics Annual 2000*, Vol. 15, June 2001, стр. 339 – 412.

⁴¹ Feldstein, M., Horioka C.: *Domestic Saving and International Capital Flows*, 1979, стр. 18.

финансијском активом: за свако повећање дистанце између тржишта две земље за 10%, трговина финансијском активом се смањује до 7%⁴².

Друга загонетка изражава емпиријску чињеницу да инвеститори улажу више у земље у којима су приноси тесно корелисани са приносима у домаћој земљи, иако портфолио теорија сматра да је већа добит од диверзификације може да се оствари улагањем у земље са мање корелисаним приносима⁴³. Висока позитивна корелација остварује се између портфолија развијених земаља (израчунати на бази њихових берзанских индекса). Односи корелације приноса акција представљени су следећом табелом⁴⁴:

Табела 1.2. Односи корелације приноса акција

	САД	Немачка	Енглеска	Јапан	Аустралија	Канада	Француска
САД	1,00						
Немачка	0,77	1,00					
Енглеска	0,84	0,85	1,00				
Јапан	0,54	0,40	0,52	1,00			
Аустралија	0,76	0,72	0,77	0,53	1,00		

⁴² Aviat, A. And Coeurdacier, N.: *The Geography of Trade in Goods and Asset Holdings*, DR 06012, ESSEC Business School, Paris, October 2006, стр. 13.

⁴³ Portes, R. and Rey, H.: *The Determinants of Cross Border Equity Flow*, Center for Economic Performance, LSE, London, February 2000, стр. 4.

⁴⁴ Прилагођено из: Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus: *Основи инвестиција*, шесто издање, Дата Статус, Београд, 2009, стр. 628.; видети и код: Faruqee, H. et al.: *The Determinants of International portfolio Holdings and Home Bias*, Working Paper WP/04/34, IMF, Washington, 2004, стр. 3.

Канада	0,82	0,77	0,77	0,55	0,75	1,00	
Француска	0,75	0,94	0,88	0,46	0,69	0,78	1,00

Извор: Прилагођено из: Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus: *Основи инвестиција*, Шесто издање, Дата Статус, Београд, 2009, стр. 628

Позитивна корелација портфолија развијених земаља указује на то да узајамно инвестирање између тих земаља доноси нижи принос. Зашто инвеститори ипак бирају таква улагања може се објаснити како аверзијом према ризику, тако и сличношћу институционалних услова .

Хипотеза недовољне диверзификације, заједно са „загонеткама“ дистанце и корелације, основа је за теорију гравитационог модела инвестирања, који може да објасни регионално повезивање финансијских тржишта, односно финансијску интеграцију.

Гравитациони модел инвестирања има основу у претпоставци да степен међусобне повезаности земаља у трговини финансијском активом зависи од обима њихових финансијских тржишта и географске дистанце (удаљеност центара трговине). Из тога произилази да у овом моделу дистанца објашњава понашање инвеститора које се испољава у улагању на домаћем тржишту или тржишту земаља које су географски блиске. Наиме, обим инвестирања у инострану портфолију, сагласно гравитационој теорији, зависиће од обима капитализације у земљама које инвестирају (односом обима финансијске активе подељеном са бруто друштвеним производом) и дистанце између земаља. Гравитациона једначина, која изражава овај модел, има следећи израз⁴⁵:

⁴⁵ Portes, R. and Rey, H.: *The Determinants of Cross Border Equity Flow*, Center for Economic Performance, LSE, London, February 2000, стр. 5.

$\text{Log}(T_{AB,t}) = a_1 \log(\text{mcap}_{A,t}) + a_2 \log(\text{mcap}_{B,t}) + a_3 \log(\text{distance}_{AB,t}) + a_4$
 information
 variables + a_5 transaction technology variables + a_6 cyclical variables + $\theta_{AB,t}$

односно, трговина финансијском активом (узајамно инвестирање) између две земље, А и Б, у одређеном временском периоду ($T_{AB,t}$) биће једнако збиру тржишне капитализације у земљи А ($\text{mcap}_{A,t}$), тржишне капитализације у земљи Б ($\text{mcap}_{B,t}$), дистанци између две земље ($\text{distance}_{AB,t}$), информационах варијабли, варијабли трансакционе технологије и цикличних варијабли. Једначина може садржати и друге варијабле (у једначини означене са „?“), уколико се оне тестирају у моделу.

Ова једначина може да се изрази и у другом облику⁴⁶:

$$\log(eq_{i,j}) = \text{const} + \beta \log(GDP_i) + \beta \log(GDP_j) + \beta \log(\text{dist}_{i,j}) + \varepsilon_{ij}$$

у коме се посматра обим инвестиране финансијске активе ($eq_{i,j}$) земље i у земљи j и уместо тржишне капитализације, користи величина бруто друштвеног производа посматраних земаља (GDP), као могућа замена за величину финансијског тржишта. Дистанца (dist) остаје варијабла и у овом облику једначине.

Јасно је да дубље тржиште пружа веће могућности инвестирања и то се односи како на домаће, тако и инострано тржиште. Када је реч о дистанци, она у међународном инвестирању у финансијску активу представља синоним за асиметричност информација; „инвеститори из различитих земаља имају различите сетове информација, што снажно утиче на њихове међународне трансакције“⁴⁷. Трошкови информација, ефикасност

⁴⁶ Faruqee, H. et al.: The Determinants of International portfolio Holdings and Home Bias, *Working Paper WP/04/34*, IMF, Washington, 2004, стр. 11.

⁴⁷ Portes, R. and Rey, H.: *The Determinants of Cross Border Equity Flow*, Center for Economic Performance, LSE, London, February 2000, стр. 14.

трансмисионих технологија и степен асиметрије информација „имају снажну географску компоненту“, која утиче на инвестиционо понашање и због тога ће инвеститор који има аверзију према ризику улагати на домаће и регионално тржиште а не на удаљенија тржишта о којима нема потпуних информација; „асиметричност информација расте са растом дистанце“⁴⁸. У гравитационом моделу који су предложили Ричард Портес (Richard Portes) и Хелена Реј (Helene Rey), „мотив диверзификације је скоро комплетно под доминацијом информација“⁴⁹.

Такво понашање великог броја инвеститора има као природну последицу формирање регионалног тржишта финансијске активе, које решава и загонетке некомплетне диверзификације. У регионалном окружењу, информације постају транспарентније и добијају квалитет домаћих информација; посебно када се има у виду чињеница да се и регионална трговина робом и услугама понаша по гравитационом моделу, и ако географски блиске земље уведу режим слободног кретања капитала.

Регионално тржиште показује заједничко кретање националних тржишта, односно високи степен корелације приноса и формирање јединствених параметара приноса. Финансијска интеграција на регионалном нивоу пружа решење корелационе загонетке. Информационе асиметрије се отклањају регионалним кретањем информација али и регионалним кретањем капитала и регионалном диверзификацијом портфолија. Инвеститори доживљавају регионално тржиште као домаће и стога су спремни да остварују нижи, али стабилан принос. Међутим, ово тесно повезивање националних тржишта, односно стварање јединственог тржишта

⁴⁸ Portes, R. and Rey, H.: *The Determinants of Cross Border Equity Flow*, Center for Economic Performance, LSE, London, February 2000, стр. 4.

⁴⁹ Portes, R. and Rey, H.: *The Determinants of Cross Border Equity Flow*, Center for Economic Performance, LSE, London, February 2000, стр. 1.

може довести до јаког преливања кризе на регионалном тржишту⁵⁰. Поједини аутори налазе да се у периодима кризе повећава корелација између националних тржишта; „то значи да диверзификација не доноси корист онда када је то најпотребније“⁵¹. Због тога је забележена појава да инвеститори у периодима кризе превазилазе „домаћу склоност“ у инвестирању и да диверзификују портфолио путем инвестирања на мање корелисана тржишта⁵².

1.2.2. ФУНКЦИОНАЛНА ТЕОРИЈА

Функционална теорија финансијске интеграције природни је наставак функционалне и неофункционалне теорије регионалне интеграције, која анализира политичке и економске покретаче интеграционих процеса, посебно у оквиру Економске и монетарне уније. Основни нагласак ове теорије стављен је на активност недржавних фактора интеграције и преливање (енгл. Spillover) импулса интеграције са једног на други сегмент економског система. „Најопштије формулисано, преливање се односи на ситуацију у којој дата акција, која се односи на одређени циљ, ствара ситуацију у којој се остваривање првобитног циља може осигурати једино кроз предузимање даље акције, која са своје стране ствара даљи услов и потребу за више акције и тако даље“⁵³. Интеграција је сталан процес интеракције између тржишних структура, које постепено стварају

⁵⁰ Flavin, T. J., Hurley, M. J., Rousseau, F.: *Explaining Stock Market Correlation: A Gravity Model Approach*, National University of Ireland, Maynooth, 2001, стр. 10.

⁵¹ Bodi, Z., Kane, A., Marcus, A. J.: *Основи инвестирања*, шесто издање, Дата Статус, Београд, 2009, стр. 632.

⁵² Vermeulen, R.: *International Diversification During Crisis: A Blessing for Equity Investors*, IMF, Washington, 2011.

⁵³ Lindberg, L.: *The Political Dynamics of European Economic Integration*, Stanford University Press, Stanford, 1963, стр. 10. Цитирано према: Bache, Ian and George, Stephen: *Politics in the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006, стр. 10.

наднационалне елементе интеграције; развој интеграције често превазилази интенције почетних елемената интеграције: на пример, царинска унија нужно води економској интеграцији, а она изазива процесе монетарне интеграције⁵⁴.

Преливање има два основна облика. Функционално преливање обухвата ширење регионалне интеграције са једног сектора на други, који је с њим тржишно или технолошки повезан, тако да ниједан не може да функционише уколико други није интегрисан. Политичко преливање значи формирање политичког притиска интересних група, усмереног на то да се интегрише неки технички функционални сектор. Када се интеграција оствари, интересне групе везане за тај сектор померају притисак на наднационални ниво, уочавајући предности и баријере интеграције и утичу на националне државе у правцу интеграције и других технички функционалних сектора.

Функционална теорија финансијске интеграције посматра утицај тржишних процеса на интеграцију појединих сегмената пружања финансијских услуга и формирање регионалног финансијског тржишта. Реч је о постепеном процесу регионалног финансијског интегрисања; оно не може бити резултат нормативне акције на плану регионалне интеграције или њених држава чланица, већ дејства тржишних фактора, уз одговарајуће прилагођавање нормативног оквира том процесу. Ова теорија не искључује политичке утицаје интересних група на процес интеграције; оне делују у сваком тржишном сегменту, како на националном, тако и на наднационалном нивоу.

⁵⁴ За друге примере, видети: Bache, Ian and George, Stephen: *Politics in the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006, стр. 11.

Релевантност функционалне теорије за финансијску интеграцију може да се анализира како са егзогеног становишта, посматрањем утицаја фактора спољне трговине, тако и са ендемог становишта, односно импулса који су креирани унутар структура финансијског тржишта.

Пораст трговине између две земље носи собом и пораст узајамног улагања капитала, односно пружања финансијских услуга, једном речју, раст финансијске активе. Истраживања су показала да раст билатералне трговине између две земље од 10%, доводи до раста обима узајамне финансијске активе (финансијски холдинг) од 6 – 7% . И обрнуто, раст обима узајамног власништва активе од 10% доводи до раста билатералне трговине од 2- 5%⁵⁵. Сваки облик економске интеграције доводи до двоструког резултата. С једне стране, креирају се додатни трговински токови унутар интеграционе целине („креирање трговине“), односно повећава се обим трговине између интегрисаних држава. С друге стране, смањује се трговина са земљама изван регионалне интеграције („скретање трговине“). Колики су ефекти креирања трговине, питање је конкретне интеграционе творевине. Истраживање које је вршио А. К. Роуз (Andrew K. Rose) ради оцене трговинских ефеката увођења јединствене европске валуте, показало је да је ефекат увођења заједничке валуте на креирање трговине између земаља био веома велики: трговина између земаља које припадају монетарној унији повећава се преко три пута!⁵⁶ Каснија истраживања су знатно смањила овај „Роузов ефекат“⁵⁷, али су потврдила да се обим трговине повећава; а може се претпоставити да се пропорционално повећава и креирање финансијске активе.

⁵⁵ Aviat, A. And Coeurdacier, N.: *The Geography of Trade in Goods and Asset Holdings*, DR 06012, ESSEC Business School, Paris, October 2006, стр. 1.

⁵⁶ Rose, A. K.: *One Money, One Market: Estimating the Effects of Common Currencies on Trade*, *NBER Working Paper 7432*, December 1999.

⁵⁷ Baldwin, R. Et al.: *Study on impact of the euro on trade and foreign direct investment*, *Economic Papers 321*, *European Economy*, European Commission, 2008.

Када је реч о преливању у оквиру финансијског тржишта, онда би требало посматрати дејство либерализације капитала и финансијских услуга на развитак финансијске интеграције. Либерализација кретања капитала доводи до слободе инвестирања и пружања финансијских услуга на прекограничном нивоу. Слобода инвестирања значи како портфолио улагања, тако и стране директне инвестиције. Портфолио улагања доводе до формирања инвестиционих фондова, који имају као простор за диверзификацију портфолија целину регионалне интеграције. Трговина финансијским инструментима на регионалном тржишту има за последицу интеграцију берзи (регулисаних тржишта). Слобода кретања финансијских услуга претпоставља да њихови пружаоци у другој земљи оснивају фирме или пружју прекограничне услуге из матичне земље; повећани обим тржишта изазива интеграцију пружалаца финансијских услуга, на пример банака, чији је резултат стварање финансијских конгломерата на регионалном нивоу. Ови процеси стварају регионално финансијско тржиште, а деловање конкуренције на њему доводи до формирања регулаторних вредносних величина. Процеси интеграције активирају захтеве интересних група за регулацијом или дерегулацијом, односно до формирања наднационалних органа на нивоу регионалне финансијске интеграције.

Обележја и домаћај функционалне теорије на примеру Европске уније представљени су следећим цитатом:

„Европске власти су следиле прагматичан приступ интеграцији, уочавајући и отклањајући специфичне препреке, док су остављале тржишним учесницима да интеграцију претворе у реалност. Овај прагматизам је мотивисан сложености изазова и чињеницом да радикална решења – као што су јединствени правни, регулаторни и надзорни систем Уније – нису сматрани политички остваривим. Овај приступ је

функционисао добро све док су третиране многе техничке препреке интеграцији и довео је до значајне користи у облику јевтинијег капитала и бољих услуга за бизнис и потрошаче. Али, препреке пуној финансијској интеграцији су огромне и њихово отклањање захтеваће јаку политичку обавезу“⁵⁸.

1.2.3. ИНСТИТУЦИОНАЛНА ТЕОРИЈА

Институционална теорија је дуго присутна у економској и политичкој теорији. Она данас, у облику „новог“ институционализма, анализира економске појаве полазећи од два основна принципа: први говори о значају институција („институције су важне“), а други о важности трансакционих трошкова за ефикасност економског система. И један и други принцип односи се и на теорију финансијске интеграције. Методолошки је, међутим, важно истаћи да се институције у овом теоријском правцу схватају не само као формално организовани облици колективне интеракције (нпр. држава, парламенти, судови), него и друга ограничења понашања људи, како формална (правила, закони, устави), тако и неформална (норме понашања, конвенције и самонаметнута понашања, али и језик, култура) и средстава којима се намеће њихово понашање⁵⁹.

Институције утичу на финансијску интеграцију земаља на два начина: као носиоци интеграције (егзогени фактор) и креатори интеграције (ендогени фактор).

Резултати истраживања утицаја институција као носилаца интеграције могу се сумирати на два нивоа: прво, утицај формално

⁵⁸ Fonteyne, Wim: EU: From Monetary to Financial Union, IMF, *Finance and Development*, June 2006, vol. 43, No. 2, стр. 1.

⁵⁹ Видети шире у: North, D. C.: *Economic Performance Through Time*, Nobel Prize Lecture, December 1993.

организованих институција и друго, интеракција институција и интеграције.

Као облик формално организоване институције, држава утиче на процесе интеграције као представник општег интереса и носилац обезбеђивања јавних добара грађана. Држава може, уколико су „трансакциони трошкови нижи од друштвених користи стварања институција“⁶⁰ учествовати у стварању наднационалних облика економске и политичке интеграције.

Истраживања су показала корелативну везу интеракције институција и финансијске интеграције. Анализа утицаја правних институција на корпоративно управљање и финансирање предузећа, коју су извршили Ла Порта и други (La Porta et al.)⁶¹, показало је да земље са развијенијим институцијама имају већи прилив инвестиција. Посебно је анализирана ефикасност правног система (владавина права, вршење права, корупција, ризик експропријације и одбијања уговора) везана за порекло правног уређења (англосаксонски или континентални тип) и корпоративно управљање везано за заштиту акционара (домаћих и иностраних инвеститора), као и квалитет рачуноводственог система. Сви ови фактори одређују квалитет финансијског тржишта једне земље; то значи да одређују и потенцијал њене финансијске интеграције. Другачије речено, финансијска интеграција је позитивно корелисана са правном и другом традицијом земаља, као и са интегритетом држава (низак ниво државне корупције); и обрнуто, финансијска интеграција може имати негативан утицај на земље са

⁶⁰ North, D. C.: *Growth and Cultural Change*, W. W. Norton, New York, 1981, цит. по: La Porta et al.: *Quality of Government*, *NBER Working Paper 6267*, September 1998, стр. 13.

⁶¹ La Porta, R. et al.: *Law and Finance*, *NBER Working Paper 5661*, July 1996.

слабим институцијама и политиком – може стимулисати одлив капитала из земаља које већ имају оскудицу у капиталу у земље са вишком капитала⁶².

Други правац истраживања везан је за утицај културних веза, језика, заједничке историјске прошлости посматраних земаља и ставља утицај институција у контекст гравитационе теорије финансијске интеграције. Што су финансијска тржишта са сличнијим институцијама (уз географску близину), утолико је већа могућност њихове регионалне интеграције⁶³.

Међутим, формалне институције теже конвергенцији: са економским развојем институције у различитим земљама постају све сличније. Зато је важно посматрати деловање неформалних институција на финансијску интеграцију. Аутори: Гизо, Сапиенца и Зингалес (Guiso, Sapienza, Zingales) анализирали су ефекте узајамног поверења инвеститора (и грађана у ширем смислу) једне земље према грађанима и институцијама других земаља на улагања у финансијску активу у другим земљама. Полазни став ове анализе је да „у свету у коме је извршавање уговора имперфектно и/или где је немогуће или прохибитивно скупо да се у уговоре упишу све будуће непредвиђене околности, степен узајамног поверења је основна компонента сваке економске трансакције“⁶⁴. На узајамно поверење утичу како објективна обележја државе у којој се инвестира, тако и културни аспекти: религија, историја, генетске сличности. Поверење које уобличавају ови културни аспекти може се истраживати преко неформалних институција: морала, предрасуда, религијске блискости, историје ратова и др. Истражујући структуру пласмана инвестиционих фондова у иностранству, наведени

⁶² Edson, H. J. et al.: *International Financial Integration and Economic Growth*, IMF, 2002, стр. 26.

⁶³ Flavin et al.: *Explaining Stock Market Correlation: A Gravity Model Approach*, National University of Ireland, Maynooth, 2001, стр. 17.

⁶⁴ Guiso, I., Sapienza, P., Zingales, L.: *Cultural Biases in Economic Exchanges*, NBER Working Paper 11005, December 2004, стр. 1.

аутори показали су да степен релативног поверења улагача из једне земље утиче на улагање портфолио активе у другим земљама: „Портфолио улагања су јако усмерена према земљама за чије становнике се сматра да им се може више веровати“⁶⁵. Ефекти поверења знатно превазилазе ефекте гравитационог модела.

Институције креирају интеграционе процесе. „Када се развије обим економске активности, постају доступне боље институције и стога се могу побољшати перформансе државе. Боља држава, са своје стране, побољшава економске перформансе, тако да обим економске активности постаје ендеген“⁶⁶. Ова констатација важи и за однос националних и наднационалних институција и финансијског тржишта. Интеграционе институције хармонизацијом регулативе, стварањем оквира пословања, заштитом инвеститора и другим акцијама, стварају институционалне претпоставке за функционисање интегрисаног финансијског тржишта. Заједничка валута стимулише финансијску интеграцију укидањем ризика девизног курса и асиметричних информација везаних за очекивања о цени новца⁶⁷.

Посебно је важно и у условима интеграције посматрати утицај институција у ширем смислу. Ниједна интеграција регионалног карактера не може одједном и потпуно да створи односе поверења између економских учесника; степен поверења може бити различит, а то се може одразити на финансијску интеграцију. Истраживања која су анализирали утицај

⁶⁵ Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L.: *Cultural Biases in Economic Exchanges*, *NBER Working Paper 11005*, December 2004, стр. 5.

⁶⁶ North, D. C: *Growth and Cultural Change*, W. W. Norton, New York, 1981. Цитирано по: La Porta et al.: *Quality of Government*, *NBER Working Paper 6267*, September 1998, стр. 5.

⁶⁷ Flavin et al.: *Explaining Stock Market Correlation: A Gravity Model Approach*, National University of Ireland, Maynooth, 2001, стр. 11.

социјалног капитала (поверења у институције и узајамног поверења) на примеру региона у Европској унији, могу се сматрати релевантним и за целину финансијског тржишта: „људи ће вероватно инвестирати мање ако мање верују једни другима и ако немају поверење у институције, тј. тамо где је социјални капитал низак“⁶⁸. Развијени социјални капитал подстиче финансијску интеграцију.

1.3. ФАКТОРИ ИНТЕГРАЦИОНИХ ПРОЦЕСА ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА

Теоријски ниво посматрања финансијске интеграције указао је на економске, политичке, друштвене и културне тенденције – аналитички, оне су размотрене пре свега као корелације посматраних варијабли, али су откривене и одређене узрочно – последичне везе, које објашњавају прерастање националних финансијских тржишта у јединствено регионално тржиште. Фактори интеграције представљају испољавање тих тенденција и представљају конкретни појавни облик процеса који повезују национална финансијска тржишта. Они су скуп економских и политичких претпоставки, које омогућавају економским субјектима да реализују предности интегрисаног финансијског тржишта.

1.3.1. ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА КАО СЕГМЕНТ ЕКОНОМСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ

Финансијска интеграција може да настане као уговорна или спонтана творевина. У првом случају, она настаје као одговор на финансијске поремећаје или кроз елиминацију рестрикција у прекограничним

⁶⁸ Ekinci, M. F., Kalemli Ozcan, S., Sorensen, B.: Financial Integration within EU Countries: The Role of Institutions, Confidence and Trust, *NBER Working Paper 13440*, September 2007, стр. 2.

финансијским операцијама од стране држава чланица, а такође и кроз хармонизацију и регулисање финансијског система ради потпуне унификације регионалног тржишта. У другом случају, она може настати спонтаном поделом информација, улагањем капитала или позајмљивањем на финансијском тржишту⁶⁹.

Земље повезане економском интеграцијом повезане су и финансијском интеграцијом. Остваривање циљева економске интеграције, посебно обезбеђивање економског раста и повећања благостања становништва, не могу се постићи без конкурентног финансијског тржишта. „Разноврсност финансијских услуга и ниски трошкови капитала витални су за функционисање сваког сектора привреде“⁷⁰. Тржишне структуре, укључив и интегрисано финансијско тржиште, настају као резултат конкуренције економских субјеката на нивоу економске интеграције, али и регулаторних мера које, с једне стране, обезбеђују деловање тржишног механизма а, с друге стране коригују његове несавршености.

Економски субјекти користе економску интеграцију да инвестирају или обезбеде пружање финансијских услуга на познатом тржишту; интеграција подстиче решавање проблема асиметричности информација. Информације које су доступне на регионалном нивоу омогућавају ефикасно деловање тржишта, што за резултат има конвергенцију приноса. На доступним информацијама базирана перцепција ризика у регионалним оквирима решава проблем аверзије према ризику инвеститора.

⁶⁹ Видети: Ho, N. W.: *Financial Integration: Concepts and Impacts*, Macao Monetary Authority, Research and Statistical Department, Macao, 2007, стр. 71.

⁷⁰ Koskenkyla H., ed.: *Financial Integration, Bank of Finland Studies, A:108.2004*, Helsinki, 2004, стр. 18.

Економске интеграције укључују и елементе хармонизације правних правила везаних за јединствено тржиште, укључујући и финансијско тржиште⁷¹. Тај процес поставља економске субјекте у једнаки конкурентни положај, омогућавајући ширење домена инвестирања, али и спречавање тенденција монопола и олигополске конкуренције на тржишту. Поред тога, хармонизују се и фундаменталне претпоставке слободе инвестирања, какве су право својине, заштита уговора, спречавање самовоље органа власти држава чланица.

Координације политике девизних курсева држава чланица економске интеграције или увођење јединствене валуте омогућава, с једне стране, уклањање девизног ризика и већу транспарентност цена као основног фактора усмеравања инвеститора у профитабилне пројекте а, с друге стране, смањивање трансакционих трошкова финансијских операција.

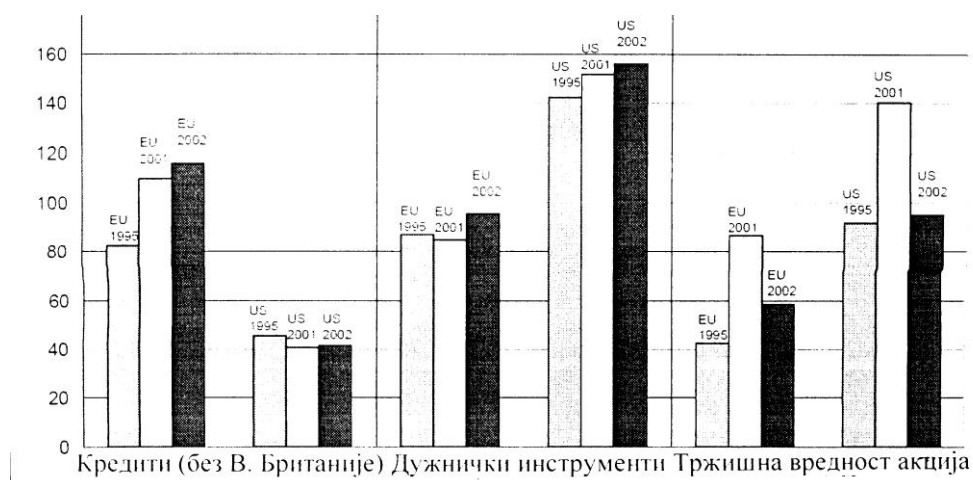
Најзад, треба истаћи и деловање институција. Процес доношења одлука на нивоу регионалних економских интеграција може отворати могућности финансијске интеграције, а координација економских политика држава чланица економске уније може знатно допринети финансијској интеграцији на регионалном нивоу.

1.3.2. КОНКУРЕНТНОСТ, ЕКОНОМИЈА ОБИМА, ТЕХНОЛОШКЕ ПРОМЕНЕ

Финансијска интеграција стимулисана је конкуренцијом различитих структура финансијских тржишта. Ова конкуренција се одражава на ефикасност алокације капитала у привреди и доприноси укупној

⁷¹ Хармонизација регулативе у оквиру Европске уније, посебно подстакнута доношењем Акционог плана за финансијске услуге (ФСАП) 1998. године, обухватила је 42 мере везане за хармонизацију банкарског тржишта, тржишта хартија од вредности и осигурања, са 27 директива и 2 уредбе. Papaioannou et. Al.: *What is it good for? Absolutely for financial integration* .www.voxeu.org/article/euro-s-financial-integration-europe.

продуктивности фактора производње, односно економском расту. За поређење се обично узимају структуре финансијских тржишта САД и европских земаља, које показују колики обим финансирања привреде има порекло у прикупљању капитала кроз тржишне механизме, односно, колико привреда обезбеђује капитала преко банкарског система. Према том критеријуму, разликују се тржишни и банкарски системи (облици) финансирања привреде. Графикон 1.2. илуструје разлику.



Графикон 1.2. Структура финансијских система САД и Европске уније

Извор: Koskenkyla H., ed.: *Financial Integration, Bank of Finland Studies, A:108.2004*, Helsinki, 2004, стр. 18.

Тржишни систем остварује ефикаснију алокацију капитала, а његова величина (мерена обимом тржишне капитализације, или односом обима финансијске активе према бруто друштвеном производу) има одлучујући значај за брзину реалокације капитала усмерене на области улагања које су најпрофитабилније, односно које подижу укупну продуктивност привреде. Да би на макро нивоу остварили повећање ефикасности привреде, под

дејством конкуренције тржишних система, банкарски системи финансирања треба да прођу кроз структурне промене; финансијска интеграција омогућава да се оне остваре са мање фрикција. Један од основних разлога уклањања регулаторних баријера на финансијском тржишту Европске уније (FSAP), инициран Ламфалусијевим (Alexander Lamfalussy) извештајем, било је подизање његове ефикасности у односу на финансијско тржиште САД⁷².

Конкуренција на микро нивоу пружања финансијских услуга такође пружа импулс финансијској интеграцији. На јединственом финансијском тржишту може се остварити економија обима (Economy of Scale) и разноврсности (Economy of Scope), пошто се отклањају баријере уског националног тржишта. То стимулише раст финансијских институција и снижавање трошкова пословања и цене финансијских производа; с друге стране, јединствено тржиште је простор за консолидацију финансијских институција (стварање финансијских конгломерата), пријатељском интеграцијом или непријатељским преузимањем. Концентрација ствара, међутим, нове ризике на јединственом тржишту, посебно системски ризик.

Конкуренција финансијских институција стимулише развој технологије и иновацију производа. Комуникациона технологија и компјутерска технологија леже у основи савременог развоја финансијских услуга. Развој ових области је драматично повећао могућности преноса података и снижавања трошкова коришћења. Овакав развој технологија и комуникација довео је до директне непосредне (On Line) комуникације пружалаца и корисника финансијских услуга, као и финансијских посредника, тако да се трансакције извршавају у реалном времену. Могућности компјутерске технологије дозвољавају веома брзу обраду података на организованим тржиштима, што значи да се цена финансијских

⁷² (Lamfalussy Report) Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussels, 15 February 2001, стр. 8.

инструмената формира тренутно, обухватајући целокупну понуду и тражњу, подижући тиме информациони квалитет цене финансијских инструмената⁷³.

Регулаторна институција на финансијском тржишту САД, Комисија за хартије од вредности, на следећи начин сумира утицај савремене технологије на финансијско тржиште: „Пошто је снага компјутера постала експоненцијално много моћнија и компаративно јевтинија, технологија је трансформисала финансијска тржишта САД. Компјутерски системи су обезбедили могућности без преседана за иновације и конкуренцију у тржишним операцијама, брзини и тачности у обради трговине и стварању развијених техника управљања портфолиом и ризиком. Такође, технологија је драматично повећала приступ инвеститора информацијама о ценама финансијских инструмената и другим информацијама“⁷⁴. Развој технологије довео је не само до комуникационе интеграције тржишта, него и до реалне интеграције финансијских институција, као што су организована тржишта - берзе. Сателитске комуникације дају могућност да финансијско тржиште функционише 24 часа, без обзира на временске зоне.

Развој технологије и конкуренција стимулишу иновације, као начин да се на финансијском тржишту оствари додатни профит. “Финансијским иновацијама се може сматрати технолошки напредак који олакшавају приступ информацијама, трговини и средствима плаћања, као и појава нових финансијских инструмената и услуга, нових облика организације и

⁷³ Видети шире: Harris, L.: *Trading & Exchanges – Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, Oxford, 2003.

⁷⁴ SEC: *Report to the Congress: The Impact of Recent Technological Advances in the Securities Markets*, Ch. IV, Washington, 1997.

развијенијих и комплетнијих финансијских тржишта“⁷⁵. Да би нови финансијски инструмент или процес могао да се сматра иновативним, по мишљењу Ван Хорна (James Van Horne), „он мора омогућити финансијском тржишту да делује ефикасније или да га учини комплетнијим... Већа ефикасност остварује се смањењем трансакционих трошкова. Већа комплетност значи да се дизајнира нови финансијски инструмент, чији принос не би могао да буде замењен комбинацијом приноса постојећих финансијских инструмената“⁷⁶.

Потпун преглед финансијских иновација на финансијском тржишту од почетка 70-тих година прошлог века даје Џон Финерти (John D. Finnerty). Иновације су настале као резултат растуће волатилности каматних стопа, дерегулације финансијског тржишта и технолошких промена. Сваком од ових узрока одговара сет нових финансијских производа, процеса и институција, преко 60 иновација⁷⁷.

Иновације се односе на финансијске „производе“, процесе и институције⁷⁸, али и на комплексне финансијске структуре, какве су биле иновације на хипотекарном тржишту пре избијања финансијске кризе 2007. године. Посебно развијени финансијски „производи“ су везани за финансијске деривате. Карактер ових инструмената открива њихову намену: коришћење деривата може донети повећени профит. Они су инструменти за

⁷⁵ Salans, E. D.: *Speech to the 38th SEACEN Governors Conference*, Manila 13. 02.2003.
<http://www.ecb.int/press/key/date/2003/html/sp030213.en.html>.

⁷⁶ Цитирано према: Finnerty, J. D.: *Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview*, *Financial Management*, vol. 17, No. 4 (Winter) 1988, стр. 16.

⁷⁷ Finnerty, J. D.: *Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview*, *Financial Management*, vol. 17, No.4 (Winter) 1988, стр. 17.

⁷⁸ Видети шире: Васиљевић, Б.: *Основи финансијског тржишта*, Завет, Београд, 2009, стр. 16 – 17.

шпекулативне операције на тржишту, чиме се повећава ризик, али се могу користити и као средство за трансфер ризика (на пример, свопови кредитног ризика). Од процедура креирања и коришћења финансијских инструмената, посебно треба издвојити процесе секјуритизације, којима се неликвидна актива финансијских институција претвара у тржишне инструменте. Када је реч о новим институцијама, на принос и ризик су посебно утицали фондови осигурања (Hedge Funds), као и разни облици специјалних финансијских институција "у сенци", које служе за избегавање регулаторних ограничења на финансијском тржишту.

Иновације остварују низ функција на финансијском тржишту. Питер Туфано (Peter Tufano) наводи, као основне, следеће функције иновација⁷⁹:

- комплетирање инхерентно некомплетних сегмената тржишта;
- решавање агенцијског проблема и асиметричности информација;
- смањење трансакционих трошкова, као и трошкова тражења и маркетинга;
- ублажавање дејства пореза и регулативе;
- одговор на захтеве глобализације и пораст ризика;
- одговор на технолошке шокове на тржишту.

Развој технологије и финансијских иновација стално помера тежиште стицања приноса. Финансијске институције иновирају да би повећале конкурентску предност; конкуренција стимулише даље иновације. Оне подижу продуктивност и захтевају шире тржиште од националног, природно оријентишући финансијске институције на регионално тржиште.

⁷⁹ Tufano, P.: Financial Innovation, *The Handbook of the Economics of Finance*, Ed. By G. Constantinides, M. Harris and R. Stulz, North Holland, New York, 2002.

Осим ове интеракције конкуренције и иновација, на финансисјком тржишту присутна је и интеракција иновација и регулације: иновације служе за стално заобилажење регулације, а регулација настоји да спречи негативне последице иновација, које се испољавају не само у облику монополизације тржишта, него и могућности тржишних манипулација и превара, посебно на Интернету. „Интернет пружа идеалну средину за емитенте и пружаоце финансисјских услуга да приступе светској бази података о клијентима и да потенцијалним инвеститорима брзо и јефтино пружи велике количине детаљних информација. Ови ниски трошкови доприносе огромном обиму информација које су на располагању инвеститорима (неке од њих могу бити украдене или непоуздане). Ниски трошкови и широк приступ који су везани за коришћење Интернета такође га чине привлачним медијумом за особе које размишљају о поквареним, преварним или манипулативним шемама“⁸⁰. Улога регулације на националном и регионалном нивоу све више расте и све је обухватнија.

1.3.3. РЕГУЛИСАЊЕ ЕКСТЕРНИХ ЕФЕКТА

Финансијска интеграција је доминантно тржишни процес. Она је резултат тежње тржишних субјеката за стицањем максималног приноса уз разумно прихватљив ризик. По дефиницији, у тој тежњи тржишни субјекти воде се сопственим интересима у процесу улагања капитала. Резултат њихове акције је ефикасна алокација капитала, која подиже и ефикасност привреде као целине.

Националне границе представљају препреку таквом кретању капитала. Нужна је државна интервенција у облику либерализације кретања капитала, да би се инвеститорима омогућило да инвестициони хоризонт прошире на екстерна тржишта. Развијене државе су до краја 80-тих година

⁸⁰ IOSCO: *Securities Activity on the Internet*, Report, 1998, стр. 10.

прошлог века укинуле ограничења кретању капитала⁸¹. Европска унија је 1990. године укинула сва ограничења кретању капитала, како екстерно, тако и у оквиру Уније, стављајући слободу кретања капитала у ранг једне од основне четири слободе које чине јединствено тржиште (слобода кретања робе, услуга, капитала и рада).

Либерализација кретања капитала је основа финансијске интеграције. Интеграција повећава могућности улагача да направе селекцију профитабилних инвестиција, ефикаснија је конкуренција финансијских институција, цене финансијских инструмената адекватније одражавају целину понуде и тражње.

Финансијска интеграција ствара, такође, ликвидније тржиште, што значи адекватније ширење информација у функцији избора инвестиционих алтернатива и информација о изворима капитала, и стога ефикаснију алокацију капитала.

Информациона функција финансијског тржишта води ка анализи утицаја екстерних ефеката акције тржишних субјеката на финансијску интеграцију. Како наводи Штиглиц (Joseph Stiglitz), „ако треба да постоје подстицаји да се прикупе информације, /финансијска/ тржишта морају до извесне мере бити информационо неефикасна; не могу све информације бити пренете од информисаних до неинформисаних инвеститора. Сходно томе, финансијска тржишта – чија је основна улога да стичу и прерађују информације – не само да се вероватно разликују од тржишта конвенционалних роба и услуга, него се и разликују на начин који сугерише

⁸¹ Видети: Hering, R. J.: *International Financial Integration*, Wharton, 1994, стр. 23.

да ће тржишне несавршености бити нарочито ендемске на финансијским тржиштима“⁸².

Информациона асиметрија је једна од основних тржишних дисторзија с којом се инвеститори сусрећу. Она рађа проблеме негативне селекције и моралног хазарда. Негативна селекција се јавља ако између различитих инвестиционих алтернатива, услед недостатка информација или њиховог скупог прикупљања, инвеститор изабере ону која не даје очекивани принос. Исти је случај и са финансијском институцијом која прави избор између клијената на основу недовољних информација о сваком клијенту.

Екстерни ефекти настају и као последица чињенице да тржишни учесници своје одлуке доносе на основу приватних трошкова, не рачунајући на друштвене трошкове (негативни екстерни ефекти). Ако постоји претпоставка финансијских институција да ће, у случају тешкоћа, држава санирати њихове билансе, оне су стимулисане на доношење ризичних одлука, чије ће последице превалити на државу. Последице ових одлука се могу прелити и на друге државе. Ово је пример моралног хазарда тржишних субјеката. Он се јавља и у другим случајевима, на пример, односи се на неизвршавања уговора од стране партнера у другој земљи, који није обелоданио довољно података о свом пословању, а неефикасност судова те земље му иде у прилог.

Непостојеће или некомплетно тржиште је такође облик тржишне имперфекције. Поједини финансијски инструменти немају тржиште или немају комплетно тржиште, што има за последицу или нетранспарентност њихове цене, или повећани ризик улагања. Стога су трансакциони трошкови прикупљања информација о инвестиционим могућностима изузетно високи или прохибитивни за инвеститоре. То се посебно односи на инструменте

⁸² Stiglitz, J. E et al.: The role of the state in financial markets, *World Bank Research Observer*, Annual Conference on Development Economics Supplement, Washington, 1993, стр. 22.

који се користе за трансфер ризика. Искуство финансијске кризе од 2007. до 2010. године показало је да велики број изведених финансијских инструмената (деривата) на тржишту хипотекарних кредита није имао адекватну информациону транспарентност, односно ризик инвестирања био је скривен. Исти случај био је и са фондовима осигурања (Hedge Funds), који дуго нису имали регулисано тржиште у Европској унији.

Најзад, и финансијски поремећаји могу открити екстерне ефекте. Недостатак информација о пословању банака може довести до преношења кризе несолвентне финансијске институције и на оне које су солвентне. Ако једна банка банкротира, инвеститори ће бити склони да повлаче своје депозите и из других банака, креирајући тзв. „јуриш на депозите“. Посебно је то случај ако је улагање извршено у прекограничну банку, а инвеститори немају довољно информација о солвентности банкарског система у другој земљи. Искуство кризе сувереног дуга Грчке такође је показало екстерне ефекте: власти ове земље нису на време обелоданиле лоше стање јавних финансија, што је имало за последицу кризу евра.

Ефекти тржишних дисторзија могу се преливати преко граница националног финансијског тржишта. Ефекат преливања доводи до неефикасне алокације капитала. Зато су екстерни ефекти подстицај финансијској интеграцији. Прво, решавањем проблема асиметричности информација и с њим повезаних ефеката негативне селекције, моралног хазарда и недостајућег тржишта. Друго, конституисањем институција које ће отклањати последице екстерних ефеката на регионалном нивоу. Најзад, заштитом тржишта од формирања олигополских структура и монополистичке конкуренције, који могу бити извор асиметричности информација.

1.3.4. УТИЦАЈ СВЕТСКОГ ТРЖИШТА

Процеси на светском финансијском тржишту утичу на све тешње повезивање националних финансијских тржишта, укључив и стварање регионалних интегрисаних тржишта. Ови процеси су део глобализације, која је савремена ознака за продубљивање економских и финансијских односа између држава. „Економска глобализација је историјски процес, резултат људских иновација и технолошког прогреса. Он се односи на растућу интеграцију привреда у свету, посебно кроз кретање робе, услуга и капитала преко граница“⁸³. Финансијска глобализација, с друге стране, може се дефинисати као „обим у коме су земље повезане прекограничним холдинзима“⁸⁴, односно узајамним власништвом финансијске активе и пасиве. Замах финансијске глобализације донео је велики пораст међународне финансијске активе и пасиве: прекогранични холдинзи порасли су са 58% обима светског БДП у 1990. години на 131% у 2004. години⁸⁵.

Финансијска глобализација је процес ослобађања кретања капитала у светским оквирима, односно финансијске либерализације и дерегулације. Отвореност према светском тржишту утиче на развој финансијског тржишта и институција и на повећање ефикасности привреде а на тај начин стимулише економски раст. Финансијска затвореност има као последицу мањи обим спољне трговине, више трошкове прибављања капитала, додатне трошкове анализе улагања и неефикасну алокацију капитала.

Формирање регионалних финансијских тржишта је саставни део процеса финансијске глобализације. Фактори који покрећу финансијску

⁸³ Globalization: A Brief Overview, *Issues Brief 08/02*, IMF Staff, Washigton, 2008, стр. 3.

⁸⁴ IMF: *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, Washington, June 2007, стр. 3.

⁸⁵ IMF: *World Economic Outlook*, September 2007, стр. 33.

интеграцију на регионалном нивоу специфични су у мери у којој одражавају параметре географске близине, економске интеграције и сличне институционалне карактеристике.

Макроекономски фактори, који изражавају утицај процеса финансијске глобализације на финансијску интеграцију, везани су за притисак на структурне промене, које обезбеђују повећану продуктивност фактора производње (ефикасније тржиште капитала, прилагођавање тржишта рада) коришћењем предности ширег регионалног тржишта. С друге стране, утицај финансијске глобализације испољава се у конкурентском притиску на финансијске институције за повећањем понуде финансијских производа и прилагођавање структуре банкарског система трендовима глобализације, односно за формирање оних финансијских институција које на глобалном финансиском тржишту представљају основни креатор финансијских иновација и с тим повезану повећану профитабилност. Посебно се у том контексту појављује проблем инвестиционих банака, које остварују високе профите на сложеним, тзв. структурним банкарским производима, везаним за реструктурирање и финансирање крупних компанија и њихово повезивање и интеграцију. Исти значај има и утицај финансијских центара, који представљају основни извор притисака на развој финансијских услуга на регионалном плану (Волстрит, Сити, Хонг Конг, Сингапур). Један од основних разлога одбијања Велике Британије да се прикључи иницијативама Европске уније везаним за тешњу интеграцију финансијских тржишта јесте страх да ће лондонски Сити изгубити значај у односу на могуће друге регионалне центре у Унији.

На микро нивоу финансијског тржишта, низ фактора везаних за финансијску глобализацију утиче на финансијску интеграцију на регионалном нивоу⁸⁶:

- повећање обима капитализације тржишта акција: мобилизација већег обима капитала и снижавање трошкова прибављеног капитала;
- повећање квалитета финансијског посредовања кроз побољшање перформанси финансијских институција (профитабилност, рентабилност, ликвидност) услед присуства на тржишту финансијских институција из различитих земаља и повећане конкуренције, као и већег прилива капитала;
- снижавање трошкова прибављања капитала за мале фирме које, у условима кредитних ограничења домаћих финансијских институција, не могу прибавити капитал;
- отклањање дисторзија које проузрокује контрола кретања капитала, пошто фирме покушавају да заобиђу контролу и с тим повезану неефикасну алокацију капитала;
- онемогућавање разних облика „тражења ренте“ (Rent Seeking), односно коришћења домаће заштите у условима контроле кретања капитала ради остваривања монополске ренте на домаћем тржишту.

Финансијска глобализација може да изазове макроекономску нестабилност укључених привреда, односно финансијских тржишта. Као производ финансијске либерализације и дерегулације, којима у основи стоји неолибералистичко учење о свемоћи тржишта, она садржи и потенцијале

⁸⁶ Видети шире у: *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, Washington, June 2007, стр. 33 – 34.

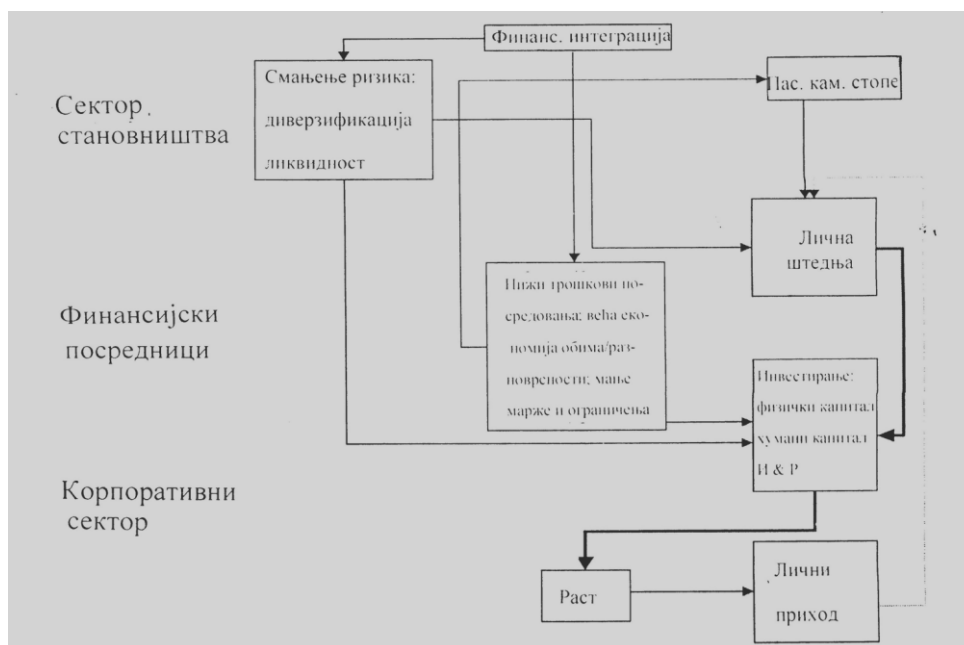
кризе, уколико не постоје стабилне институције и адекватан регулаторни оквир.

1.4. КОРИСТИ ИНТЕГРАЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА

Макроекономске користи финансијске интеграције изражавају се кроз економски раст, ублажавање екстерних шокова преко поделе ризика на различите инвестиционе могућности⁸⁷.

Микроекономске користи финансијске интеграције огледају се, поред осталог, и у снижавању трошкова прибављања капитала, развоју нових финансијских производа и интеграцији тржишне инфраструктуре.

Детаљан преглед механизма којима се врши трансмисија користи финансијске интеграције, представљен је схемом, преузетом из студије, коју је за Европску комисију израдила консултантска кућа London Economics.



⁸⁷ Baele, L. et al.: *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, ECB Occasional Paper Series, No 14, April 2004, str. 7.

Графикон 1.3. *Механизми трансмисије користи финансијске интеграције*

Извор: *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting, London, November 2002, стр. 7.

1.4.1. ЕКОНОМСКИ РАСТ

Интеграција финансијских тржишта реализује се ради стимулације економског раста. О питањима у којој мери и којим механизмима се то остварује, теорија није постигла консензус. Ако се пође од премиса неокласичне (егзогене) теорије раста, онда кретање капитала између земаља доприноси расту уколико садржи резидуални технолошки фактор. У ендегеној теорији раста, повезивање финансијских тржишта доноси ефекте раста уколико доприноси креирању или увећању хуманог капитала, односно знања. Ове теоријске поставке, међутим, не садрже одговоре на наведена питања. Емпиријска истраживања нису пронашла директну узрочно-последичну везу финансијске интеграције и економског раста⁸⁸.

Потпунији модел покушала је да формулише теорија финансијског развоја, која утицај економске интеграције на раст мери као посредан утицај, преко степена развитка финансијских институција. Она је варијанта теорије асиметричних информација и делегираног мониторинга, која објашњава природу и значај финансијских институција на финансијском тржишту⁸⁹.

Теорија финансијског развоја полази од обележја које представља један од основа постојања финансијских институција на тржишту: функције

⁸⁸ Видети: Edison, H. J.: *International Financial Integration and Economic Growth*, *IMF Working Paper WP/02/145*, Washington, April 2002, стр. 18, 20, 26.

⁸⁹ Видети: Васиљевић, Б.: *Основи финансијског тржишта*, Завет, Београд, 2009, стр. 81.

мониторинга привредних субјеката. У тој функцији, оне врше информативну улогу и улогу смањивања трансакционих трошкова преко истраживања могућих пласмана, вршења корпоративне контроле, управљања ризицима и мобилизацијом штедње. „Пружајући ове услуге привреди, финансијски посредници утичу на одлуке о штедњи и алокацији, на начин који може мењати раст на дужи рок⁹⁰. Важно је напоменути да земље са финансијским посредницима који имају боље перформансе имају виши раст: „На тај начин, модерна економска теорија обезбеђује интелектуални оквир за разумевање како, *ceteris paribus*, земље са 'бољим' финансијским посредницима – финансијским посредницима који су бољи у стицању информација, вршењу корпоративне контроле, управљања ризицима и мобилизацијом штедње – могу расти брже него земље са мање развијеним финансијским системима“⁹¹.

Основна тешкоћа овог модела је избор индикатора преко којих се може мерити квалитет финансијског посредовања. Рос Левин (Ross Levine) посматра коефицијенте ликвидних обавеза (индикатор обима финансијског посредништва), активу комерцијалних и централне банке (индикатор алокације штедње) и коефицијент кредита приватном сектору (објашњава степен побољшања информација и трансакционих трошкова – уколико је виши овај коефицијент, нижи је обим трансакционих трошкова). На основу изведене анализе везе ових индикатора и стопа економског раста, Левин и

⁹⁰ Levine, R. et al.: Financial intermediation and Growth: Causality and Causes, *Public Research Working Paper 2059*, The World Bank, February 1999, стр. 7.

⁹¹ Levine, R. et al.: Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, *Public Research Working Paper 2059*, The World Bank, February 1999, стр. 7.

др. закључују да постоји „веома јака веза између егзогене компоненте развитка финансијског посредовања и дугорочног економског раста“⁹².

Финансијска интеграција стимулише развој финансијског посредовања и преко подизања алокативне способности финансијских институција и тржишта у мање развијеним интеграционим земљама, кроз јачање конкуренције са финансијским посредницима из развијенијих земаља чланица и кроз побољшање националне регулативе тржишта. Ђанети и др. (Giannetti et al) истражили су ефекте финансијске интеграције на економски раст посредством развитка финансијског посредовања полазећи од два приступа: прво, колико би се повећао економски раст у Европској унији ако би она достигла ниво финансијског развитка у САД и друго, колико би износио економски раст, ако би се ниво финансијске развијености мање развијених држава чланица Уније подигао до нивоа најразвијенијих чланица . У првом случају, раст ново-додате вредности у Унији као целини био би 0,94% годишње, а раст производа 0,92%. У другом случају, раст новододате вредности износио би 0,75%, а раст производа 0,74% годишње⁹³.

И друге студије, које су квантификовале ефекте финансијске интеграције на раст у Европској унији, дале су сличне резултате, посматрајући поједине сегменте развоја процеса интеграције. Раније студије о ефектима либерализације кретања капитала између држава чланица Уније (1988) квантификовале су те ефекте кроз стопу економског раста од 1,5% у периоду од шест година⁹⁴. У студији London Economics, из 2002. године, као резултат развоја финансијског тржишта Уније, кроз комбиновано смањење

⁹² Levine, R. et al.: Financial intermediation and Growth: Causality and Causes, *Public Research Working Paper 2059*, The World Bank, February 1999, стр. 13.

⁹³ Giannetti, M. et al.: Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth, *European Economy*, No 179, November 2002, стр. 42 – 45.

⁹⁴ Commission of the European Communities: *Cost of Non-Europe: Studies on the Economics of Integration*, 1988.

трошкова акцијског капитала, обвезница и банакрског финансирања, као и раст удела обвезница у укупном финансирању кроз инструменте дуга, стопа раста бруто друштвеног производа у Унији требало би да порасте на дужи рок за 1,1%. Раст друштвеног бруто производа по глави становника био би у ценама од 2002. године већи за 350 евра, раст стопа пословних инвестиција износио би 6% а приватних инвестиција 0,8%, док би раст запослености износио 0,5%⁹⁵. Нешто мању стопу раста бруто друштвеног производа Уније као производ финансијске интеграције, даје и Гајленхамеров (Gyllenhammer) извештај (2002), од 0,5% годишње⁹⁶.

1.4.2. УБЛАЖАВАЊЕ ЕКСТЕРНИХ ШОКОВА

Финансијска интеграција обезбеђује поделу ризика и уравнотежавање („пеглање“) дохотка инвеститора у случајевима екстерних шокова који могу да настану на економски интегрисаном тржишту. Шокови могу бити производ различитих околности: несинхронизованост пословног циклуса у различитим земљама, шокови понуде настали због екстерних околности (нпр. због пораста цена нафте и др.), шокови тражње (на пример, због промене укуса или преференција потрошача) и слично. Финансијска интеграција производи механизам специфичног приватног осигурања од економских поремећаја.

Претпоставимо да су две државе чланице економске интеграције, са интегрисаним финансијским тржиштем. Ако у једној држави чланици дође

⁹⁵ *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, Final Report to The European Commission - Directorate-General for the Internal Market, By London Economics in Association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting, London, November 2002, стр. 123.

⁹⁶ Heinemann, F., Jopp, M.: *The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services*, Report to European Finance Round Table, ZEW, Mannheim, 2002.

до екстерног шока, на пример нагле промене тражње, тако да се више траже производи друге државе чланице него домаћи, у тој земљи ће доћи до пада производње и раста незапослености. У другој држави чланици последица веће тражње за њеним производима довешће до пада незапослености и инфлационих притисака. Може ли се нарушена равнотежа између две земље аутоматски успоставити?

Тржишни механизми за аутоматско прилагођавање равнотеже на интегрисаном тржишту су мобилност рада и флексибилност надница. Екстерни механизам је девалвација/ревалвација националне валуте.

Уколико постоји могућност мобилности рада између две земље, радници из државе чланице у којој је дошло до екстерног шока, који немају посла, нашли би посао у другој држави чланици, у којој постоји тражња за радом; незапосленост у првој земљи нестаје, а у другој престају инфлаторни притисци.

Када је реч о флексибилности надница, оне ће у земљи која трпи утицај екстерног шока бити снижене, а у другој земљи повећане. То има за последицу да у првој земљи опада агрегатна понуда, а у другој расте. Цене у првој земљи падају, као и трошкови производње и производи у тој земљи постају конкурентнији; то се одражава на раст тражње. У другој земљи, расту цене и трошкови и стога опада тражња. Резултат ће бити поновно успостављање равнотеже.

Девалвација/ревалвација националне валуте може да апсорбује дејство екстерног шока. Суочена са притиском опадања тражње и цена и раста незапослености, земља која трпи утицај екстерног шока девалвираће националну валуту да би поново постала конкурентна. Друга чланица економске интеграције ревалвираће своју валуту, али цена коју плаћа је

смањена конкурентност на заједничком тржишту. Уколико постоји заједничка валута, онда овај механизам не може да функционише.

Мобилности рада и флексибилности надница у интегрисаним земљама, претпоставке су које стоје и у основи теорије оптималног валутног подручја, формулисане од стране Роберта Мандела (Robert Mundell) ⁹⁷ и која је данас основни аналитички оквир за посматрање могућности функционисања јединствене валуте у интегрисаним државама или подручјима.

Ако нема мобилности рада (због различитих услова традиције, језика, институција, државне интервенције у социјални систем и др.) или флексибилности надница (на пример, због притиска синдиката), као ни могућности прилагођавања девизног курса, последице асиметричних шокова могу се отклонити активирањем механизма осигурања дохотка, односно његовог изравнавања („пеглања“). То се може постићи или механизмом државне редистрибуције или деловањем интегрисаног финансијског тржишта.

Државна редистрибуција дохотка подразумева постојање јединственог буџета на нивоу интегрисаних држава, у који се сливају прикупљени порези уније и дистрибуирају трансфери на целини територије уније. На наведеном примеру, порези из земље која трпи утицај екстерног шока биће смањени, а трансфери повећани (на пример, исплате за незапослене, социјално угрожене и сл), чиме ће се уравнотежити доходак становништва у тој земљи. У другој чланици интеграције повећаће се приход по основу пореза, али ће се смањити приход по основу трансфера, тако да ће и у њој доћи до уједначавања дохотка.

⁹⁷ Mundell, R.: A Theory of Optimal Currency Areas, *American Economic Review*, No 51, September 1963, стр. 657 – 665.

Проблем државне редистрибуције, односно уједначавања дохотка између земаља чланица уније је формирање моралног хазарда, до кога може доћи уколико трансфери постану стални, а то значи и мањи притисак на земље са економским поремећајима да изврше структурне промене⁹⁸.

Финансијска интеграција, односно јединствено финансијско тржиште, обезбеђује механизам поделе ризика, који служи као извор тржишног механизма изједначавања дохотка у случају асиметричних економских поремећаја. У условима диверзификованог регионалног портфолија финансијске активе, приход од инвестираног капитала у другим земљама, које нису погођене економским шоком, служи као додатни извор дохотка инвеститорима у земљи која је погођена економским шоком. „Ризик негативног шока у једној земљи деле све друге земље. Као резултат тога, утицај негативног шока у производњи у једној земљи на доходак становништва те земље је ублажен“⁹⁹.

Истраживања су показала да у САД, у периоду од 1966 – 1990. године, 39% смањење пер capita дохотка услед економског шока у једној савезној држави (тзв. појединачни, или идиосинкратски шок) је „испеглано“ кроз поседовање финансијске активе из других савезних држава, односно „кроз ток дохотка из капитала преко граница савезних држава“¹⁰⁰. Део изједначавања дохотка остварен је кроз кредитни и фискални канал. „Кредитни канал изравнао је 23%, а федерална држава, кроз фискални

⁹⁸ Видети шире у: De Grauwe, P.: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, 2003, стр. 9 – 10.

⁹⁹ De Grauwe, P.: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, 2003, стр. 12.

¹⁰⁰ Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., Yosha, O.: Asymmetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe, *CEPR Discussion paper No 4463*, стр. 2.

канал, 13%. Око 25% шокова није изравнано. Дакле, финансијско тржиште и финансијске институције допринели су са 62% у апсорпцији идиосинкратских шокова савезних држава. Видимо, према томе, из искуства САД да је финансијски канал много важнији него фискални канал. То је додатни разлог за убрзавање финансијске интеграције у Европи“¹⁰¹.

Финансијско тржиште Европске заједнице у наведеном периоду, до 1990-тих година, није показивало сличан образац поделе ризика, што потврђује тезу о његовој недовољној интегрисаности. Од почетка 1990-тих година долази до испољавања овог механизма и у Европској унији, тако да је у другој половини 1990-тих око 10% идиосинкратских шокова по пер capita доходак изједначено деловањем финансијског тржишта, односно механизма поделе ризика на бази диверзификованог портфолија финансијске активе¹⁰².

Подела ризика и на тој основи настало уједначавање дохотка зависи од степена корелације приноса на домаћи и инострани портфолио финансијске активе: уколико су приноси мање корелисани, утолико је обим изравнања дохотка већи. Међутим, приноси у оквиру регионалних интеграција финансијског тржишта постали су, као што је већ наведено, веома корелисани, што смањује стабилizacionи утицај диверзификације портфолија¹⁰³.

¹⁰¹ *The process of European economic and financial integration*, Keynote speech by Jean-Claude Trichet, president of European Central bank, Journalist Symposium “Konvent fur Deutschland, Berlin, 5 December 2007, стр. 2.

¹⁰² Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., Yosha, O.: Asymmetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe, *CEPR Discussion paper No 4463*, стр. 2.

¹⁰³ Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., Yosha, O.: Asymmetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe, *CEPR Discussion paper No 4463*, стр. 20.

Још један ефекат који подела ризика може имати у условима финансијске интеграције, по мишљењу Мориса Обстфелда (Maurice Obstfeld), јесте економски раст. Међународна диверзификација омогућава инвеститорима да део средстава улажу у ризичније подухвате, који доносе виши принос али и већи ризик, пошто већ имају стабилан принос по основу диверзификованог улагања. Улагање у ризичније подухвате може довести до већег економског раста¹⁰⁴.

1.4.3. ПОРТФОЛИО ДИВЕРЗИФИКАЦИЈА

Да би обезбедили дисперзију ризика, инвеститори конструишу портфолио финансијских инструмената. Портфолио диверзификација је један од начина заштите инвеститора од ризика, чији обим расте са ширењем и продубљивањем финансијског тржишта.

У портфолију се постиже диверзификација специфичних ризика и у приносу портфолија се показује утицај само тржишних ризика, који изражавају околности финансијског тржишта на којима се тргује финансијским инструментима. Портфолио је средство за обезбеђивање стабилног приноса; за то је посебно важна корелисаност приноса финансијских инструмената у портфолију. Ако је корелација приноса позитивна (приноси се крећу у истом смеру), мала је корист од диверзификације ризика; ако је корелација негативна, диверзификацијом се остварују уједначени приноси.

Са растом финансијске интеграције, финансијска тржишта држава чланица све више ће се кретати по јединственим обрасцима, пошто ће

¹⁰⁴ Obstfeld, M.: Are Industrial-Country Consumption Risks Globally Diversified? in: L. Leiderman and A. Razin (eds.): *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth*. New York: Cambridge University Press, Cambridge. Наведено по: Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., Yosha, O.: Asymmetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe, *CEPR Discussion paper No 4463*, стр. 10

ризици који погађају интеграционе земље бити заједнички, а тржишни шокови слични или идентични. Зато ће промене у приносу бити све више детерминисане заједничким факторима¹⁰⁵, и корелација ће се приближити потпуној. Ако се таква хипотеза усвоји, онда би користи од диверзификације у оквиру финансијске интеграције били минимални. Већ је наведено да неки аутори износе потврду те хипотезе. Међутим, савремена криза финансијског тржишта, 2007 – 2010. године, показала је да се структура ризика на финансијском тржишту мења. Од хоризонталне дисперзије ризика, која је условљена географским околностима улагања, она се трансформише у вертикалну: по дубини појединих сегмената финансијског тржишта, па и појединих сложених финансијских производа (структурни финансијски производи). Посебно се то односи на везу основне финансијске активе и финансијских деривата, који из ње проистичу, као и у оквиру самих дериватних производа. Структура ризика у хипотекарним нестандартним финансијским инструментима показала је да, што се више финансијски инструмент одваја од оригиналне финансијске трансакције, то структура ризика постаје мање транспарентна. Прихватљива је хипотеза да ће због такве структуре ризика, диверзификација и у условима финансијске интеграције бити корисна. С друге стране, да би се остварило заједничко кретање приноса на финансијске инструменте различитих интеграционих држава, интеграција мора бити комплетна, односно подела ризика потпуна, што може бити само теоријска хипотеза. Најзад, криза јавног дуга у Европској економској и монетарној унији (2010 – 2012) показала је да се перцепција ризика, од заједничког, претвара у ризик појединачне земље и да се принос финансијских инструмената структурише према тој перцепцији, тако да

¹⁰⁵ Baele, L. et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, *ECB Occasional Paper Series*, No 14, April 2004, стр. 21.

далеко надмашује принос референтних неризичних инструмената (у оквиру Европске уније, то је принос на немачке дугорочне државне обвезнице).

Портфолио диверзификација тесно је повезана са ефикасном алокацијом капитала у интеграционим целинама. Инвеститори улажу у области у којима је највиши очекивани принос, уз дати тржишни ризик. Свако реструктурирање портфолија представља реалокацију улагања, а она је олакшана како снижавањем асиметричности информација, коју финансијска интеграција доноси, тако и интегрисањем тржишне инфраструктуре (регулисаних тржишта, клиринга и салдирања, платног промета).

1.5. ТРОШКОВИ ИНТЕГРАЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА

Финансијска интеграција није имуна на трошкове. Свака либерализација кретања капитала излаже државе могућим негативним утицајима екстерног тржишта¹⁰⁶. Када је реч о финансијској интеграцији, ризици нису само егзогени, него могу проистећи и из унутрашњих фактора развоја интеграције – то је посебно случај са монополским и олигополским тенденцијама произашлим из положаја и активности финансијских институција. Посебан проблем поставља морални хазард који се везује за однос државе и крупних финансијских институција, у коме држава мора да штити „системски важне финансијске институције“ од банкротства, јер оно може довести до кризе финансијског система и преливања кризе на целину финансијске интеграције. Овај модел односа третира крупне финансијске институције као „исувише велике да би пропале“ (Too Big to Fail). Концентрација пословања је нужна последица финансијске интеграције и

¹⁰⁶ Stavarek, Daniel; Repkova, Iveta and Gajdosova, Katarina: Theory of financial integration and achievements in the European Union. *MPRA Paper No. 4393*, October 2011. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/34393/>, стр. 9 -12.

она собом носи опасност од системских поремећаја финансијског тржишта, са негативним последицама и по реални сектор привреде.

Специфични трошкови финансијске интеграције испољавају се као системски ризик, с једне стране, и ограничење самосталности економских политика држава укључених у процес интеграције, с друге.

1.5.1. СИСТЕМСКИ РИЗИК

Финансијска интеграција претпоставља вишеструку повезаност тржишних актера земаља чланица. Ова повезаност може имати за резултат олакшано преношење финансијске нестабилности са једног националног финансијског тржишта на друга, како кроз финансијске токове – тешкоће ликвидности једне банке могу проузроковати неликвидност других банака, којима она дугује – тако и кроз психолошке факторе везане за страх инвеститора од будућих кретања на тржишту или неповерење у кредитни систем, односно у нормално функционисање финансијског тржишта. Развијена тржишта, па ни њихове финансијске интеграције, нису имуне на активирање системског ризика, који проистиче из такве повезаности. На пример, ако ширење тржишта, које финансијска интеграција доноси, омогућава банкама да се у кредитирању ослоне не на сопствене депозите, него на изворе ликвидности на ширем међубанкарском тржишту, оне могу постати зависне од екстерне ликвидности, што повећава системски ризик¹⁰⁷.

Системски ризик може да се испољи у облику флукуација економске активности у интегрисаним земљама и у облику кризних манифестација. Има ставова да су развијена финансијска тржишта отпорнија на оба ова испољавања системског ризика, али је теорија по овом питању још неодлучна.

¹⁰⁷ Fecht, F., Hans Peter Grüner and Philipp Hartmann: Financial Integration, Specialization and Systemic Risk, *ECB Working Papers Series, No. 1245*, February 2012, стр. 36.

Однос између финансијске интеграције и макроекономске волатилности - представљене колебањима у потрошњи - није једнозначан и зависи у највећој мери од квалитета институција једне земље. „ Позитиван однос између финансијске интеграције и варијабилности потрошње односи се на земље лошег институционалног квалитета и ниске развијености финансијског сектора; за земље преко извесног прага, овај однос је неутралан и чак може да буде негативан (више интеграције имплицира мање волатилности)“¹⁰⁸.

Кризни потенцијал финансијске интеграције такође је теоријски споран. До финансијске кризе 2007 - 2010. сматрало се да су земље са интегрисаним тржиштем мање склоне кризи¹⁰⁹, али да склоност ка кризама зависи и од развитка финансијског тржишта, квалитета институција, солидности макроекономске политике и отворености према међународној трговини. Ова криза показала је, међутим, да трансмисије кризе постоје унутар финансијске интеграције, и у реалном и у психолошком аспекту. „Као што је скорашњи вртлог јасно показао, неки нови финансијски инструменти могу повећати асиметричне информације, искривити подстицаје и пружити могућности за екстремно преузимање ризика...Финансијски развитак може побољшати стабилност у највећем броју случајева, али може учинити ретке и екстремне догађаје много оштријим“¹¹⁰.

¹⁰⁸ International Monetary Fund: *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, Prepared by the Research department, June 2007, стр. 25.

¹⁰⁹ Lane, P.R. and Milesi-Ferretti, G.M.: The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004, *IMF Working Papers No. 06/69*, 2006. Kose, Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei: *Financial Globalization: A Reappraisal*, *IMF Working Paper 06/189*, 2006. International Monetary Fund: *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, Prepared by the Research department, June 2007. Kose, Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei: *Financial Globalization: A Reappraisal*, *IMF Staff Papers* 56 (1), 2009, стр. 8-62.

¹¹⁰ Kalemli-Ozcan, S. et al.: *Financial Integration and Risk Sharing: The Role of the Monetary Union*, in *5th European Central Banking Conference on The Euro at Ten: Lessons and Challenges*, Frankfurt: ECB, 2008, стр. 4.

1.5.2. ОГРАНИЧАВАЊЕ НАЦИОНАЛНИХ ЕКОНОМСКИХ ПОЛИТИКА

Финансијска интеграција укључује као минимални услов ограничавање самосталног вођења економских политика држава чланица, било у целини било појединих инструмената економске политике. То може бити резултат свесног усклађивања. На пример, ако финансијска интеграција има као основу и јединствену валуту, то значи да су се интегрисане државе одрекле самосталног вођења монетарне политике, као инструмента којим се обезбеђује брзо прилагођавање конкурентности. Она може бити и резултат тржишних захтева, као елеменат тзв. „немогућег тројства“, правила које је формулисао Мандел: једна земља не може истовремено водити независну монетарну политику, политику стабилног девизног курса и спровести либерализацију кретања капитала¹¹¹.

Припадност финансијској интеграцији подразумева поштовање интереса целине; како то стоји у оснивачким актима Европске уније, „државе чланице сматраће да је њихова економска политика део економске политике Уније“. Другим речима, „финансијска интеграција може побољшати дисциплину вођења економске политике и сигнализирати приврженост земље здравој економској политици“¹¹².

Осим наведених трошкова финансијске интеграције, требало би поменути и ограничења и границе интеграције, односно препреке које се постављају као егзогене детерминанте потпуној финансијској интеграцији. Према једном становишту, ограничења финансијској интеграцији су:

¹¹¹ Krugman, Paul R., Obstfeld, Maurice: *Међународна економија*, Дата Статус, Београд, 2009, стр. 650.

¹¹² International Monetary Fund: *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, Prepared by the Research department, June 2007, стр. 22.

психолошко/информациона, регулаторно/правна и техничко/инфраструктурна¹¹³. Прво се односи на психолошке и културне препреке интеграцији, укључив и неповрење, као и на информационе асиметрије у непотпуној финансијској интеграцији. Друго се односи на отклањање правних и регулаторних разлика које дискриминишу економске чиниоце на основу локације њиховог пословања. Треће је везано за некомплетну инфраструктуру тржишта (посебно за трговачке механизме и механизме салдирања), који спречавају кретање капитала и успостављање закона једне цене на финансијском тржишту.

Основна граница финансијске интеграције је политичког карактера и огледа се у спремности држава да део суверености пренесу на регионалне институције, како би обезбедиле ефикасни регулаторни оквир у коме се финансијска интеграција развија на бази тржишних процеса.

¹¹³ Kalemli-Ozcan, S. et al.: *Financial Integration and Risk Sharing: The Role of the Monetary Union*, in: 5th European Central Banking Conference on The Euro at Ten:: Lessons and Challenges, Frankfurt: ECB, 2008, стр. 13.

ГЛАВА 2. ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ – ЈЕДИНСТВЕНО ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ

Европска унија је регионална интеграција, која има политичку и економску саржину. Она је део „процеса све тешње уније између народа Европе“¹¹⁴. Политичка садржина Уније огледа се у заједничкој одбрамбеној и безбедносној политици, као и координацији у области правосуђа и унутрашњих послова. Економска садржина Уније заснована је на јединственом тржишту, које обухвата област без унутрашњих граница „у којој је осигурано слободно кретање робе, људи, услуга и капитала“¹¹⁵, као и на свесним политикама регулисања посебних области економског живота, сагласно надлежностима Уније и државе чланица.

У оквиру ове интеграционе целине, подела надлежности између Уније и држава чланица засновани су на принципима пренетих овлашћења, супсидијарности и сразмерности. Унија има сопствене искључиве надлежности, које су јој уговорима пренеле државе чланице ради остваривања уговорних циљева, а надлежности које нису пренете врше саме државе чланице. Принцип супсидијарности значи да у областима у којима нема искључиве надлежности, Унија поступа једино и у мери у којој циљеви предложене акције не могу бити на задовољавајући начин остварени од стране

¹¹⁴ Consolidated Version of the Treaty on European Union, *Official Journal of the European Union*, 09. 05. 2008, члан 1.

¹¹⁵ Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, 09. 05. 2008, члан 26.

државе чланице, било на централном или локалном нивоу, а могу бити боље остварени на нивоу Уније, ако то оправдавају обим или ефекти предложене акције. Начело сразмерности значи да садржај и облик акције Уније не може превазилазити меру која је неопходна да би се остварили циљеви уговора.

Европска унија данас је економска и монетарна унија. Она у економској одредници садржи обележја зоне слободне трговине, царинске уније, заједничког тржишта и економске уније. Сваки од ових облика доноси растућу интеграцију у којој „међузависност између држава чланица расте, а стога се и нужност кооперације интензивира“¹¹⁶. У монетарној одредници, она је заснована на јединственој валути, еврџу. Иако све државе чланице Уније нису прихватиле евро, претпоставка је да се монетарна унија односи на све чланице Уније, с тим што су неке од њих у процесу прихватања јединствене валуте а друге су на режиму дерогације, било зато што не испуњавају услове за увођење евра, било зато што су споразумно са Унијом одлучиле да не буду чланице зоне јединствене валуте (евро зоне).

Европска унија је основана као Европска економска заједница, потписивањем уговора у Риму, 25. марта 1957. године, и почела је да функционише 1. јануара 1958. године, када су Римски уговори ступили на снагу.

Процеси интеграције, међутим, настали су нешто раније, формирањем Европске заједнице за угљ и челик (уговор потписан 18. априла 1951. године). Овим споразумом је предвиђено увођење заједничке макроекономске политике у области производње и дистрибуције угља и челика. Извршена је либерализација економских токова између западно-европских земаља, учесница интеграције, између којих је створена зона слободне трговине.

¹¹⁶ Hitiis, Theo: *European Union Economics*, Fifth Edition, Prentice Hall, London, 2003, стр. 2.

Европска економска заједница је формирана као царинска унија. То значи да је трговина између држава чланица слободна, а да у односу на треће државе делује заједничка царинска тарифа. Посебне спољно - трговинске политике држава чланица замењене су заједничком, а приходи од царина представљају сопствени извор буџета Уније. Царинска унија је отворила могућност слободног кретања робе и услуга и деловање ефеката конкуренције на произвођаче. Одредбе о Европској унији као царинској унији данас су садржане у њеном основном акту, Уговору о функционисању Европске уније¹¹⁷.

Реформама спроведеним на бази Јединственог европског акта, усвојеног 1986. године, Европска економска заједница постала је заједничко тржиште, које задржава царинску унију а укључује и слободно кретање фактора производње - рада и капитала. Тиме је створена основа за ефикасну алокацију ресурса на нивоу целине интеграције. Актима Европске уније данас је заштићено деловање конкуренције на интерном тржишту и регулисана слобода кретања фактора производње .

Данашња обележја Европске уније, као економске и монетарне уније, резултат су Уговора из Мастрихта, 1992. године, и каснијих уговора, који су уобличили њен даљи развој (Уговор из Амстердама, 1997., Уговор из Нице, 2001. и Уговор из Лисабона, 2007) .

Економска унија задржава обележја заједничког тржишта и додаје им елементе заједничке економске политике. На Европску унију се преноси део националне суверености у вођењу економске политике, а државе чланице се обавезују да економску политику из своје надлежности воде у заједничком

¹¹⁷ Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, 09. 05. 2008, члан 28.

интересу и координирају са органима Уније¹¹⁸. Овакво вођење економске политике обезбеђује активирање позитивних екстерних ефеката интеграције и ствара претпоставке за економски раст интеграције као целине. Посебно, економска унија даје оквир развоју финансијских тржишта и доприноси финансијској интеграцији, односно стварању јединственог финансијског тржишта.

Монетарна унија обухвата обележја економске уније уз увођење јединствене валуте и централизовано вођење монетарне политике. По дефиницији садржаној у Делоровом извештају, који је послужио као основа за институционална решења из Мастрихтског уговора, монетарну унију одликује „комплетна слобода кретања људи, добара, услуга и капитала, као и трајно фиксирани девизни курсеви између националних новчаних јединица и, на крају, јединствен новац“¹¹⁹. Монетарна унија обезбеђује стабилне економске услове, као претпоставку економског раста и подизања животног стандарда становништва (одсуство инфлације); јединствена валута даје снажан подстицај интеграцији финансијских тржишта.

Европска економска и монетарна унија, иако састављена од одређеног броја држава чланица, врши економски (и политички) утицај и изван граница те интеграционе целине. Овај утицај врши се преко трговинских и финансијских аранжмана са низом земаља, посебно у окружењу. Неки од тих аранжмана представљају и институционалну везу са Унијом, као што је Уговор о формирању Европске економске области (European Economic Area) са земљама чланицама Европског споразума о слободној трговини, закључен 1989. године. Он је омогућио проширење четири слободе Европске уније на те

¹¹⁸ Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, 09. 05. 2008, чланови 119 – 121.

¹¹⁹ Committee for the Study of Economic and Monetary Union: *Report on Economic and monetary Union in the European Community*, Brussels, 1989.

земље, као и њихово прихватање заједничке правне баштине Уније из области јединственог тржишта¹²⁰. Утицај Уније присутан је и у монетарној области, кроз споразумно или једнострано прихватање извесног броја земаља евра као своје националне валуте. Али, значајнији утицај у овој области имају неформални канали оптицаја евра у периферним земљама Уније, познати под именом еуризација домаћих монетарних система (карактеристичан је пример Србије). Имајући у виду канале утицаја, може се рећи да се импулси финансијске интеграције, који се стварају унутар економске и монетарне уније, преносе на периферне земље, које у том погледу представљају природан наставак те интеграције.

2.1. ОСНОВНЕ ПРЕТПОСТАВКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

Оквир финансијске интеграције у Европској унији представљају: (1) досадашњи процеси развитка економске интеграције, посебно конституисање и развој јединственог тржишта, (2) свесна акција институција Уније на формулисању правних оквира интеграције, као и на отклањању дисторзија тржишта и, на крају, (3) резистентност националних традиција, језика и културе, као и разлике у регулаторним и правним режимима и приоритетима економске политике.

2.1.1. ЈЕДИНСТВЕНО ТРЖИШТЕ

2.1.1.1. Заједничко тржиште

Развој и интеграција реалног тржишта директно утичу на развој и интеграцију финансијског тржишта.

¹²⁰ Bache, Ian and Stephen, George: *Politics in the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006, стр. 498.

Римским уговором о формирању Европске економске заједнице створено је заједничко тржиште (Common market), које је требало да отвори пут дубљој економској интеграцији држава чланица. Да би се осигурало његово функционисање, предвиђено је да Заједница осигура укидање царина и квантитативних ограничења у трговини између држава чланица, успостави заједничку царинску тарифу и трговачку политику према трећим државама, укине ограничења слободном кретању робе, људи, услуга и капитала и успостави систем који ће спречити дисторзију конкуренције на заједничком тржишту¹²¹.

Уговор о оснивању Европске економске заједнице је садржавао одредбе о укидању ограничења слободе кретања капитала, ради лакшег функционисања заједничког тржишта, док су текућа плаћања потпуно либерализована (члан 67. и 106. Уговора). Дозвољена је и слобода настањивања, односно оснивања предузећа на територији друге државе чланица (члан 58). Међутим, није било дозвољено кредитирање државе или локалне аутономије преко тржишта капитала друге државе, уколико две државе чланице о томе нису постигле споразум (члан 68, став 3).

Уговором је предвиђено да се формирање заједничког тржишта заврши са протеком транзиционог периода од 12 година (члан 8). Када је реч о слободи кретања капитала, требало је да Савет министара, као надлежни орган заједнице, донесе одговарајуће директиве ради хармонизације законодавства и то у прве две фазе транзиционог периода једногласним одлучивањем, а затим, до краја транзиционог периода, квалификованом већином гласова (члан 69). На тај начин је требало да се пружи подстрек финансијској интеграцији у оквиру Заједнице.

¹²¹ Treaty Establishing the European Economic Community, чланови 2. и 3. http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documents/treaties/rometreaty2.pdf

До краја транзиционог периода отклоњене су препреке у функционисању заједничког тржишта, које су произилазиле из захтева царинске уније. Међутим, државе чланице су, и поред одредаба уговора које су предвиђале укидање нецаринских баријера на заједничком тржишту (члан 30. Уговора), наставиле са праксом квантитативних ограничења трговине, па чак и повећале обим заштите. Све до средине 80-тих година интеграција је стагнирала, и поред покушаја да се учине квалитативно нови помаци. У том погледу су карактеристичне одлуке Хашког самита шефова држава и влада Заједнице (данас: Европског савета), децембра 1969. године, којим је прокламована политика завршетка, проширења и продубљења интеграције: завршетак транзиционог периода, проширење на нове чланице и продубљивање интеграције у правцу формирања економске и монетарне уније. Овај последњи циљ раздио је Вернеров комитет, који је фебруара 1971. године објавио извештај, са пројекцијом формирања економске и монетарне уније до 1980. године¹²². Валутни потреси, који су настали као последица слома Бретонвудског монетарног система, су осујетили реализацију овог пројекта.

Монетарна нестабилност је ограничила и либерализацију кретања капитала, као угаоног камена финансијске интеграције. Иако је изванредан степен либерализације остварен доношењем првих директива почетком 60-тих година, које су се односиле на плаћања везана за капиталне трансакције, она је имала ограничен домет због различите имплементације од стране држава чланица. Тек 1979. године, Велика Британија укида контролу кретања капитала, а непосредно затим и Немачка, Холандија и Луксембург.

Препреке које су пред интеграцијом стајале у облику нецаринских баријера трговине и ограничења кретања капитала, угрозиле су даљи развој

¹²² Bache, Ian and Stephen, George: *Politics in the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006, стр. 142.

интеграције и биле повод за предузимање радикално новог приступа интеграцији: од заједничког тржишта, ка унутрашњем тржишту Заједнице.

2.1.1.2. Унутрашње тржиште

Нови приступ интеграцији формулисан је у тзв. Белој књизи о унутрашњем тржишту Европске комисије (Кокфилдов извештај, назван по комесару за интерно тржиште, лорду Кокфилду)¹²³, на основу које је усвојен 1986. године Јединствени европски акт, програм за формирање унутрашњег тржишта. У овом програму, унутрашње тржиште Уније је схваћено на следећи начин: „Унутрашње тржиште ће обухватити област без интерних граница, у којој је осигурано слободно кретање робе, људи, услуга и капитала у складу са одредбама овог уговора“¹²⁴. У Белој књизи је набројано 279 регулаторних мера које је требало донети за конституисање интерног тржишта Заједнице. Она су се односила на:

- физичке баријере, које су производиле царинске формалности и контрола, административне процедуре, као и препреке кретању људи и капитала;
- техничке баријере, као што су девизна контрола, санитарне мере, техничке карактеристике производа и др.;
- фискалне баријере, које су проистицале из различитих пореских основа и стопа, пореских ослобађања и слично.

Процес укидања баријера трговини и кретању капитала требало је да доведе до комплетирања интерног тржишта до 1992. године – отуда и назив овог процеса: „Програм 1992“. Он је требало да пружи опишљиве резултате

¹²³ Commission of the European Communities: White Paper: *Completing the Internal Market*, COM (85) 310 final, Brussels, 14 June 1985.

¹²⁴

http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documents/treaties/singleeuropeanact.pdf

интеграције, како кроз једнократне користи које је доносио (статичке користи), тако и на дужи рок, кроз развој интеграције (динамички ефекти). На кратак рок, интерно тржиште је требало да омогући процес креирања трговине. На дужи рок, оно је требало да омогући повећање економије обима, пораст инвестиција, економски развој и подизање животног стандарда¹²⁵.

Квантификација користи од стварања интерног тржишта пружила је аргументе програму даљег развоја интеграције. У тзв. Чечинијевом (Сесцини) извештају, који је настао као резултат захтева за проценом користи које доноси „Програм 1992“, користи од стварања интегрисаног интерног тржишта процењене су као „трошкови не-Европе“, имајући у виду да, „пропуст да се оствари јединствено тржиште скупо кошта европску индустрију у непотребним трошковима и изгубљеним могућностима“¹²⁶. Анализирани су микро и макро ефекти интеграције.

На микро нивоу извршена је анализа смањења трошкова и цена, односно:

- директне користи од уклањања нецаринских баријера;
- индиректне користи смањења трошкова индустрије, које ствара растућа интеграција тржишта и раст конкуренције на тржишту;
- користи повећане економске ефикасности, посебно економије обима.

¹²⁵ Видети шире: Болдвин, Р. И Вишлош, Ч.: *Економија европских интеграција*, Дата Статус, Београд, 2010, други део.

¹²⁶ Commission of the European Communities: *Europe 1992: The Overall Challenge*, SEC (88) 524 final Brussels, 13 April 1988, стр. 1.

Анализа микро нивоа интеграције довела је до процене да ће користи стварања интерног тржишта бити изражени у расту бруто друштвеног производа целине између 4,3% и 6,4%.

Анализа макро нивоа, односно пројекције тражње, инфлације, инвестиција и запослености пошла је од следећих претпоставки:

- отклањање граничних формалности и трошкова;
- отварање јавног тржишта деловању конкуренције;
- либерализација и интеграција финансијског тржишта;
- општи ефекат повећања понуде.

Ова је анализа дала као резултат раст бруто друштвеног производа целине од 4,5% на средњи рок.

Комбиновањем налаза из микро и макроекономске анализе, Чечинијев извештај процењује укупан ефекат интерног тржишта у расту БДП од 7,5% на средњи рок, односно пораст броја новоотворених радних места (уз апсорпцију привремено незапослених, које ствара раст продуктивности) од 5 милиона¹²⁷.

Јединствен европски акт је дао подстицај и развоју финансијске интеграције у Европској економској заједници. Стављајући нагласак на либерализацију финансијских услуга, као једној од претпоставки функционисања интерног тржишта, наглашава се да она „представља важан корак ка финансијској интеграцији Заједнице и ка ширењу интерног тржишта“¹²⁸.

¹²⁷ Commission of the European Communities: *Europe 1992: The Overall Challenge*, SEC (88) 524 final, Brussels, 13 April 1988, стр. 5.

¹²⁸ Commission of the European Communities: *White Paper: Completing the Internal Market*, COM (85) 310 final, Brussels, 14 June 1985, стр. 29.

Нови приступ финансијским услугама на интерном тржишту формулисан је на основу принципа који је примењен од 1979. године на регулисање тржишта производа, на бази пресуде Европског суда правде у случају „Рибизле из Дижона“¹²⁹. Суд је ставио ван снаге забрану немачких власти на увоз ликера од рибизле из Француске, са образложењем да је садржај алкохола у њему нижи него што то предвиђају немачки прописи. Суд је нашао да се мора поштовати француска регулатива по којој је дата дозвола за стављање ликера у промет и на територији Немачке. То је отворило пут за примену принципа узајамног признавања прописа на целој територији Заједнице, као алтернативу или додатак принципу хармонизације законодавства, са једнаким решењима која важе на целој територији заједнице.

Стога је у „Програму 1992“ постављен принцип да се у области размене финансијских услуга оствари минимална хармонизација правила, која би се односила на основна статусна питања учесника на финансијском тржишту. Сва друга регулаторна правила би се заснивала на принципу узајамног признавања законодавства, чиме би се обезбедила флексибилност на финансијском тржишту. Минимална хармонизација била би „основа за узајамно признавање држава чланица онога што свака ради да заштити јавни интерес“¹³⁰. Ова одредба нашао је место у Јединственом европском акту (члан 19).

Други принцип који је важан за развој финансијске интеграције јесте принцип контроле финансијских институција од стране домаће земље. „То значи давање примарног задатка супервизије компетентним властима државе њеног /финансијске институције/ порекла, којима она треба да саопштава све

¹²⁹ European Court of Justice: *Judgment of 20. 02. 1979, Case 120/78*. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:61978CJ0120:EN:PDF>

¹³⁰ Commission of the European Communities: *White Paper: Completing the Internal Market*, COM (85) 310 final, Brussels, 14 June 1985, стр. 29 – 30.

информације неопходне за супервизију“¹³¹. Овај принцип примењен је у процесу хармонизације области финансијских услуга.

Наведена два принципа стоје у основи развита финансијске регулативе као елемента финансијске интеграције Заједнице.

„Програм 1992“ је истакао и потребу потпуне либерализације кретања капитала у Заједници, која је:

- нужна за остваривање јединственог тржишта робе и услуга, као и слободу кретања људи;
- доприноси стабилизацији кретања девизних курса;
- шири слободу избора инвеститора и доводи до ефикасније алокације штедње¹³².

У Чечинијевом извештају дата је и квантификација користи од либерализације тржишта финансијских услуга и кретања капитала, као и стварања јединственог тржишта финансијских услуга. Ове користи састоје се у:

- нижим ценама финансијских услуга;
- расту економске ефикасности привреда, пошто су финансијски производи важан инпут реалне привреде;
- растућем приступу ширем кругу тржишта, инструмената и услуга, што омогућава портфолио диверзификацију и раст дохотка избором пожељних комбинација односа ризика и приноса;

¹³¹ Commission of the European Communities: White Paper: *Completing the Internal Market*, COM (85) 310 final, Brussels, 14 June 1985, стр. 30.

¹³² Commission of the European Communities: White Paper: *Completing the Internal Market*, COM (85) 310 final, Brussels, 14 June 1985, стр. 34 – 35.

- ефикаснијој алокацији капитала.

Анализа цене финансијских производа у Чечинијевом извештају је показала да постоји веома велика разлика у ценама стандардизованих финансијских производа. То се посебно односило на цене осигурања моторних возила, хипотекарне кредите, потрошачке кредите, спољнотрговинске менице, операције са хартијама од вредности у анализираних шест земаља Заједнице и потенцијалних чланица (Велике Британије и Шпаније). Финансијска интеграција је требало да допринесе њиховом уједначавању и смањивању општег нивоа цена финансијских производа за 10%. Повећана конкуренција на интерном финансијском тржишту, требало би да такође да допринесе порасту новододате вредности финансијских услуга еквивалентној порасту бруто друштвеног производа целине интеграције за 0,7%¹³³.

Регулатива унутрашњег тржишта је у потпуности усвојена по предвиђеном плану, до краја 1992. године. Међутим, њена имплементација, односно уградња у национална законодавства, која је у надлежности држава чланица, текла је споро и неравномерно. То није зауставило функционисање унутрашњег тржишта, али је отежавало остваривање његових конкурентских предности на светском тржишту.

Постављајући оквир за економску интеграцију, Јединствени европски акт и Бела књига Комисије отворили су пут за тешњу унију интегрисаних земаља; у закључном делу Беле књиге се каже: „Баш као што је царинска унија

¹³³ Price Waterhouse for the European Commission: The Economics of 1992, *European Economy*, 1988.

претходила економској интеграцији, тако и економска интеграција треба да претходи Европској унији“¹³⁴.

Европска унија формирана је уговором у Мاستрихту из јула 1992. године¹³⁵. Овим уговором су консолидоване одредбе о унутрашњем тржишту, као простору „који се карактерише укидањем препрека између држава чланица слободном кретању робе, људи, услуга и капитала“ (члан 3/ц/). Осим регулисања унутрашњег (заједничког) тржишта, Мастрихтски уговор успоставља економску и монетарну унију, а имплементацију заједничке економске политике означава као основу за постизање циљева Уније у економском и социјалном развоју становништва и држава чланица. Уговор предвиђа активности на „неопозивом фиксирању девизних курсева, које ће водити увођењу јединствене валуте“ (члан 3а), а затим детаљно регулише динамику увођења јединствене валуте, јединствену монетарну политику и организационе облике за њено вођење – Европски систем централних банака и Европску централну банку.

Мастрихтски уговор мењан је и допуњаван, али су одредбе о заштити унутрашњег тржишта остајале на снази. За тему унутрашњег тржишта значајне су промене које су уведене Уговором из Амстердама (1997), о „Европи у две брзине“, односно унапређеној сарадњи - тешњој интеграцији у оквиру Уније држава чланица које то желе. Уговором из Нице (2001), прецизиране су одредбе о унапређеној сарадњи. Уговором из Лисабона (2007) укинута су одредбе о „три стуба“ на којима почива економска и монетарна унија и термин Европска заједница, који је био окосница првог (економског) стуба, замењен је термином Европска унија. Уговор из Лисабона – после кога је

¹³⁴ Commission of the European Communities: White Paper: *Completing the Internal Market*, COM (85) 310 final, Brussels, 14 June 1985, стр. 57.

¹³⁵ <http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/11992M/htm/11992M.html>

извршена кодификација оснивачких аката уније у облику Уговора о Европској унији и Уговора о функционисању Европске уније, који су данас на снази - увео је принцип поделе надлежности. По том принципу, Европска унија има искључиву надлежност регулисања у таксативно утврђеним областима, између осталог, у областима: царинске уније, установљавања правила конкуренције неопходних за функционисање интерног тржишта, монетарној политици и заједничкој трговинској политици (члан 3 Уговора о функционисању Европске уније). У осталим областима, надлежности су или подељена између Уније и држава чланица, или Унија има само координативну или консултативну функцију (чланови 4 - 6. Уговора о функционисању Европске уније).

Развој унутрашњег тржишта Европске уније у периоду после заокруживања регулативе на основу Јединственог европског акта довео је до његовог ширења (пријемом нових држава чланица) и продубљавања, растом размене робе и услуга, кретањем људи и капитала.

Према анализи Европске комисије, садржаној у студији под насловом: „Ка јединственом тржишту“, објављеној октобра 2010. године, каже се: „Комисија процењује да је комбиновани ефекат интеграције унутрашњег тржишта, посебно кроз либерализацију мрежних индустрија и проширења, допринео креирању 2,75 милиона нових радних места и економском расту од 1,85% у периоду 1992 - 2009. године“¹³⁶. Међутим, унутрашње тржиште у неким сегментима показује веома низак степен интеграције. По подацима Комисије, само 1,5% уговора о јавним набавкама у 2009. години имало је прекогранични карактер. Обим услуга који је пружен преко границе износио

¹³⁶ European Commission: *Towards a Single Market Act: For a highly competitive social market economy - 50 proposals for improving our work, business and exchanges with one another*, COM (2010) 608 final, Brussels, 27. 10. 2010, стр. 2.

је само 5% бруто друштвеног производа, а индустријски производи размењени су у обиму од 17% бруто друштвеног производа Уније. Интернет је 2008. године користило у сврхе прекограничне куповине само 7% потрошача Уније¹³⁷.

Наведена студија Комисије имала је за подлогу Монтијев извештај (према М. Монтију, комесару за унутрашњу трговину), у коме су наведени подаци и дата анализа стања на унутрашњем тржишту Уније. Овај извештај сугерише усвајања новог термина: „јединствено тржиште“ и напуштање старог термина: „унутрашње тржиште“, да би се у наредном периоду консолидације оно схватило као отворено, динамично тржиште¹³⁸.

У којој мери је остварена интеграција у сегментима унутрашњег тржишта (кретање робе, услуга, људи и капитала)?

Када је реч о тржишту робе, оно је заокружено са становишта регулативе и техничке препреке кретању производа су уклоњене. Робна размена ствара око 25% бруто друштвеног производа Уније (ЕУ 27); унутрашња размена представља 75% укупне размене унутар Уније. Она је између 1999. и 2007. године расла по стопи од 7,6% ¹³⁹. Међутим, компаративно посматрано, ток производа у Унији заостаје за разменом која се остварује у

¹³⁷ European Commission: Towards a Single Market Act: For a highly competitive social market economy - 50 proposals for improving our work, business and exchanges with one another, COM (2010) 608 final, Brussels, 27. 10. 2010, стр. 4.

¹³⁸ *A New Strategy for the Single Market at the Service of the Europe`s Economy and Society*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso by Mario Monti, 9 May 2010, стр. 13.

¹³⁹ *A New Strategy for the Single Market at the Service of the Europe`s Economy and Society*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso by Mario Monti, 9 May 2010, стр. 93, 50.

САД: однос унутрашње прекограничне размене у САД је 70% већи од размене унутар језгра Уније (ЕУ 15) ¹⁴⁰.

Интеграција унутрашњег тржишта довела је до конвергенције цена на целом економском простору Уније. Према подацима из студије стручњака Европске комисије о унутрашњем тржишту у 21. веку¹⁴¹, коефицијент варијације упоредног нивоа цена потрошачких добара у земљама ЕУ 15 смањен је од 20% у 1991. години на 13% у 2005. години. У земљама ЕУ 25, с обзиром на то да су новопримљене државе чланице убрзано прихватиле правну баштину Уније, дошло је до још већег пада овог коефицијента, са 39% у 1995. години, на 26% у 2005. години.

И поред конвергенције цена, још увек постоје разлике у ценама за исте производе или исте групе производа, посебно у сектору услуга, које су представљене у следећој табели:¹⁴²

Табела 2.1. Разлике у ценама на тржишту Европске уније (у %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Потрошна добра	27,3	25,3	24,4	24,0	25,4	23,8
Полутрајна добра	18,2	15,9	14,5	11,8	11,8	11,8
Трајна добра	15,6	14,0	13,0	13,8	13,8	14,4

¹⁴⁰ *A New Strategy for the Single Market at the Service of the Europe`s Economy and Society*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso by Mario Monti, 9 May 2010, стр. 50

¹⁴¹ European Commission: Steps towards a deeper economic integration: the Internal Market in the 21st century - A contribution to the Single Market , Review by Fabienne Ilzkovitz, Adriaan Dierx, Viktoria Kovacs and Nuno Sousa, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, *European Economy, Economic papers*, N0 271, January 2007, стр. 37.

¹⁴² Исто, стр. 40.

Потрошачке услуге	42,4	40,4	38,0	38,0	37,0	36,2
----------------------	------	------	------	------	------	------

Извор: European Commission: Steps towards a deeper economic integration: the Internal Market in the 21st century - A contribution to the Single Market, *European Economy, Economic papers*, No 271, January 2007, стр. 40.

Постоји велики потенцијал за даље смањење цена дерегулацијом појединих привредних сектора, нарочито мрежних индустрија (транспорт, електроенергија, гас, саобраћај, телекомуникације), односно отварањем могућности уласка на различита тржишта, интеграцијом и консолидацијом и сл. Процена је да у би пад цена у области телекомуникација даљом интеграцијом тржишта могао бити за једну тећину, а у области електричне енергије и гаса од једне шестине до једне трећине ¹⁴³.

Разлике у ценама и могућности њиховог смањивања значе да потенцијали кретања робе (и услуга, али имајући у виду чињеницу да су услуге мање подложне трговини између земаља) нису искоришћени и траже отклањање претежно административних баријера. Али, динамика тржишта одређена је и динамиком технолошких продора у производњи, куповном моћи становништва и променама његових преференција.

Тржиште услуга ствара 70% бруто друштвеог производа Уније као целине. Оно је једини сектор који бележи стално креирање нето радних места. Међутим, само 20% услуга које се пружају у Унији има преко-гранични карактер (по свим облицима прекограничних токова услуга које познаје класификација Светске трговинске организације: директним пружањем у другој земљи, инкорпорацијом фирми у другој земљи, односно обављањем

¹⁴³ Исто, стр. 41.

самосталне делатности у у другој земљи)¹⁴⁴. Интеграција тржишта услуга иде веома споро: тек 2006. године донета је Директива о услугама (2006/123/ЕЦ), која је регулисала ток услуга индустријског карактера, трговачке услуге, занатске и професионалне услуге. Овом директивом нису регулисане услуге које пружа јавни сектор (пошто се финансирају из јавних фондова). Процењено је да пуна примена директиве о услугама, односно даља интеграција ове области, може за ефекат да има повећање унутрашње трговине услугама за 45% а страних директних инвестиција за 25%, што би довело до раста бруто друштвеног производа Уније за 0,5 – 1,5%¹⁴⁵.

Слобода кретања рада загарантована је оснивачким уговорима Уније (чл.45. Уговора о функционисању Европске уније). Секундарно законодавство обухвата Уредбу о слободи кретања радника у Европској заједници (1612/68) и Директиву о праву на настањивање из 2004. године (2004/38/ЕЦ). Међутим, ова слобода је „најспорнија и истовремено најмање коришћена од све четири слободе“¹⁴⁶. Она је повезана како са креирањем радних места, тако и са препрекама културне, језичке и традиционалне природе, али и политичким споровима у вези са обезбеђивањем социјалне сигурности радника (преговарање о ревизији уредаба о координацији система социјалног осигурања у оквиру Уније трајало је 11 година), проблемима образовања, становања и др. Због тога је у Унији мобилност

¹⁴⁴ *A New Strategy for the Single Market at the Service of the Europe`s Economy and Society*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso by Mario Monti, 9 May 2010, стр. 53.

¹⁴⁵ European Commission: *Europe 2020, A Strategy for smart, sustainable and inclusive growth*, COM (2010) 2020 final, Brussels, 3. 3.3 2010, стр. 20.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:2020:FIN:EN:PDF>

¹⁴⁶ *A New Strategy for the Single Market at the Service of the Europe`s Economy and Society*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso by Mario Monti, 9 May 2010, стр. 56.

радника веома ниска, иако је то услов за нормално функционисање не само економске, него и монетарне уније. Само 2,3% становника Уније живи ван државе чији су грађани (око 11,3 милиона становника; у САД је то три пута више). Између различитих држављана склопи се 350.000 бракова (а разведе 145.000); 180.000 студената у Унији студира ван матичне земље¹⁴⁷. Кретање људи у оквиру унутрашњег тржишта тесно је повезано, посебно у области пензијског осигурања, са слободом пружања финансијских услуга и слободом кретања капитала.

Слобода кретања капитала формулисана је као директна забрана ограничавања кретања капитала, тј. не захтева никакво пропратно законодавство на нивоу Уније нити у државама чланицама (члан 63. Уговора о функционисању Европске уније). Пуна либерализација кретања капитала формулисана је Директивом о слободном кретању капитала, која је донета 1988. године (88/361/ЕЦ), а ступила на снагу 1990. године. Једина ограничења могу се односити на кретање краткорочног спекулативног капитала.

Унутрашње тржиште регулише 1.521 директива и 976 уредаба¹⁴⁸. Оне су у национална законодавства унете по различитој динамици, са различитим периодима заостатка, што доприноси фрагментацији унутрашњег тржишта. Крајем 2009. године, 74 директиве везане за унутрашње тржиште „нису произвеле пун ефекат“ услед спорог преношења у национално законодавство једне или више држава чланица Уније. Скоро 55% директива није транспоновано у предвиђеном року; неке и са две године закашњења.

¹⁴⁷ Lamassoure, Alain: *Report on The citizen and the application of Community Law*, 2008, стр. 8 – 12. <http://www.alainlamassoure.eu/liens/975.pdf>

¹⁴⁸ *A New Strategy for the Single Market at the Service of the Europe's Economy and Society*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso by Mario Monti, 9 May 2010, стр. 93

Када се транспоновање успешно изврши, то не гарантује и једнаку имплементацију директиве, а честа су и кршења одредаба директива¹⁴⁹.

2.1.1.3. Интегрисано тржиште

Недовољан степен интеграције унутрашњег тржишта, односно непотпуно остваривање захтева из Програма 2012 да се национална тржишта држава чланица споје у јединствено тржиште, које би имало потенцијал ширења и било флексибилно, поставило се питање да ли је креирање интегрисаног унутрашњег тржишта „неповратан процес“, односно, да ли се под утицајем промена у Унији и ван ње може десити и ретроградан процес – фрагментација тржишта по националним линијама (као што ће се криза манифестовати у неким областима финансијског тржишта)?¹⁵⁰. Иако је и раније било покушаја да се реafirмише концепт јединственог тржишта и да се покрене законодавна иницијатива усмерена на отклањање недостатака који коче интеграцију¹⁵¹, релативно стабилан развој тржишта није ово питање истицао као ургентно. Околности кризе у којој се Унија нашла, најпре као криза финансијског тржишта 2007. године, а затим и криза јавног дуга еврозоне 2010. године, поставиле су питање „реактивирање“ јединственог тржишта. Осим кризе, на овај процес су утицале и:

¹⁴⁹ *A New Strategy for the Single Market at the Service of the Europe's Economy and Society*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso by Mario Monti, 9 May 2010, стр. 93 – 97.

¹⁵⁰ Видети Резолуцију Европског парламента о јединственом тржишту од 20. 5. 2010. године. *European Parliament resolution of 20 May 2010 on delivering a single market to consumers and citizens (2010/2011(INI))*

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2010-0186+0+DOC+XML+V0//EN>

¹⁵¹ *Action plan for the Single Market*, Communication of the Commission to the European Council, CSE(97)1 final, 4 June 1997.

- околности глобализације и појава нових конкурената на светском тржишту;
- релативно заостајање конкурентности Европске уније у економском смислу, због недовољне примене иновација; у околностима када буџет Уније није довољан нити структурно оријентисан ка унапређењу иновација, а Унија нема искључиву надлежност у области стимулације иновација и технолошког напретка, једина полука која јој остаје јесте деловање преко унутрашњег тржишта;
- конфликт социјалних модела у Унији. Континентални модел је модел тржишно-социјалног опредељења, са нагласком на редистрибутивној функцији, док англосаксонски модел у први план ставља деловање тржишта и није усмерен ка социјалним интересима;
- притисак незапослености и успоравање раста, као и недовољне структурне промене у реалном сектору привреде,
- фрагментација финансијског тржишта, и поред резултата који су постигнути у реализацији Акционог плана за финансијске услуге, усвојеног 1999. године.

Овим разлозима треба додати и схватање да је унутрашње тржиште „комплетирано, и да се као такво може запоставити као политички приоритет“ у односу на друге приоритете Уније: стварање монетарне уније, проширење и институционалне реформе¹⁵².

Поновно активирање регулаторне реформе чија би реализација довела до заокруживања јединственог тржишта у интегрисано тржиште Уније

¹⁵² *A New Strategy for the Single Market at the Service of the Europe`s Economy and Society*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso by Mario Monti, 9 May 2010, стр. 14 - 15.

иницирала је Европска комисија у октобру 2010. године. У папиру под насловом: „Ка Акту јединственог тржишта – за високо конкурентну социјално - тржишну привреду“¹⁵³, назначене су основне мере које би требало да доведу до развоја интегрисаног тржишта. Ове мере би имале двоструки циљ: тржишно стимулисање конкуритивности и иновативности привреде али и социјално одговорног развоја.

Међу предложеним мерама налазе се и оне које се директно односе на финансијско тржиште, као што су мере за јачање фондова ризичног капитала, ревизија директива које се односе на трговину финансијским инструментима, предлог регулативе о преносу пензијских права, транспарентност банкарских накнада, развој социјалних инвестиционих фондова, приступ основном рачуну за плаћања.

Европска комисија сматра да ће примена наведених мера до 2020. године повећати бруто друштвени производ Уније за 4% ¹⁵⁴.

Октобра 2012. године донет је други сет мера у оквиру Акта о јединственом тржишту, који је формулисао мере за стимулисање развоја сектора са високим потенцијалом раста, односно:

- развој интегрисаних мрежа на јединственом тржишту (транспорт, енергетика);
- стимулисање мобилности људи и предузетника;

¹⁵³ European Commission: *Towards a Single Market Act: For a highly competitive social market economy 50 proposals for improving our work, business and exchanges with one another*, COM(2010) 608 final/2, Brussels 11.11.2011.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0608:REV1:EN:PDF#page=2>

¹⁵⁴ European Commission: *Towards a Single Market Act: For a highly competitive social market economy 50 proposals for improving our work, business and exchanges with one another*, COM(2010) 608 final/2, Brussels 11.11.2011, стр. 4.

- подршка дигиталној економији као најважнијем иновативном сектору;
- јачање социјалног предузетништва¹⁵⁵.

И у овим мерама се налазе оне које се односе на финансијске услуге: он-лајн плаћања, подршка дугорочном инвестирању, развој комуникационе инфраструктуре великих брзина, обезбеђивање свим грађанима Уније основних банкарских рачуна. Акт о јединственом тржишту 2 такође садржи став да је интегрисано тржиште „кључни инструмент за остваривање дугорочне визије високо конкурентне социјално – тржишне привреде“.

2.1.2. РЕГУЛАТОРНИ ОКВИР

Финансијска интеграција, односно формирање јединственог финансијског тржишта Европске уније, представља тржишни процес, чије се дејство реализује у оквиру регулаторних оквира постављених сагласно подели надлежности између Уније и држава чланица. Компоненте регулаторног процеса су легислативна активност Уније (директиве, уредбе и одлуке) и националних држава, пруденциона контрола финансијских институција и контрола пословног понашања финансијских институција. Посебан вид регулаторних правила односи се на активности саморегулаторних тела на финансијском тржишту (на пример, правила регулисаних тржишта – берзи, професионалних удружења и др).

Регулаторни оквир поставља правила понашања учесника на тржишту и отклања дисторзије тржишта. Импликације које систем регулативе има по учеснике на тржишту зависи од његове усмерености, односно од политичког консензуса: систем може бити либералан и захтевати мање државне

¹⁵⁵ European Commission: *Single Market Act II: Together for new growth*, COM (2012) 573 final, Brussels, 3.10.2012. final.

http://ec.europa.eu/internal_market/smact/docs/single-market-act2_en.pdf

интервенције или конзервативан, са доминантним утицајем државе. Различити регулаторни системи имаће и различит утицај на развој и кризна кретања на финансијском тржишту.

Регулатива финансијског тржишта треба да омогући заштиту инвеститора, очување интегритета тржишта и смањење системског ризика¹⁵⁶. Пруденциона контрола или супервизија има за циљ да заштити инвеститоре кроз контролу опрезног пословања финансијских институција. Она има неколико нивоа¹⁵⁷:

- давање дозвола за рад финансијских институција (улазак на тржиште);
- стална контрола пословања финансијских институција, посебно њиховог капитала, активе, управљања, зараде и ликвидности. Често се за ову контролу користи акроним CAMEL (енгл. Capital, Assets, Management, Earnings, Liquidity);
- санкције у случају непоштовања регулаторних прописа или превара;
- управљање кризама, које обухвата обезбеђење ликвидности у случају криза (функција „зајмодавца у крајњој линији“ централне монетарне институције), механизам гарантовања депозита и процедура реорганизације или стечаја.

Контрола пословног понашања финансијских институција везана је за њихов однос према клијентима и на тржишту; прописује правила понашања и

¹⁵⁶ IOSCO: *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Montreal, 1998.

¹⁵⁷ Lastra, R.M. (2006), *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford University Press, Oxford, наведено у: Schoenmaker, Dirk: *Financial Supervision in the EU*, *Encyclopedia of Financial Globalization*, G. Caprio (ed.), Elsevier Amsterdam, 2011, стр. 5. [http://personal.vu.nl/d.schoenmaker/Encyclopedia_Financial_Supervision_in_the_EU_v1%20\(28-4\).pdf](http://personal.vu.nl/d.schoenmaker/Encyclopedia_Financial_Supervision_in_the_EU_v1%20(28-4).pdf)

прати њихово спровођење; контролише се „фер поступак према клијентима, посебно становништву, на либерализованом тржишту“¹⁵⁸.

Институционално решење регулаторног оквира у Европској унији полази од надлежности Уније у области финансијског тржишта: финансијско тржиште је област подељене надлежности Уније и држава чланица. Унија доноси директиве неопходне за минималну хармонизацију законодавства у овој области, а њихова примена је у надлежности држава чланица. Државе чланице, такође, врше детаљно регулисање пословања учесника на финансијском тржишту. Пруденциона контрола финансијских институција и контрола пословног понашања финансијских институција су у надлежности националних регулаторних органа држава чланица. Чак и у тесној финансијској интеграцији, какву представља еврозона, Европска централна банка, све до формирања банкарске уније 2012. године, није имала директне надлежности над пруденцијом контролом банака. Ова контрола је била у националној надлежности, а улога Европске централне банке била је саветодавна (члан 127, став 5. Уговора о функционисању Европске уније).

Колико су државе чланице спремне да чувају сувереност у овој области, показала је пракса формирања координативних регулаторних органа на основу одредаба Акционог плана за финансијске услуге из 1999. године, када су неке државе чланице покренуле спор пред Европским судом правде о основаности формирања таквих тела. Европски суд правде, у пресуди којом је потврдио оправданост оснивања, позвао се на надлежности Уније у обезбеђивању нормалног функционисања унутрашњег тржишта.

Еволуција регулаторног оквира Европске уније у области финансијске интеграције имала је неколико периода, који одражавају политичке

¹⁵⁸ Schoenmaker, Dirk: Financial Supervision in the EU, *Encyclopedia of Financial Globalization*, G. Caprio (ed.), Elsevier Amsterdam, 2011, стр. 10.

приоритете Уније, утицај процеса на светском тржишту, доктрине о финансијском тржишту као саморегулишућем механизму, као и циклус дерегулације, кризе, јачање улоге државе и ре-регулације. Ови периоди се апроксимативно могу одредити као период фрагментације финансијског тржишта, заједничко финансијско тржиште, јединствено финансијско тржиште и интегрално тржиште (у настанку).

Фаза фрагментације финансијских тржишта у оквиру европске интеграције била је резултат прве фазе развоја, у којој је финансијска интеграција била подређена реалној интеграцији. У тој фази, није постојала либерализација кретања капитала, што је значило затварање финансијских тржишта у националне границе, а функционисање система фиксних девизних курсева у оквиру Бретонвудског споразума онемогућавало је заједничку акцију држава чланица на остваривању интеграције финансијског тржишта. Осим тога, национална финансијска тржишта европских држава била су доминантно банкарска тржишта и претежно под државном контролом, тако да нису могли бити реализовани потенцијали конкуренције на заједничком тржишту Европске заједнице.

Усвајањем Прве банкарске директиве, 1977. године, остварен је први значајан резултат у правцу стварања регулативе финансијског тржишта Заједнице. Прва банкарска директива уводи систем давања дозвола банкама за оснивање и пословање од стране матичне државе. Банке које су добиле дозволу могу пословати на територији других држава чланица Заједнице, под условом да поштују услове контроле и надзора који важе за локалне банке (национални третман); директива примењује принцип контроле земље домаћина.

Прва банкарска директива, додатне директиве које су регулисале банкарску област, као и директиве везане за кретање капитала, представљале су примену метода хармонизације регулативе, којим су постављене основе финансијске интеграције. Програм регулаторних реформи, који је пратио усвајање „Програма 1992“, односно Јединствени европски акт, донео је

промену нагласка на методе успостављања финансијске интеграције. Регулаторне иновације, које је Јединствени европски акт донео, састојале су се у следећем:

- примена принципа узајамног признавања правних прописа држава чланица у регулисању финансијског тржишта;
- хармонизација регулативе у кључним нормама, којом се остварује заједнички садржај за државе чланице; директиве представљају облик хармонизације;
- принцип „јединственог пасоша“, који подразумева да дозвола за рад издата финансијској институцији у домаћој земљи омогућава пословање институције и у другим државама чланицама;
- пруденциону контролу и надзор над пословањем финансијске институције обавља земља порекла (принцип контроле земље порекла);
- примена принципа банкарске регулативе и на области осигурања и хартија од вредности.

Принципи уграђени у Јединствени европски акт о слободи кретања капитала, минималној хармонизацији законодавства, узајамном признавању правних прописа и контроли финансијских институција од стране органа земље оснивања, уграђени су у директиве које су регулисале област финансијских услуга: Директиву о либерализацији кретања капитала (1988), Другу банкарску директиву (1989), Директиву о инвестиционим услугама (1992), као и Директиву о слободи пружања услуга животног осигурања (1990) и Другу директиву о неживотном осигурању (1988). На тај начин створени су услови за креирање заједничког финансијског тржишта и отворене могућности финансијске интеграције. Контрола пословног понашања задржана је на нивоу националне регулације.

Припреме за реализацију монетарне интеграције захтевале су отклањање препрека функционисању заједничког финансијског тржишта, како би се омогућила ефикасна имплементација монетарне политике и функционисање евра као јединствене валуте. Било је потребно формулисати план за формирање јединственог тржишта финансијских услуга за Европску унију као целину. У ту сврху, Европска комисија је предложила а Европски парламент формулисао Акциони план финансијских услуга, који је објављен 1999. године¹⁵⁹. Он је обухватио широку регулаторну реформу у пет области финансијског тржишта, која је за шест година требало да доведе до формирања јединственог финансијског тржишта Европске уније. Регулатива се односила на следеће области и мере:

Табела 2.2. *Регулаторна реформа финансијског тржишта Европске уније, 1999. године*

Финансијско тржиште „на велико“	Отклањање постојећих препрека мобилизацији капитала на нивоу Уније; Заједнички правни оквир за интегрисано тржиште хартија од вредности и деривата; Јединствени скуп финансијских извештаја за компаније котиране на берзи; Обезбеђење правне сигурности у прекограничној трговини хартијама од вредности; Унапређење прекограничног реструктурирања финансијских компанија, спајање, преузимање и сл.;
---------------------------------	---

¹⁵⁹ European Commission: *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*. COM (1999) 232, 11. 05. 1999

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf

	Стварање услова за портфолио управљачке компаније да оптимизују резултате портфолија.
Финансијске услуге „на мало“	Обезбеђивање информација за прекогранично пружање финансијских услуга „на мало“; Отклањање нехармонизованих правила о пословном понашању; Унапређење решавања спорова корисника финансијских услуга; Стварање правног оквира за нове канале дистрибуције и технологије.
Пруденциона контрола, супервизија	Прилагођавање пруденционог законодавства међународним стандардима; Регулисање пруденционе супервизије финансијских конгломерата; Унапређење међусекторске и регионалне кооперације између регулатора.
Шири услови	Елиминација пореских препрека интеграцији финансијског тржишта.

Регулативу из Акционог плана – директиве и уредбе, механизмом нормалне процедуре, односно „механизмом саодлучивања“, доносе Савет (квалификованом већином) и Европски парламент и предвиђено је да буду транспоноване у национално законодавство у року од 18 месеци. Укупно су предложене 42 регулаторне мере; све су усвојене у предвиђеном року, до средине 2004. године, а транспозиција је завршена до краја 2005. године. Усвајање су пратили не само регулаторни, него и политички проблеми, који су успоравали процес (на пример, спор Велике Британије и Шпаније око Гибралтара), али га нису прекинули.

Пошто је регулаторна реформа открила недостатке процедуре и институционалних капацитета Уније за функционисање јединственог финансијског тржишта, Одлуком Савета министара (ECOFIN) у јулу 2000.

године, основан је Комитет мудрих људи под руководством барона Ламфалусија (Alexander Lamfalussy), бившег председника Европског монетарног института, који је требало да:

- оцени текуће услове за имплементацију регулативе финансијског тржишта у Европској унији;
- процени како механизам регулисања финансијског тржишта у Европској унији може најбоље одговорити процесима развитка тржишта;
- у циљу уклањања препрека и тешкоћа, да предложи сценарије за прилагођавање текуће праксе, како би се осигурала већа конвергенција и коперација у свакодневној имплементацији, узимајући у обзир новији развитак тржишта¹⁶⁰.

Комитет је извршио анализу постојећег стања финансијске интеграције у Унији и идентификовао основне токове на финансијском тржишту (значајан раст финансијског тржишта и тражње за финансијском активом; европеизација/интернационализација финансијског тржишта; конкуренција и сарадња берзи и трговачких система; растући притисак за консолидацију клиринга и салдирања на нивоу Уније; растућа колебљивост цена финансијске активе).

Анализа регулаторног окружења финансијског тржишта показала је низ недостатака, који чине финансијско тржиште неефикасним. Процес одлучивања, доношења регулативе, њеног транспоновања, имплементације и санкционисања је спор (просечно време за усвајање директиве износило је три године; у неким случајевима, као што је Директива о преузимању, и после 11

¹⁶⁰ *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, Brussels, 9 November 2000, стр. 1.

година није договорен текст и сл)¹⁶¹; није било регулације на нивоу Уније важних области за функционисање јединственог тржишта (на пример, регулисање пензијских фондова), није постојао механизам за осавремењавање текстова регулативе, што је регулативу чинило ригидном.

У Завршном извештају Комитета¹⁶² изложене су препоруке за реформу регулативе, које су усвојене на састанку Европског савета у Стокхолму, марта 2001. године. Главни део ових препорука односи се на нове процедуре доношења одлука у области финансијског тржишта, која се састоји из четири нивоа.

Табела 2.3. Процедура доношења регулаторних одлука на финансијском тржишту Уније

Ниво 1	Одлучивање о оквирним принципима које треба да следи нормалну законодавну процедуру у Европској унији (предлог Комисије Савету министара/Европском парламенту на саодлучивање).
Ниво 2	Оснивање два нова комитета – Комитета за хартије од вредности Уније и Комитета за регулаторе тржишта хартија од вредности Уније, који би помагали Европској комисији да одлучи како да имплементира детаље оквирног регулисања из нивоа 1
Ниво 3	Проширена кооперација и повезивање између националних регулатора тржишта хартија од вредности, да би се осигурала

¹⁶¹ *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, Brussels, 9 November 2000, стр. 18.

¹⁶² *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001.

	конзистентна и једнака транспозиција законодавства из нивоа 1 и 2 (заједнички стандарди имплементације).
Ниво 4	Јачање извршења, посебно много јачом акцијом Европске комисије да осигура извршење законодавства Заједнице, подржано унапређеном кооперацијом између држава чланица, њихових регулатора и приватног сектора.

Најважнији реформски значај дат је првим нивоима: „широк политички избор који може бити преведен у широке, али довољно прецизне оквирне норме (ниво 1) и детаљније техничке мере, потпуно сагласне са наведеним оквирима, неопходне за примену циљева које поставља законодавни процес (ниво 2)“¹⁶³. Од нивоа 3 се очекивало да омогући конвергенцију праксе и процедура супервизије између држава чланица.

Основни захтеви Ламфалусијевог извештаја били су да се регулативна процедура упрости, односно да се првенство пружи иницијативама са нивоа Уније. То је било нужно, јер се у Извештају помиње да је тада у Унији регулаторне надлежности имало преко 40 јавних тела¹⁶⁴. Затим, да се регулатива учини флексибилнијом, да би се одговорило технолошким променама на тржишту (комуникације, компјутери) и спречило заостајање за финансијским тржиштем САД. Најзад, да се регулаторна процедура, односно доношење и примена законодавства убрза, да би се избегли застоји узроковани политичким несугласицама, административном процедуром и

¹⁶³ *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001, стр. 19.

¹⁶⁴ *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001, стр. 15.

спором имплементацијом регулативе. У ту сврху, одлучено је да се део регулативе који се односи на текуће пословање повери комитетима нивоа 2, односно да се изузме из регуларне процедуре саодлучивања Савета и Европског парламента. Приговор је био да се на тај начин губи демократски легитимитет одлука, јер се одлучивање не врши у Парламенту него у Европској комисији, у тзв. комитолошкој процедури, у којој се сагласност постиже у комитетима овлашћених представника држава чланица. Ови су приговори отклоњени одредбом да се Европски парламент стално држи у току легислативне комитетске процедуре и да може опозвати сваку донету регулаторну меру. Такође, све директиве донете по процедури коју предвиђа Ламфалусијев процес имале су тзв. клаузулу залазећег сунца (енгл. Sunset clause), која је после четири године предвиђала аутоматско преиспитивање делегирања регулаторних овлашћења комитету другог нивоа. Интеринституционалним споразумом Комисије, Савета и Парламента потврђена је незаобилазна улога Парламента у законодавном процесу .

На основу иницијативе Велике Британије и Немачке, Савет министара (ECOFIN) је децембра 2000. године одлучио да се регулаторна решења из Ламфалусијевог извештаја прошире, тако да се осим на тржишта хартија од вредности, односе и на банке, осигурање и пензијске фондове, као и на финансијске конгломерате. На основу тога, формиран су и одговарајући комитети: на нивоу 2, Европски комитет за банкарство (ЕВС) и Европски комитет за осигурање и пензије (ЕИОСР), који ће, као и Европски комитет за хартије од вредности (ЕСС), помагати Комисији у усвајању имплементационих мера на нивоу 2 и 1 у својим одговарајућим областима, када директиве из ова два нивоа буду усвојене. На нивоу 3 је основан Комитет европских банкарских супервизора (СЕБС) и Комитет европских супервизора за осигурање и пензије (СЕИОПС), као координациона тела националних супервизора. FSAP садржи став да је архитектура супервизије финансијског тржишта, којој је у основи

систем националних регулатора, повезаних на нивоу заједничког тржишта системом меморандума о разумевању, који регулишу њихову сарадњу, здрава основа за креирање јединственог финансиског тржишта¹⁶⁵. Ламфалусијев комитет сматра да она фрагментује тржиште¹⁶⁶ и стога уводи ниво 3 комитета који ће координирати националне супервизијске органе.

Као што је већ напоменуто, Ламфалусијев процес се креће у оквиру постојеће институционалне структуре Уније, која подразумева подељену надлежност у области финансијског тржишта. Комитет мудрих је, додуше, у Иницијалном извештају разматрао креирање Јединственог европског регулатора финансијског тржишта, који би имао наднационални карактер¹⁶⁷, али та препорука није била усвојена, јер није одговарала тада постојећој конституционалној структури Уније.

Директиве које су донете на основу Ламфалусијевог процеса су: Директива о злоупотребама на тржишту (2003/6/ЕС), Директива о перспектима (2003/71/ЕС), Директива о тржишту финансијских инструмената (MIFID) (2004/39/ЕС) и Директива о транспарентности (2004/109/ЕС).

Успешност реформских захтева посебно је праћена од стране Међу-институционалне групе, сачињене од представника Комисије, Европског парламента и Савета. Комисија је периодично објављивала извештаје о

¹⁶⁵ European Commission: *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*. COM (1999) 232, 11. 05. 1999, стр. 13.

¹⁶⁶ *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001, стр. 15 - 16.

¹⁶⁷ *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, Brussels, 9 November 2000, стр. 26.

спровођењу усвојених мера¹⁶⁸. Акциони план је окончан 2005. године, а 2007. године закључено да је и Ламфалусијев процес успешно окончан¹⁶⁹.

Акциони план и Ламфалусијев процес обликовали су развој финансијског тржишта до финансијске кризе 2007 – 2012. године, која је започела као криза хипотекарног тржишта у САД, са реперкусијама на цео свет, а настављена је као криза сувереног дуга еврозоне. Финансијско тржиште Уније је у том, преткризном периоду забележило развој не само под утицајем регулаторних реформи, које су ослободиле деловање конкуренције на јединственом финансијском тржишту, него и развоја на светском финансијском тржишту. На развој светског финансијског тржишта одлучујућа је неолибералистичка теорема о „непогрешивости тржишта“, односно вера да је тржиште самокоригујући механизам, којем не треба додатна државна интервенција на уређивању имперфекција. Препуштање стихијском деловању тржишта довело је до формирања спекулативног балона, у коме су се цене финансијске активе одвојиле од фундаменталних карактеристика реалне привреде, а тржишни учесници, као доминантан мотив инвестирања следили увећање капиталне добити. Увећање ризика до кога су ови процеси довели, изражено је у наглom избијању финансијске кризе.

Финансијска криза, којој је следила и економска криза, погодила је јединствено финансијско тржиште Уније у свим сегментима. Посебно је утицала на новчано тржиште, банкарски сектор и сектор државних обвезница.

¹⁶⁸ FSAP Progress Report, 1999-2004, Single Market in Financial Services Progress Report, 2004-2006, Financial Integration Monitor, 2004-2006, European Financial Markets Integration Report, 2007-2009, European Financial Stability and Integration Report, 2010-2011.

¹⁶⁹ Kudrna, Zdenek: The EU Financial Market Policy: Evolution, Innovation and Research Outlook, Working Paper No. 04/2009, IEIR, Social Science Research Center, Austrian Academy of Sciences, Vienna, August 2009, стр. 19-20.

Са почетком кризе коинцидирало је предузимање мера за допуну регулаторног оквира јединственог тржишта механизмом за отклањање нестабилности на тржишту. На нивоу Уније потписан је меморандум о разумевању, октобра 2007. године, који су потписали сви национални супервизорски органи, националне централне банке и министарства финансија. Овај меморандум је предвидео принципе регулаторног понашања у случају нестабилности, као и заједничку акцију на санацији угрожене солвентности банака. Оштрина кризе, међутим, веома брзо је приморала државе чланице на самосталну акцију. Договорени принципи заједничке акције нису поштовани, посебно у санацијама великих банака, које су биле везане за високе буџетске издатке. Да су оне биле саниране заједничком акцијом, то би довело до великог обима буџетског трансфера између земаља. „Покушај сарадње, предвиђен Меморандумом, трајао је само две недеље“¹⁷⁰.

Криза финансијског тржишта увек ојачава аргументе за додатном регулацијом. Криза 2007– 2012. године свакако није узрокована недостатком регулације, али је открила њене недостатке на нивоу Европске уније, посебно везане за супервизијски сегмент (однос надлежности, проблеме координације, фискални трансфер, надзор системски значајних институција, реорганизација и затварање финансијских институција и сл). Супервизија је организована на националној основи, а механизам координације није довео до конвергенције праксе; национални системи супервизије нису адекватан оквир за макро-пруденциону контролу на нивоу Уније, имајући у виду могућности концентрације финансијских институција до које доводи деловање конкуренције на јединственом тржишту. Не може бити јединственог тржишта,

¹⁷⁰ Kudrna, Zdenek: The EU Financial Market Policy: Evolution, Innovation and Research Outlook, *Working Paper No. 04/2009*, IEIR, Social Science Research Center, Austrian Academy of Sciences, Vienna, August 2009, стр. 25.

а да се на њему не формирају могућности за појаву системског ризика. Та елементарна поставка није била узимана у обзир за време стално растућег тржишта у току прве деценије овог века, делимично и под утицајем шпекулативног балона који се формирао на светском финансијском тржишту. Зато на нивоу Уније и нису постојали механизми за његово решавање (идентификација, преливање, мере за отклањање последица и др), посебно механизам за управљање кризама. Најзад, постојећи оквир регулативе није био адекватан ни за прихватање нових финансијских производа, што је слабило конкурентску позицију јединственог европског тржишта на светском и за резултат имало одливање штедње са простора Уније.

Формулисање кризне регулативе Европска комисија је поверила Групи на високом нивоу под вођством Жака де Ларозијера (Jacques de Larosiere), бившег председника Међународног монетарног фонда. Задатак Групе био је да формулише предлоге за „јачање европских супервизорских аранжмана који би покривали све секторе, са циљем успостављања ефикаснијег, интегрисанијег и одрживог европског система супервизије¹⁷¹.

Извештај Групе - Ларозијеров извештај¹⁷² садржи предлог за доношење 20 мера регулативе, као и промене у архитектури регулације на нивоу Уније.

Промене у регулативи требало је да допринесу „јачању финансијске стабилности и заштити потрошача тако да се избегне – ако не понављање кризе, које је неизбежно – онда бар понављање изузетних облика слома система“¹⁷³. У том циљу требало би да се реализује конзистентан регулаторни

¹⁷¹ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere: *Report*, Brussels, 25 February 2009, стр. 69.

¹⁷² The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere: *Report*, Brussels, 25 February 2009.

¹⁷³ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere: *Report*, Brussels, 25 February 2009, стр. 13.

оквир за превенцију, управљање и разрешавање криза. Најважнији аспект јесте превенција криза. Нова институционална структура за очување финансијске стабилности, предложена у Извештају, усмерена је на ту област. У области управљања кризом важно је питање расподеле трошкова санације финансијских институција. Постојећи Меморандум о разумевању садржао је само два критеријума за расподелу трошкова: економски утицај кризе на државе чланице у питању (принцип једнакости) и поделу супервизијских овлашћења између земље порекла и земље домаћина (принцип одговорности). Предлог Групе има у виду и друге критеријуме, као што су обим депозита и активе, приход финансијских институција које се санирају и др.

Превенција криза подразумева јасно формулисање макро и микро принципа пруденционе контроле. Главни циљ микропруденционе контроле је надзор над појединачним финансијским институцијама, ради заштите њених клијената. Она има и део системске одговорности, јер тешкоће једне финансијске институције могу водити формирању тзв. заразе (енгл. Contagion), односно криза се може проширити и на целину финансијског система (тзв. „јуриш на депозите“), посебно ако је реч о великој и системски важној институцији, која је „исувише велика да би пропала“. Макропруденциона контрола треба да спречи тешкоће финансијског тржишта као целине, а на тај начин и да заштити реални сектор од смањења производа и кризе. На нивоу Уније, потреба за овом контролом проистиче из изложености више финансијских институција заједничким факторима ризика (заједнички или корелисани ризици), као и из повезаности националних финансијских тржишта и могућности преливања шокова с једног на друго. Екстерни ефекти оваквих тешкоћа јесу губљење поверења становништва и других економских чинилаца у финансијско тржиште и слом тржишта. Криза финансијског тржишта имала је оштре последице у Унији, поред осталог и и због тога што је недостајао систем макропруденционе контроле, као и

механизам раног упозорења на системски ризик. Група наводи и друге факторе, везане за недостатке постојеће регулативе (проблем надлежности, недостатак отворености и сарадње националних органа, недовољна пракса контроле на прекограничној основи, недостатак овлашћења комитета нивоа 3, и др.)¹⁷⁴.

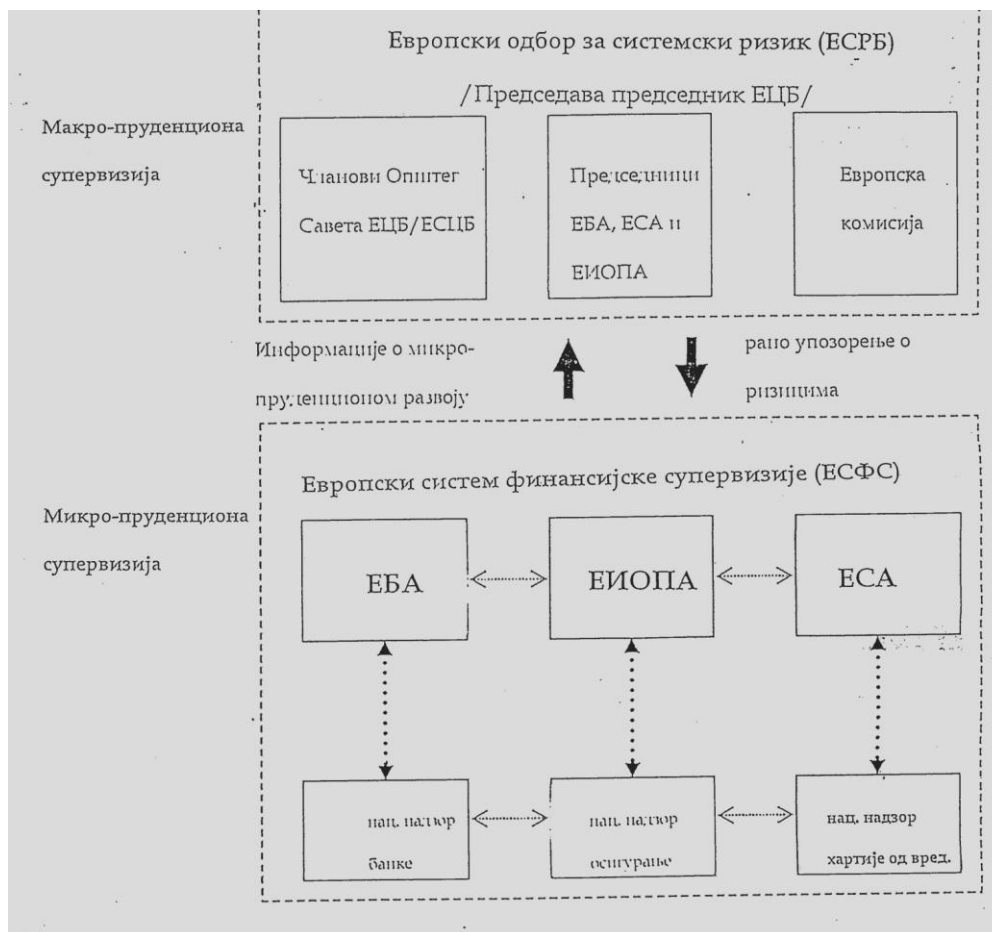
Ларозијеров извештај предлаже нови „европски“ систем супервизија и управљања кризама, односно архитектуру институција које би биле надлежне за решавање кризног циклуса. Макропруденциона контрола је стављена у надлежност Европског савета за системски ризик, односно Европског одбора за системски ризик (ESRB), како је ова институција преименована у одлуци о њеном оснивању¹⁷⁵. Одбор прикупља податке о системском ризику и да издаје упозорења, по којима морају да поступају национални регулатори и Европска комисија. На челу Одбора је председник Европске централне банке, која пружа логистичку подршку Одбору. Микропруденционе ризике контролише Европски систем финансијског надзора (ESFS), који настаје из трансформације комитета нивоа 3. Овај систем чине три управе: Европска банкарска управа (ЕБА), Европска управа за осигурање – преименована оснивачком одлуком у Европска управа за осигурање и професионалне пензије (EIOPA)¹⁷⁶ и Европска управа за хартије од вредности (ESA). Ове управе имају веће надлежности на координацији супервизије, посредовању између националних органа, усвајају обавезне стандарде и техничке одлуке у области регулативе, одржавају

¹⁷⁴ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere: *Report*, Brussels, 25 February 2009, стр. 39 – 41.

¹⁷⁵ Regulation No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, *Official Journal of the European Union*, 15. 12. 2010.

¹⁷⁶ Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), *Official Journal of the European Union*, 15. 12. 2010.

састанке колегијума националних супервизора, надзиру највеће финансијске институције и координирају акције у управљању кризама. Следећа схема, прилагођена изменама усвојеним приликом оснивања институција, представља предлог Комитета.



Графикон 2.1. *Оквир институција ЕУ за очување финансијске стабилности*

Извор: The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere: *Report*, Brussels, 25 February 2009, стр. 57.

Криза јавног дуга еврозоне, која је избила 2010. године, истакла је потребу још једног прилагођавања регулаторног и надзорног оквира јединственог финансијског тржишта. Криза је показала неодрживост „зачараног круга“ у коме су се кретали односи националних банкарских

система и државних финансија земаља чланица еврозоне. На регулаторном нивоу, овај проблем је решаван стварањем институционалних механизма за помоћ финансијски изложеним земљама и акцијом Европске централне банке на секундарном тржишту државних обвезница, с једне стране, а с друге, стварањем фискалне и банкарске уније у оквиру Економске и монетарне уније. Наведени механизми су предмет разматрања у трећој глави ове дисертације.

2.1.3. ИНФОРМАЦИОНЕ АСИМЕТРИЈЕ И НАЦИОНАЛНЕ РАЗЛИКЕ

Препреку формирању и деловању јединственог финансијског тржишта Европске уније чине информационе асиметрије, које проистичу из националних разлика држава чланица. То је и разумљиво, с обзиром на мултинационални карактер Европске уније, као и на променљиву равнотежу између федералног, односно супранационалног и националног елемента у њеном развоју. Институционални аранжмани везани за организацију и функционисање Уније у сталној су еволуцији, која води тражењу правих решења у подели надлежности између Уније и држава чланица. Од тих решења зависи легислативна и регулаторна надлежност органа Уније или држава чланица. Кретање ка јединственом финансијском тржишту, а од њега ка интегралном финансијском тржишту, отклања националне разлике и доводи до сарадње и конвергенције у регулисању тржишта; у истом правцу води и развитак тржишта, који покреће нова решења, сагласна развоју технологије и иновација у финансијским производима и процедурама. Јединствено и интегрално тржиште требало би да буду информационо ефикасна тржишта, односно да доведу до брзог распростирања информација, што отклања информационе асиметрије и омогућава инвеститорима и финансијским институцијама да доносе рационалне одлуке.

Националне разлике проистичу из различитости у језику, култури, правним системима, регулаторној пракси, пореским системима, преференцама становништва, различитој примени комунитарног права и другим околностима.

Утицај разлика у језику је разумљив, у условима непостојања службеног језике Европске уније. Препреке везане за разлике у култури на финансијском тржишту испољавају се како у облику различитих јавних политика држава чланица (различит приступ корпоративном управљању, стандардима обелодањивања података, политици конкуренције), тако и из околности везаних за функционисање привреде, на пример, из различите предузетничке културе¹⁷⁷.

Разлике у правним системима држава чланица везане су у основи за припадање различитим правним изворима. У Европи, правни извори засновани су, с једне стране, на прецедентном или обичајном праву (енгл. Common Law), чији је главни представник правни систем Велике Британије и, с друге стране, на систему цивилног или континенталног права, који је проистекао из римског права, а чији су посебни представници француска, немачка и скандинавска правна традиција, које су утицале на правне системе свих других европских држава¹⁷⁸. Различити правни систему уобличавају се у различите правне норме везане за финансијско тржиште, садржане у трговачким и компанијским правима, односно праву финансијског тржишта. Оне су, пре свега, везане за правна овлашћења учесника на финансијском тржишту, заштиту инвеститора, ефикасност спровођења правних одлука,

¹⁷⁷ *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001, стр. 11.

¹⁷⁸ La Porta, R. and al.: *Law and Finance*, 1998, стр. 5.

<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/docs/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Law%20and%20Finance-All/Law%20and%20Finance.pdf>

правила банкротства и сл. Ефикаснији правни системи - у којима се брже решавају спорови или спроводе законске процедуре¹⁷⁹ - чине ефикаснијим финансијско тржиште: доводе до веће расположивости кредита, захтева за мањим колатералом, а у крајњој линији и утичу на смањење каматних стопа¹⁸⁰. Овоме треба додати и различиту примену одредаба директива Уније, у делу који није хармонизован, посебно када неке државе чланице уграђују одредбе у складу са својим интересима (тзв. „позлаћивање“, енгл. „Goldplating“), а друге преносе директиве без додатака.

Разлике у регулаторним системима националних финансијских тржишта држава чланица су у досадашњем развоју јединственог финансијског тржишта биле стални извор његове фрагментације. Отуда су и регулаторне реформе у Унији имале као сталан циљ хармонизацију регулаторних норми и праксе, односно преузимање одређених надлежности на нивоу Уније, да би се обезбедило повећање ефикасности регулативе и смањила фрагментација тржишта, посебно у околностима криза.

Национални регулаторни органи имају различите облике организације, зависно од развијености финансијског тржишта, традиције регулисања, правног система и др.

Неке државе чланице Уније следе организацију националних регулатора која је произашла из америчке регулативе настале после Њу Дила (New Deal), 1933 – 34. године. То је секторска или вертикална организација надзора: за сваку област финансијског тржишта постоји посебан регулатор, који спроводи и пруденциону контролу и контролу пословног понашања учесника ради заштите инвеститора. То су, обично: централна банка за

¹⁷⁹ Djankov, Simeon et al.: *Legal Structure and Judicial Efficiency*, World Bank, October 2001.

¹⁸⁰ Bianco, Maria et al.: *Courts and Banks: Effects of Judicial Enforcement on Credit Markets*, CSEF Working Paper, 58, June 2001.

пруденциону контролу банака, комисија за хартије од вредности за финансијско тржиште у ужем смислу и министарство финансија, за осигурање. Пример такве организације је регулаторни систем Грчке: Централна банка Грчке (банке), Грчка комисија за тржиште капитала (финансијско тржиште у ужем смислу) и Директорат за осигуравајућа предузећа и актуаре у оквиру Генералног секретаријата за трговину (осигурање) Министарства за развој¹⁸¹.

Развој нових финансијских производа, стварање финансијског конгломерата, који обухватају послове банкарства, осигурања и хартија од вредности, као и појава системских ризика на финансијском тржишту, условили су промене у карактеру регулаторних органа у правцу међусекторске организације. Данас постоје два типа овакве организације: функционална и интегрисана.

Функционална организација подразумева да се посебним органима повере задаци пруденционе контроле и пословног понашања (тзв. организација „два врха“, енгл. Twin Peaks). Функција пруденционе контроле може бити праћена и надзором над општим тржишним ризиком, тзв. системским надзором или макропруденционом контролом. Пример функционалне организације је Холандија: Централна банка и Управа за надзор осигурања (једна институција) задужена је за пруденциони надзор, а Управа за финансијска тржишта контролише пословно понашање актера на финансијском тржишту¹⁸².

Интегрисана регулаторна функција поверена је једној институцији, која је надлежна за целину финансијског тржишта. Она врши и

¹⁸¹ Cervellati, E. M., Fioriti, E.: *Financial Supervision in EU Countries*, Department of Management, University of Bologna, 15 January 2007, 8.

¹⁸² Cervellati, E. M., Fioriti, E.: *Financial Supervision in EU Countries*, Department of Management, University of Bologna, 15 January 2007, стр. 13.

пруденциону контролу и контролу пословног понашања: централна банка је задужена за макропруденциону контролу, с обзиром на своју улогу тзв. „зајмодавца у крајњој инстанци“, односно институције која обезбеђује ликвидност тржишта у условима кризе. Типичан пример овакве организације била је Велика Британија, у којој је улогу интегралног регулатора вршила Управа за финансијске услуге (FSA); реформа система надзора ће у Великој Британији довести до формирања организације „два врха“ регулативе, у којој ће функцију пруденционе контроле вршити посебна институција у оквиру Централне банке (Управа за пруденциони надзор), а контролу пословног понашања Управа за финансијско понашање

183.

Преглед националних регулатора у државама чланицама Европске Уније, по облицима организације, даје следећа табела:

Табела 2.4. Финансијски регулатори држава чланица ЕУ

		Основни модели		
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Секторски	Међусекторски функционални	Међусекторски интегрисани, без улоге централне банке у надзору	Међусекторски интегрисани, са улогом централне банке у надзору
Европска унија	Бугарска Кипар Грчка Литванија Румунија	Белгија (2011) Француска (2003/10) Италија (1999) Холандија (2002) Португалија	Данска (1988) Естонија (2002) Мађарска (2000) Литванија (2001) Малта (2002)	Аустрија (2002) Чешка (2006) Финска (2009) Немачка (2002) Ирска (2003)

¹⁸³ Schoenmaker, D.: Financial Supervision in the EU, *Encyclopedia of Financial Globalization*, G. Caprio (ed.), Elsevier Amsterdam, April 2011, стр. 17.

	Словенија	(2000)	Пољска (2008)	Словачка (2006)
	Шпанија	Велика Британија (2011)	Шведска (1991)	

(У загради су године када су основани међусекторски регулатори)

Извор: Schoemaker, D.: *Financial Supervision in the EU, Encyclopedia of Financial Globalization*, G. Caprio (ed.), Elsevier Amsterdam, April 2011, стр. 17.

Национални регулатори успостављају праксу која одговара националним финансијским тржиштима, али која може да доведе до неконзистентне примене регулативе на нивоу Уније, односно, као последица узајамног признавања правних прописа, до неједнаког положаја учесника на тржишту. Ларозијеров извештај навео је неке примере прекомерних разлика у регулаторној пракси држава чланица, која је ограничавала развој јединственог тржишта¹⁸⁴:

- разлике у секторском обухвату надзора, пошто државе чланице имају различите дефиниције кредитних установа (банака);
- различите обавезе извештавања;
- разлике у дефиницији основног капитала банака, као и у дефиницији регулаторног капитала;
- рачуноводствене праксе нису јединствене;
- постоји разлика у начину како осигуравајуће компаније израчунавају техничке резерве, што чини тежим упоређивање њихове солвентности;

¹⁸⁴ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere: *Report*, Brussels, 25 February 2009, стр. 28.

- нема јединствене методологије за вредновање процене ризика финансијских институција;
- нема никакве хармонизације у гарантним шемама у осигурању.

Разлика у пракси националних органа доводи до тзв. „регулаторне арбитраже“, односно сељења пословања финансијских институција у оне државе чланице у којима је регулатива најблажа или најјевтинија. Кординација праксе у оквиру Европског система финансијске супервизије треба да омогући да се долази до униформнијих решења, што подиже транспарентност пословања на јединственом финансијском тржишту, односно укида информационе асиметрије. У неким случајевима, регулаторне управе на нивоу Уније имају директивну надлежност у односу на националне регулаторе, што ће доводити до развитка јединствених процедура надзора.

Поред разлика у регулаторним системима, сама пракса развитка финансијског тржишта спонтано креира одређене асиметрије, које онемогућавају корисницима финансијских услуга да доносе оптималне одлуке инвестирања. То је посебно случај на тржишту „на мало“, односно у коришћењу финансијских услуга од стране становништва. Потрошачи имају мало информација о производима, компанијама, услугама и ценама; подаци могу недостајати или бити ирелевантни. Неки од примера оваквих информационих асиметрије наведени су у анализи економских последица Акционог плана за финансијске услуге¹⁸⁵:

- банкарство: у области хипотекарних кредита нема довољно прекограничне транспарентности, посебно у области

¹⁸⁵ CRA International: *Evaluation of the Economic Impact of the Financial Services Action Plan, Final Report*. Prepared for: European Commission Internal Market and Services DG, London, March 2009, стр. 92, 110, 161 – 163.

информација које се захтевају од корисника пре закључења уговора;

- осигурање: нису јединствени подаци који се траже о кориснику, тако да се не може одредити карактер ризика;
- на финансијском тржишту: мање је поверење у прекогранично инвестирање, јер се разликују национална правила везана за злоупотребе тржишта и поред хармонизације одговарајућом директивом, а разлике постоје и у одредбама које регулишу права и обавезе инвеститора према њиховим професионалним обележјима.

Трошкови прикупљања информација могу за потрошача бити толико велики, да онемогућавају инвестирање. Регулатива може довести до смањивања наведених разлика кроз стандардизацију процедура, правила обелодањивања података, формулисање кодекса професионалног понашања, примену решења из директива које се односе на транспарентност и финансијско извештавање и сл. Наравно, и тржиште развија своје механизме за дифузију информација (активност продаваца података – /енгл. Data Vendors/, он-лајн извештаји, Интернет, специјализована финансијска штампа, и др.).

Регулаторни органи треба да отклањају појаве имперфектног тржишта и на тај начин омогуће тржишту да ефикасно функционише. Уколико их не отклањају, долази до фрагментације тржишта. Она води ограничавању конкуренције, што за последицу има нижу ефикасност тржишта и повећање трошкова финансијских услуга. Корисници имају рестриктивнији приступ капиталу. Развија се регулаторна арбитража. Заштита потрошача није униформна. Све ове последице заустављају финансијску интеграцију Европске уније.

Посебан облик ограничавајућег утицаја на финансијску интеграцију чине разлике у пореским системима. За хармонизацију је ово један од најтежих сектора Уније¹⁸⁶, а недостатак хармонизације у појединим областима има директне последице по развој прекограничног финансирања. То се посебно односи на порез по одбитку на приход од улагања у другим државама чланицама, разликовање такси на улагања у акције и обвезнице, двоструко опорезивање дивиденди, и др.

Систем пореза на новододату вредност и његова примена на финансијске услуге представља „главну препреку финансијској интеграцији“¹⁸⁷. Шеста директива о порезу на новододату вредност, донета 1977. а осавремењена 2006. године, која садржи дефиницију финансијских услуга и пореска ослобађања, застарела је, јер није прилагођена развоју финансијског тржишта последњих 30 година. То има за резултат, по ставу Европске банкарске федерације, „неприхватљиво низак ниво правне сигурности, нарочито у банкарству на велико, које је већ заиста интернационално“¹⁸⁸. Регулатива не омогућава банкама да поврате своје трошкове, посебно у прекограничним спајањима, тако да дестимулативно делује на консолидацију финансијских институција, а стога и на продубљивање финансијске интеграције. Осим тога, регулатива није идентична у државама чланицама; у неким финансијске институције могу да наплаћују порез на новододату вредност на финансијске услуге.

¹⁸⁶ Видети: Тео Хитирис: *Економија Европске уније*, Институт за економију и финансије, Београд, 2009.

¹⁸⁷ European Banking Federation: *Report on Integration of European Financial Services Markets*, Brussels, December 2007, стр.46.

¹⁸⁸ European Banking Federation: *Report on Integration of European Financial Services Markets*, Brussels, December 2007, стр.47.

Униформно решење у том правцу дало би обележје неутралности овој врсти опорезивања, а корисници финансијских услуга добили би транспарентније рачуноводствене обрачунае.

Разлике у корпоративном порезу, које доводе до различитог пореског оптерећења, односно различите ефективне пореске стопе на приход корпорација, доводе до дисторзије у алокацији капитала у Унији, односно до пореске арбитраже, јер се улагања усмеравају не према областима са нижим трошковима, него са нижим пореским оптерећењем.

2. 2. ИНДИКАТОРИ ИНТЕГРАЦИЈЕ

Финансијска интеграција је процес чија динамика треба да доведе до формирања регулаторних величина на јединственом финансијском тржишту Европске уније, које усмеравају инвестирање у финансијску активу која доноси највећи принос у условима преовлађујућег тржишног (системског) ризика. Ове регулаторне величине треба да буду резултат максималне информационе транспарентности (одсуство или ограничено деловање информационих асиметрија) и да саме буду носилац адекватне информације о инвестиционим алтернативама на јединственом финансијском тржишту. Пошто у условима јединственог финансијског тржишта инвестиционо понашање има у виду целину тржишта, а одсуство баријера слободном кретању капитала омогућава несметано инвестирање на регионалном нивоу, односно портфолио диверзификацију, национални (идеосинкратски) ризици се диверзификују тако да се у приносу финансијких инструмената одражава само ризик (регионалног) тржишта као целине, односно системски ризик.

Ако су обезбеђени услови транспарентности информација и диверзификација ризика на интегрисаном финансијском тржишту, важи

закон једне цене. То значи да „финансијска актива, која генерише идентичан ток готовине (кеш флоу) остварује исти принос, без обзира на локацију емитента и држаоца активе“¹⁸⁹. Интегрално финансијско тржиште би преко механизма формирања цена, требало да обезбеди да идентични финансијски инструменти имају идентичну цену, односно идентични принос.

До истог принципа мерења нивоа финансијске интеграције долази се и другим путем: анализом дисконтних стопа на различитим националним сегментима јединственог финансијског тржишта. Дисконтна стопа је мера којом се будући новчани ток (енгл. Cash Flow) финансијског инструмента преводи на садашњу вредност, односно преко које се формира цена финансијског инструмента. Она зависи од процене ризика коју колективни врши инвестициона заједница, дисконтујући будуће кретање прихода финансијских инструмената, односно свдећи инвестиционе перспектива на садашњост. Зато и принос сваког финансијског инструмента укључује резултат ове колективне процене.

Пошто се у приносу рефлектује ризичност датог инструмента (принос посредован ризицом), мерење финансијске интеграције претпоставља поређење приноса финансијских инструмената емитованих у различитим земљама, који имају идентичан новчани ток. Пошто финансијски инструменти најпотпуније испољавају заједничке карактеристике груписани по сегментима тржишта, то је методолошки оправдано посматрати и њихов принос према сегментима тржишта. Таква анализа узима у обзир и арбитражне и шпекулативне аспекте приноса, који настају из кретања капитала између различитих сегмената тржишта.

¹⁸⁹ Adam, Klaus et al: *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF) Department of Economics and Statistics, University of Salerno, 28 January 2002, стр. 4.

Индикатори, односно показатељи степена интеграције, могу бити показатељи статике или динамике и имати појединачну или општу аналитичку вредност. Они могу мерити степен интеграције директно или индиректно. Осим индикатора везаних за закон једне цене, користе се и индикатори везани за дифузију информација (вести), као и индикатори који изражавају квантитативне аспекте интеграције, односно облике кретања финансијске активе између држава чланица интеграције (показатељи одсуства баријера у прекограничном кретању активе). Најзад, за мерење интеграције могу се користити и општи показатељи везани за кредитни систем, као и макроекономски показатељи везани за однос штедне и инвестиција. То су методолошки приступи који користе аутори у анализама индикатора финансијске интеграције у Европској унији¹⁹⁰.

Да би имали аналитичку сврху индикатори, морају да буду засновани на доступним подацима, и да они буду поуздани и да имају економско значење, као и да се лако могу креирати и осавременити¹⁹¹. Европска унија, преко статистичке службе (Еуростат), публикује широку лепезу примарних и изведених података, а специјализоване публикације органа Уније и академска истраживања финансијског тржишта пружају основу за креирање и анализу индикатора финансијске интеграције Уније.

Иако најзначајнија, сматрамо да анализа индикатора није и довољна за истраживање степена и динамике интеграције. Она се мора допунити

¹⁹⁰ Adam, Klaus et al: *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF) Department of Economics and Statistics, University of Salerno, 28 January 2002. Baele, Lieven et al.: *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, European Central Bank, Occasional Paper Series, No.14, April 2004.

¹⁹¹ Adam, Klaus et al: *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF) Department of Economics and Statistics, University of Salerno, 28 January 2002, стр. 1.

контекстуалном анализом интеграције по сегментима финансијског тржишта, која ће описати стање, баријере и могућности њиховог отклањања, регулаторни оквир, процесе и перспективу кретања, посебно са становишта комбинације ризика које доноси увођење заједничке валуте.

У овом ће истраживању оба наведена приступа анализе бити примењена на сегменте финансијског тржишта: тржиште новца и краткорочних финансијских инструмената, тржиште капитала (обвезница и акција), банкарско тржиште и хипотекарно кредитирање, тржиште осигурања и пензијских фондова, укључив и инвестиционе фондове, као и тржишну инфраструктуру (клиринг, салдирање, деривате, рејтинг агенције). Специфичности сваког од ових сегмената утицаће на могућности коришћења квалитативних, односно квантитативних индикатора. Доступни резултати истраживања интеграције путем индиректних индикатора биће представљени пре анализе по сегментима финансијског тржишта. На тај начин се може доћи до синтетичког закључка о испуњавању претпоставки финансијске интеграције са становишта тржишних учесника, које су наведене у дефиницији финансијске интеграције у првој глави ове дисертације (да се учесници срећу са истим правилима у поступању са финансијском активом; да имају једнак приступ финансијским инструментима, односно услугама и да су једнако третирани када су активни на тржишту)¹⁹².

Општи преглед индикатора финансијске интеграције Европске уније даје следећа табела:

¹⁹² Baele, Lieven et al.: *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, European Central Bank, Occasional Paper Series, No.14, April 2004, стр. 6. Schäfer, S.: "EU retail banking: Measuring integration", *EU Monitor*, 2009, 63: 1-16.

Табела 2.5. Индикатори финансијске интеграције Европске уније

	Индикатори цене	
Тип тржишта	Индикатори приноса	Национални ефекат
Тржиште новца	Премија (спред) каматних стопа Стандардна девијација просечних каматних стопа између земаља на овернајт депозите, неосигуране кредите, репо кредите Међусекторска дисперзија	Дисперзија каматних стопа између земаља или унутар земље
Кредитно тржиште	Премија (спред) између каматних стопа према референтној стопи Марже Бета конвергенција Међусекторска дисперзија	
Тржиште корпоративних обвезница	Обим и значај националног ефекта на спред корпоративних обвезница Међусекторска дисперзија у националном ефекту	Национални ефекат/ефекат рејтинга у портфолију
Тржиште државних обвезница	Премија (спред) приноса у односу на референтну активу Стандардна девијација приноса државних обвезница са роком доспећа од 10, 5, 2 године, Еволуција бета коефицијента Просечна дистанца бета коефицијента од вредности које имплицира комплетна интегарција Стопа варијансе Међусекторска дисперзија	

Тржиште акција		Филтрирана дисперзија приноса на акције по земљама и секторима
	<i>Индикатори дифузије информација (вести)</i>	
Кредитно тржиште	Процент промене каматне стопе под утицајем заједничких фактора	
Тржиште државних обвезница	Процент промене цене активе под утицајем заједничких фактора	
Тржиште акција	Пораст компоненте заједничких вести у приносу акција	
	<i>Квантитативни индикатори</i>	
Тржиште новца	Прекогранични обим кредита Коришћење сталних механизма Репо тржиште: број трговаца који укључују банке ван еврозоне	
Кредитно тржиште	Прекогранични кредити небанкама и између банака Прекогранични холдинзи хартија од вредности емитовани од стране банака и небанака	
Тржиште корпоративних обвезница	Удео активе уложене у фондове обвезница са европском инвестиционом стратегијом	
Тржиште државних обвезница	Као за тржиште корпоративних обвезница	
Тржиште акција	Удео активе инвестиционих фондова еврозоне са иностраним и хоризонтом еврозоне Удео акција ван еврозоне у укупном портфолију акција пензијских фондова	

	и осигурања	
--	-------------	--

Извор: Stavarek, Daniel: Theory of financial integration and achievements in the European Union,

<http://mpr.aub.uni-muenchen.de/34393/> MPRA Paper No. 34393, posted 29. October 2011, стр. 12 – 13.

Наведена табела представља скуп могућих индикатора финансијске интеграције. Неки од њих не испуњавају дате критеријуме релевантности; аналитичка вредност других индикатора није једнака. Анализа која следи издвојиће и објаснити оне индикаторе за које сматрамо да су релевантни и да имају аналитичку вредност.

2.2.1. КВАЛИТАТИВНИ ИНДИКАТОРИ

2.2.1.1. Цена, каматна стопа, принос

Основни квалитативни индикатори, који се користе за илустрацију закона једне цене, односно степен финансијске интеграције, јесу каматна стопа или принос на финансијски инструмент (принос обухвата, сем каматне стопе, и капиталну добит). Финансијски инструменти истог ризичног профила и истог рока доспећа, без обзира на место емисије и/или трговања, носиће исту каматну стопу, односно доносиће исти очекивани принос. То значи да ће и њихове цене бити исте. Ако се финансијским инструментима тргује на регулисаном тржишту (берза, алтернативне трговачке платформе), њихове цене ће бити директно упоредиве. Ако се њима тргује на ОТЦ (шалтерском тржишту), где понуда и тражња нису потпуне или се не тргује уопште, онда се индикатори конструишу на бази поређења разлика у каматним стопама и приносима.

Ако је финансијска интеграција заснована на јединственој валути и без трансакционих трошкова, онда се каматне стопе и приноси могу

директно упоређивати на националним и јединственом финансијском тржишту. Ако финансијска интеграција није заснована на јединственој валути, онда се у поређењу индикатора узима у обзир утицај промена у девизним курсевима, и каматне стопе се пореде преко паритета каматних стопа, а приноси са укљученим девизним ризиком (ризиком промене девизног курса). Каматне стопе се могу посматрати као номиналне или реалне. У условима јединствене валуте, једноставније је посматрати номиналне каматне стопе, а у условима постојања више валута – реалне каматне стопе (у случају различитих аналитичких величина, поставиће се проблем упоредивости добијених резултата). Кад је реч о приносу, најчешће се користи принос до доспећа.

Индикатори каматне стопе и приноса могу се користити за анализу следећих сегмената финансијског тржишта: тржиште новца и краткорочних хартија од вредности, банкарско (кредитно) укључив и хипотекарно тржиште и тржиште дугорочних обвезница – државних и корпоративних.

Разлике у каматним стопама/приносима на финансијске инструменте истог рока доспећа и исте ризичности значиће да финансијско тржиште није достигло оптималан степен финансијске интеграције, на коме би деловао закон једне цене.

Анализа степена интеграције финансијског тржишта може се користити и показатељима разлике у цени истих финансијских услуга на различитим националним тржиштима¹⁹³. Уколико постоје значајније разлике, то је знак да није остварена интеграција, односно да постоје препреке деловању конкуренције. Ове препреке не морају нужно бити

¹⁹³ Са овом смо анализом већ упознати код разматрања Чечинијевог извештаја. О обиму сегментације, на супрот јединственом тржишту, биће речи у сводном приказу јединственог тржишта у овој глави, тачка 6 (Adam et al, оп. цит., стр. 6).

бариијере уласку на тржиште, односно слободном кретању капитала; теорија контестабилног тржишта каже да већ потенцијална претња уласку на тржиште иностраних финансијских институција има дисциплинујући ефекат по домаће учеснике на тржишту.

2.2.1.2. Берзански принос

Због специфичности акција, као облика финансијске активе који карактерише немогућност стандардизације ризичног профила емитента, као индикатор интеграције користи се поређење приноса на различитим облицима регулисане или нерегулисане трговине, које ћемо за потребе ове анализе означити заједничким именом: берзански принос. Аналитички прихватљив индикатор може бити истраживање корелација берзанских приноса. Аналогни резултати могу се добити и поређењем кретања берзанских индекса, као показатеља општег кретања цена финансијских инструмената на појединим облицима регулисаног тржишта, односно на секторском или националном нивоу. Степен корелације показује степен интеграције финансијског тржишта.

Као индикатор заснован на утицају информација (вести) на принос финансијске активе може се користити проценат портфолија који је ценовно осетљив на информације са јединственог тржишта. Наиме, у развијеном регионалном портфолију, локални ризици су диверзификовани и цене финансијских инструмената одражавају само тржишне факторе са јединственог тржишта, односно систематски ризик. Уколико тржиште није потпуно интегрисано, портфолио ће бити осетљив и на локалне вести; стога је пропорција дела портфолија који је осетљив на регионалне информације (шокове) бити адекватна мера степена интеграције.

Да би се, међутим, утврдио утицај општих информација на принос портфолија, потребно је пронаћи референтни портфолио (енгл. Benchmark

Portfolio), чије промене адекватно одражавају опште информације и упоредити приносе два портфолија. На сегменту државних обвезница финансијског тржишта Европске уније, као референтни портфолио узима се портфолио немачких обвезница (Bund) са роком доспећа од 10 година. „Ако претпоставимо да је овај сегмент тржишта високо интегрисан, онда можемо очекивати да ће принос на 10-годишње немачке државне обвезнице реаговати углавном на опште вести еврозоне пре него на чисто немачке факторе. Следи да ће, ако се претпостави да је на перфектно интегрисаном тржишту државних обвезница степен системског ризика идентичан за све земље, цене обвезница у свим земљама реаговати на заједничке вести на исти начин као што реагују и немачке референтне обвезнице“¹⁹⁴.

2.2.2. КВАНТИТАТИВНИ ИНДИКАТОРИ

Ова врста индикатора директно показује обим интеграције у појединим сегментима финансијског тржишта али није подобан за уопштавање, пошто се у анализи произвољно може одабрати и користити било који показатељ финансијског тржишта.

2.2.2.1. Индикатори отворености тржишта

Ови индикатори илуструју степен смањивања баријера уласка на страну тржиште. Углавном се користе за анализу тржишта новца и банкарско тржиште (на пример, обим кредита са прекограничним карактером; учешће финансијских институција других земаља у структури домаћег финансијског тржишта). Такође, аналитичку вредност има и индикатор прекограничних фузија финансијских институција (M & A), као

¹⁹⁴ Baele, Lieven et al.: *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, European Central Bank, Occasional Paper Series, No.14, April 2004, стр. 18.

директни показатељ и у поређењу са обимом фузија унутар земље, као индиректни показатељ.

За берзанско тржиште, индикатор интеграције може бити фузија берзи и других облика тржишта, као и степен концентрације, односно учешће домаћих хартија од вредности на тржишту. За тржиште обвезница, адекватан индикатор интеграције може бити обим иностраних обвезница у портфолију домаћих финансијских институција.

2.2.2.2. Индикатори „домаће склоности“ (Home Bias)

Склоност домаћих инвеститора да у портфолију претежно држе финансијске инструменте домаћих емитената, а не иностране инструменте сразмерно учешћу финансијског тржишта земље емитента у укупном светском портфолију, знак је некомплетне финансијске интеграције. Као индикатор „домаће склоности“ користи се учешће иностране активе у портфолију институционалних инвеститора и банака, као и структура инвестиционих фондова са „европском“ инвестиционом стратегијом – фондова који у портфолију држе пропорционалне уделе финансијских инструмената емитената из Европске уније.

Као индикатор интеграције који обухвата и показатељ „домаће склоности“, и степен поделе ризика инвестирања, користи се и корелација раста потрошње у земљама Европске уније (као и корелација раста потрошње у једној земљи са растом друштвеног производа у њој). Овај индикатор мери степен изједначавања потрошње у различитим земљама, односно ефекат диверзификације. Ако потрошња у различитим земљама реагује на националне шокове, диверзификација није оптимална, односно финансијска интеграција није потпуна.

2.3. ИНТЕГРАЦИОНИ СЕГМЕНТИ

Као што је већ истакнуто, анализа интеграције је заснована на сегментима финансијског тржишта, пошто се у њима у најчистијем виду може посматрати формирање индикатора интеграције. Синтеза резултата указује на степен интегрисаности тржишта Уније као целине.

2.3.1. ТРЖИШТЕ НОВЦА И КРАТКОРОЧНИХ ФИНАНСИЈСКИХ ИНСТРУМЕНАТА

Тржиште новца је амбијент у коме се инвестира и тргује инструментима ликвидности - готовим новцем и краткорочним хартијама од вредности. Осим обезбеђивања ликвидности за тржишне учеснике, тржиште новца има функцију канала трансмисије монетарне политике, као и функцију индикатора ризика на краткорочном сегменту криве приноса.

За аналитичке сврхе, тржиште новца може се поделити на сегменте неосигураног тржишта ликвидности (међубанкарско тржиште депозита), осигурано тржиште ликвидности (репо тржиште) и тржиште краткорочних хартија од вредности (трезорски записи /Treasury Bills/ државе, комерцијални папери предузећа и депозитни сертификати финансијских институција).

Регулисање овог сегмента финансијског тржишта је специфично и везано је за активност централне монетарне институције, као најважнијег тржишног актера, која га уређује својим прописима. Она прописује, како механизам имплементације монетарне политике (операције на отвореном тржишту, сталне депозитне и кредитне механизме, обавезну резерву), тако и услове за пословање институција које дистрибуирају емисију (примарни дилери новчаног тржишта, банке), као и монетарне претпоставке пословања банака. Како Европска централна банка и Европски систем централних

банака (заједно чине евросистем)¹⁹⁵ одговарају за имплементацију монетарне политике која је у искључивој надлежности Европске уније, то је тржиште новца везано за евро под регулаторном надлежношћу ове монетарне институције.

Тржиште новца је високо интернационализовано тржиште у условима слободног кретања капитала. То подразумева слободу учесника да размењују новчане фондове и емитују краткорочне хартије од вредности ради прибављања ликвидности у различитим валутама на различитим националним тржиштима, имајући у виду односе вредности тих валута (девизне курсеве) и ризике који из тога настају (ризик промене девизног курса, ризик контрапартнера). Интернационални карактер је нарочито изражен на тржишту новца Европске уније, на коме су присутни инвеститори и емитенти не само из држава чланица Уније. Исто тако, емисије на овом тржишту нису деноминирани само у валутама држава чланица, него и у свим другим светским валутама (посебно долар и јен), тако да се европско финансијско тржиште преплиће са тзв. евродоларским (и евројенским) тржиштем. Интернационализација пословања нарочито је везана за крупне финансијске центре у Европској унији, првенствено за Лондон.

Додатна специфичност тржишта новца – а то је случај и са финансијским тржиштем Европске уније у целини – јесте још увек коегзистенција две светске валуте, евра и британске фунте, као „унутрашњих“ валута и одговарајуће монетарне регулативе. У условима перфектног тржишта, процес арбитраже би требало да формира јединствене вредносне показатеље за целину тржишта, независно у којој валути је финансијска актива деноминована. То значи да би закон једне цене

¹⁹⁵ Статут Европске централне банке, члан 1. Treaty on the Functioning of the European Union, Protocol 4, *Official Journal of the European Union*, 09.05.2008, С 115/230.

финансијских инструмената требало да важи за целину финансијске активе на тржишту новца, узимајући у обзир ризик промене девизног курса. Тржиште новца за активу деномивану у еврима имаће своје специфичности, које произилазе из чињенице да се интеграција националних тржишта обавља у јединственој валути, без присуства ризика девизног курса, што значи да се параметри јединствене цене могу директно мерити.

Вредносни параметри овог сегмента тржишта, као индикатори интеграције, формирају се односом понуде и тражње новчаних фондова и изражавају се као регулаторне каматне стопе на тржишту новца.

EONIA (Euro Overnight Index Average) је просечна пондерисана каматна стопа на неосигуране међубанкарске депозите у еврозони. Она се израчунава на бази дневних података о каматним стопама на неосигуране међубанкарске краткорочне кредите које доставља панел од 37 банака које послују са евром из еврозоне, држава чланица Уније ван еврозоне и великих међународних банака које послују са евром¹⁹⁶. На новчаном тржишту Велике Британије, одговарајућа каматна стопа назива се SONIA (Sterling Overnight Index Average).

EONIA служи, у облику стопе Eoniaswap (panel 15 банака)¹⁹⁷ и за израчунавање вредности дериватног финансијског инструмента OIS Swap, који мери ризичност банака као контрапартнера на тржишту новца.

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) представља међубанкарску стопу на орочене депозите које првокласне банке дају једна другој у оквиру еврозоне . Примењује се на рокове доспећа од једне недеље до једне године.

¹⁹⁶ <http://www.euribor-ebf.eu/euribor-eonia-org/about-eonia.html>

¹⁹⁷ <http://www.euribor-ebf.eu/eoniaswap-org/about-eoniaswap.html>

Панел банака за израчунавање ове каматне стопе је исти као и код израчунавања претходне стопе¹⁹⁸.

LIBOR (London Interbank Offered Rate) је каматна стопа на лондонском тржишту новца, која представља пондерисани просек каматних стопа на краткорочне кредите првокласним дужницима, које формира панел банака у Лондону за десет валута (укључив и евро, долар и фунту стерлинга) и петнаест рокова доспећа¹⁹⁹.

Један од фактора интеграције тржишта новца јесте и функционисање посебног система плаћања (платног промета), под називом TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) којим управља Европска централна банка (од 2008. године, TARGET 2). Овај систем служи за пренос плаћања великог обима; 24 националне банке и њихови фискални ауторитети, као и Европска централна банка, чланови су ове инфраструктурне институције²⁰⁰.

2.3.1.1. Неосигурано тржиште ликвидности

Неосигурано тржиште ликвидности је сегмент тржишта новца на коме банке непосредно размењују ликвидна средства (међубанкарско тржиште). Овај сегмент тржишта новца односи се на понуду и тражњу новчаних фондова на врло кратке рокове: најкраћи рок је „преко ноћи“, а најдужи до две недеље.

¹⁹⁸ <http://www.euribor-ebf.eu/euribor-org/panel-banks.html>

¹⁹⁹ Формирање референтне каматне стопе ЛИБОР било је оптерећено скандалом, пошто су панел банке давале лажне податке о трансакцијама Видети: Wheatley Report on LIBOR, 28. September 2012. До 02.04.2013. године ЛИБОР је формиран под окриљем Британске банкарске асоцијације, а надаље под окриљем Управе за управљање финансијама велике Британије (Financial Conduct Authority) и биће публикован од стране Ројтерса. Видети: <http://www.bbalibor.com/bbalibor-explained/the-basics>

²⁰⁰ European Central Bank: *Financial Integration in Europe*, April 2012, стр. 20.

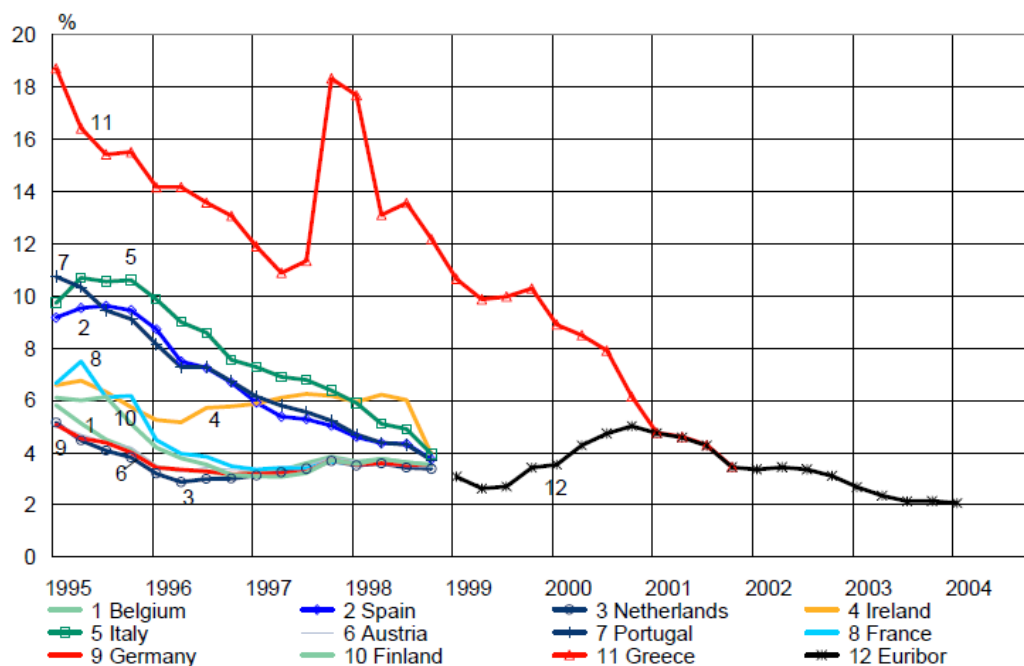
Неосигурано тржиште ликвидности регулисано је обичајима и праксом учесника и садржи велики кредитни ризик контрапартнера, односно могућност да зајмопримац не врати позајмљена средства (за разлику од осигураног тржишта, где је овај ризик ублажен, било колатералом хартија од вредности, било кроз активност централних регистара, односно депо институција) и зато је могући извор системског ризика у случају неликвидности неке банке (пример стечаја америчке банке Лиман Брадерс /Lehman Brothers/, септембра 2008. године).

Неосигурано тржиште у Европској унији као целини бележило је значајан развитак и достигло највиши обим активе 2007. Године. Обим прекограничне међубанкарске активе је те године износио 12 трилиона долара, односно око 17% банкарске активе у Европској унији имало је прекогранични облик²⁰¹.

Посебну динамику имало је неосигурано тржиште еврозоне. После увођења евра, дошло је до експанзије краткорочног међубанкарског кредитирања; у периоду 2000 – 2008. године, обим прекограничног финансирања између банака еврозоне порастао је, са 22% укупних светских међубанкарских кредита, на 34%²⁰². Истовремено, увођење евра значило је формирање јединствене регулаторне стопе на овом сегменту новчаног тржишта еврозоне (EONIA). Овај процес смањивања колебљивости националних каматних стопа и формирање јединствене каматне стопе приказан је на следећем графикону:

²⁰¹ European Commission: *European Financial Stability and Integration Report 2010*, SEC (2011) 489, Brussels, 08.04.2011, стр. 27.

²⁰² European Commission: *European Financial Stability and Integration Report 2010*, SEC (2011) 489, Brussels, 08.04.2011, стр. 25.



Графикон 2.2. Каматне стопе на тромесечне депозите у еврозони

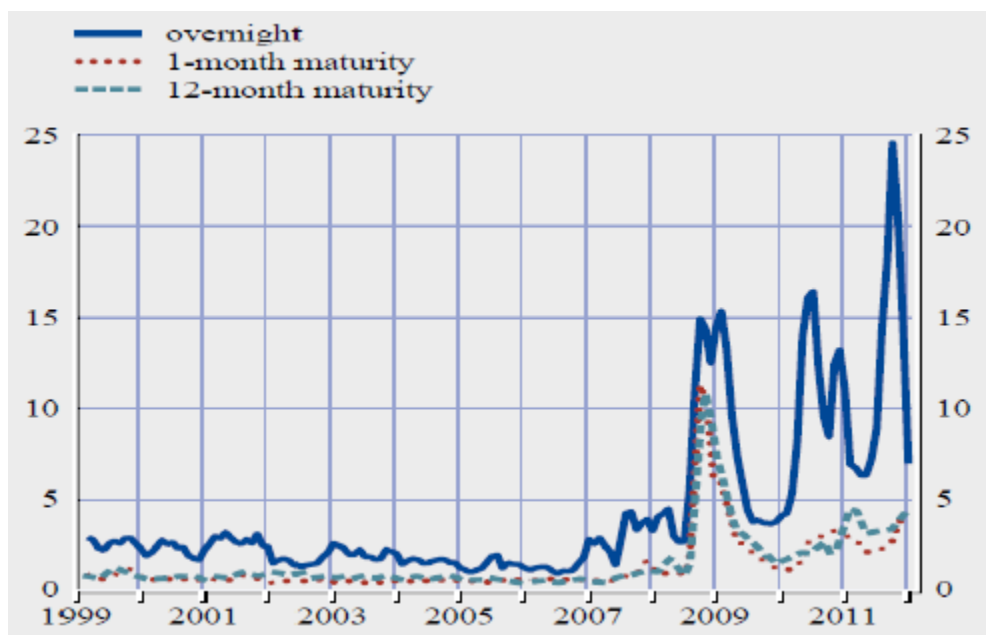
Извор: Heikki Koskenkyla (ed): *Financial Integration, Bank of Finland Studies, A:108, 2004, стр. 49.*

Претходни графикон илуструје постепено формирање јединствене регулаторне каматне стопе на неосигураном тржишту ликвидности и на тај начин реализацију потпуне финансијске интеграције овог сегмента новчаног тржишта еврозоне. Новчана тржишта других држава чланица Уније показују да је колебљивост каматних стопа тежила изједначавању до 2007. године, али да је у условима финансијске кризе дошло до изразитог повећања колебљивости, што показује фрагментисаност овог сегмента тржишта новца²⁰³.

Финансијска криза довела је, међутим, до фрагментације и неосигураног тржишта ликвидности еврозоне. Већ од почетка кризе, у септембру 2007. године, запажен је раст кредитног ризика контрапартнера и

²⁰³ European Commission: *European Financial Stability and Integration Report 2010, SEC (2011) 489, Brussels, 08.04.2011, стр. 14.*

ризика ликвидности појединих банака, да би од септембра 2008. године, после слома америчке банке Лиман Брадерс, дошло до акутне кризе неосигураног новчаног тржишта како у Унији као целини, тако и у еврозони. Она се испољила у наглom повећању дисперзије каматних стопа на преконоћне депозите у националним оквирима. Још већа колебљивост краткорочних каматних стопа настала је услед кризе сувереног дуга еврозоне, која је избила средином 2010. године. О томе сведочи следећи графикон.



Графикон 2.3. Дисперзија стандардне девијација просечних неосигураних међубанкарских активних каматних стопа у земљама еврозоне

Извор: European Central Bank: *Financial Integration in Europe*, April 2012, стр. 15 - 17.

Превод текста: Overnight: рок доспећа преко ноћи

1-month maturity: рок доспећа 1 месец

12-month maturity: рок доспећа 12 месеци

Наведени ценовни индикатори указују на кризу интеграције на тржишту новца. На кризу указују и квантитативни индикатори интеграције. Услед повећаног ризика (не)ликвидности и ризика контра-партнера, дошло је до веће оријентације банака на домаће изворе ликвидности, као и на коришћење осигураног тржишта ликвидности²⁰⁴.

Ради обезбеђивања нормалног функционисања канала трансмисије монетарне политике, које је било угрожено неликвидношћу банака и растом референтних каматних стопа, Европска централна банка је низом механизма дистрибуције ликвидности супституисала деловање неосигураног тржишта ликвидности. Деловањем ових механизма тржиште је смирено и, мада на нижој основи обима трговине ликвидношћу, стабилизоване су краткорочне каматне стопе. Мере Европске централне банке биће анализирани у следећој глави ове дисертације.

Ради стабилизације тржишта сувереног дуга, односно утицаја на смањење веома високих каматних стопа на дуг појединих земаља, Европска централна банка је донела Одлуку о директним монетарним трансакцијама. Овом одлуком се регулишу услови откупа државних обвезница презадужених земаља на секундарном финансијском тржишту²⁰⁵.

На почетку 2013. године, неосигурано тржиште ликвидности карактерише се ниском премијом на ризик, која се вратила на преткризни (2007) ниво, највише захваљујући интервенцијама Европске централне банке, као и Централне банке Енглеске. Међутим, обим трговине је низак и износи мање од половине преткризног нивоа (обим трговине је опао за 66% у односу на преткризни ниво). Највећи обим трансакција је са преконоћним доспећем

²⁰⁴ European Central Bank: *Financial Integration in Europe*, April 2012, стр. 18. European Central Bank: *Euro Money Market Study*, December 2012, стр. 6.

²⁰⁵ ECB, *Technical Features of Outright Monetary Transactions*, *Press Release*, Brussels, 06. 09. 2012.

(83% трансакција)²⁰⁶, док су трансакције са доспећем од преко месец дана скоро незнатне (само 2% од укупних трансакција)²⁰⁷. То означава и даље веома велику фрагментацију јединственог тржишта новца у Европској унији, односно успоравање интеграције.

2.3.1.2. Осигурано тржиште ликвидности

Овај сегмент је најзначајнији део тржишта новца по обиму трансакција. Назива се и репо-тржиште, пошто је заснован на механизму реоткупа колатерала, који се у виду хартија од вредности даје као обезбеђење за враћање кредита. Најзначајнији сегмент овог тржишта везан је за операције на отвореном тржишту централних банака, али је врло често коришћен механизам и у међубанкарској трговини ликвидношћу. Карактеристичан је по већој сигурности коју даје зајмодавцу, отклањајући ризик неликвидности и кредитни ризик контра-партнера. Ова разлика у односу на неосигурано тржиште ликвидности извор је премије на ризик - спреда (енгл. Spread) између каматних стопа на неосигураном и осигураном тржишту, која доводи до веће захтеване каматне стопе на неосигураном тржишту. Премија на ризик се повећава у периодима несигурности и криза на тржишту, јер осим кредитног ризика изражава и тзв. „бекство у квалитет“, односно инвестиционо понашање које не води рачуна о приносу, него само о смањењу ризика инвестирања.

Регулаторна каматна стопа на репо трансакције у еврозони је EUREPO, која одређује каматне стопе на осигуране кредите панела од 21

²⁰⁶ European Securities Markets Authority (ESMA): *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No.1, 2013, стр. 14.

²⁰⁷ European Central Bank: *Euro Money Market Study*, December 2012, стр. 5.

банке²⁰⁸. Она треба да буде нижа од стопе EONIA на неосигураном тржишту ликвидности, јер одражава већу сигурност и ликвидност овог инструмента.

И поред значаја за операције монетарне политике и обезбеђивање ликвидности, постоје препреке за веће интегрисање осигураног сегмента тржишта на европском нивоу, услед постојања асиметричних информација и различитих националних регулаторних ограничења везаних за колатерал (порески третман, квалитет колатерала, документација, правила националних клиринга и централних регистара хартија од вредности). Ради побољшања коришћења колатерала, јуна 2002. донета је Директива о аранжманима финансијског колатерала (2002/47/ЕС), којом су регулисана наведена питања и обезбеђена хармонизована примена колатерала на нивоу Европске уније.

Растућем обиму интеграције допринела је активност регионалних репо електронских трговачких платформи (Eurex Repo, ICAP, BrokerTec, MEFF and MTS), праћена формирањем посебних централних контрапартнера у клирингу колатерала (Central Counterparty – CCP), које преузимају ризик и гарантују извршење трансакције. Оне пружају учесницима у трансакцијама већу сигурност и имају све веће учешће у укупном обиму репо трансакција: у 2010. и 2011. години, 62 % свих репо трансакција реализовано је кроз централне контрапартнере²⁰⁹.

У периоду финансијске кризе, осигурано тржиште ликвидности у еврозони смањено је по обиму и забележен је раст „домаће склоности“ инвеститора, односно раст обима трансакција на националном нивоу²¹⁰. Оно што ће у будућности представљати проблем на овом сегменту тржишта је

²⁰⁸ <http://www.euribor-ebf.eu/eurepo-org/about-eurepo.html>

²⁰⁹ European Central Bank: *Euro Money Market Study*, December 2012, стр. 26.

²¹⁰ European Central Bank: *Euro Money Market Study*, December 2012, стр. 23, 6.

потенцијални недостатак квалитетног колатерала: процењује се да ће се, због криза хипотекарних хартија од вредности и јавног дуга, несташица колатерала појавити већ у 2013 - 14. години. То носи опасност од формирања системског ризика, јер ће банке прихватати мање квалитетне колатерале или реалне (имовинске) колатерале, који ће оптеретити њихове билансе²¹¹.

Може се закључити да је осигурани сегмент тржишта интегрисан са становишта инфраструктуре, али да је с обзиром на понашање тржишних учесника подложен фрагментацији на национална тржишта.

2.3.1.3. Тржиште краткорочних хартија од вредности

Тржиште краткорочних хартија од вредности није остварило потенцијале интеграције. Неколико је разлога за то. С једне стране, доминација банкарског сектора у финансирању предузећа онемогућава развитак сегмента краткорочних корпоративних хартија од вредности (комерцијалних папира) као средства прикупљања додатног капитала. С друге стране, институционални дизајн Европске уније, у којој фискална политика остаје у надлежности држава чланица, онемогућава снажно европско тржиште краткорочних државних обвезница (Т-Bills), које би било извор секундарне ликвидности за финансијске институције. Националне фискалне политике су ограничене одредбама Пакта стабилности и раста и сада Фискалног пакта, које не дозвољавају високи износ задужења држава чланица и стога дестимулативно делују на развитак овог сегмента новчаног тржишта. Најзад, разликују се националне праксе, стандарди и правни оквири емисија, као и захтеви за рејтингом краткорочних хартија од вредности.

²¹¹ European Securities Markets Authority (ESMA): *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No.1, 2013, стр. 8.

Европска унија је покушала да превазиђе ограничења мерама које су донеле одређену хармонизацију емисије и промета краткорочних хартија од вредности, ради стимулисања формирања европског тржишта. У 2006. години покренута је иницијатива STEP (Short-term European Papers), као скуп посебних процедура и стандарда емисије и трговине краткорочним хартијама од вредности коју би сви тржишни учесници поштовали на добровољној бази (укључив и одредбе о прихватању ових инструмената као колатерала). Ознака STEP додељује се на захтев емитента и значи потврду да је емисија у складу са прихваћеним стандардима.

Посматрано по сегментима, на овом тржишту највеће учешће имају државне обвезнице и обвезнице банака (благајнички записи)²¹². Ово тржиште је показало велику резистентност на кризу, тако да је и поред финансијске кризе, укупан обим тржишта остао на истом нивоу.

Карактеристично за тржиште еврозоне је да се основни сегмент трговине реализује у оквиру саме еврозоне; учешће контрапартнера из еврозоне у укупној трговини износи 49%, а учешће националних контрапартнера 35%, што значи да се није креирала изразита „домаћа склоност“ и да тржиште има тенденцију ка интеграцији бар у оквиру еврозоне.

2.3.2. ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА

Тржиште капитала је амбијент на коме учесници обезбеђују капитал емисијом дугорочних финансијских инструмената (хартија од вредности). Оно је ефикасан алокациони механизам, који добија на значају у савременим условима развитка комуникација и технологије, као и децентрализованог доношења одлука тржишних субјеката, и има тенденцију да у Европској унији потисне банкарски начин финансирања предузећа, као данас

²¹² European Central Bank: *Euro Money Market Study*, December 2012, стр. 54.

доминантан. Важна улога институција Уније јесте отварање простора деловању тржишта у условима слободног кретања капитала, не само у оквиру интеграционе целине него и у глобалним оквирима, тако да омогући финансијску интеграцију и подизање конкурентности европског тржишта капитала (ликвидност, сигурност, транспарентност).

Тенденције интеграције европског тржишта капитала посматрају се кроз развој његових основних сегмената, тржишта обвезница (хартија од вредности са фиксним приносом) и тржишта акција (својинских хартија од вредности), с обзиром на њихова обележја; мада би подела могла да се учини и према субјектима финансирања – држави и предузећима. Ова друга подела посебно би била корисна с обзиром на кризу финансирања појединих држава последњих година. Међутим, закон деловања једне цене, као мерило финансијске интеграције, као и основни индикатори цена, формирају се сагласно карактеру финансијских инструмената који чине посебне сегменте тржишта, што оправдава њихову анализу.

При томе, не треба изгубити из вида да су ризици тржишта капитала јединствени, да се асиметричност информација формулише и на нивоу појединог учесника, и националних сегмената тржишта и интеграционе целине, да постоје могућности арбитраже и сељења капитала, као и активирања кризних појава и њихово преношење на тржиште као целину. Све то утиче на формирање једне цене и мора се узети у обзир како у анализи појединих сегмената, тако и у анализи целине тржишта капитала Европске уније.

2.3.2.1. Регулаторни оквир

Регулатива тржишта капитала Европске уније релативно је нова и бележи убрзани развитак са доношењем мера предвиђених Акционим планом финансијских услуга (FSAP) из 1999. године. До ове преломне тачке,

донете су директиве о детаљима за листинг хартија од вредности (1980) и о проспектима (1989), као и Директива о инвестиционим услугама (Investment Services Directive, ISD), 1993. године, која је поставила основне услове под којима финансијске институције могу пружати услуге на територији Уније („јединствен пасош“), као и услове под којима берзе могу пружати услуге клијентима ван матичне државе.

Директиве и уредбе донете на основу FSAP поставиле су правни оквир јединственог тржишта капитала.

Директива о проспектима (2003/71/EC) се односи на садржај проспекта који се објављује приликом јавне понуде хартија од вредности и њиховог пријема у трговину. Правила садржана у Директиви омогућују да предузећа прикупљају капитал на целој територији Уније користећи само један докуменат. За јавну понуду акција, као и других хартија мање вредности, проспект се одобрава у матичној земљи, а за остале хартије од вредности (укључив обвезнице), проспект одобрава земља по избору емитента. Ова директива подразумева максималну хармонизацију процедуре, што значи да државе чланице немају слободу да уносе додатне захтеве; она се имплементира кроз уредбе органа Уније.

Непосредно по усвајању директиве, нагло је порастао број проспеката који су пратили листирање на тржиштима ван матичне земље, посебно у Немачкој, Великој Британији и Луксембургу²¹³, мада захтеви за листирањем нису морали бити праћени и реалном мобилизацијом капитала. Избор ових места за излазак на берзу био је последица чињенице да су емитенти могли да користе пореске олакшице у избору места листирања. Међутим, у сегменту примарног тржишта акција, посебно иницијалних

²¹³ CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, Brussels, March 2009, стр. 171.

јавних понуда (IPO) којима се врши „отварање“ акционарских друштава, и даље је присутна „домаћа склоност“, односно ова јавна понуда се углавном врши у матичној земљи. У 2005. години, свих 10 највећих иницијалних понуда компаније су извршиле на домаћим тржиштима, односно државама у којима је било њихово седиште²¹⁴. На секундарном тржишту, с обзиром на могућности трговања које пружа савремена технологија, домаћа склоност је мања. Ипак, број иностраних компанија које су листиране на регулисаним тржиштима (берзама) ван матичне земље, у првим годинама примене директива насталих на основу FSAP није прелазио 25% укупног броја компанија листираних на тим берзама²¹⁵.

Директива о транспарентности (2004/109/ЕС) извршила је хармонизацију информација о емитентима које се морају обелодањивати у процесу трговине на регулисаним тржиштима. Ова хармонизација доприноси смањивању информационих асиметрија и повећава поверење инвеститора.

Директива о злоупотребама на тржишту (2003/6/ЕС) односи се на спречавање трговине на основу повлашћених информација (које су доступне одређеној категорији лица) и манипулације на тржишту. Развитак технологије трговања и комуникација (посебно Интернета) повећава могућности манипулација, које се могу ширити тржиштем и довести до нарушавања интегритета тржишта. Контролу злоупотреба врше национални супервизорски органи.

²¹⁴ CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, Brussels, March 2009, стр. 180.

²¹⁵ CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, Brussels, March 2009, стр. 180, видети и графикон у тексту.

Директива о тржиштима финансијских инструмената (MIFID, 2004/39/ЕС, ступила је на снагу новембра 2007. године) поставила је правила оснивања и пружања финансијских услуга (брокерски и дилерски послови, портфолио менаџмент, инвестициони савети, гарантовање емисија и сл.) банака и инвестиционих фирми везаних за тржиште капитала Уније. Тржишта су дефинисана као регулисана (традиционалне берзе), алтернативна места трговине (мултилатералне трговачке платформе) и трговина у оквиру инвестиционих фирми (које у терминологији директиве имају назив: Systematic Internalisers). Она је заменила Директиву о финансијским услугама, преузимајући њена основна решења, посебно принцип „јединственог пасоша“. Детаљно су регулисани облици трговине, али се ова директива односи само на трговину акцијама и садржи захтеве за транспарентним понашањем финансијских посредника у трговини, као и правила односа са клијентима (правила пословања). Посебно се истиче правило најбољег извршења (члан 21), по коме инвестиционе фирме морају извршавати налоге клијената на начин да добију најбољи могући резултат у облику цене, тршкова, брзине извршења и салдирања. То значи укидање правила концентрације, које је постојало на неким националним тржиштима, и по коме су сви налози клијената били усмеравани на извршење на националним тржиштима. Правило концентрације било је једна од регулаторних препрека стварању јединственог тржишта капитала Уније.

Европска комисија је октобра 2011. године усвојила предлог новог текста Директиве о тржишту финансијских инструмената²¹⁶, којим се регулишу активности на тржишту чије је потенцијалне опасности по стабилност финансијског система открила финансијска криза. Јачају се елементи надзора и контроле тржишта, регулише се нови облик места

²¹⁶ COM (2011) 656 final, Brussels, 20.11.2011.

трговине - организовани трговачки механизам, на коме се тргује дериватима, и уводи нова ознака за трговачке платформе које служе потребама малих и средњих предузећа. Контролишу се нови технолошки поступци у трговини (тзв. алгоритамска трговина, трговина високе фреквенције), уводе побољшања у транспарентности трговине акцијама и регулише транспарентност у трговини другим финансијским инструментима.

Правни оквир јединственог тржишта капитала, постављен наведеним директивима и другим регулаторним правилима, омогућава деловање тржишта у правцу његове даље интеграције. Процена о користима интеграције тржишта капитала, која је урађена на бази параметара реформе из Акционог плана финансијских услуга, предвидела је да интеграција може донети компанијама уштеде у трошковима прибављања капитала на тржишту акција од 40 базних поена, увећане за 10 базних поена за уштеде по основу клиринга и салдирања финансијских инструмената (укупно 0,5%) просечно у свакој држави чланици. На тржишту корпоративних обвезница, могуће снижавање трошкова прикупљања капитала за компаније износи такође 40 базних поена. Укупно снижење трошкова прибављања капитала компанија, узроковано интеграцијом тржишта капитала, износи према томе, близу 1%²¹⁷.

Надзор над јединственим тржиштем капитала поверен је Европској управи за хартије од вредности и тржиште (European Securities and Markets Authority)²¹⁸, као једној од институција микропруденционе контроле на финансијском тржишту Европске уније.

²¹⁷ London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting: *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, Final Report to The European Commission - Directorate-General for the Internal Market, стр. ii-iv.

²¹⁸ <http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>

2.3.2.2. Тржиште обвезница

Тржиште обвезница је хетерогено тржиште, које обухвата облике финансирања предузећа и државе. Предност обвезница јесте предвидив терет отплате, без обзира на то да ли је он фиксан (традиционално обележје обвезнице је фиксна каматна стопа) или променљив (новије обележје обвезница је променљива, али одредива каматна стопа – у облику индексираних каматних стопа стопом инфлације или неким другим параметром). Хетерогеност обвезница, различите процедуре емитовања, трговина углавном преко брокерско-дилерског трговања и сл. обележја, онемогућавају синтетичка поређења и захтевају анализу интеграције тржишта обвезница у оквиру Европске уније, преко анализе њених основних сегмената. При томе треба имати у виду да у структури емитованих обвезница доминантно учешће имају државне обвезнице. Релативно ниско учешће корпоративних обвезница, последица је доминантног начина финансирања предузећа у Европској унији преко банкарског кредитирања.

2.3.2.2.1. Тржиште корпоративних и хипотекарних обвезница

Тржиште корпоративних обвезница је алтернативан начин прибављања капитала корпорација. У Европској унији, то је брзо растући сегмент тржишта капитала, што је последица повећане конкуренције на тржишту, условљене ширењем и продубљивањем економске интеграције, повећањем понуде капитала, реструктурирањем фирми и другим околностима.

Треба истаћи утицај неинфлаторног окружења у Европској унији, које погодује емисијама обвезница са фиксном и каматном стопом индексираним инфлацијом. То се посебно односи на еврозону, у којој постојање јединствене валуте укида ризик промене девизног курса. И иновације на тржишту су допринеле експанзији емисија корпоративних обвезница, какве су

механизми осигурања од ризика (посебно свопови кредитног ризика – Credit Default Swaps, CDS) и трговина високо-ризицим обвезницама са ниским (шпекулативним) рејтингом а високим приносом, тзв. „прљавим обвезницама“ (Junk Bonds).

Треба напоменути да су обвезнице финансијских институција учествовале у европском просеку са нешто више од 50%²¹⁹, а висок је удео и обвезница крупних јавних компанија (посебно из телекомуникационе области). Велики обим високоризичних корпоративних обвезница везан је за индустријски сектор, као и емисије корпоративних обвезница везаних за финансирање крупних фузија (M & A) на интегрисаном тржишту.

Предуслов за коришћење овог облика мобилизације средстава јесте постојање механизма рејтинговања компанија, односно објективизована презентација њиховог пословања инвестиционој јавности, као и одговарајућа регулатива која отклања правне, пореске и институционалне препреке емисија корпоративних обвезница на целој територији Уније.

Мерење степена интегрисаности овог сегмента тржишта капитала у Европској унији не може користити метод директног поређења приноса, с обзиром на хетерогеност емитената различитог степена ризика, тако да разлика у приносу не одражава само степен интегрисаности. Зато истраживања користе метод поређења приноса обвезница са приносом референтних корпоративних обвезница истог рока доспећа. Резултати истраживања показују да на спред који се формира између референтне обвезнице одређеног рока доспећа, емитоване у Немачкој, и обвезнице емитоване у некој другој држави чланици Уније, одражава низак утицај националних тржишта (поред специфичних утицаја квалитета самог

²¹⁹ Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, European Central Bank, *Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 46.

емитента – кредитни ризик, ликвидност, рок доспећа, номинални купон, и др), што значи да овај сегмент финансијског тржишта Уније није потпуно интегрисан²²⁰.

Квантитативни индикатори интегрисаности тржишта корпоративних обвезница изражени су кроз прекограничну компоненту у садржини портфолија обвезница институционалних инвеститора, у овом случају инвестиционих фондова чија улагања имају стратегију широке европске дисперзије обвезница (широка европска стратегија). На овај начин се може мерити обим „домаће склоности“ у инвестирању а реципрочно и степен интеграције овог сегмента тржишта. Подаци Европског удружења управљача фондовима и активом (EFAMA) показују да се повећава релативни обим обвезница са европском стратегијом у укупној активи инвестиционих фондова обвезница (са 17% у 1998. години на 60% у 2002. години, мада се због непостојања посебних података, анализа заснива на укупном портфолију обвезница, укључив и државне и корпоративне)²²¹. Пошто у наведеном периоду није адекватно порасло учешће фондова са стратегијом глобалног улагања у обвезнице (улагања које обухвата портфолио обвезница из различитих региона светског тржишта), намеће се закључак да се „домаћа склоност“ инвестирања преместила са националних тржишта капитала на тржиште капитала еврозоне. Или, како кажу аутори наведене анализе: „Резултати сугеришу да је „домаћа склоност“, иако углавном елиминисана, замењена „домаћом склоношћу еврозоне“²²².

²²⁰ Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, European Central Bank, *Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 48.

²²¹ Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, European Central Bank, *Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 53.

²²² Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, European Central Bank, *Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 54.

Квантитативни индикатори показују да тржиште корпоративних обвезница, иако није потпуно интегрисано, показује растући степен интегрисаности у еврозони. Кад је реч о државама чланицама које нису у еврозони (Велика Британија, Данска и Шведска), удео фондова са широком европском стратегијом није порастао у посматраном периоду, што значи да је изражена већа „домаћа склоност“ а не растућа интеграција ових тржишта у јединствено тржиште капитала Уније; разлог неједнаке интеграције може бити управо утицај јединствене валуте на тај процес²²³.

Обвезнице покривене активом обухватају 20% тржишта обвезница у Европској унији²²⁴ и то је тржишни сегмент који бележи брзи раст: емисија покривених обвезница у Европској унији 2000. године била је 78 милијарди евра, а 2008. године 711,3 милијарди евра²²⁵, док је укупан обим ових обвезница у промету већи од 2,3 хиљаде милијарди евра²²⁶. Доминантно учешће имају хипотекарне обвезнице (покривене реалном активом, првенствено стамбеним простором) (MBS) и обвезнице покривене финансијском активом (ABS). Највеће тржиште је у Великој Британији (око 1/3 укупног тржишта Уније) с обзиром на јак сектор становања; 44% колатерала у Европској унији има порекло у Великој Британији²²⁷.

²²³ Adam, Klaus et al.: *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), Department of Economics and Statistics, University of Salerno 28 January 2002, стр. 33.

²²⁴ Casey, Jean-Pierre, Karel Lanoo: *Europe's Hidden Capital Markets: Evolution, Architecture and Regulation of the European Capital Market*, Centre for European Policy Studies, Brussels, 2005, стр. 31.

²²⁵ European Securitisation Forum: *ESF Securitisation Report 2Q 2009*, стр. 3. http://www.securitization.net/pdf/Publications/ESF_Q2-2009.pdf

²²⁶ ECB: *Financial Integration in Europe 2010*, стр. 47.

²²⁷ Casey, Jean-Pierre, Karel Lanoo: *Europe's Hidden Capital Markets: Evolution, Architecture and Regulation of the European Capital Market*, Centre for European Policy Studies, Brussels, 2005, стр. 31.

Тржиште покривених обвезница је релативно фрагментисано, с обзиром на разлике у правној, пореској и рачуноводственој пракси, али се доношењем кодекса о колатералу на нивоу Уније пракса постепено уједначава и смањују националне препреке. Интеграција тржишта се огледа у растућем прекограничном инвестирању у ове инструменте: 2003. године 81% емисија немачких хипотекарних обвезница (Pfandbriefe) продат је у Немачкој, а остатак у другим земљама²²⁸.

Криза светског хипотекарног тржишта није драстично смањила обим интеграције тржишта корпоративних обвезница, посебно што су се корпорације окренуле овом облику финансирања јер су услови одобравања кредита банака поштрени. Ипак се на овај сегмент тржишта одразила криза сувереног дуга, тако да је дошло до повећања премије на ризик (мерене преко премија плаћених за свопове кредитног ризика) код корпоративних обвезница емитената из различитих држава чланица Уније (посебно код обвезница банака, а у мањој мери у случају обвезница телекомуникационих компанија)²²⁹. С друге стране, повећане су премије на ризик на корпоративне обвезнице емитената са нижим рејтингом, што говори о повећаној перцепцији кредитног ризика на јединственом финансијском тржишту Уније. Повећање премије на ризик довело је до веће варијабилности цена ових финансијских инструмената у односу на период пре кризе. Почетком 2009. године, премија на ризик (спред) на корпоративне обвезнице најнижег нивоа инвестиционог рејтинга (БББ) био је до 450 базних поена виши од преткризног нивоа, а чак је и спред на корпоративне обвезнице највишег рејтинга (ААА) био до 100 базних поена виши у односу на преткризни

²²⁸ Casey, Jean-Pierre, Karel Lanoo: *Europe's Hidden Capital Markets: Evolution, Architecture and Regulation of the European Capital Market*, Centre for European Policy Studies, Brussels, 2005, стр. 31.

²²⁹ European Central Bank: *Financial Integration in Europe*, April 2002, стр. 23.

ниво²³⁰. С друге стране, због кризе хипотекарних кредита, смањена је атрактивност обвезница покривених активом.

И поред застоја у интеграцији и фрагментацији, тржиште корпоративних и покривених обвезница остало је на вишем нивоу интеграције него што је било на почетку формирања еврозоне (у укупном холдингу обвезница у активи банака еврозоне, учешће прекограничних обвезница је релативно стабилно, без обзира на кризу. То говори о њиховом квалитету као стабилног колатерала, у односу на државне обвезнице) ²³¹, што значи да је интеграција неповратан процес.

2.3.2.2.2. Тржиште државног дуга

Тржиште државног (сувереног) дуга је тржиште државних обвезница са роком доспећа од преко једне године. За ово тржиште је адекватан назив тржиште сувереног дуга, пошто се обвезнице емитују ради прикупљања средстава за покриће дефицита државног буџета и с обзиром на дугорочну обавезу државе да отплаћује ове обвезнице, дефицит се акумулира у јавни дуг државе. Суверени дуг укључује како текуће емисије на примарном тржишту, тако и још недоспеле обавезе по раније емитованим обвезницама. Пошто органи Уније нису овлашћени да емитују обвезнице, због ограниченог фискалног капацитета Уније, а не постоји (још) ни механизам емитовања еврообвезница (о овом проблему биће речи касније), као државни дуг у Европској унији сматра се дуг држава чланица. Због степена интеграције овог сегмента тржишта у еврозони, као и ефеката преливања и могућности формирања системског ризика, може се говорити о јединственом

²³⁰ European Commission: *European Financial Stability and Integration Report 2010*, стр. 11 (видети и графикон 1.2.7 у том тексту).

²³¹ European Central Bank: *Financial Integration in Europe*, April 2002, стр. 23.

тржишту дугорочних државних обвезница, односно тржишту државног (сувереног) дуга еврозоне.

Либерализација кретања капитала у Европској унији омогућила је емисије дугорочних државних обвезница и инвестирање које превазилази национална ограничења штедње, а мере за отклањање препрека финансијској интеграцији пружиле су основу да се емисије реализују и ван националних финансијских центара. То је омогућило емисије државних обвезница у већем обиму, снижавање каматних стопа услед коришћења већег обима расположивог капитала, као и снижавање трошкова финансирања услед повећане конкуренције финансијских посредника. Структура инвеститора је дисперзована, тако да се велики обим националног сувереног дуга налази у поседу иностраних прекограничних инвеститора (табела 2.6). То је истовремено и индикатор обима у коме је смањена „домаћа склоност“ у инвестирању у дугорочне државне обвезнице, односно квантитативни индикатор интеграције овог сегмента тржишта.

Табела 2.6. Национални суверени дуг у поседу домаћих банака (у %)

	1999	2007	Q1 2012
Немачка	43,7	29,7	22,3
Шпанија	30,9	21,2	36,5
Грчка	25	10,6	25
Ирска	25,3	2,7	21,5
Португал	13,7	8,9	20,2
Италија	12,1	12,2	20,1

Извор: Constancio, Vitor: *Towards a European Banking Union*, Duisenberg School of Finance, 7 September 2012, стр. 7.

Ови процеси су довели до тесне интеграције тржишта сувереног дуга у оквиру Европске уније, а посебно у земљама еврозоне. Међутим, с обзиром да фискална функција није централизована на нивоу Уније (она нема искључиву надлежност у фискалној области, као што је има у монетарној), праксе држава чланица у области јавног дуга нису униформне. С друге стране, још увек постоје разлике у кредитном рејтингу, чија је основна компонента одрживост јавног дуга, односно могућност сервисирања емитованих државних обвезница (суверени рејтинг). То су елементи који воде још присутној премији на ризик на јавни дуг појединих држава чланица Уније. Премија на ризик одржава се чак и у тешње интегрисаном тржишту јавног дуга еврозоне (на нивоу 20 – 40 базних поена)²³². Због тога није формирана јединствена крива приноса на нивоу Уније као целине, па ни у еврозони. Она би могла да се формира само ако би тржиште било перфектно интегрисано или ако би Европска унија емитовала своје дугорочне државне обвезнице (у овом другом случају одсуствује институционални аранжман који би дозволио емитовање евро-обвезница). У одсуству јединствене криве приноса, тржишни учесници као њен супститут користе криву приноса свопова евро каматне стопе²³³, с обзиром на ликвидност овог дериватног тржишта (али, имајући у виду и његова ограничења, посебно захтев за великим износима основне активе).

Иако се због разлика у националном управљању јавним дугом не може користити стопа приноса на идеално интегрисаном тржишту капитала

²³² Koskenkyla, Heikki (ed): *Financial Integration, Bank of Helsinki Studies, A: 108, 2004, стр. 55, Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, European Central Bank, Occasional paper Series, No. 14, April 2004, стр. 35.*

²³³ Baele, Lieven et al.: *Measuring Financial Integration in the Euro Area, European Central Bank, Occasional Paper Series, No. 14, April 2004, стр. 35, Koskenkyla, Heikki (ed): Financial Integration, Bank of Helsinki Studies, A:108, 2004, стр. 55.* Такође се користи индекс свопова кредитног ризика SovX WE CDS

као показатељ степена интеграције, достигнути степен интеграције тржишта капитала Уније може се мерити и квалитативним показатељима.

Квалитативни показатељи интеграције мере степен деловања закона једне цене финансијских инструмената на тржишту капитала. У том циљу могу се користити различити методи: директно поређење стопа приноса дугорочних државних обвезница, упоређивање са просеком приноса на нивоу Уније, конвергенција стопа приноса према референтној стопи. Пошто због разлика у кредитном рејтингу емитената и карактеристикама емисија (рок доспећа, купонска стопа, гаранције, индексација, и др.) не може бити директног упоређивања стопа приноса, чак ни код обвезница истог рејтинга, присутна су друга два метода мерења степена интеграције.

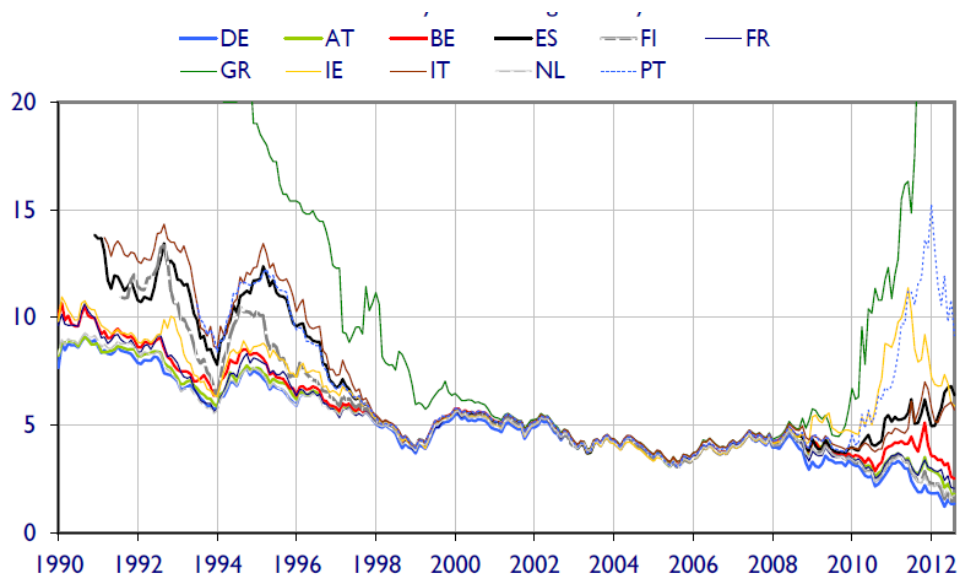
Прво, упоређивање са просеком Уније указује да националне стопе приноса показује конвергенцију ка просеку приноса на нивоу Уније²³⁴.

Други начин мерења степена интеграције тржишта сувереног дуга јесте мерење одступања приноса дугорочних државних обвезница у односу на референтну стопу приноса у Европској унији (еврозони). Као референтна стопа приноса – у одсуству перфектне интеграције – узима се стопа приноса најликвиднијег и најстабилнијег националног тржишта, а то је тржиште Немачке. Ово тржиште испуњава и други аналитички критеријум, везан за посматрање утицаја дифузије информација на тржишту, односно реакције приноса обвезница на вести (информације) са светског тржишта. У немачке стопе приноса уграђене су реакције тржишаних учесника на све информације, тако да се ове стопе приноса могу сматрати као референтне²³⁵.

²³⁴ Stavarek, Daniel et al.: Theory of Financial integration and achievements in the European Union, *Munich Personal RePEc Archive*, 15. July 2011, стр. 18.

²³⁵ Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, European Central Bank, *Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 40 – 41.

Као најадекватнија и у овом случају се издваја стопа приноса на обвезнице са роком доспећа од 10 година. Конвергенцију (и дивергенције) стопа приноса на државне обвезнице са роком доспећа од 10 година у еврозони показује графикон 2.4.:



Графикон 2.4. Стопе приноса на 10-тогодишње државне обвезнице еврозоне, 1990 – 2012. године

Извор: Constancio, Vitor: *Towards a European Banking Union*, Duisenberg School of Finance, 7 September 2012, стр. 4.

Наведени графикон указује на три одвојена периода. У периоду пре формирања монетарне уније, стопе приноса биле су дивергентне, јер су одражавале различита кретања на националним тржиштима јавног дуга. Од 1998. године, у очекивању формирања Уније, дошло је до веома изразите конвергенције приноса. Аутори објашњавају да је ова конвергенција више последица конвергенције у реалним економским односима интеграције

(конвергенција циклуса у различитим државама чланицама)²³⁶, као и резултат испуњавања номиналних критеријума конвергенције у складу са Мастрихтским уговором о формирању Економске и монетарне уније, него деловања јединствене валуте, евра, мада је и то значајан аналитички фактор. Поред конвергенције приноса, смањена је и дисперзија приноса; она је пала са просека од 1,98 у 1993. на 0,06 у 2002. години, што је више од 97%²³⁷. Конвергенција је трајала до 2008. године, када су, под утицајем финансијске, а затим и економске кризе, настале јаке дивергентне тенденције, које су уочљиве и на посматраном графикану.

Процеси конвергенције довели су до активирања специфичног психолошког механизма интеграције, израженог у прећутном подразумевању инвеститора да иза емисија државних обвезница мање развијених држава чланица стоји консолидована снага Европске уније, односно да ће Унија санирати евентуалне проблеме отплате ових обвезница, иако је Уговором о функционисању Европске уније изричито забрањена могућност колективне санације јавних финансија неке државе чланице (Bail-Out Clause)²³⁸.

У кризи сувереног дуга, која је отпочела 2010. године, забележен је раст премије на ризик државних обвезница појединих држава чланица еврозоне (Грчка, Ирска, Португалија, Шпанија и Италија) до нивоа који је претио да те државе искључи са тржишта сувереног дуга, тако да је њихово снижавање захтевало посебну акцију Европске централне банке и

²³⁶ Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 36.

²³⁷ Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, *European Central Bank, Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр.39.

²³⁸ Уговор о функционисању Европске уније, члан 125. Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, 09.05.2008, C 115/100.

формирање механизма на нивоу еврозоне ради стабилизације финансијског тржишта. Раст премија је означио активирање сувереног кредитног ризика и ризика девалвације (напуштања еврозоне), који су били потиснути у периоду конвергенције приноса на дугорочне државне обвезнице мање развијених земаља у односу на принос на немачке државне обвезнице. Истовремено су немачке државне обвезнице почеле да играју улогу тзв. сигурног уточишта (Safe Heaven), односно наступило је „бекство“ инвеститора из високо ризичних државних обвезница у немачке државне обвезнице. То је смањило принос на немачке државне обвезнице на рекордно низак ниво, укључив и негативан принос (принос на немачке „бундове“, коригован стопом инфлације у еврозони, забележио је негативну величину)²³⁹.

У периоду кризе, међутим, није смањен обим емисија државних обвезница, и поред повећања премија на ризик, што значи да су поједине земље морале скупље да плаћају свој дуг. Ова чињеница говори о резистентности тржишта и достигнутог степена интеграције на њему.

Предмет посебних студија био је однос приноса на државне обвезнице нових држава чланица са референтном стопом приноса у Унији; оне су показале постепен раст конвергенције приноса и интеграцију нових тржишта (Чешка, Мађарска, Словенија, Словачка) са тржиштем Уније²⁴⁰.

2.3.3. ТРЖИШТЕ АКЦИЈА

Тржиште акција или својинског капитала је амбијент у коме се прикушља дугорочни капитал акционарских друштава (корпорација)

²³⁹ European Commission: *European Financial Stability and Integration Report 2010*, стр. 9. Принос на 10годишње државне обвезнице Немачке достигао је историјски најнижи ниво од 1,11% крајем августа 2010.

²⁴⁰ Babetskii, I., Komárek, L. and Komárkova, Z.: Financial Integration of Stock Markets among New EU Member States and the Euro Area, *Czech Journal of Economics and Finance*, 57, 2009, стр. 341–62.

емитовањем акција као власничких потврда, на основу којих власници имају право на принос и управљање привредним друштвом, као и могућност да акције продају на секундарном тржишту.

Тржиште акција је најхетерогенији сегмент и по емитентима различитог кредитног квалитета и по инвеститорима различите величине и познавања тржишта (индивидуални, професионални). Иако је ово тржиште традиционално најотвореније ситним улагачима, његова структура се мења у правцу преваге институционалних инвеститора (пензијски фондови, инвестициони фондови, осигуравајуће компаније)²⁴¹. Због нарочито изражене информационе асиметрије, условљена како потребом анализе информација о емитентима и тржишту, тако и трошковима прикупљања информација, на овом тржишту је највећа „домаћа склоност“ инвеститора, односно оријентација на улагања у акције домаћих емитената. Последњих година се запажа и оријентација да се портфолио не конституише према географској стратегији (према различитим државама улагања), него према секторској (према појединим гранама привреде).

Интеграција тржишта акција и либерализација улагања доводи до повећаног обима капитала расположивог за мобилизацију, као и смањења трошкова прибављања капитала за корпорације²⁴², и на тај начин ствара основу за повећање обима инвестиција.

²⁴¹ Учешће приватних лица као власника акција на берзама у Европској унији износило је просечно 14% у тржишној вредности листираних акција. Federation of European Stock Exchanges: *Share Ownership Structure in Europe*, December 2008, стр. 8.

http://www.fese.eu/lib/files/EUROPEAN_EXCHANGE_REPORT_2011_FINAL.pdf

²⁴² Израчунато је да се трошкови прибављања капитала емисијом акција интеграцијом тржишта смањују за 0,5% до 3%, зависно од сектора. Baele, Lieven et al.: *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, European Central Bank, *Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 69.

Тржиште акција у Европској унији је тржиште са брзим растом. То доприноси да се корпорације окрену тржишном финансирању, што им даје већу финансијску стабилност и могућност лакше валоризације, као и промене власничке структуре (механизмима преузимања). Ако се као индикатор раста тржишта посматра број иницијалних јавних понуда (ИПО), односно емисије којима се корпорација „отвара“ на тржишту за приватна улагања, као и тржишна капитализација (укупна вредност акција којима се тргује на регулисаним тржиштима подељен вредношћу бруто друштвеног производа), тржиште акција у Европској унији је у последње две деценије расло брже од тржишта у Јапану и САД²⁴³. Томе су посебно допринеле приватизације крупних државних инфраструктурних корпорација (телекомуникације, енергетика, банке, водоснабдевање, итд), као резултат опште дерегулације и либерализације јединственог тржишта, али и технолошки развој који захтева крупна финансијска улагања ради одржавања конкурентске позиције на јединственом тржишту.

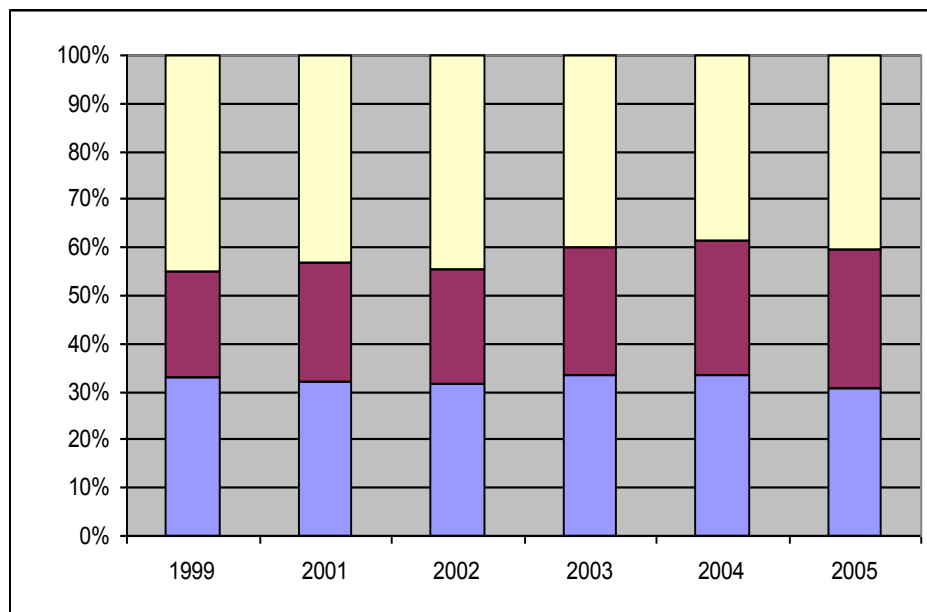
Осим брзог раста, тржиште акција у Европској унији постаје све интегрисаније. Обим интеграције може се мерити преко квантитативних и квалитативних индикатора.

Квантитативни показатељи интеграције односе се на смањивање обима „домаће склоности“ у портфолио диверзификацији инвеститора из Европске уније.

Показатељ који непосредно мери обим „домаће склоности“ јесте структура власништва акција од стране инвеститора у еврозони (графикон 2.5.). Наведени графикон показује да је власништво акција издатих од стране домаћих емитената и акција емитованих у другим државама

²⁴³ Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, European Central Bank, *Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 67 – 8.

чланицама Европске уније веће од власништва над акцијама емитованих у другим државама ван Уније.



(Напомена: плавом бојом означене су домаће акције, љубичастом акције емитената из других држава чланица Европске уније, а белом бојом акције емитената из других држава ван Европске уније).

Графикон 2.5. *Прекогранично власништво над акцијама у еврозони, 1999 – 2005. године*

Извор: Stavarek, Daniel et al.: Theory of Financial integration and achievements in the European Union, *Munich Personal RePEc Archive*, 15. July 2011, стр. 22.

Графикон показује и да је домаћа склоност“ инвеститора трансформисана је у „регионалну склоност“, што значи да се највећи део власништва односи на акције емитоване у државама чланицама Европске

уније²⁴⁴. Разлози су, као што је већ поменуто, лакши приступ информацијама у регионалном оквиру него ван њега, као и сигурност инвестирања. Смањење „домаће склоности“ је показатељ растуће интеграције тржишта акција.

Посредан индикатор интеграције тржишта акција Европске уније јесте састав портфолија акција институционалних инвеститора. Уколико је у портфолију акција растући удео акција емитованих ван матичне земље, утолико је степен интеграције виши.

Код инвестиционих фондова, учешће власништва над акцијама емитената из Европске уније у фондовима акција (Equity Funds) већ је у периоду 1997 – 2001. године порасло у свим државама чланицама еврозоне, и у већини од њих прешло границу од 50%²⁴⁵, а 2003. године је достигло обим од 70%²⁴⁶. Када је реч о пензијским фондовима, портфолио акција које су емитоване ван домаће државе повећан је директним прекограничним улагањима, тако да у мањим државама чланицама Уније (Аустрија, Белгија, Ирска) износи око 50% укупног портфолија, а у већим државама чланицама (Немачка, Француска, Италија) углавном се инвестира у домаће акција, тако

²⁴⁴ У седам држава чланица еврозоне (Кипар, Италија, Словенија, Бугарска, Немачка, Данска, Аустрија) власништво над акцијама је концентрисано на домаће инвеститоре (75% и више), а у осталим државама чланицама је ово учешће испод 50%. Страно власништво није ограничено само на државе чланице Европске уније. Federation of European Stock Exchanges: *Share Ownership Structure in Europe*, December 2008, стр. 12.

²⁴⁵ Adam, Klaus et al.: *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), Department of Economics and Statistics, University of Salerno 28 January 2002.

²⁴⁶ Baele, Lieven et al.: *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, European Central Bank, *Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 76.

да се „домаћа склоност“ и даље одржава²⁴⁷. Када је реч о осигуравајућим компанијама, учешће прекогранично емитованих акција у укупном портфолију повећава се углавном у државама са мањим финансијским тржиштима (на пример, у Белгији је ово учешће повећано са 8% у 1992. на 72% у 2000. години)²⁴⁸.

Квалитативне показатеље интеграције тржишта акција у Европској унији је веома тешко конструисати, првенствено због хетерогености тржишта са становишта ризика емитента, и стога због велике колебљивости премије на ризик. У томе су сагласни аутори који су истраживали могућности деловања закона једне цене на тржишту акција; један од ретких покушаја су учинили француски теоретичари Ажауте и Дантин (Adjaoute Krate and Jean-Pierre Danthine), упоређујући принос акција групе земаља Европске монетарне уније. Они су закључили да је конвергенција приноса акција у овим земљама била присутна до 1992. године, а да после тога конвергенције није било. То значи да ризичност улагања у акције није у том периоду смањена²⁴⁹.

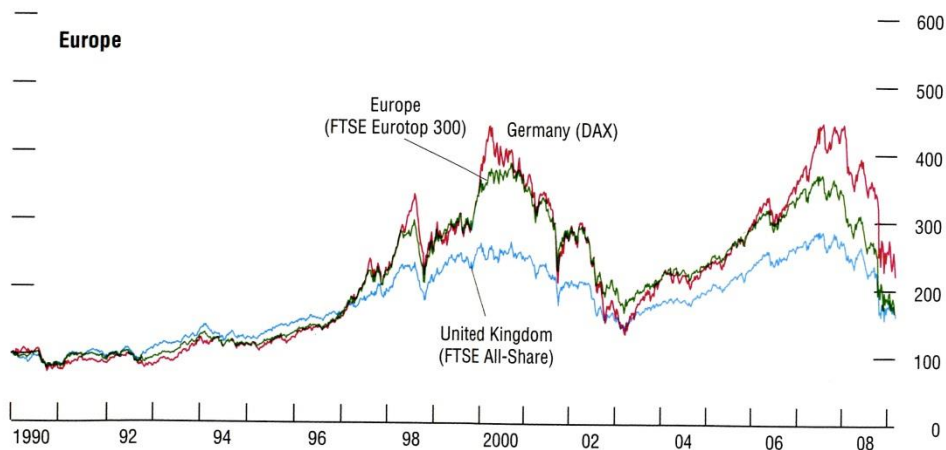
Резултати истраживања у области конвергенције приноса на акције сагласни су да квалитативни показатељи могу да укажу само на слабу интеграцију тржишта акција у Европској унији и еврозони²⁵⁰.

²⁴⁷ Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 78.

²⁴⁸ Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 79.

²⁴⁹ Adjaoute Krate and Jean-Pierre Danthine: European Financial Integration and Equity Returns: A Theory Based Assessment, *Research Paper 84*, January 2003, International Center for Financial Asset Management and Engineering (FAME), Geneve, стр. 36.

²⁵⁰ Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 71 – 74, Hartman, Philipp et al.: The Euro Area



Графикон 2.6. Кретање берзанских индекса, 1990 – 2008. године

Извор: IMF: *Global Financial Stability Report*, April 2009, str. 166..

Најприхватљивији индикатор конвергенције цена акција, по нашем мишљењу, јесте поређење берзанских индекса, који представљају кретање тржишта акција у Европској унији (Euro STOXX 50, FTSE 100). На графикону 2.6. види се да је ово кретање синхронизовано, односно да ови индекси показују исте обрасце кретања. То указује на одређен степен интеграције тржишта (на утицај деловања заједничких информација на цене акција)²⁵¹.

2.3.4. БАНКАРСКО ТРЖИШТЕ

Финансијски систем Европске уније је доминантно банкарски. Банке су основни извор финансирања реалног сектора, као и главни финансијски посредник у мобилизацији штедње и носилац система плаћања. „Ове улоге

Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives, *ECB Working Paper 230*, May 2003, стр. 27.

²⁵¹ IMF: *Global Financial Stability Report*, April 2009, str. 166.. Видети и: CESinfo Group Munich: *EEAG Report 2013*, Munich 25.02.2013, стр. 32.

http://www.cesifo-group.de/ifoHome/policy/EEAG-Report/Archive/EEAG_Report_2013/eeag_2013_report.html, као и: Bratunkova, Hana: *Integration of European Stock Markets*, IES, 2012.

сугеришу позитивну корелацију између развитка банкарског сектора и економског развоја²⁵². Оне имају и функцију тзв. делегираног мониторинга, односно преузимају активности смањивања асиметричних информација о пословним субјектима за клијенте .

Банкарски систем Уније чине банке различите власничке структуре (акционарске, јавне, кооперативне), организационих облика (финансијски конгломерати, универзалне банке, инвестиционе, штедионице), величине и географског опсега деловања²⁵³, као и важности са становишта формирања системског ризика по целину јединственог тржишта. Банкарско тржиште – амбијент у коме банке послују са корпоративним клијентима и становништвом, у интеракцији са другим финансијским посредницима и централном банком у оквиру регулаторног оквира који поставља држава, део је финансијског тржишта Уније, али трпи утицаје и савременог глобализованог светског банкарског и финансијског тржишта.

Банкарско тржиште претрпело је низ трансформација у току финансијске интеграције Европске уније. Ове трансформације биле су условљене како дејством тржишних фактора, тако и свесном регулацијом, која је имала за циљ формирање јединственог финансијског тржишта. И један и други процес требало је да савлада ограничења, која су и препреке формирању јединственог финансијског тржишта; оне се могу поделити у две основне групе: ограничења условљена различитим политикама у економској области држава чланица и „природне“ препреке, које су произишле из

²⁵² Walkner, Christoph and Raes, Jean-Pierre: Integration and consolidation in EU banking - an unfinished business, European Economy, European Commission, *Economic Papers*, Number 226 April 2005, стр. 5.

²⁵³ High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 October 2012, стр. 32 - 67. Европска банкарска федерација и УБС: *Европски банкарски сектор – чињенице и подаци 2012*, Удружење банака Србије, Београд, 2013, стр. 44.

преференције потрошача, различите културе, традиције и језика, као и степена развитка и примене технологије²⁵⁴. Посебно значајни у контексту либерализације банкарског тржишта биле су: Директива о слободном кретању капитала, као и Прва и Друга банкарска директива.

Оснивање и пословање банака на нивоу Уније данас су регулисани Директивом о оснивању и пословању кредитних институција из јуна 2006. године (Директива 2006/48/ЕС), која је преузела решења Прве и Друге банкарске директиве о дерегулацији, либерализацији и контроли банкарског сектора на целој територији Уније. Поред ове Директиве, постоји низ других „техничких“ директива и декрета (посебно у еврозони), као и саморегулативна правила.

Надзор над пословањем банака уређен је Директивама о адекватности капитала (Пакет 1) (Директиве 2006/48/ЕС и 2006/49/ЕС) (Capital Requirements Directive/CRD I package), која представља транспонован оквир пруденционе контроле познат као Базел 2. Овај оквир је настао као резултат активности Базелског комитета за банкарски надзор, који делује у оквиру банке за међународна поравнања у Базелу (неформалног али ефикасног регулатора банкарства у светским оквирима). Директивама се ограничава обим преузимања ризика банака кроз усклађивање ризичне активе банака са обимом капитала којим располажу (стопа адекватности капитала, која је још од првог оквира, тзв. Базела 1 из 1988. године одређена у висини од 8%). Праћење адекватности капитала врши се кроз тзв. „три стуба“, од којих први представља коришћење интерних модела банака за оцену ризика, други контролу агенција за надзор и трећи јавно обелодањивање података о пословању банака. Контрола финансијских конгломерата (који послују у области банака, осигурања и тржишта хартија

²⁵⁴ Buch, Claudia M., Ralph P. Heinrich: *Financial Integration in Europe and Banking Sector Performance*, Kiel Institute of World Economics, January 2002, стр.1.

од вредности) врши се на основу Директиве о надзору финансијских конгломерата (Директива 2002/87/ЕС).

У оквирима Уније, надзор над банкама координира Европска управа за банке (European Banking Authority)²⁵⁵, основана у процесу реформи супервизије финансијског тржишта Уније 24.11.2010. године Уредбом 1093/2010(ЕС).

Анализа открива основне обрасце прекограничних активности, интеграције и формирања јединственог банкарског тржишта Уније, као и основних тржишних структура и процеса који се на њему реализују: конкуренције, консолидације, концентрације као и кризне манифестације.

Прекогранична интеграција подразумева разматрање користи и опасности пословања банака на тржиштима ван матичног тржишта. Интеграција, с једне стране, доноси ефекат стабилизације тржишта а, с друге, могућности формирања кризних импулса и њиховог преношења на целину регионалног тржишта (Spillover).

Прекогранична активност домаћих банака доводи до диверзификације портфолија и стабилизује принос банака. Смањује се ризик банкрутства и повећава резистентност на домаће шокове. Учешће страних банака на домаћем тржишту повећава конкуренцију, подиже ефикасност банкарског система и снижава трошкове кредита за реални сектор и становништво. Иностране банке доносе нове технологије, организацију и искуство, а у случају разлика у каматним стопама, и капитал на домаће тржиште. Међутим, уколико је учешће страних банака на домаћем банкарском тржишту високо, оно је осетљиво на спољне шокове, што може да проузрокује нестабилност тржишта. „Користи од прекограничног

²⁵⁵ www.eba.europa.eu

банкарства надмашују трошкове све док прекогранична активност не постане прекомерна“²⁵⁶.

Емпиријска истраживања су показала да банкарским тржиштима нових источноевропских држава, чланица Уније, доминирају банке из старих држава чланица и да су због тога оне врло осетљиве на спољне шокове (балтичке земље су под контролом скандинавских банака а балканске земље под контролом грчких и аустријских банака). Исто се односи и на неке од старих држава чланица – Финску, Португалију и Белгију. Код земаља чије банке имају високу прекограничну активност, она може бити недовољно или довољно диверзификована, а степен диверзификације утиче на апсорпцију спољних шокова. Шведске банке нису диверзификоване и стога су осетљиве на шокове из балтичких земаља. Оптималну диверзификацију показују банкарски системи Немачке, Холандије и Велике Британије²⁵⁷.

Основни механизми формирања јединственог банкарског тржишта Уније, односно облици прекограничних активности банака у Европској унији, јесу: оснивање филијала и зависних банака (супсидијера) у другим државама чланицама (тзв. „органски раст“²⁵⁸, мада се пре може прихватити одређење да је то тржишни раст), прекогранична спајања и припајања банака - позната као М & А (Mergers and Acquisitions), пружање преко-

²⁵⁶ Schoemaker, Dirk and Wagner, Wolf: *The Impact of Cross-border Banking on Financial Stability*, Duisenberg school of finance - Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 11-054/ DSF 18, February 2011, стр. 7.

²⁵⁷ Schoemaker, Dirk and Wagner, Wolf: *The Impact of Cross-border Banking on Financial Stability*, Duisenberg school of finance - Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 11-054/ DSF 18, February 2011, стр. 20 – 21.

²⁵⁸ Walkner, Christoph and Raes, Jean-Pierre: *Integration and consolidation in EU banking - an unfinished business*, European Economy, European Commission, *Economic Papers*, Number 226 April 2005, стр. 4.

граничних финансијских услуга и прекогранична улагања у финансијску активу.

Слобода оснивања организационих јединица банака на целој територији Уније тековина је либерализације тржишта и основни је облик интеграције банкарског тржишта. Он је и најстабилнији облик интеграције: емпиријски је показано да се у периодима кризе банке не повлаче са тржишта земље домаћина, док се обим прекограничног пружања финансијских услуга смањује. Филијале у другим државама чланицама Уније су саставни делови матичне банке, а супсидијерне банке, мада у власништву матичне банке, посебна, независна правна лица на територији друге државе чланице. Оба организациона облика су под пруденционом контролом земље порекла матичне банке. Као и матичне банке, тако се и њихове организационе јединице оснивају и послују по јединственим правилима садржаним у одговарајућим директивама Уније. Матичне банке су склоније да послују преко супсидијерних банака, због смањеног ризика за пословање (одговарају до висине власништва), могућности коришћења „заштитне мреже“ земље у којој послују и могућности посебног котирања на берзи.

Подаци о прекограничној пенетрацији банака показују да је 2002. године, број супсидијерних банака из Европске економске области (земље ЕУ 15 и Исланд, Норвешка и Лихтенштајн) у другим државама чланицама био 333, са тржишним уделом од 19% укупног бруто друштвеног производа. Број филијала ових банака био је 571, са тржишним уделом од 24% бруто друштвеног производа²⁵⁹.

²⁵⁹ Walkner, Christoph and Raes, Jean-Pierre: Integration and consolidation in EU banking - an unfinished business, European Economy, European Commission, *Economic Papers*, Number 226 April 2005, стр. 21.

Посебно је значајно привлачење нових држава чланица Уније, посебно источноевропских, у банкарску интеграцију. Ове земље су пружиле погодно тле за диверзификацију пласмана, пошто је, услед дуге доминације нетржишног банкарства, профитабилност банкарског сектора била изузетно висока. Као резултат пенетрације страних банака, банкарски системи неких од ових земаља изгубили су национални карактер. Удео страних банака у активи банака нових држава чланица Уније износио је 2004. године: Естонија 97,3%, Чешка 96%, Словачка 96.3%, Литванија 95.6%, Мађарска 83.3%, Пољска 67.8%, Малта 67.%. Мање је учешће страних банака у банкарским системима Летоније – 47.2%, Словеније 36% и Кипра 12.3%²⁶⁰.

Следећа табела показује број банака и структуру банакарског сектора Европској унији 2009. године²⁶¹. Општи ниво пенетрације (међусобне повезаности) банкарских система Европске уније достиже ниво од око 20% укупне банкарске активе (у старим државама чланицама, обим пенетрације је 19% активе; у новим – 63% активе).

Табела 2.7. Број банака и обим интеграције банкарског сектора ЕУ, 2009. године

	1. Број банака	2. Укупна актива (мрд. евра)	3. Актива домаћих банака (у % од 2.)	4. Актива банака из других држава ЕУ (у % од 2.)	5. Актива банака из трећих држава (у % од 2.)
Старе чланице					

²⁶⁰ Walkner, Christoph and Raes, Jean-Pierre: Integration and consolidation in EU banking - an unfinished business, European Economy, European Commission, *Economic Papers*, Number 226 April 2005, стр. 18.

²⁶¹ Schoenmaker, Dirk: The European Banking Landscape after the Crisis, *Duisenberg School of Finance Policy Paper*, No. 12, April 2011, стр. 2.

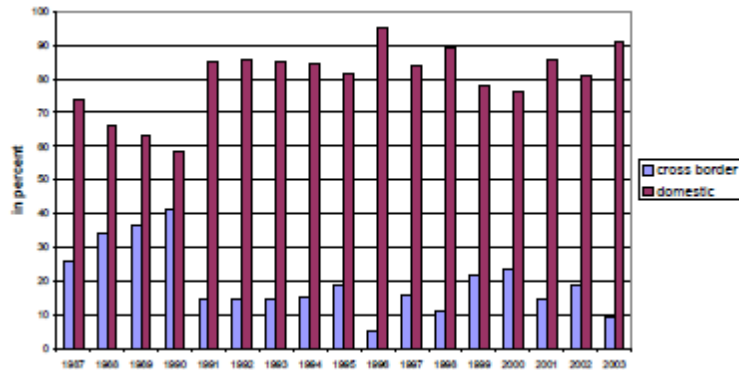
Аустрија	790	1.037	81	15	5
Белгија	104	1.156	39	54	7
Данска	164	1.105	80	18	2
Финска	349	388	33	67	0
Француска	712	7.156	89	10	1
Немачка	1.948	7.424	89	10	1
Грчка	66	490	79	21	0
Ирска	498	1.324	50	43	7
Италија	801	3.692	87	13	1
Луксембург	147	798	6	84	10
Холандија	295	2.217	91	7	2
Португалија	166	520	77	22	1
Шпанија	352	3.433	80	10	0
Шведска	180	935	92	7	1
Британија	389	9.421	48	27	24
ЕУ-15	6.961	41.093	75	19	7
Нове чланице					
Бугарска					
Кипар	30	38	16	82	2
Чешка	155	139	63	33	4
Естонија	56	160	6	90	4
Мађарска	18	21	5	95	0
Летонија	190	126	41	56	3
Литванија	37	30	31	63	6
Малта	84	26	17	83	0
Пољска	24	41	62	33	5
Румунија	710	274	32	59	9

Словачка	42	86	24	76	0
Словенија	26	55	4	96	0
Нове чл. -12	25	53	71	29	0
	1.397	1.051	33	63	4
ЕУ - 27	8.358	42.144	74	20	7

Извор: Schoenmaker, Dirk: The European Banking Landscape after the Crisis, *Duisenberg School of Finance Pollicy Paper, No. 12, April 2011, стр. 2.*

Прекогранично спајање и припајање банака, засновано на споразумном или непријатељском преузимању, алтернативни је начин банкарске интеграције у Европској унији. Пракса сведочи о крупним трансакцијама, али је обим прекограничних фузија далеко мањи од унутрашњих; ове друге чиниле су до 80% укупних трансакција у периоду 1993 – 2002. године²⁶². Разлози доминације интерних фузија могу се тражити у различитим пореским третманима интеграције, рачуноводственој и тржишној пракси, али и услед различитих култура, језика, традиција. Европска унија усвојила је Директиву о преузимању (Директива 2004/25/ЕС од 21. 04. 2004. године) која се примењује и на банке, као и директиве о уједначавању рачуноводствене праксе у банкарству, да би отклонила део препрека прекограничним фузијама, али су оне, и поред тога, мање заступљене у укупном броју фузија (графикон2.7.).

²⁶² Walkner, Christoph and Raes, Jean-Pierre: Integration and consolidation in EU banking - an unfinished business, *European Economy, European Commission, Economic Papers, Number 226 April 2005, стр. 23*, Buch, Claudia M., Ralph P. Heinrich: *Financial Integration in Europe and Banking Sector Performance*, Kiel Institute of World Economics, January 2002, стр. 11.



Превод текста: Domestic: домаће

Cross border: прекограничне

Графикон 2.7. Обим домаћих и прекограничних спајања банака, 1987 – 2003. године

Извор: Walkner, Christoph and Raes, Jean-Pierre: Integration and consolidation in EU banking - an unfinished business, European Economy, European Commission, *Economic Papers*, Number 226 April 2005, стр. 23.

Банкарски послови који укључују клијенте ван матичне земље имају два облика.

Први облик су послови обезбеђивања ликвидности банака на међубанкарском тржишту, које укључује банке из различитих држава чланица (на пример, међубанкарско тржиште у Милану), али у ову групу послова спадају и послови гаранција и узајамног улагања банака; сви ови послови конституишу банкарско тржиште „на велико“ (енгл. Wholesale Banking). Они су саставни део тржишта новца и процеси интеграције размотрени су приликом анализе овог сегмента финансијског тржишта.

Банкарско тржиште „на мало“ (енгл. Retail Banking) обухвата активности банака, како на прикупљању депозита у другим земљама, тако и на одобравању кредита клијентима, било да је у питању становништво или реални сектор.

Основна препрека интеграцији банкарства у области банкарских послова „на мало“ је дистанца између пружаоца и корисника финансијских услуга; послови са становништвом условљени су близином трансакционих субјеката. Дистанца рађа како проблем асиметрије информација и ризике које она доноси, посебно проблем обезбеђења од кредитног ризика, тако и повећане трошкове трансакција. Трошкови плаћања у међународном трансакцијама знатно су виши од трошкова у домаћим плаћањима: 2001. године, накнада за прекогранични трансфер 100 евра износила је 24 евра, а у домаћим плаћањима, 1999. године, ова накнада била је мања од 1 евра ²⁶³. Поред тога, као препреке истичу се различити правни системи који регулишу приватно – правне трансакције, разлике у националним законима о заштити потрошача, као и проблем ефикасног остваривања права пред судовима. Подаци говоре да је 2003. године само 6,6% од укупних кредита било одобрено небанкарским субјектима из других држава чланица Уније²⁶⁴. Увођење евра, које је значило отклањање ризика промене девизног курса, није значајније променило обим прекограничног кредитирања. У финансијској кризи, која је веома снажно погодила банкарство Уније, смањен је прилив капитала из других држава чланица и забележен одлив капитала по основу прекограничног кредитирања²⁶⁵.

Најзад, облик интеграције банкарског тржишта представља власништво над финансијском активом емитената из других држава чланица Уније од стране банака (улагања и колатерали), као и емисија банкарских

²⁶³ Kyla Malcolm, Mark Tilden and Tim Wilsdon: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, Prepared for European Commission Internal Market and Services DG, March 2009, стр. 57.

²⁶⁴ De Grauwe, Paul: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, 2003, стр. 172.

²⁶⁵ Schoemaker, Dirk, Wolf Wagner: *The Impact of Cross-Border Banking on Financial Stability*, Duisenberg School of Finance, February 2011, стр. 4.

финансијских инструмената у другим државама чланицама Уније. Међутим, обим прекограничног власништва банкарске активе је мали: просечно 17% банкарске активе у Европској унији пласирано је у другим државама Уније, ван матичне државе²⁶⁶. То може бити последица ниже профитабилности банака, посебно у језгру Уније (ЕУ 15), која не дозвољава значајније користи од диверзификације, с обзиром на уједначени ниво развитка ових земаља, а о чему сведочи и чињеница да је врло мали обим учешћа страног капитала ван Европске уније у банкарском сектору језгра Уније (ЕУ 15)²⁶⁷.

Према интензитету прекограничног присуства на јединственом банкарском тржишту Уније, банке се могу поделити на: глобалне, европске и домаће. Подела је учињена на основу вредности тзв. „транснационалног индекса“, који је израчунат као непондерисани просек три показатеља пословања банке (активе, прихода и броја запослених). Глобалне банке обављају мање од 50% пословања у домаћој држави и мање од 50% у другим деловима Европе. Европске банке обављају мање од 50% пословања у домаћој држави и више од 25% у другим државама Европе а домаће банке обављају више од 50% пословања у домаћој држави²⁶⁸.

Регулаторни оквири интеграције банкарског тржишта и процеси који се на њему одвијају, показују да оно стиче атрибуте јединственог тржишта Уније. Механизми који су разматрани показују да је банкарско тржиште на велико на вишем степену интеграције од банкарског тржишта на мало, али тек после анализе у којој мери оба сегмента издржавају пробу

²⁶⁶ European Commission: *European Financial Stability and Integration Report*, Commission Staff Working Paper, Brussels, 08.04.2011, SEC (2011) 489, стр. 27.

²⁶⁷ Buch, Claudia M., Ralph P. Heinrich: *Financial Integration in Europe and Banking Sector Performance*, Kiel Institute of World Economics, January 2002, стр. 6.

²⁶⁸ Schoenmaker, Dirk: *The European Banking Landscape after the Crisis*, *Duisenberg School of Finance Policy Paper*, No. 12, April 2011, стр. 5

критеријума јединственог тржишта, може се говорити о јединственом банкарском тржишту Уније. Стога треба размотрити какве су величине квалитативних и квантитативних индикатора интеграције, односно деловање закона једне цене на банкарском тржишту.

Банкарско тржиште на велико, односно међубанкарско тржиште ликвидности, како показују подаци са тржишта новца, сматрано је до избијања финансијске кризе за интегрисано тржиште, јер су трошкови обезбеђења ликвидности једнаки за све банке исте ризичне категорије. Међутим, већ на почетку кризе, 2007. године, ово тржиште је постало неликвидно, јер је ризик контрапартнера постао исувише висок, тако да су извори ликвидности затворени у националне границе и овај сегмент тржишта је фрагментизован.

Када је реч о банкарском тржишту на мало, закон једне цене се тешко може илустровати, с обзиром на хетерогеност и несупститубилност банкарских производа, околности окружења у националним оквирима, преференце становништва, стратегије банака и њихову пословну политику која одражава интерне ресурсе банке, и друге околности²⁶⁹. С друге стране, као што је већ показано, квантитативни показатељи указују да је степен интеграције ове области веома низак. Стога се као индикатор интеграције, односно супститут деловања закона једне цене, примењује анализа дисперзије каматних стопа на банкарске производе са идентичним карактеристикама у различитим земљама, као и просечне каматне стопе у појединим областима банкарске делатности. Уколико се стандардне девијације каматних стопа приближавају, односно смањује дисперзија, то је

²⁶⁹ Kleimeir Stefanie, Sandar Harald: European Financial Market Integration: Evidence on the Emergence of Single Eurozone Retail Banking Market, Berlin, August 2002, стр. 6. Baele, Lieven et al.: Measuring Financial Integration in the Euro-Area, *ECB Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004, стр. 56.

знак растуће интеграција тржишта. Илустрација ове хипотезе јесте кретање дисперзије каматних стопа на хипотекарне кредите у различитим државама чланицама Уније: подаци показују да је у овој области остварена конвергенција каматних стопа пре кризе, али је током кризе варијабилност каматних стопа на хипотекарне кредите повећана²⁷⁰.

Јединствено банкарско тржиште води повећаној конкуренцији банака и отвара процесе њихове консолидације и концентрације, као и стварању европских (светских) банака и конгломерата, системски значајних за целину тржишта Уније.

Број банака у Европској унији био је 1977. године 9.100, 2003. године 7.500. У 2009. години у ЕУ 15 земљама број банака био је 6.961, а у новим државама чланицама Уније 1.397 банака (од 1.586 у 2006. години)²⁷¹. Очигледан је тренд смањења броја банака кроз гашење и М & А, односно повећања њихове концентрације, на шта су утицали како тржишни процеси, тако и процеси дерегулације. Какав је ефекат ових процеса, односно, каква је тржишна структура банкарства Европске уније?

Концентрација у банкарском сектору мери се преко два индикатора. Први је учешће највећих банака у укупној банкарској активи (CR5 или CR10). Други је Хиршман - Херфиндалов индекс (Hirschmann-Herfindal Index, HH Index), који се израчунава као сума квадрата тржишног учешћа свих банака у сектору и који, по дефиницији, може имати минималну вредност од 1 и максималну вредност од 10.000 (100%). Ако је вредност овог индекса ближа

²⁷⁰ European Commission: *European Financial Stability and Integration Report 2010*, Commission Staff Working Paper, Brussels, 08.04.2011, SEC (2011) 489, стр. 29.

²⁷¹ Schoenmaker, Dirk: *The European Banking Landscape after the Crisis*, *Duisenberg School of Finance Policy Paper*, No. 12, April 2011, стр. 14. , Casu, Barbara and Girardone, Claudia: *Bank Competition, Concentration and Efficiency in the Single European Market*, University of Essex, 2005, стр. 1

минималној граници, банкарски сектор је конкурентан; ако се приближава максималној вредности, онда је реч о монополу на тржишту.

Степен конкуренције на банкарском тржишту мери се и тзв. Х статистиком (H Statistic), индикатором који су развили Панзар и Росе (Panzar and Rosse, 1977.)²⁷², а који мери обим у коме се промене у ценама фактора одражавају у равнотежном доходу банака (дефинише се као сума еластичности факторских цена каматног прихода). Ако је вредност овог индикатора мања од нуле или јој је једнак, реч је о монополу или облицима олигополске структуре. Вредност индикатора између нуле и један илуструје монополистичку конкуренцију на банкарском тржишту. Ако је $X = 1$, онда је тржиште у режиму перфектне конкуренције.

Табела 2.8. Тржишна структура банкарства ЕУ

	Величина		Концентрација				Конкуренција
	Број банака		CR5 (у %)		H-H Index		H-статистика
	2006	2009	2006	2009	2006	2009	1990 - 2005
Старе државе-чланице							
Аустрија	809	790	44	37	534	414	0,07
Белгија	105	104	84	77	2.041	1.622	0,54
Данска	191	164	65	64	1.071	1.042	0,30
Финска	361	349	82	83	2.560	3.120	-0,24
Француска	829	712	52	47	726	605	0,58
Немачка	2.050	1.948	22	25	178	206	0,65
Грчка	62	66	66	69	1.101	1.184	0,47
Ирска	78	498	49	59	649	881	1,11
Италија	807	801	26	34	220	353	0,08

²⁷² Panzar, J.C. and J.N. Rosse: Testing for Monopoly Equilibrium, *Journal of Industrial Economics*, 1987, 35, 443-456.

Луксембург	156	147	29	28	294	288	0,31
Холандија	345	295	85	85	1.822	2.032	0,80
Португалија	178	166	68	70	1.134	1.150	-0,14
Шпанија	352	352	40	43	442	507	0,87
Шведска	204	180	58	61	856	899	0,48
Вел. Британија	394	389	36	41	394	467	0,76
ЕУ - 15	6.921	6.961	43	44	601	630	0,59
Нове државе-чланице							
Бугарска	32	30	50	58	707	846	н.п.
Кипар	336	155	64	65	1.056	1.86	-0,11
Чешка	57	56	64	62	1.104	1.032	0,77
Естонија	14	18	97	93	3.593	3.090	0,47
Мађарска	212	190	54	55	823	861	0,16
Летонија	28	37	69	69	1.271	1.181	0,57
Литванија	78	84	83	81	1.913	1.693	0,45
Малта	18	24	71	73	1.171	1.246	0,72
Пољска	723	710	46	44	599	574	0,10
Румунија	39	42	60	52	1.165	857	0,63
Словачка	24	26	67	72	1.131	1.273	0,26
Словенија	25	24	62	60	1.300	1.256	0,3 8
Нове чл.-12	1.586	1.397	59	58	1.012	973	0,31
ЕУ - 27	8.507	8.358	43	45	612	638	0,59

Извор: Schoemaker, Dirk: The European Banking Landscape after the Crisis, *Duisenberg School of Finance Policy Paper, No. 12, April 2011, стр. 14.*

Подаци о тржишној структури појединих националних банкарских тржишта показују да су она углавном под режимом монополистичке конкуренције. Кад је реч о структури јединственог банкарског тржишта

Европске уније, оно показује низак степен концентрације и обележја монополистичке конкуренције²⁷³.

Концентрација банкарског тржишта не утиче значајно на профитабилност банака, иако би се могло претпоставити да је обим профита у монополистичкој конкуренцији виши од онога који би био реализован у условима перфектне конкуренције. Разлог треба тражити у контестабилности тржишта, односно претњи уласка нових тржишних субјеката, што спречава постојеће банке да експлоатишу тржиште.

У периоду 2001 – 2007. године, профитабилност банака, мерена кроз показатељ: принос на капитал (Return on Equity, ROE), била је на нивоу приноса у реалном сектору, односно 12,8%²⁷⁴. Криза је условила да 2008. године профитабилност банака буде негативна, али се опоравила и већ наредне године износила 4,15%. Главни узрок пада профитабилности био је отпис ненаплативних кредита.

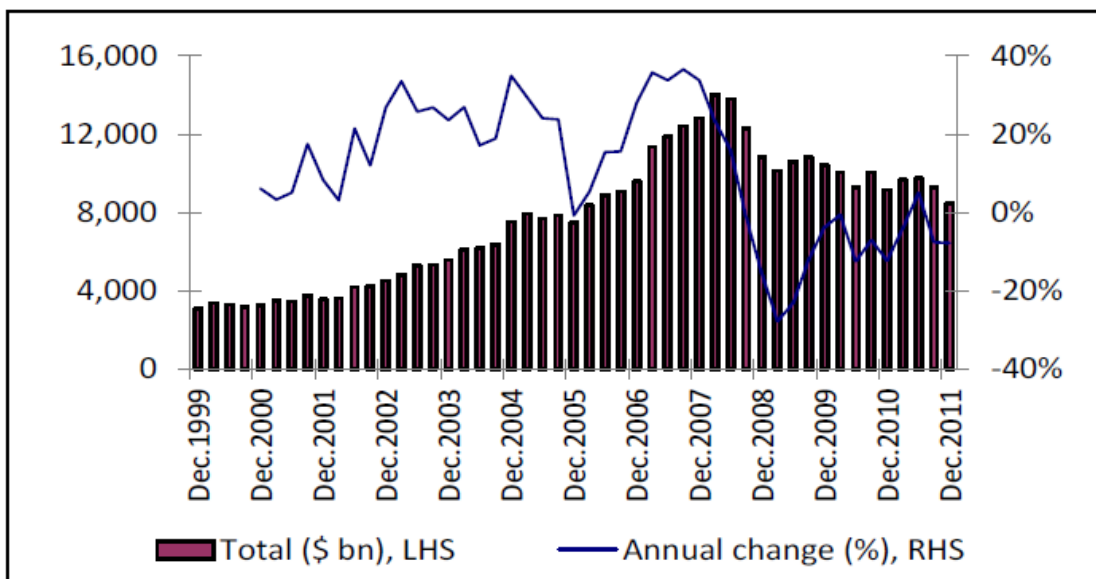
Финансијска криза, коју је изазвала криза хипотекарних хартија од вредности у САД (од 2007. године), с обзиром на велика улагања европских банака у овај тип финансијских инструмената, имала је вишеструке последице по банкарско тржиште Уније, односно процес финансијске интеграције. Смањен је број банака, а вредност акција банака драстично је опала, о чему сведочи пад Дау Џонс (Dow Jones) индекса вредности акција европских банака за 80%²⁷⁵. Сnižена је прекогранична диверзификација

²⁷³ Casu, Barbara and Girardone, Claudia: *Bank Competition, Concentration and Efficiency in the Single European Market*, University of Essex, 2005, стр. 13.

²⁷⁴ European Banking Federation: *EU Banking Sector: Facts and Figures*, Brussels, 2010, стр. 21 – 22.

²⁷⁵ High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 October 2012, стр. 20.

банкарске активе, видљива на графикаону 2.8. Он илуструје застој у финансијској интеграцији у оквиру Уније.



Графикон 2.8. Обим изложености банака у државама чланицама ЕУ

Превод текста: Total (USD bn), LHS: укупно у мрд. долара, лева скала

Annual Change (%), RHS: годишња промена у %, десна скала

Извор: High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 October 2012, стр. 30

Финансијске тешкоће банака, посебно великих, тзв. системских банака, угрозиле су финансијску стабилност и активирале системски ризик на јединственом финансијском тржишту²⁷⁶.

²⁷⁶ Европска централна банка посебно третира банке које послују у више јурисдикција и чији је обим и природа пословања така, да њихове тешкоће могу изазвати проблеме у функционисању финансијског тржишта и других финансијских институција. Број ових банака (у терминологији ЕЦБ познате као ЛБЦГ) у 2005. години био је 14 и оне су обухватале 1/3 укупне евро активе; данас их има 20. У Унији као целини, 25 највећих банака (CR25) обухвата 42.4% укупне активе банака. Schoenmaker, Dirk: *The European Banking Landscape after the Crisis*, *Duisenberg School of Finance Policy Paper*, No. 12, April 2011, стр.15.

Да би спречиле разорне ефекте системске кризе на банкарском и финансијском тржишту Уније, државе чланице су одобриле укупно 4.500 милијарди евра (36,7% БДП Уније) помоћи банкама у периоду 2008 - 2011. године. Облици помоћи били су државне гаранције, обезбеђивање ликвидности, докапитализација и откуп лоше активе банака. Од тога је државна помоћ (уз сагласност Европске уније) износила 409 милијарди евра за докапитализацију и 1.200 милијарди државних гаранција и помоћи у ликвидности²⁷⁷. Посебно је висока била помоћ на почетку кризе, када је требало повратити поверење у функционисање финансијског и банкарског тржишта. Осим наведених мера, државе чланице су обезбедиле и повећање лимита за гарантовање депозита становништва ради избегавања банкарске панике и њеног ширења на целину финансијског тржишта Уније²⁷⁸.

Табела 2.9. Државна помоћ банкама ЕУ 2008 - 2011.

- у милијардама евра -

Година	Гаранције	Ликвидност	Лоша актива	Укупно у мрд. евра	Укупно као % БДП
2008	3.097	85	9	3.456	27,7
2009	88	5	339	542	4,6
2010	55	67	78	384	3,1
2011	49	40	0	123	1
2008-2011	3.290	198	421	4.506	36,7

²⁷⁷ High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 October 2012, стр. 21.

²⁷⁸ Видети: Georges Siotis: EU Competition Policy in Times of Financial Crisis, у: *The Future of Retail Banking in Europe: Competition and regulatory challenges*, edited by Nicola Jentzsch and Christian Wey, European Credit Research Institute, No. 12, April 2010, стр. 4 - 10.

Извор: High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 October 2012., стр. 21.

Међутим, државна помоћ банкама имала је и негативних последица. Прво, порески обвезници сносили су терет губитака које су банке формирале недовољно пажљивом оценом ризика или ангажовањем у активностима које су биле шпекулативног карактера; посебно, уколико су бонуси менаџмента били везани за краткорочну профитабилност банака. На дужи рок, шпекулативне активности су доносиле губитке. Друго, државна помоћ је спречавала структурне промене у банкама, које нису морале да улазе у скупе процесе реорганизације у циљу повећања ефикасности. Најзад, државна помоћ била је оријентисана на мали број крупних банака, „сувише великих да би пропале“ (Too Big to Fail), што је омогућавало морални хазард у таквим банкама, односно ризично понашање, чије последице у облику губитака држава мора да покрије, ако жели да избегне општу кризу у банкарском сектору.

Осим државне помоћи, банке су добиле додатну ликвидност од националних банака и Европске централне банке, посебно после активирања кризе јавног дуга еврозоне. У две операције дугорочног рефинансирања (LTRO) везане за операције монетарне политике (крајем 2011. и почетком 2012. године), банке еврозоне добиле су од Европске централне банке инјекцију ликвидности од око 1.100 милијарди евра²⁷⁹.

Осим средстава добијених од држава и централних банака, банке Уније су мобилисале значајна средства из приватних извора ради обезбеђивања ликвидности, као и интерних ресурса у циљу докапитализације. На бази стрес тестова, које је спровела Европска банкарска

²⁷⁹ High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 October 2012, стр. 22.

агенција децембра 2011. године, било је потребно извршити докапитализацију 27 банака, у укупном износу од 76 милијарди евра, али су банке ангажовале у ту сврху износ од 94,4 милијарде евра²⁸⁰. Услов рекапитализације био је, као и при одобравању јавних средстава, да банке задрже преткризни ниво кредитирања реалног сектора и становништва и да не распродају активу ради обезбеђивања нових ликвидних средстава.

Посебан проблем представљало је могуће повлачења банака из пословања са новим државама чланицама Уније, посебно источно-европским, у којима стране банке имају доминантно учешће на банкарском тржишту. Да би се спречиле неповољне последице по реални сектор привреде и становништво ових земаља, усвојена је тзв. Бечка иницијатива, у којој су се стране банке обавезале да ће одржати преткризни ниво пласмана у овим земљама²⁸¹.

Криза је зауставила развој интеграције банкарског тржишта Уније. Ово тржиште показало је тенденцију сегментације, имајући у виду да су банке морале да се ослањају на локалне изворе ликвидности, да су националне државе санирале банке и да је генерално смањен обим прекограничног пословања банака²⁸². Такође је смањен обим кредитирања реалног сектора. Сектор предузећа окренуо се изворима финансирања на бази емитовања корпоративних обвезница и акција, тако да се може очекивати, уколико се тај тренд настави, промена структуре финансијског

²⁸⁰ High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 October 2012, стр. 28.

²⁸¹ De Haas, Ralph et al.: The Vienna Initiative and financial stability in emerging Europe, www.voxeu.org

²⁸² European Central Bank: *Financial Stability Review*, December 2012, Frankfurt am Main, стр. 121. European Commission: European Financial Stability and Integration Report, *Commission Staff Working Paper*, Brussels, 08.04.2011., SEC (2011.) 489, стр. 25.

тржишта Уније у правцу опадања учешћа банкарског финансирања, што би водило „оптималнијој алокацији ризика у кредитном посредовању“²⁸³.

С друге стране, криза је показала и недостатке институционалног оквира банкарског тржишта, односно недостатке регулаторног и надзорног механизма на тржишту. Слабост контроле адекватности капитала (недовољна процена ризика сувереног дуга, недостатак капитала у периодима кризе, неадекватна процена ликвидности) треба да отклони нова Директива о адекватности капитала (CRD 4. Пакет), односно тзв. Базел 3. Повећава се обим сопственог капитала које банке треба да поседују и укључује антицикличан слој у износу од 2,5%. Банке од системске важности морају до 2016. године да имају и додатни капитал за апсорпцију губитака у износу од 3,5%, а банке које имају велику изложеност према сувереном дугу треба да до 2016. године имају привремено повећање капитала од 3,5%. С обзиром на то да се у кризи показало недовољно активно управљање ликвидношћу, нова директива предвиђа да банке морају имати довољно ликвидне активе да удовоље одливу краткорочне ликвидности (стопа покрића ликвидности треба да буде имплементирана до 2015. године), односно да уведу одговарајуће рочно покриће дугорочних ликвидних обавеза са дугорочним изворима финансирања (стопа покрића ликвидности треба да буде уведена до 2018. године)²⁸⁴.

Нова директива о адекватности капитала доноси и правила о награђивању управа банака, ради спречавања праксе преузимања прекомерних ризика од стране менаџмента зарад реализације бонуса.

²⁸³ European Commission: European Financial Stability and Integration Report, *Commission Staff Working Paper*, Brussels, 08.04.2011, SEC (2011) 489, стр. 21.

²⁸⁴ High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 October 2012, стр. 66 - 73.

Политика награђивања управе везана је за дугорочно пословање банака, а варијабилни део награда је ограничен.

У процедури се налази и предлог Директиве о санацији и гашењу банака (Bank Recovery and Resolution Directive), којом треба да се осигура регуларност банкарских реорганизација и стечаја, ради избегавања да трошкове ових процедура сnose порески обвезници. Банке које су од системског значаја за тржиште Европске уније би требало да имају планове санације, а надзорни органи процедуре гашења банака. Неке од држава чланица Уније донеле су правила санације и гашења банака за своја национална тржишта. У процедури су и нова правила за осигурање депозита банака, као део облика заштите депонената од могућег стечаја банака. На основу директиве о гарантовању депозита (94/19ЕС), банке у Унији су покривене државном гаранцијом од 20.000 евра, а у току кризе, 2008. године, у циљу враћања поверења у банке, лимит је повећан на 100.000 евра. Предложена је хармонизација овог система, са основном идејом да се у случају стечаја банке не користе средства пореских обвезника за намиривање депонената, већ да саме банке финансирају фондове осигурања, сагласно ризичности свог пословања.

2.3.5. ТРЖИШТЕ ОСИГУРАЊА И ПРОФЕСИОНАЛНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА

Сегмент осигурања и професионалних, приватних пензијских фондова, по устаљеној пракси анализира се као један сегмент финансијског тржишта Европске уније. Разлози леже у специфичности основног циља обе активности, а то су заштита од специфичних ризика којима изложени појединци и економски субјекти, основе на којој се конституише пословање субјеката у овим областима, односно фидуцијерни карактер пословања, као и стратегија пласмана финансијске активе, која треба да обезбеди дугорочно

стабилан принос. У том контексту, приватни пензијски фондови део су активности осигурања, јер служе осигурању дохотка осигураника после престанка радне активности. Јавни пензијски фондови нису предмет анализе финансијског тржишта, по самом свом карактеру, али још више по чињеници да су они конституисани на принципу текућег финансирања, које им онемогућава усвајање дугорочне стратегије инвестирања.

Европска унија посебну пажњу посвећује овој области и због све већег броја старог становништва, које представља значајан терет за јавне фондове, односно за одрживост преовлађујућег система финансирања пензија на принципу текућег финансирања. У „Извештају о старењу 2009. године“ Европске комисије, на основу претпоставки о ниској стопи natalитета, расту животног века и сталног тока имиграције у Европску унију, наведене су пројекције да ће до 2060. године становништво Уније остати на истом нивоу, али да ће бити старије; структура становништва промениће се од четири радно способна становника (узраста 15 – 64 године) на сваку особу изнад 65 година, до само два према један²⁸⁵.

Унија посматрану област регулише кроз неколико основних директива: Директива о животном осигурању (2002/83/ЕС), која регулише пословање организацаја које се баве животним осигурањем, укључујући слободу прекограничног пословања и оснивања филијала; Директиве о неживотном осигурању: 73/239/ЕЕС, садржи одредбе о оснивању и пословању одговарајућих компанија, а 73/240/ЕЕС о укидању ограничења слободе оснивања и пословања на територији Уније („јединствен пасош“). Директива 2002/87/ЕС садржи одредбе о додатном надзору над финансијским конгломератима, чије пословање укључује и делатност осигурања. Директива 2002/83/ЕС (Солвентност 1) и Директива.

²⁸⁵ European Commission: *Dealing with the impact of an ageing population in the EU (2009 Ageing Report)*, Brussels, 29.4.2009, COM (2009) 180 final, стр. 3.

2009/138/ЕС (Солвентност 2), регулишу солвентност осигуравајућих компанија. Најзад, област професионалних (приватних) пензијских фондова регулисана је Директивом 2003/41/ЕС о активностима и надзору над институцијама за обезбеђивање професионалних пензија (IORP Directive).

За координацију надзора у области осигурања и приватних пензијских фондова у Европској унији надлежна је Управа за осигурање и професионалне пензије (European Insurance and Occupational Pensions Authority)²⁸⁶

Сходно карактеру ризика који се осигурава, област осигурања се дели на неживотно (осигурање имовине) и животно осигурање (осигурање лица). Деловање тржишта, као и регулаторни оквири, утичу на различит степен интеграције ових сегмената у јединствено финансијско тржиште, односно различит степен прекограничне пенетрације услуга осигурања. У области неживотног осигурања мањи је степен утицаја националних регулаторних органа, као и утицај културе, језика и традиције. Обрасци формирања пасиве ових облика институционалних инвеститора, као и степен диверзификације активе, показују степен утицаја националних фактора или фактора интеграције у јединствено финансијско тржиште Европске уније.

Према подацима Европске федерације осигурања и реосигурања²⁸⁷, тржиште осигурања Уније највеће је на свету (са учешћем од 36% у укупној глобалној суми премија). Степен пенетрације осигурања, односно учешће овог сектора у укупном БДП Уније, износило је 2011. године 7,6%. Око 5.500 осигуравајућих компанија послује на територији Уније; оне су прикупиле премија у износу од 1.074 милијарди евра – у томе је учешће животног

²⁸⁶ www.eiopa.europa.eu

²⁸⁷ Insurance Europe: *European Insurance - Key Facts*, Brussels, August 2012.

осигурања 59%, осигурања имовине 30% и здравственог осигурања 11%. Сектор осигурања је крајем 2011. године имао је пласмане од око 700 милијарди евра – од тога су улагања животног осигурања износила 80%. Структура пласмана била је следећа: обвезнице и финансијски инструменти са фиксним приносом – 41%, акције – 33%, кредити – 11%. Осигураницима су исплаћене 2011. године накнаде штете у износу од 615 милијарди евра у области животног осигурања, а 305 милијарди у неживотном осигурању (највише за осигурање моторних возила, затим здравствено и на крају осигурање имовине).

Користи финансијске интеграције у области осигурања су неспорне. Осигуравајућим компанијама интеграција омогућава:

- већу диверзификацију осигураних ризика;
- економију обима у пословању, посебно у прикупљању премија;
- ширу област креирања финансијске активе.

Корисницима осигурања интеграција доноси:

- већу конкуренцију и побољшање квалитета услуга, уз ниже цене;
- већи избор осигуравајућих компанија и разноврснијих производа.

Тржиште осигурања и приватних пензијских фондова постепено је стицало карактер јединственог тржишта у оквиру Европске уније, почев од првих директива, а посебно после директива из 90-тих година, које су либерализовале тржиште, увеле принцип хармонизације законодавства и контролу матичне земље. Ове директиве су садржавале одредбе о слободном

прекограничном пружању услуга осигурања, као и о слободи оснивања организационих јединица осигуравајућих компанија (зависних компанија, филијала и агенција) у другим државама чланицама. Уз прекограничне фузије осигуравајућих компанија, то су и основни облици интеграције овог сегмента јединственог финансијског тржишта Уније. Најважнији облик интеграције је управо фузија, пошто она доноси трансфер знања о локалном тржишту и преузима канале дистрибуције, чије је формирање изузетно скупо.

Индикатори интеграције и у овој области могу се посматрати као квалитативни и квантитативни. Квалитативни индикатори, односно деловање закона једне цене, ограничени су расположивошћу података и хетерогеношћу производа до нивоа који онемогућава њихово конструисање²⁸⁸. Стога се у анализи степена регионалне финансијске интеграције у Европској унији првенствено користе квантитативни подаци, и то обим тржишног учешћа иностраних осигуравајућих компанија на домаћем тржишту осигурања (на основу прикупљених премија).

У области неживотног осигурања, подаци за период 1993 – 1999. године, показују следеће трендове²⁸⁹:

- просек учешћа страних компанија у тржишној структури овог облика осигурања у земљама Уније износио је 1993. године 19,6%, а 1999. године 24,7%; пораст учешћа је резултат активности фузија (M & A) у 1990-

²⁸⁸ Bekmann R. et al.: *Financial integration within the European Union: Towards a single market for insurance*, 2002, <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/5280/> MPRA Paper No. 5280, November 2007, стр. 6.

²⁸⁹ Bekmann R. et al.: *Financial integration within the European Union: Towards a single market for insurance*, 2002, <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/5280/> MPRA Paper No. 5280, November 2007, стр. 8 – 10.

тим годинама, иако су оне биле првенствено реализоване на националним тржиштима;

- обим прикупљених премија кроз активности прекограничних филијала и агенција осигуравајућих компанија на крају посматраног периода (1999. године) износио је 1,43% од укупне суме;

- директно пружене прекограничне услуге осигурања су 1999. године износиле 1,9% укупног обима прикупљених премија.

На основу посматраних трендова, може се закључити да је у 1999. години у тржишној структури неживотног осигурања у Европској унији прекогранично пружање услуга било остварено са 32,94%.

У области животног осигурања, у периоду 1993 – 1999. године, остварен је следећи обим регионалне интеграције²⁹⁰:

- учешће страних осигуравајућих компанија у тржишној структури овог облика осигурања у земљама Уније износило је 1993. године 11,7%, а 1999. године 20,8%;

- кроз иностране филијале и агенције, 1991. године је уплаћено 0,98% од укупних премија, а 1999. године 0,22%;

- кроз директно пружање прекограничних услуга 1999. године је остварено 0,6% од укупних премија.

Према наведеним подацима, у области животног осигурања 1999. године, инострано учешће износило је 21,26% у укупној суми осигурања.

²⁹⁰ Bekmann R. et al.: *Financial integration within the European Union: Towards a single market for insurance*, 2002, <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/5280/> MPRA Paper No. 5280, November 2007, стр. 11 – 15.

Процеси интеграције у последњој деценији прошлог века показали су низ препрека, које су спречавале већу регионалну интеграцију. Те препреке проистицале су из природних околности интеграције (преференце корисника, језик, култура, традиција), као и оне које су условљене различитим националним политикама. Преглед препрека интеграцији показује наредна табела:

Табела 2.10. Препреке интеграцији осигурања у ЕУ

Препреке изазване јавним политикама	Природне препреке
<ul style="list-style-type: none"> - порески третман осигурања, - регулација и супервизија, укључив заштиту потрошача/ правило општег добра, - уговорно право, - правила маркетинга (продаја на даљину), - рачуноводствена правила 	<ul style="list-style-type: none"> - преференце потрошача („сав посао је локалан“), језик, култура, лојалност, - информационе асиметрије, правни систем и порески систем уопште, - конвенције, нпр. обнова уговора

Извор: Bekmann R. et al.: *Financial integration within the European Union: Towards a single market for insurance*, 2002,

<http://mpr.ub.uni-muenchen.de/5280/> MPRA Paper No. 5280, November 2007, стр. 17.

Европска комисија је 1997. године предложила мере за отклањање асиметричности информација у области осигурања²⁹¹, а Акциони план о финансијским услугама из 1999. године предвидео је отклањање препрека интеграцији осигурања, посебно у области пореза и различитих надзорних захтева у односу на пословање осигуравајућих компанија (захтеви у погледу маргине солвентности, различито одређење техничких премија, укидање ограничења у пласману средстава, и др.). Мере у области осигурања које је

²⁹¹ European Commission: COM (97) 309, *Financial Services: Enhancing Consumer Confidence*, 26.06.1997.

садржао Акциони план требало је да доведу до стварања јединственог тржишта осигурања „на велико“, отвореног и сигурног тржишта осигурања „на мало“ и побољшања пруденционе регулативе у овој области²⁹².

Мере Акционог плана су повећале конкуренцију на регионалном тржишту осигурања, са следственом консолидацијом и концентрацијом на јединственом тржишту осигурања Уније. Консолидацији су допринели захтеви за повећањем регулаторног капитала осигуравајућих компанија у односу на идентификоване ризике пословања (маргина солвентности), који су произашли из Директиве о солвентности 1 (важи до краја 2013. године) и Директиве о солвентности 2 (Solvency 2), која ће важити убудуће.

Консолидација је довела до велике концентрације на тржишту осигурања. Стопа концентрације у неживотном осигурању (CR-10), односно учешће 10 највећих компанија за осигурање на тржишту, порасла је са 48% 1992. на 61% 2006. године, а у животном осигурању са 59% на 74%²⁹³. Главни разлози концентрације су фузије, као и формирање финансијских конгломерата, који у свом саставу имају секторе банкарства и осигурања (тзв. Bankassurance). Још нису формиране паневропске осигуравајуће компаније, тако да се не може говорити о процесу концентрације на нивоу јединственог тржишта осигурања. Због тога, „упркос јаком тренду консолидације и на тржишту неживотног и тржишту животног осигурање, тржиште остаје веома фрагментисано када се посматра из европске перспективе“²⁹⁴. Посебан проблем је стопа интеграције у области прекограничне продаје производа

²⁹² CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, London, March 2009, стр. 117.

²⁹³ CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, London, March 2009, стр. 142.

²⁹⁴ CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, London, March 2009, стр. 143.

осигурања која је, иако је виша него у периоду 1993 – 1999. године, још увек у већини земаља Европске уније на ниском нивоу : она данас износи између 1% и 2% прикупљене премије. Такође је низак обим продаје производа осигурања преко филијала и агенција иностраних компанија, који је 2008. године износио 4%, а 2009. године 7% укупних премија²⁹⁵.

Финансијска криза од 2007. до 2010. године погодила је и осигурање, али се оно веома брзо опоравило; већ 2010. године постигнут је преткризни ниво уписаних премија, као и профитабилност осигуравајућих компанија²⁹⁶. Запажа се и већи обим инвестирања у сигурније хартије од вредности. Већа резистентност на кризу од других облика финансијске интермедијације (банака), објашњава се специфичним обележјима сектора осигурања, као што су: конзервативне инвестиционе стратегије, захтеви регулативе у погледу диверзификације активе, ограничење инвестирања у алтернативне механизме, као и висок ниво захтеване капитализације²⁹⁷. Брз опоравак сектора вођен је порастом тражње за осигурањем, што је и разумљиво у периоду кризе и повећаних ризика. Поред тога, сектор осигурања је мање подложен активирању системског ризика, с обзиром на то да нема потенцијал кредитне мултипликације, као банке, мада је веза осигуравајућих компанија са банкама и губици који могу настати по основу инвестирања у банке, потенцијални извор поремећаја на тржишту осигурања²⁹⁸.

Тржиште професионалних и приватних пензијских фондова у Европској унији је релативно неразвијено, с обзиром на његово скорије конституисање, а стога и његова регионална интегрисаност. Настојање да се

²⁹⁵ European Commission: *European Financial Stability and Integration Report* 2011, стр. 32.

²⁹⁶ CEA Statistics: *European Insurance in Figures*, Brussels, 2011, стр. 28.

²⁹⁷ European Commission: *European Financial Stability and Integration Report* 2011, стр. 29.

²⁹⁸ European Commission: *European Financial Stability and Integration Report* 2011, стр. 31.

реше проблеми старог становништва и трансформација пензијских система у правцу смањења улоге државе у обезбеђивању пензијског осигурања, а стога и притиска на јавне фондове, довело је до конституисања професионалних пензијских фондова, заснованих на принципу капитализације, односно формирање дохотка за пензије кроз инвестирање прикупљених доприноса на финансијском тржишту. Ове фондове најчешће оснивају послодавци, који обезбеђују и део доприноса, док други део ушлаћују радници, али их организују и осигуравајуће компаније и банке. Фондови могу бити организовани као фондови са утврђеним доприносом, у којима обим пензија зависи од инвестиционе активности фонда, а ризик сноси запослени и фондови са утврђеном исплатом, у коме је износ пензије фиксан, а ризик инвестирања сноси фонд. Капиталски фондови чине тзв. „2. стуб“ пензијског система („1. стуб“ је државни пензијски систем, а „3. стуб“ је индивидуална штедња за пензију запослених). Неке земље Уније су у великој мери реформисале своје пензијске системе у правцу преовладавања „2. стуба“ у пензијском систему (на пример, Велика Британија и Холандија), а већина држава чланица Уније одређује обавезно чланство запослених у једном од капиталских пензијских фондова²⁹⁹.

Капиталски пензијски фондови следе дугорочну инвестициону стратегију, с обзиром на рокове исплате пензија, стратегију упаривања пасиве и активе, да би се избегао ризик ликвидности и стратегију диверзификације у циљу обезбеђивања стабилног пензијског дохотка. Стога је природно да њихов инвестициони хоризонт обухвата регионални ниво. Међути, крајем јуна 2008. године, било је само 70 случајева прекограничног оснивања пензијских фондова, са 9 матичних држава и 21 државом

²⁹⁹ European Commission: *The 2012 Ageing Report - Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060)*, European Economy, 2/12, Brussels, 2012, стр. 107.

дестинације у оквиру Уније³⁰⁰ . До средине 2012. године број држава дестинације повећао се на 22, а број фондова на 84³⁰¹.

Релативно мали број прекограничних пензијских фондова објашњава се разликама у радном и социјалном законодавству, незрелошћу тржишта и непостојањем пореских олакшица за пословање фондова у неким земљама чланицама Уније (и поред мишљења Европског суда правде да је противно циљевима интеграције уколико државе чланице не пруже пореске олакшице овом облику инвестирања)³⁰². Посебан проблем представљала је пракса одређивање структуре портфолија осигуравајућих компанија од стране државе, односно прописивање до ког обима оне могу инвестирати у одређене хартије од вредности на тржишту. То је ограничавало ефикасно управљање портфолиом и стицање вишег приноса. На пример, немачки прописи су одређивали следеће пропорције улагања осигуравајуће компаније: максимум 30% у акције емитената Уније, 25% у реалну активу, 6% у акције емитената ван Уније, 6% у обвезнице емитената ван Уније, 20% у инострану активу, 10% по слободном избору³⁰³.

Наведена ограничења условила су веома мали обим интернационализације портфолија, тако да је само у неколико земаља (Холандија, Шведска и Велика Британија) обим иностране активе у

³⁰⁰ European Commission: *On some key aspects concerning Directive 2003/41/EC on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision (IORP Directive)*, Brussels, 30.4.2009, COM (2009) 203 final, стр. 2.

³⁰¹ EIOPA: *2012 Report on Market Developments*, EIOPA_OPC_12/046, 25 July 2012, стр. 7.

³⁰² CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, London, March 2009, стр. 149.

³⁰³ CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, London, March 2009, стр. 150. На истом месту видети примере ограничења и у пракси других држава.

портфолијима осигуравајућих компанија био већи од 10 % (у Великој Британији, 30%)³⁰⁴.

Пад цене финансијске активе већ у првој години финансијске кризе, 2008. године, смањило је вредност капиталских пензијских фондова у Европској унији за 20%³⁰⁵. Да би се неутралисали ефекти кризе, фондови мењају структуру портфолија улагањем у мање ризичне финансијске инструменте, а оснивачи фондова се оријентишу на фондове са дефинисаном уплатом, како би се смањило ризичан профил фондова, а повећао ризик инвеститора.

2.3.6. ТРЖИШНА ИНФРАСТРУКТУРА

Инфраструктура тржишта капитала, осим регулаторног оквира, доприноси развоју тржишних процеса усмерених на интеграцију финансијског тржишта Европске уније. Она обухвата:

- скуп институција које усмеравају активност учесника на тржишту капитала, као што су берзе, шалтерско тржиште (ОТС), централни регистри хартија од вредности, клириншке куће и др.;
- скуп процедура које уобличавају комплексне операције на тржишту, као што су рејтинг агенције, фондови ризичног капитала (Hedge Funds), инвестициони фондови и др.

Најзначајнији акти којима се регулише ова област су Директива о тржишту финансијских инструмената (2003/39/ЕС), која је у процедури

³⁰⁴ CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, London, March 2009, стр. 151.

³⁰⁵ European Commission: *Green Paper - towards adequate, sustainable and safe European pension systems*, SEC (2010) 830, Brussels, 7.7.2010, COM (2010) 365 final, 2010, стр. 7.

ревидирања и промене³⁰⁶, Директива о коначности салдирања у системима плаћања и салдирања хартија од вредности (98/26/ЕС), Директива о колатералу (2002/47/ЕС), као и Директива о инвестиционом фондovima (2009/65/ЕС) (у терминологији регулативе Европске уније, инвестициони фондови имају назив: предузећа за колективно инвестирање у преносиве хартије од вредности, UCITS).

2.3.6.1. Облици тржишта

Директива о тржишту финансијских инструмената (MFID) дефинисала је три облика тржишта:

- регулисано тржиште је синоним за берзу и дефинише се као институција која доводи у везу учеснике на тржишту и олакшава трговину регулисаним финансијским инструментима, прописујући сопствена правила трговине на трајан начин. Према томе, регулисано тржиште је и саморегулишућа институција;
- мултилатерални трговачки механизам (MTF), односно технолошке трговачке платформе, које омогућавају повезивање понуде и тражње за финансијским инструментима;
- „систематски интернализатори“, односно инвестиционе банке, које за свој рачун извршавају налоге клијената изван регулисаног тржишта или МФ и оне су синоним за ванберзанско или ОТЦ тржиште;

Европска унија дужна је да објављује списак берзи; према листи из априла 2013. године, на јединственом тржишту Уније пословале су 94

³⁰⁶ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (Recast), Brussels, 20.10.2011, COM (2011) 656 final, 2011/0298 (COD).*

берзе³⁰⁷, са 5.912 акција које су листиране на њима³⁰⁸. Крајем 2012. године, на тржишту капитала Европске уније регистровано је 13 инвестиционих банака и 151 МТФ³⁰⁹.

Према одредбама наведене Директиве, фирме које пружају инвестиционе услуге (комерцијалне банке, инвестиционе банке, брокери, дилери и др), односно овлашћени учесници на тржишту из других држава чланица, могу без ограничења („јединствени пасош“) извршавати налоге клијената, пословати за свој рачун, бити члан берзе или трговати на регулисаним тржиштима других држава чланица. Овај приступ иностраном тржишту остварује се на два начина: прво, непосредно, оснивањем филијале у другој чланици и друго, „чланством на даљину“ (Remote membership), уколико правила пословања стране берзе допуштају трговину без физичког присуства (члан 33. Директиве). Такође, сваки овлашћени учесник у трговини има право на једнак приступ механизмима за клиринг и салдирање на тржишту других држава чланица (члан 34. Директиве). Сваки финансијски инструмент може бити предмет трговине на сваком организованом тржишту, чак и против воље емитента (члан 40. Директиве). Најзад, Директива уводи правило најбољег извршења, којим се овлашћени

307

http://mifidatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=23&language=0&pageName=REGULATE_D_MARKETS_Display&subsection_id=0

308

http://mifidatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=14&language=0&pageName=MIFIDLiquidSearch&subsection_id=0

309

http://mifidatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=16&language=0&pageName=MIFIDSystematicSearch&subsection_id=0

http://mifidatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=22&language=0&pageName=MTF_Display&subsection_id=0&action=Go&ds=22&ms=4&ys=2013&mic_code=MIC%20Code&full_name=Name&cpag_e=1

учесници на тржишту обавезују да извршавају налог на тржишту које је најповољније за клијента, укључив и прекогранично (члан 21. Директиве).

Наведени чланови Директиве представљају основ за преко-граничну трговину, односно дају интеграциони оквир јединственог тржишта капитала Уније. Укидајући баријере уласка на тржиште (укључив и правило концентрације), Директива је отворила процес креирања нових и консолидације постојећих тржишних облика. Овај процес стимулисан је и развитком комуникационе технологије и нових финансијских инструмената (на пример, трговина индексним фондовима) и процедура (као што је алгоритамска трговина), као и процеси власничке трансформације берзи – од првенствено државних непрофитних установа, кроз процес демутуализације, берзе су постале корпорације, које су окренуте стварању профита.

Процеси интеграције берзи на тржишту капитала Европске уније интензивирани су после доношења Директиве. Нордијске и балтичке берзе завршиле су процес интеграције 2007. године, формирајући групу OMX, коју је исте године преузела америчка берза NASDAQ³¹⁰. Берзе у Паризу, Амстердаму и Бриселу су 2000. године формирале Euronext, са којим су се интегрисале и берзе у Лисабону и LIFFE из Лондона, а 2007. године ову групу је преузела њујоршка берза - NYSE³¹¹ (Америчка берза Intercontinental Exchange из Атланте је преузела NYSE крајем децембра 2012. године)³¹². Лондонска берза интегрисала је Италијанску берзу 2007. године³¹³.

³¹⁰ http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us/

³¹¹ <http://www.nyx.com/en/who-we-are/company-overview>

³¹² <http://files.shareholder.com/downloads/ICE/2437273370x0x622761/4b3124aa-096c-481a-b00d-d86804773cd0/PR%20Final.pdf>

³¹³ <http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/company-overview.htm>

Процеси консолидације створили су крупне паневропске берзе, које смањују фрагментацију тржишта, односно, привлачењем налога инвеститора са простора јединственог финансијског тржишта Уније, интегришу тржиште капитала.

Мултилатералне трговачке платформе (MTF) су нови облици тржишта, настале под утицајем регулаторних реформи и технологије. Оне у односу на регулисана тржишта имају различиту тржишну праксу, која се креће од листирања само оних акција које се присутне и на регулисаним тржиштима, до сопствених система листирања. Неке од њих су специјализоване за акције малих и средњих предузећа, а друге су отворене за трговину на читавом простору Европске уније. Највећи број ових платформи је у Великој Британији – 76, од укупно 151, а на другом месту је Немачака са 14 платформи.

Инвестиционе банке (систематски интернализатори) на тржишту послују и преко оснивања МФ, као што је *Turquoise*, који је основало више европских инвестиционих банака.

Капитализација берзи Европске уније, односно тржишна вредност свих акција које су листиране на берзама, износила је фебруара 2013. године, према подацима Еуростата, 8.297,09 милијарди евра (а у САД 16.261.14 милијарди евра)³¹⁴.

Подаци за период 2006 – 2009. године о броју прекограничних учесника на трговачким платформама и о вредности прекограничних трансакција на њима, који говоре о обиму интеграције у трговини акцијама, дати су у табели 2.11.

³¹⁴ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teimf090&plugin=0>

Табела 2.11. Преко-гранично чланство и трговина на трговачким платформама

	2006	2008	2009
Број чланова	35%	39%	39%
Вредност трансакција	24%	29%	21%

Извор: European Commission: *European Financial Stability and Integration Report*, May 2001, стр. 36.

Према подацима из Извештаја о ценама, трошковима и обиму услуга трговине и посттрговине у Европској унији (Охера извештај)³¹⁵, између 2006. и 2009. године број прекограничних чланова трговачких платформи у неким државама чланицама Уније порастао је између 13% и 31%, док је у Грчкој и Луксембургу порастао за 80%, односно 115%.

Конкуренција тржишних облика и процеси консолидације повећали су ефикасност трговине. Она се изражава у два основна параметара: (1) смањења трошкова трговине, и (2) повећања ликвидности тржишта, које се изражава кроз смањења брокерског спреда између тражње и понуде капитала на тржишту и повећање брзине извршавања трансакција. Трошкови су посебно смањени за трансакције крупних инвеститора који примењују тзв. алгоритамски начин трговине, односно компјутерску трговину³¹⁶. Када је реч о брзини извршавања налога клијената на берзи,

³¹⁵ Oxera Consulting: *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, May 2011, стр. viii.

http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2011_oxera_study_en.pdf

³¹⁶ CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, Brussels, March 2009, стр. 205 – 207.

Лондонска берза је увела аутоматско упаривање налога, које се обавља у 20 милисекунди, што је 20 пута брже од трептаја људског ока³¹⁷.

2.3.6.2. Клиринг и салдирање

2.3.6.2.1. Клиринг и салдирање акција

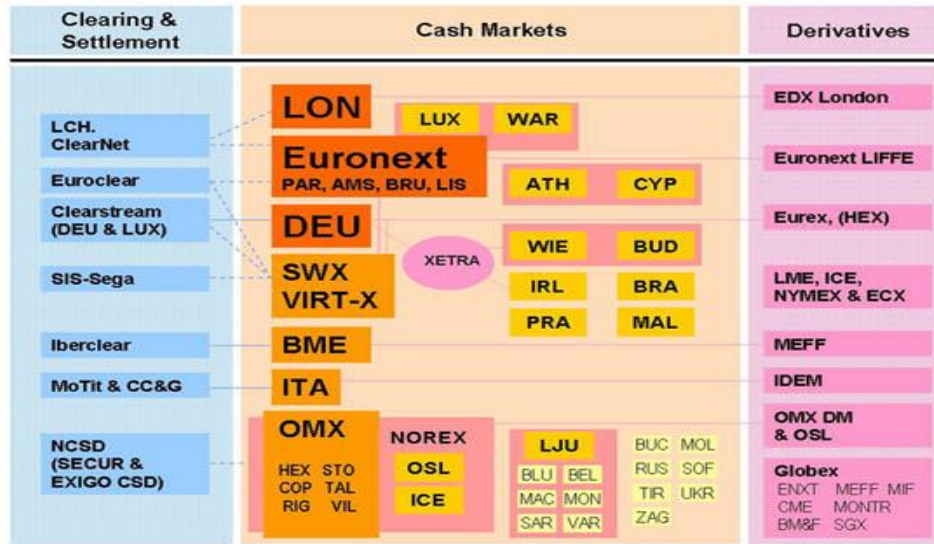
Трговина акцијама се не завршава на берзи и другим облицима тржишта. У циклусу клиринга и салдирања извршавају се обавезе преузете уговорима о трговини, које учесници у трговини закључују на тржишту. Основне институције клиринга и салдирања су:

- централни регистри (депозитари) хартија од вредности, који воде рачуне хартија од вредности свих емитената у дематеријализованом облику;
- клириншке куће (централни контрапартнери) које врше обрачун трансакција;
- кастоди банке, које воде рачуне хартија од вредности у име и за рачун клијената и
- комерцијалне банке, које воде новчане рачуне инвеститора.

Следећа табела илуструје мрежу тржишта и институција за клиринг и салдирање на тржишту капитала Европске уније.

³¹⁷ Васиљевић, Бранко: *Основи финансијског тржишта*, 6. издање, Завет, Београд, 2009, стр. 230.

Табела 2.12. Тржишта, клиринг и салдирање у Европској унији



Превод текста: *Clearing & Settlement: Клиринг и салдирање*

Cash Markets: Берзе акција

Derivatives: Деривати

Извор: Federation of European Stock Exchanges: *Annual Report 2002*, стр. 2.

Институције које обављају клиринг, салдирање и регистравање хартија од вредности, међусобно се повезују, што олакшава трансфер акција инвеститорима из прекограничне трговине и интеграцију тржишта капитала Европске уније. Оне успостављају „линкове“, односно међусобне обавезе да акције регистроване у једном централном регистру („емитентов централни регистар“) буду расположиве у књигама другог централног регистра („инвеститоров централни регистар“), што овом другом омогућава да пружа услуге везане за те „иностране“ акције својим сопственим клијентима.

Област клиринга и салдирања, међутим, није адекватно интегрисана у јединствено тржиште капитала. То има за последицу недовољну ефикасност тржишта и више трошкове трговине. Ови трошкови су:

- директни, у облику виших провизије за услуге прекограничног клиринга и салдирања;
- индиректни, изражени у већим трошковима прераде информација;
- опортунитетни, који се односе на неефикасну употребу колатерала или неостварене трговине³¹⁸.

У тражењу решења за отклањање препрека клирингу и салдирању, у оквиру Уније формирана је радна група - Ђованинијева група (Giovannini Group), која је у свом првом извештају³¹⁹ идентификовала ограничења интеграцији тржишта у овом сегменту, а у другом извештају³²⁰ предложила мере за њихово отклањање.

Препреке које је требало отклонити ради ефикасније интеграције посттрговинског сегмента – клиринга и салдирања – на нивоу јединственог тржишта Уније („Ђованинијеве препреке“) анализирани су у првом извештају. Оне су сврстане у три групе:

- националне разлике у техничким захтевима и тржишној пракси – 10 препрека (најважније су: различити системи информатичке технологије, разлике у директном приступу клирингу и салдирању од

³¹⁸ The Giovannini Group: *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Brussels, November 2001, стр. 36.

³¹⁹ The Giovannini Group: *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Brussels, November 2001.

³²⁰ The Giovannini Group: *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Brussels, April 2003.

стране иностраних учесника, различита дужина циклуса клиринга и салдирања и др.);

- националне разлике у пореском третману клиринга и салдирања – 2 препреке (порези на трансакције, порези по добитку);
- препреке везане за правну сигурност – 3 препреке (односе се, пре свега, на одсуство европског оквира за третирање интереса везаних за хартије од вредности и различите националне дефиниције колатерала).

Други извештај даје предлог мера, које треба да буду предузете од стране држава, професионалних удружења и органа Уније, како би наведене баријере биле замењене скупом техничких стандарда, тржишних конвенција, правила, уредаба и директива и на тај начин била омогућена даља интеграција тржишта. Ради отклањања прве групе баријера, професионална удружења институција које обављају трговину, клиринг и салдирање акција (Федерација европских берзи – FESE, Европско удружење централних контра-партнера – EACH и Европско удружење централних регистара хартија од вредности – ECSDA), закључиле су новембра 2006. године Кодекс понашања за клиринг и салдирање³²¹. Кодекс је допринос интеграцији тржишта, пошто омогућава инвеститорима несметан приступ пружаоцима финансијских услуга у било којој држави чланици Уније у свим сегментима тржишног циклуса (трговина, клиринг, салдирање), „чинећи сувишним концепт преко-граничности између држава чланица Европске уније“³²². Он је добровољно прихваћена обавеза тржишних учесника да обезбеде интегрисано тржиште за клиринг и салдирање акција.

³²¹

http://www.fese.eu/_lib/files/European_Code_of_Conduct_for_Clearing_and_Settlement.pdf

³²² FESE, EACH, ECSDA: *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*, 7 November 2006, стр. 1.

Конкуренција на тржишту довела је до консолидације постојећих централних контрапартнера, односно клириншких кућа и до формирања нових, које су пратиле формирање нових берзи и ЕТФ; у Европској унији данас постоје 23 клириншке куће³²³. Такође, послове регистравања емисија и њиховог преноса обавља и 29 централних регистара хартија од вредности³²⁴.

Ефикасније функционисање прекограничног клиринга омогућено је и имплементацијом Директиве о финансијском колатералу (2002/47/ЕС и 2009/44/ЕС), која је хармонизовала правила коришћења колатерала. То је довело до раста колатерала у прекограничној трговини, са 12% у 1999. години на 35% у 2003. и скоро 50% у 2005. години³²⁵.

Подаци о прекограничном чланству и учешћу у укупним трансакцијама на трговачким платформама показују следеће величине:

Табела 2.13. *Прекогранично чланство и учешће у посттрговачким операцијама*

	2006	2008	2009
Централни контрапартнери			
По броју чланова	30%	32%	37%
По броју трансакција клиринга акција	15%	20%	48%
Централни регистри			
Број чланова	2%	3%	3%

³²³ <http://www.eachorg.com/each/cm/members.htm>

³²⁴ <http://www.ecsda.eu/site/183.html>

³²⁵ CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, Brussels, March 2009, стр. 216. Видети и графикон у тексту на истој страници те публикације.

Вредност хартија од вредности у поседу	12%	14%	15%
--	-----	-----	-----

Извор: European Commission: *European Financial Stability and Integration Report*, May 2001, стр. 36.

2.3.6.2.2. Клиринг и салдирање деривата

Посебна област клиринга и салдирања су дериватни уговори. Ови уговори, или скраћено: деривати (енгл. Derivatives) су посебан облик финансијских инструмената за редистрибуцију ризика, чија се вредност изводи (деривира) из вредности финансијске активе која која је референтна за њихово формирање (основна актива). Редистрибуција ризика значи да се један од учесника у дериватном уговору осигурава од неког ризика (енгл. Hedging), а други прихвата ризик (инвестира или спекулише); зависно од успешности предвиђања кретања тржишта основне активе, један од учесника остварује зараду. Према основној активи из које су изведени, деривати се деле на девизне деривате, деривате каматних стопа, деривате акција, као и на робне и кредитне деривате. Према типу инструмента, деривати се деле на форварде (енгл. Forward Contracts), фјучерсе (енгл. Futures), опције (енгл. Options) и свопове (енгл. Swaps).

Осим редистрибуције ризика, важна функција деривата јесте откривање цена: они изражавају очекивања тржишта у погледу будућег кретања цена основне активе. Такође, они изражавају и очекивања тржишта у погледу банкротства тржишних учесника или држава (своп кредитног ризика – Credit Default Swap, CDS) и на тај начин одређују цену ризика за активу којом се недовољно тргује.

Дериватима се тргује на регулисаним тржиштима - берзама деривата, уколико су њихова обележја стандардизована (условна вредност активе, рок доспећа), што се нарочито односи на фјучерсе и опције, као и на ОТЦ тржишту, уколико су резултат посебних уговора двеју страна,

прилагођених њиховим потребама. Посебну улогу у регулисаној трговини деривата имају клириншке институције, које замењују контрапартнере у трговини, пружајући њихову улогу у извршавању уговора и на тај начин гарантујући сигурност извршења³²⁶.

Највећи обим трговине на овом сегменту финансијског тржишта се данас реализује на ОТС тржишту, односно у билатералним односима два партнера (око 85% укупне трговине)³²⁷.

Тржиште деривата је високо интернационализовано (оно је на светском финансијском тржишту најразвијенији сегмент; вредност основне активе је почетком 2008. године достигла износ од близу 700.000 милијарди долара)³²⁸, односно на њему тргују учесници различитог географског порекла, као што је случај и са учесницима из Европске уније. Међутим, по самој природи, ОТС тржиште није регулисано, нити се у извршење уговора укључују клириншке куће, а учесници нису обавезни да податке о трговини саопштавају регулаторним органима и специјализованим фирмама (ко су учесници, период извршења, основна актива, вредности уговора). Стога постоји мало података о учешћу субјеката Европске уније у трговини дериватима (било финансијских институција, било компанија које у оквиру своје трговачке праксе користе деривате као средство осигурања од ризика).

³²⁶ О структури тржишта деривата Европске уније – тржиштима, производима, институцијама извршења, потврде и клиринга, видети: European Commission: Commission Staff Working Paper *Accompanying the Commission Communication: Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, Brussels, 3.7.2009 SEC(2009) 905 final, табела 2.

³²⁷ European Commission: Commission Staff Working Paper: *Impact Assessment Accompanying Document to the proposal for a Regulation of the European on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*, Brussels, SEC (2010) 1058/2, стр. 12.

³²⁸ European Commission: *Commission Staff Working Paper Accompanying the Commission Communication: Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, Brussels, 3.7.2009 SEC(2009) 905 final, стр.9.

У највећим сегментима тржишта, дериватима каматне стопе, и девизним дериватима, учешће европских субјеката је 63%, односно 54%³²⁹.

Финансијска нестабилност показала је да деривати могу играти значајну улогу у ширењу кризе, због нетранспарентности тржишта, високе концентрације активности на мали број тржишних субјеката, повезаности тржишних субјеката и недостатка регулације на ОTC тржишту. Стога је у Европској унији донета посебна уредба, тзв. ЕМИР уредба (European Markets Infrastructure Regulation)³³⁰, на основу које ће се трансакције на ОTC тржишту деривата обавезно салдирати у оквиру клириншких кућа, а учесници имати обавезу извештавања о трансакцијама посебним институцијама – регистраторима трговине (Trade Repositories). Од обавезе извештавања изузети су учесници у дериватним уговорима који служе осигурању комерцијалних трансакција, односно нису усмерени на спекулативне операције. Уредба регулише да дозволу за оснивање клириншке куће даје матична држава и да она важи на целој територији Уније („јединствен пасош“). Клириншка кућа мора да прихвати салдирање сваког уговора, без обзира на то с које берзе долази, а берза је дужна да свакој клириншкој кући омогући да салдира уговоре који се на њој закључују. Одредбама Уредбе створена је основа за прекогранично салдирање дериватних уговора, односно за даљу интеграцију овог сегмента тржишта.

2.3.6.3. Инвестициони фондови

Инвестициони фондови су институције колективног инвестирања, које омогућавају диверзификацију ризика за индивидуалне инвеститоре

³²⁹ European Commission: Commission Staff Working Paper: *Impact Assessment Accompanying Document to the proposal for a Regulation of the European on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*, Brussels, SEC (2010) 1058/2, стр. 12.

³³⁰ Regulation (EU) No 648/2012 of the European parliament and the Council of 4 July 2012, on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, *Official Journal of the European Union*, 27.7.2012, L 201/1. Уредба је ступила на снагу 16. августа 2012. године.

конституисањем портфолија финансијских инструмената. Посебан облик инвестиционих фондова - отворени инвестициони фондови - нарочито је значајан за финансијску интеграцију, с обзиром на једноставнији начин прикупљања улагања емитовањем специфичних финансијских инструмената - инвестиционих јединица, као и на једноставнију процедуру регистрације.

У септембру 2011. године, број отворених инвестиционих фондова (у терминологији тржишта Уније - UCITS) достигао је број од 35.517, од чега је највећи број регистрован у Луксембургу (26,9%), Француској (22,2%), Ирској (8,7%) и Шпанији (7,1%). Финансијска актива којом управљају отворени инвестициони фондови порасла је са 3.403 милијарди евра у 2001. Години, на 5.889 милијарди евра у 2010. години и брже је расла од активе банака и тржишта капитала у целини, највише због потреба обезбеђења дугорочног пензијског осигурања. Око 80% активе под управом је фондова регистрованих у Луксембургу (32,4%), Француској (20,6%), Ирској (14,4%) и Великој Британији (11,5%). Пошто је пракса да се за чување активе ангажује кастоди банка (депозитар) из државе у којој је регистрован фонд или управљачка компанија која њиме управља, највећи обим депоноване активе фондова је управо у овим земљама и достиже износ од око 5.3 хиљаде милијарди евра³³¹. Домицил кастоди банке не значи да она није у власништву иностраних субјеката - ова област пословања налази се под доминацијом неколико крупних светских кастоди банака (State Street, BNY Mellon, Citi, JP Morgan, а од европских - BNP Paribas, HSBC) које или послују преко филијала у државама чланицама Европске уније (52 филијале) или преко субагената (228)³³². Када је реч о управљачким компанијама, од њих

³³¹ European Commission: *Impact Assessment accompanying the Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC*, Brussels, XXX SWD (2012) 185, стр. 10.

³³² European Commission: *Impact Assessment accompanying the Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC*, Brussels, XXX SWD (2012) 185, стр. 12 - 13.

1.575, само је 167 тражило дозволу да управља прекограничним портфолијима³³³

У активи отворених инвестиционих фондова, становништво учествује директно са 28%, док је остатак у власништву осигуравајућих компанија и пензијских фондова, који прикупљена средства становништва улажу у овај облик портфолио диверзификације. Процењује се да 22,5 милиона домаћинстава у Европској унији (10%) има улог у инвестиционим фондовима³³⁴.

Отворене инвестиционе фондове (затворени инвестициони фондови и приватни фондови се третирају као акционарска друштва) у Европској унији регулише скуп директива, од којих је већ прва УСИТ директива (85/611/ЕС) омогућила јединствен пасош за оснивање и пружање услуга ових фондова на јединственом тржишту Уније, на основу једноставног обавештавања земље пријема. У 2001. години донете су две директиве - о управљачким компанијама (2001/107/ЕС) и о активи фондова (2001/108/ЕС), које су усвојиле принцип јединственог пасоша и за управљачке компаније фондова.

Чињеница да је највећи број фондова домицилиран у неколико земаља, говори о њиховој интеграционој улози на јединственом тржишту капитала. Око 17% фондова продаје своје производе прекогранично и то у најмање три земље Уније (бројни фондови су номинално прекогранични - регистровани су у другој земљи, а производе продају у земљи из које су њихови власници). И поред растућег обима прекограничне продаје

³³³ European Commission: *White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds*, Brussels, 15.11.2006, SEC (2006) 1451, стр. 75.

³³⁴ European Commission: *Impact Assessment accompanying the Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC*, Brussels, XXX SWD (2012) 185, стр. 11.

производа, низак је ниво консолидације, односно интеграције фондова из више држава чланица. У периоду 2002 – 2005. било је око 650 домаћих интеграција фондова и само 30 прекограничних фузија³³⁵.

Прекогранична структура портфолија инвестиционих фондова је анализирана раније, на примеру фондова са паневропском стратегијом улагања у портфолио акција или обвезница и указала је на растућу интеграцију тржишта у овој области.

Ради унапређења регулативе у области инвестиционих фондова, донета је нова директива (2009/65/ЕС)³³⁶, која је хармонизовала услове конкуренција у овој области на јединственом тржишту, олакшање слободног пословања фондова на јединственом тржишту и ефикаснију заштиту власника инвестиционих јединица. Она је консолидовала и правила за регистровање, надзор, структуру и активности инвестиционих фондова, као и информације које су они дужни да публикују ради смањивања асиметричности информација на тржишту.

2.3.6.4. Рејтинг агенције

Финансијска криза, најпре на тржишту хипотекарних обвезница (од 2007.) а затим и на тржишту сувереног дуга еврозоне (од 2010.), поставила је питање деловања рејтинг агенција на финансијском тржишту Уније.

³³⁵ European Commission: *White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds*, Brussels, 15.11.2006, SEC (2006) 1451, стр. 11.

³³⁶ Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (recast), *Official Journal of the European Union* 17.11.2009, 2 L 302/3.

Рејтинговање је процес анализе кредитне способности емитената финансијских инструмената, односно кредитног ризика улагања у те финансијске инструменте и саопштавања сажете оцене о томе (рејтинг, ранг). Оцена се саопштава у словном изразу, који се креће од ААА (највиши) до Д (најнижи рејтинг). Финансијски инструменти који носе ранг од ААА до БББ се третирају као инвестиционо прихватљиви; ранг од БББ до Д добијају спекулативни финансијски инструменти. Рејтинговање плаћају емитенти финансијских инструмената, с обзиром на то да рејтинг подиже њихову кредибилност на финансијском тржишту.

Рејтинг користе инвеститори као путоказ за улагања, будући да многи инвеститори немају довољно капацитета за обављање кредитне анализе или конструисање интерног рејтинга. За емитенте, рејтинг је индикација цене коју морају да плате за прибављање капитала на финансијском тржишту (нижи рејтинг значи више каматне стопе). С друге стране, екстерни рејтинг је саставни део процедуре које надзорни органи спроводе у пруденционој контроли кредитних и других институција на финансијском тржишту, посебно при израчунавања адекватности капитала банака.

Овај процес обављају специјализоване рејтинг агенције (Credit Rating Agencies – CRA); тржиште је високо интернационализовано и налази се у режиму монополистичке конкуренције: њиме владају (са 95% учешћа) три америчке агенције: Standard and Poor`s, Moody`s Investor Services and Fitch Rating³³⁷. Ова чињеница, као и то што је методологија рејтинговања, коју користе рејтинг агенције нетранспарентна, угрожавала је интегритет финансијског тржишта у Европској унији.

³³⁷ European Commission: *Impact Assessment Accompanying the document: Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies and a Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC*, Brussels, XXX, SEC (2011) 354, стр. 7.

Рејтинг агенције које нису на време упозоравале тржиште и регулаторне органе о кумулисању ризика на тржишту, биле су подложне конфликту интереса, јер су истим клијентима помагале у „паковању“ сложенијих хипотекарних обвезница (тзв. структурни производи). Затим су и давале рејтинг тим обвезницама, нагло снижавале рејтинге појединих емитената, посебно на тржишту сувереног дуга, што је повећавало цену средстава за државе и привредне субјекте у њима. Чињеница је да су за време финансијске кризе рејтинг агенције снизиле рејтинг за 83% емисија из 2006. године, које су имале рејтинг ААА³³⁸. Иако су се инвеститори у доношењу инвестиционих одлука у великој мери ослањали на рејтинговање, агенције су у давању рејтинга искључивале одговорност за његово коришћење.

У оквиру Европске уније све до финансијске кризе није било регулативе која би се односила на рејтинг агенције. Ова је област у оквирима светског финансијског тржишта била лабаво регулисана Кодексом понашања рејтинг агенција у оквиру Међународне организације комисија за хартије од вредности (IOSCO)³³⁹. Криза финансијског тржишта и криза јавног дуга еврозоне откриле су негативне последице одсуства регулације у овој области³⁴⁰. Непостојање заједничких правила могло је да доведе до различитих националних приступа регулацији, што би спречило функционисање јединственог тржишта и довело до различитог нивоа заштите инвеститора и корисника финансијских услуга.

³³⁸ European Commission: *FAQ : Legislative proposal on Credit Rating Agencies (CRAs)*, MEMO 11 – 788, Brussels, 11 November 2011.

³³⁹ Amtenbrink, Fabian and Jakob de Haan: *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, *Common Market Law Review*, No 46/2009, стр. 1915-1949.

³⁴⁰ Видети: Utzig Siegfried: *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, *Asian Development Bank Institute Working Paper Series*, No. 188, January 2010.

Прва уредба о рејтинг агенцијама донета је 2009. године (1060/2009/ЕС)³⁴¹ и она је усвојила неколико основних решења: регистрацију рејтинг агенција од стране националних регулаторних органа држава чланица, дозвољено пословање на целој територији Уније („јединствен пасош“) (члан 14, став 2), контролу матичне земље (члан 24) уз обавезу размењивања информација са другим регулаторним органима. Одлуком Европског савета од 19. јуна 2009. године (на бази препорука Ларозијерове групе) формиран је Европски систем финансијских супервизора и новоформираној Европској управи за финансијска тржишта (European Securities and Markets Authority, ESMA), као једној од институција у оквиру тог система, поверен је задатак надзора рејтинг агенција. Ова институција постала је тако прва федерална институција на финансијском тржишту Европске уније, и то је остала све до поверавања Европској централној банци улоге супервизора кредитних институција Европске уније у оквиру банкарске уније.

Поверавање нове улоге Европској управи за финансијска тржишта захтевало је измену уредбе о рејтинг агенцијама, која је донета маја 2011. године³⁴². ESMA је добила надлежност над регистрацијом рејтинг агенција са важношћу на целој територији Уније (члан 14). Рејтинг агенције морају избегавати конфликт интереса у оцени кредитне способности емитената и давању савета емитенту, осигурати одговарајући квалитет процеса рејтинговања и остварити транспарентност у раду (сваке године, агенција треба да објави извештај о транспарентности). Управа има најшира надзорна овлашћења, укључив и изрицање санкција. Осим тога, ова управа формулише нацрте техничких правила рада рејтинг агенција (које усваја

³⁴¹ Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies, *Official Journal of the European Union*, L 302/1, 17.11.2009.

³⁴² Regulation (EU) No 513/2011 of the European Parliament and of the Council of 11 May 2011 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, *Official Journal of the European Union*, L 145/30, 31.5.2011

Европске комисија), основала је централни регистар (Central Repository – CEREP), који омогућава инвеститорима да упоређују све рејтинге на финансијском тржишту Уније, контролише методологију рејтинговања агенција, уједначава скале рејтинга, објављује списак регистрованих агенција и сл. Уредба, међутим, не регулише коришћење рејтинга (то је предмет посебних регулаторних правила, на пример кроз директиву о захтеваном капиталу кредитних институција), нити намеће обавезу рејтинговања финансијских инструмената.

Према листи ЕСМА, 20. марта 2013. године у Европској унији било је регистровано 35 рејтинг агенција, од чега је највећи број филијала америчких рејтинг агенција³⁴³. Политика Уније јесте да развија конкуренцију у овој области, да би се смањио утицај највећих рејтинг агенција, које су стекле положај природних монопола, с обзиром на велике трошкове уласка у ову област. У сваком случају, однос рејтинг агенција и процеса интеграције финансијског тржишта Уније је двосмеран: у мери у којој се тржиште интегрише, побољшаваће се конкурентска клима у области рејтинговања, а то ће омогућити и подизање квалитета рејтинга, односно стабилнији ослонац инвеститора у процесу доношења њихових инвестиционих одлука.

2.3.7. РЕЗУЛТАТИ ИНТЕГРАЦИЈЕ: ЈЕДИНСТВЕНО ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ

Анализа тржишних процеса и регулаторних активности показује да је јединствено финансијско тржиште Европске уније креирано, али да су процеси интеграције неравномерни у појединим његовим сегментима. Дејство финансијске кризе успорило је процесе интеграције, али их није зауставило.

³⁴³ <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>

Тржиште новца је потпуно интегрисано и делује закон једне цене, као вредносни критеријум интеграције. Томе посебно доприноси реализација монетарне политике Европске централне банке (репо операције, стални механизми ликвидности), али и политика арбитраже на тржишту новца у односу евра и валута држава чланица Уније које нису чланице Евроzone. Криза је довела до фрагментације тржишта, с обзиром на деловање ризика контрапартнера али је, бар када је реч о еврозони, она савладана обезбеђивањем додатне ликвидности кредитним институцијама од стране Европске централне банке. Тржиште краткорочних хартија од вредности није интегрисано, посебно у области комерцијалних папира, с обзиром на велику хетерогеност и различити рејтинг емитената.

Банкарско тржиште је интегрисано у сегменту међубанкарског кредитирања (банкарство „на велико“). Реч је о тржишту које је под доминантним утицајем тржишних сила (неосигураном тржишту), у коме делују закони понуде и тражње новца (депозита) и механизам арбитраже, што омогућава формирање јединствених вредносних параметара. Криза је утицала на фрагментацију овог тржишта, управо због неосигураног карактера, као и националних интервенција у банкарске системе држава чланица, али је тржиште у кратком року стабилизовано.

Финансијска интеграција је најмање реализована у сегменту банкарских услуга становништву (банкарство „на мало“). Реч је о деловању како тзв. природних фактора, односно близине пружалаца и корисника услуга, разлика у преференцама корисника, финансијској култури, језику али и о утицају националних економских политика, односно различитих националних система заштите потрошача и контроле пословања финансијских институција.

Тржиште осигурања је такође неравномерно интегрисано, према областима осигурања. Осигурање живота је мање интегрисано од осигурања имовине, с обзиром на деловање националних регулатива, као и разлика у преференцама становништва. Добровољни пензјски фондови су још под великим утицајем националног регулисања, тако да у овој области јединствено тржиште не показује велики степен интеграције.

Анализа процеса на тржишту капитала показала је да је, до кризе, највише био интегрисан сегмент сувереног дуга. Приноси на дугорочне државне хартије од вредности забележили су тенденцију уједначавања, што је индикатор деловања закона једне цене, посебно после увођења евра као јединствене валуте. Тржиште је, међутим, потценило ризике, како кредитни, тако и ризик ликвидности па је за време кризе дошло до прилагођавања приноса ризицима, које се испољило као нагло диференцирање приноса, те је тржиште фрагментисано. Посткризни развој, посебно деловање Европске централне банке преко механизма откупа државних обвезница и консолидације сувереног дуга појединих држава чланица, довео је до поновног приближавања приноса на државне обвезнице.

Интеграција тржишта акција је под утицајем хетерогености кредитног квалитета емитената, али анализа кретања берзанских индекса, које одражава тенденције развоја европског тржишта акција, показује њихову конвергенцију која је индикатор растуће интеграције тржишта.

Структура портфолија инвестиционих и пензијских фондова који имају европску инвестициону стратегију, као и структура портфолија осигуравајућих компанија, показује трансформацију „домаће склоности“ као обрасца инвестирања у правцу „регионалне склоности“, односно да се у понашању инвеститора узима у обзир инвестициони хоризонт јединственог финансијског тржишта Уније.

О интензитету интеграције информисе нас следећа табела:

Табела 2.14. *Интеграција сегмената финансијског тржишта ЕУ*

Тржишни сегмент	Степен интеграције
Тржиште новца	Висок степен интеграције
Тржиште обвезница:	
А. Државне обвезнице	Значајан степен интеграције
Б. Корпоративне обвезнице	Значајан степен интеграције
Тржиште акција	Растућа интеграција
Банкарско тржиште:	
А. Међубанкарско тржиште	Растућа интеграција
Б. Активности на тржишту	Растућа интеграција
В. Послови са становништвом	Фрагментарна интеграција

Извор: The High-level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, Brussels, 25. February 2009, str. 72.

Регулаторне активности на нивоу Уније биле су усмерене у неколико праваца. С једне стране, на отклањање недостатака који су доводили до тзв. регулаторне арбитража, односно до регистравања финансијских субјеката у националним јурисдикцијама које пружају повољније услове за емитенте и инвеститоре са становишта надзора и контроле, као и пореских и других погодности. Овакво понашање финансијских субјеката угрожавало је основе јединственог тржишта, односно нарушавало његов интегритет. С друге стране, регулатива је морала да одговори на повећани утицај иновација на финансијском тржишту, да би омогућила његов развој и подизање конкурентности у односу на друга финансијска тржишта, посебно тржиште

САД. Најзад, криза је показала да недовољно регулисано тржиште, без обзира на то да ли је то резултат свесне оријентације (неолиберални модел) или спонтаног развитка тржишта - негативно утиче на ток финансијске интеграције.

Регулаторне активности довеле су до стварања оквира јединственог финансијског тржишта у постојећем моделу функционисања Европске уније. Ови оквири су данас мешавина међувладиног регулисања и федералног карактера: за сада се федерални елементи испољавају само кроз положај Европске централне банке у монетарној политици (са спорним елементима активности и операцијама на тржишту хартија од вредности) и надзору банкарског система Уније (банкарска унија), као и у положају Европске управе за финансијска тржишта, у области контроле рејтинг агенција.

2.4. СИСТЕМСКИ РИЗИК И КРИЗА НА ЈЕДИНСТВЕНОМ ТРЖИШТУ

2.4.1. КРИЗА ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА 2008 - 2010.

Слобода пословања финансијских институција и могућност инвестирања у финансијске инструменте на целој територији Уније, у условима недовољне регулисаности целине финансијског тржишта Уније, довело је до формирања системског ризика, који се манифестовао у шпекулативном балону на свим сегментима тржишта. Он је био последица прекомерног преузимања ризика, посебно инвестирања у америчке нестандартне хипотекарне обвезнице, које није било у складу са нормалним очекивањема о будућим приносима финансијских инструмената. Таквом понашању инвеститора је ишла на руку и пракса рејтинг агенција, које на финансијском тржишту играју улогу процене кредитног ризика, да нестандартне финансијске инструменте (који се иначе означавају као

спекулативни) квалификују као погодне за улагање. Системски ризик активиран је у облику кризе на хипотекарном тржишту САД и довео је до ширења кризе на европске финансијске институције, које су, с једне стране, забележиле губитке због улагања у хипотекарне финансијске инструменте нестандардног квалитета а, с друге, због веома израженог неповерења у способност партнера да одговоре обавезама, настала је изразита криза ликвидности. На финансијском тржишту дошло је до пада цена, који је продубила даља масовна продаја финансијских инструмената и спекулативне операције на тржишту, нарочито инвестиционих фондова ризичног улагања (тзв. хец фондови).

Криза финансијског тржишта утицала је на избијање кризе у реалном сектору привреде, која се испољила у паду производње, незапослености и паду друштвеног производа. Неколико показатеља илуструје динамику кризе у Европској унији.

Табела 2.15. Индикатори кризе у Европској унији, 2007 – 2010. године

Године	Раст реалног БДП (%)	Кумулативна разлика текућег и могућег производа (геп)(мрд. евра)бв	Државни дуг (% БДП)	Дефицит платног биланса (% БДП)	Незапосленост (% просек крај године)
2007	2,9	0	58,8	-0,8	6,9
2008	0,7	-134	61,6	-2,3	7,6
2009	-4,2	-802	73,6	-6,8	9,4
2010	1,0	-921	79,6	-7,2	9,6г

Напомене: а) Разлика текућег и потенцијалног производа израчуната је уз претпоставку годишња стопе раста потенцијалног реалног БДП од 2% у периоду 2008 - 2010. године ,

б) вредности су изражене као константне, по ценама из 2000. године,

в) процена Европске комисије

г) просечна стопа незапослености у фебруару 2010. године.

Извор: European Commission: Commission Staff Working Paper: *Impact Assessment Accompanying Document to the proposal for a Regulation of the European on OTC derivatives, central counterties and trade repositories*, Brussels, SEC (2010) 1058/2, стр. 119.

Темпо финансијске интеграције се није смањио у периоду кризе али је у неким областима дошло је до сужавања обима интеграције (области тржишта новца и државних обвезница), а посебно у банкарској области, која је највише била погођена кризом поверења³⁴⁴.

Процес решавања кризе 2007 – 2010. године имао је као основ снажну буџетску државну интервенцију у области финансијског посредовања ради стабилизације финансијског тржишта, а на тај начин и реалног сектора привреде. Мотив интервенције је био да се очува поверење економских чинилаца и становништва у финансијско тржиште, како би се очувала његова улога рационалне алокације улагања и стабилизовала реална производња. Ове интервенције, углавном на националном нивоу, довеле су до великог фискалног дефицита, који је поново активирао системски ризик, овога пута преко кризе сувереног дуга неколико држава чланица и њених реперкусија на евро као јединствену валуту. Криза сувереног дуга еврозоне и евра, од 2010. године, решавана је кроз усвајање нових регулаторних

³⁴⁴ Укупни обим европског тржишта капитала растао је по стопи од 9% у периодима 2000 – 2004. и 2005 – 2009. године по стопи од 9% годишње, а у САД по стопи од 6% годишње. European Central Bank, *Financial Integration in Europe*, Frankfurt, May 2011, стр. 7, 15 – 30.

механизма, који су се односили на тржиште евро-зоне, али са реперкусијама и на финансијску интеграцију Уније.

Обе кризе финансијског тржишта Европске уније биле су резултат манифестације системског ризика. За разлику од специфичних ризика (кредитни, девизни, каматни, и др.), који се ширењем тржишта могу ублажити, било процесом диверзификације, било осигурањем (финансијски деривати, секуритизација), системски ризик се са финансијском интеграцијом повећава³⁴⁵.

2.4.2. МАНИФЕСТАЦИЈЕ СИСТЕМСКОГ РИЗИКА

Системски ризик је облик тзв. тржишних дисторзија: финансијске институције, као доминантни учесници на финансијском тржишту, у процене ризика уграђују само своје индивидуалне трошкове (могуће губитке) а не и друштвене трошкове (губитке). Зато оне „налазе за профитабилно да преузму више ризика и кредита него што је то оптимално“³⁴⁶ и тако подижу ризичност тржишта као целине, креирајући нестабилност тржишта. Системски ризик „означава ризик поремећаја у финансијском систему, који има потенцијал да проузрокује озбиљне негативне последице за унутрашње тржиште и реалну привреду“³⁴⁷. Ова дефиниција показује да је извор системског ризика финансијско тржиште, али да последице могу да погоде и реалну привреду, кроз недостатак

³⁴⁵ „Интеграциони процес нужно нема једнозначан позитиван ефекат на финансијску стабилност“. Gianni De Nicolo and Alexander Tieman, *Economic Integration and Financial Stability: A European Perspective*, *IMF Working Paper WP/06/296*, Washington, December 2006, str. 1.

³⁴⁶ Roberta S. Karmel, *The Controversy Over Systemic Risk Regulation*, *Brooklin Law School Legal Studies Research Paper No 179*, New York, January 2010, str. 5.

³⁴⁷ Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board. *Official Journal of the European Union*, L 331/1, 15. 12. 2010.

ликвидности и кредита, као и сектор становништва, кроз смањене очекиване приносе по основу реализације капиталне добити.

Системски ризик могу да формирају различите околности, које негативно утичу на мобилизациону или алокативну функцију финансијског тржишта (на пример, раст цена хипотекарне активе – шпекулативни балон, раст цена нафте, и сл.) а које за последицу имају „циклично кретање ликвидности или кредита на финансијском тржишту“ и „концентрацију ризика у неким финансијским инструментима или тржиштима, који су високо повезани унутар и преко националних граница“³⁴⁸.

У овом контексту је посебно важан положај тзв. системски важних финансијских институција, за које се везује потенцијал формирања системског ризика. То су тржишни учесници који имају велики обим концентрације финансијске активе (нпр. највеће банке, осигуравајуће компаније, фондови ризика). Њихово пословање не може бити супституисано пословањем других учесника а, услед узајамне повезаности, то пословање може утицати на друге тржишне учеснике у случају тешкоћа у пословању. Искуство кризе показало је да је системски ризик везан и за операције са сложеним финансијским инструментима, какви су сложене хипотекарне обвезнице, свопови кредитног ризика и други финансијски деривати, које је један од најбогатијих инвеститора данашњице, Ворен Бафит (Warren Buffet), сликовито описао као „средство за масовно уништавање богатства“. Ови финансијски инструменти су креативни резултат развитка тржишта, за којим регулаторна пракса заостаје, тако да се отвара слободан простор шпекулативним операцијама.

³⁴⁸ Jose Vinals, *The Do's and Don'ts of Macroprudential Policy*, European Commission and ECB Conference on Financial Integration and Stability, Brussels, 2 May 2011.

Зато је и разумљив интерес да се системски ризик отклони. Као и сваки ризик, и он је представља вероватноћу појављивања негативног исхода тржишних операција и стога је важна његова превенција, али и механизам за отклањање последица, уколико превентивна акција не донесе резултат.

2.4.3. РЕФОРМА РЕГУЛАТИВЕ СИСТЕМСКОГ РИЗИКА

Криза из 2007 – 2009. године, а затим и криза јавног дуга почев од 2010. године, указале су на чињеницу да финансијска интеграција Европске уније може да доведе до системског ризика, али да је регулатива тржишта недовољна да се овај ризик идентификује, ублажи и отклоне његове последице по финансијску стабилност. Ради идентификације отворених проблема посткризне регулације финансијског тржишта Уније, Европска комисија је формирала већ поменућу Групу за финансијску супервизију („Де Ларозијерова група“), која је предложила и решења за усавршавање регулативе, укључујући и регулисање системског ризика. Основни нагласак Извештаја јесте да дотадашњи систем регулативе није омогућавао решавање системског ризика, пошто је она била у надлежности држава чланица - јединствено финансијско тржиште није имало јединственог регулатора³⁴⁹. Стога, није било могућа ефикасна макропруденционе контрола и надзор над финансијским институцијама са високом обимом прекограничног пословања; није било механизма „раног упозоравања“ на системски ризик; недостајала су правила надзора и контроле за целину интегрисаног тржишта; недовољно су сарађивала национална регулаторна тела, а координативна тела на нивоу Уније (супервизијски комитети за поједине

³⁴⁹ Marek Dabrowski, *The Global Financial Crisis: Lessons for European Integration*, CASE Network Studies and Analyse, No 384/2009, Warsaw, str. 19.

сегменте тржишта) нису имала овлашћења да доносе одлуке везане за целину тржишта, нити да их спроводе³⁵⁰.

Препоруке Де Ларозијерове групе за јачање регулативе преточене су у законодавну активност, којом је формирана нова архитектура надзора и контроле на нивоу Уније, уз поштовање начела супсидијерности³⁵¹. Она садржи, са становишта регулисања системског ризика, четири основна елемента: (1) регулисање активности појединих учесника (системски важних банака, рејтинг агенција, хец фондова) и појединих сложенијих финансијских инструмената (финансијских деривата) на нивоу Уније; (2) формирање макропруденционог регулатора, Европског одбора за системски ризик, који ће се бавити идентификацијом и упозоравањем на појаве системског ризика; (3) формирање Европског система финансијске супервизије, који ће вршити микропруденциону контролу појединих сегмената јединственог финансијског тржишта³⁵² и (4) правила санације системски важних банака које имају тешкоће у пословању, ради спречавања појава преношења кризе на друге финансијске институције.

Основна институција макропруденционе контроле на финансијском тржишту Уније, која има надлежност у превенцији активирања системског ризика и његовог претварања у кризу, јесте Европски одбор за системски ризик³⁵³. Приликом оснивања Одбора, прибегло се креативном тумачењу

³⁵⁰ The High-level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, Brussels, 25. February 2009, str. 38 – 42.

³⁵¹ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy.

³⁵² У том циљу формиране су на нивоу Уније три управе, о којима је већ било речи: Европска управа за банкарство, Европска управа за хартије од вредности и тржиште и Европска управа за осигурање и пензијске фондове; оне, заједно са Европским одбором за системски ризик, Заједничким комитетом управа и националним регулаторним органима, чине Европски систем финансијског надзора (European System of Financial Supervision – ESFS).

³⁵³ Regulation (EU) No 1092/2010 of the European parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, *Official Journal of the European Union*, L 331/1, 15. 12. 2010.

Уговора о функционисању Европске уније, како би се избегло да он има наднационални карактер, односно представља елемент федерализма у Унији. Одбор је формиран на основу члана 114. Уговора о функционисању Европске уније, који регулише надлежности на нивоу Уније у процесу хармонизације националних законодавстава држава чланица³⁵⁴, а узимајући као основу интерпретацију тог члана од стране Европског суда правде у тзв. „Случају ЕНИСА“³⁵⁵. На основу тужбе коју је поднела Велика Британија, Суд је одлучивао да ли члан 114. Уговора о функционисању Европске уније може бити правни основ за оснивање институција које треба да координирају активности и акције држава чланица (у датом случају, оспорено је формирање Европске агенције за мреже и информатичку безбедност – ENISA). Суд је нашао да у поменутом члану није предвиђено који се метод хармонизације може применити и да због тога не може бити искључено формирање посебне институције која би остваривала тај циљ. На основу овако широког тумачења и Уредба о оснивању Европског одбора за системски ризик може се сматрати као део хармонизације законодавства унутрашњег тржишта Уније. Како је то објашњено у овој Уредби, „Европски одбор за системски ризик допринеће финансијској стабилности, која је неопходна за даљу финансијску интеграцију на унутрашњем тржишту надгледањем системског ризика и издавањем упозорења и препорука где је то неопходно. Ови задаци су тесно повезани са циљевима законодавства Уније које се односи на унутрашње тржиште финансијских услуга. ЕСРБ

³⁵⁴ Consolidated Versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 115, 09.05.2008. Члан 114. предвиђа надлежност Европског парламента и Савета да усвоје *“мере за приближавање одредаба које су садржане у закону, уредби или административној одлуци у државама чланицама, које имају као предмет успостављање и функционисање унутрашњег тржишта”*.

³⁵⁵ (Case-217/04 United Kingdom and Northern Ireland v. European Parliament and the Council of the European Union), *European Court Reports*, 2006 Page 1 -03771/par. 44.

стога треба да буде формиран на основу члана 114. Уговора о функционисању Европске уније“³⁵⁶.

Европски одбор за системски ризик није правно лице. Иако се у Де Ларозијеровом извештају и у материјалима Европске комисије, па и у самој Уредби о оснивању, он третира као макропруденциони регулатор, овај Одбор представља само „форум за координацију макропруденционог надзора на нивоу Европске уније“³⁵⁷; он припрема анализе и доноси оцену о постојању системског ризика, издаје упозорења и препоруке микропруденционим управама на нивоу Уније, националним регулаторима и државама чланицама (углавном поверљиве природе). Међутим, он нема овлашћења за директну имплементацију својих аката - у том циљу мора се обратити Савету Уније. Одбор је формиран под окриљем Европске централне банке, с обзиром на њену аналитичку компетентност и на његовом челу је председник Банке.

Решења о статусу и компетенцијама Европског одбора за системски ризик произашла су из хибридног карактера Европске уније, односно комбинације федералних и националних компоненти у њеном политичком систему. Због тога ће даљи напредак финансијске интеграције и могуће кризе поставити питање кредибилитета ове институције. Није искључена еволуција у правцу достизања статуса органа Уније са непосредном надлежношћу на целој територији интеграције, као што је то случај са

³⁵⁶ Regulation (EU) N0 1092/2010 of the European parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, *Official Journal of the European Union*, L 331/1, 15. 12. 2010, par. 31.

³⁵⁷ Diego de Sousa e Alvin, *A New European System of financial supervision and crisis management*, EU Studies Association Asia Conference, Bangkok, February 2011, str. 16; Члан 3. Уредбе о формирању ЕСРБ дефинише његове задатке на следећи начин: “ЕСРБ ће бити одговоран за макропруденциони надзор финансијског система Уније, у циљу да допринесе превенцији или ублажавању системских ризика по финансијску стабилност који проистичу из развоја финансијског система, узимајући у обзир макро-економске процесе, тако да се избегну периоди општих финансијских непогода”.

Европском централном банком и Европском управом за хартије од вредности и тржиште.

ГЛАВА 3. УТИЦАЈ ЈЕДИНСТВЕНЕ ВАЛУТЕ - ЕВРА - НА ФИНАНСИЈСКУ ИНТЕГРАЦИЈУ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

Стварање евра, као јединствене валуте која функционише у оквиру монетарне интеграције Европске уније, резултат је дугог процеса, који је био под утицајем резултата економске интеграције, тржишних околности, али и теоријских приступа о потреби, карактеру и садржини монетарне уније. Монетарна унија, како произилази из теорије и праксе формирања унија, може имати два облика: трајно фиксирање узајамних девизних курсева држава чланица и заједничку новчану јединицу (валуту).

Почетни облици европске интеграције нису имали као нужни саставни део монетарну интеграцију, с обзиром на циљеве интеграције али и бретонвудски систем фиксних девизних курсева, који је постављао монетарни оквир за интеграционе процесе у свету. Ипак, у једном од папира Европске комисије, публикованом 24. октобра 1962. године (Марцоленов меморандум) (Marjolin), предложени су правци даљег развоја тадашње Европске заједнице као царинске уније, у монетарну унију са трајно фиксираним девизним курсевима до краја 60-тих година. Пошто је Међународни монетарни фонд обезбеђивао стабилност девизних курсева, овај програм није наишао на одзив у државама чланицама интеграције³⁵⁸.

³⁵⁸ Scheller, Hanspeter: *European Central Bank – History, Role and Functions*, Second Revised Edition, ECB, Frankfurt aM, 2006, стр. 17.

Криза Бретонвудског система, крајем 60-тих и почетком 70-тих година прошлог века, која је довела до дефинитивног напуштања система фиксних девизних курсева 1973. године, и изазвала значајне поремећаје у монетарној стабилности у свету, поставила је потребу новог приступа монетарној интеграцији европских земаља. Дотадашњи резултати интеграције, посебно у области царинске уније и заједничке пољопривредне политике, били су угрожени флукутирањем девизних курсева валута држава чланица, јер су оне имали за последицу сталну промену цена на заједничком тржишту. На основу Баровог плана (Barre) Европске комисије, усвојеног 1969. године, одлучено је да се приступи изради програма реализације економске и монетарне уније. Овај је програм разрађен у Вернеровом извештају (Werner). Основни закључак овог извештаја садржан је у предлогу да се до краја 70-тих година формира економска и монетарна унија држава чланица, као претходница будуће политичке уније. Ова унија би требало да има јединствену монетарну политику и јединствен новац, да би се обезбедила унутрашња равнотежа и избегле негативне последице слободног кретања девизних курсева. Потреба јединственог новца се образлаже на следећи начин:

„Монетарна унија имплицира унутар својих граница потпуну и неопозиву конвертибилност валута, елиминацију маргина флукутација девизних курсева, неповратно фиксирање стопа паритета и потпуну либерализацију кретања капитала. Она може бити праћена задржавањем националних монетарних симбола или успостављањем јединствене валуте Заједнице. Са техничког становишта, избор између та два решења може бити небитан, али разлози психолошке и политичке природе иду у прилог усвајања јединствене валуте, што би потврдило неповратност подухвата“³⁵⁹.

³⁵⁹ *Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community – „Werner report“ (definitive text), Luxembourg, 8 October 1970, стр. 10.*

На основу Вернеровог извештаја, предузети су практични кораци на формирању економске и монетарне уније, као што је механизам заједничког пливања европских валута према долару и снижавања маргине флукуација узајамних девизних курсева („монетарна змија“)³⁶⁰. Међутим, није дошло до тешње координације економских политика, предвиђене извештајем, пошто су се државе чланице самостално прилагођавале економским шоковима, што је спречило формирање уније.

Монетарна интеграција добила је нови подстицај 1979. године формирањем Европског монетарног система (EMS), чија су основна обележја била увођење механизма фиксних али прилагодљивих девизних курсева држава чланица (Exchange Rate Mechanism - ERM) и увођење заједничке обрачунске валуте, Европске новчане јединице (European Currency Unit - ECU). За време трајања овог аранжмана, остварена је монетарна стабилност и снижена инфлација у оквиру интеграционих земаља, али на основу прилагођавања монетарних политика држава чланица немачкој монетарној политици, пошто су националне монетарне политике позајмиле кредибилитет немачке централне банке, а немачка валута као најстабилнија, одиграла је улогу сидро валуте. Међутим, различите фискалне политике доводиле су до сталне потребе прилагођавања девизних курсева појединих држава чланица и њиховог напуштања аранжмана, што је било узрок кризе, која је разрешена формирањем економске и монетарне уније и увођењем јединствене валуте - евра - у периоду између 1992. и 2002. године.

Напредак у економској интеграцији кроз усвајање јединственог европског акта, 1986. године, којим су отклоњене нецаринске препреке развоју јединственог тржишта, захтевао је нови приступ монетарној интеграцији. Теоријска подлога формирања Европске економске и

³⁶⁰ О Вернероом извештају и активностима на основу њега, видети: James, Harold: *Making the European Monetary Union*, The Belknap Press, Cambridge, Mass., 2012, стр. 74 – 88.

монетерне уније био је Делоров извештај, усвојен 1989. године, а практична реализација је извршена на основу Мастрихтског уговора из 1992. године. Економска и монетарна унија, према Делоровом извештају, имплицира „комплетну слободу кретања људи, добара, услуга и капитала, као и неопозиво фиксирање девизних курсева између националних валута и на крају, јединствену валуту“³⁶¹. За њено стварање је, осим наведених захтева, неопходна јединствена монетарна политика коју води институција на нивоу Уније, као и хармонизација економских политика држава чланица. То је значило да државе чланице морају да се одрекну монетарне суверености и пренесу је на Унију (то је значило и решавање теореме „немогућег тројства“, која каже да је немогуће помирити слободу кретања капитала и фиксни девизни курс са независном монетарном политиком).

Мастрихтским уговором формирана је економска и монетарна унија и предвиђено је да се она реализује кроз три фазе, у којима ће доћи до комплетирања јединственог тржишта, пуне либерализације кретања капитала, хармонизације националних економских политика, снижавања инфлације и формирања институција (Европске централне банке). Крајњи циљ био је успостављање јединствене монетарне политике Уније и усвајање јединствене валуте, евра, до 1. јануара 1999. године³⁶².

Државе чланице требало је, по одредбама Мастрихтског уговора, да прођу кроз процес конвергенције у монетарној и фискалној области. Конвергенција је била начин да се избегне утицај држава чланица са високим инфлационим наслеђем на нову архитектуру монетарне политике, која је за основни циљ имала стабилност цена. Постављање критеријума

³⁶¹ Committee for the Study of Economic and Monetary Union: *Report on economic and monetary union in the European Community*, Brussels, 1989, str. 13.

³⁶² Scheller, Hanspeter: *European Central Bank – History, Role and Functions*, Second Revised Edition, ECB, Frankfurt a M, 2006, стр. 20 – 28.

конвергенције присилило би државе да, до усвајања јединствене валуте, координирају економску и монетарну политику.

Испуњавањем критеријума конвергенције, државе чланице Уније квалификовале би се за прихватање евра као своје, односно заједничке валуте. Касније су ови критеријуми уграђени у Уговор о функционисању Европске уније у члану 140. и Протоколу број 13 о критеријумима конвергенције уз овај уговор, тако да су постали перманентни критеријуми за приступ нових држава чланица Уније еврозони. Мастрихтски уговор поставио је следеће критеријуме конвергенције :

1. Стопа инфлације не виша од 1,5% од просечне стопе инфлације три државе кандидата са најнижом стопом инфлације;
2. Дугорочна каматна стопа не виша од 2% у односу на просек три државе кандидата са најнижом инфлацијом;
3. Да је држава чланица приступила механизму девизних курса (ЕРМ 2) и није имала девалвацију националне валуте две године пре прихватања евра;
4. Буџетски дефицит не виши од 3% друштвеног бруто производа (ако јесте, да се приближава тој висини);
5. Јавни дуг не већи од 60% бруто друштвеног производа (ако јесте, да се смањује и приближава референтној вредности)³⁶³.

Последња два критеријума била су предмет Пакта стабилности и раста, усвојеног 1997. године, у циљу разраде појединих питања која су се

³⁶³ О значају критеријума конвергенције видети шире у: De Grauwe, Paul: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 130 - 136.

односила на одступања од критеријума конвергенције и њихово санкционисање.

Маја 1998. године оцењено је да је 11 држава чланица Уније од тадашњих 15 испунило критеријуме конвергенције и да могу прихватити евро као јединствену валуту. Перформансе свих држава чланица у погледу испуњености критеријума конвергенције показује следећа табела:

Табела 3.1. *Испуњеност критеријума конвергенције , 1998. година*

	Инфлација	Државна буџетска позиција						Девиз. курсеви	Дуг. кам. стопе
	Индекс цена	Већи деф.	Дефицит (% БДП)	Јавни дуг (% БДП)			Учешће у ЕРМ	Јануар 1998	
	Јануар 1998		1997	1997	Промена				Март 1998
				1997	1996	1995			
Стопа конвергенц.	2,7		3	60					7,8
Белгија	1,4	да	2,1	122,2	-4,7	-4,3	-2,2	да	5,7
Данска	1,9	не	-0,7	65,1	-5,5	-2,7	-4,9	да	6,2
Немачка	1,4	да	2,7	61,3	0,8	2,4	7,8	да	5,6
Грчка	5,2	да	4,0	108,7	-2,9	1,5	0,7	да	9,8
Шпанија	1,8	да	2,6	68,8	-1,3	4,6	2,9	да	6,3
Француска	1,2	да	3,0	58,0	2,4	2,9	4,2	да	5,5
Ирска	1,2	не	-0,9	66,3	-6,4	-9,6	-6,8	да	6,2
Италија	1,8	да	2,7	121,6	-2,4	-0,2	-0,7	да	6,7
Луксембург	1,4	не	-1,7	6,7	0,1	0,7	0,2	да	5,6
Холандија	1,8	не	1,4	72,1	-5,0	-1,9	1,2	да	5,5

Аустрија	1,1	да	2,5	66,1	-3,4	0,3	3,8	да	5,6
Португалија	1,8	да	2,5	62,0	-3,0	-0,9	2,1	да	6,2
Финска	1,3	не	0,9	55,8	-1,8	-0,4	-1,5	да	5,9
Шведска	1,9	да	0,8	75,6	-0,1	-0,9	1,4	не	6,5
В. Британија	1,8	да	1,9	53,4	-1,3	0,8	3,5	не	7,0
ЕУ	1,6		2,4	72,1	-0,9	2,0	3,0		6,1

Извор: European Commission: *Report on progress towards convergence and the recommendation with the view to the transition to the third stage of economic and monetary union, Part 2: Report, 25 march 1998, стр. 22.*

Из наведене табеле видљиво је да је већина држава чланица имала прекомеран буџетски дефицит, што је могући индикатор развоја јавних финансија у периоду после усвајања евра. Буџетски дефицит био је, може се рећи, „првобитни грех“ еврозоне од самог њеног формирања.

Прихватање евра као јединствене валуте отворило је теоријско питање да ли је Европска економска и монетарна унија оптимално валутно подручје, односно да ли институционална решења на којима је заснована омогућавају функционисање јединствене валуте на дужи рок. Такође, да ли државе чланице стичу одређене користи од одрицања суверености у монетарној и девизној области? Одговори на ова питања значајна су за финансијску интеграцију, пошто она, с једне стране, утиче на одрживост јединствене валуте а, с друге, добија од ње подстицаје у реализацији процеса ширења и продубљивања интеграције. Одговоре на ова питања покушала је да пружи теорија оптималне новчане области. По мишљењу једног од њених аутора, Питера Кенена (Peter Kenen), ова теорија се бави више макроекономским ефектима фиксирања девизних курсева и стога губљењем могућности

држава чланица да се у економској политици ослању на девизни курс у неутралисању екстерних шокова. Она се не бави микроекономским користима увођења јединствене валуте кроз укидање девизног ризика или снижавања трансакционих трошкова³⁶⁴.

3.1. ТЕОРИЈА ОПТИМАЛНЕ НОВЧАНЕ ОБЛАСТИ И ЈЕДИНСТВЕНА ВАЛУТА

Теорија оптималне новчане (валутне) области показује отпорност јединственог новца држава које се монетарно интегришу на асиметричне шокове, који имају порекло у једној држави чланици, и преливању њихових последица на другу државу или државе које су у монетарној унији. Деловање асиметричних шокова већ је објашњено у првој глави, на примеру нагло смањења тражње за производима једне државе, услед промене укуса потрошача или других околности. Као што је већ анализирано, проблем се може решавати кроз промену цена и надница, односно унутрашњим прилагођавањем. Проблем је, међутим, када не постоји флексибилност надница и цена, а државе су се добровољно одрекле инструмената девизног курса и самосталне монетарне политике тиме што су формирале монетарну унију, односно увеле јединствен новац.

Утицај симетричних шокова, који једнако погађају све државе интеграције, једноставније је отклонити мерама монетарне политике, пошто централна банка, подизањем или снижавањем каматне стопе, на једнак начин утиче на тражњу у свим државама чланицама монетарне уније.

³⁶⁴ Kenen, Peter B.: What we can learn from the theory of optimum currency areas, HM Treasury: *Submissions on EMU from leading academics*, EMU Study, Chapter 14, December 2002, стр. 147.

Када је једна земља изложена асиметричном шоку из иностранства, који доводи до негативних кретања у платном билансу, она ће као инструмент прилагођавања користити девизни курс: снижавањем вредности своје валуте, она ће повећати извоз и апсорбовати дефицит платног биланса. У условима монетарне интеграције, то није могуће, јер државе неопозиво везују девизне курсеве и стога асиметрични шок, који је потекао из било које од њих, не може бити апсорбован. Ни монетарна политика не може бити делотворна у отклањању последица асиметричног шока, јер не може да примени монетарне мере специфичне за поједину земљу, пошто су оне дизајниране за целину монетарне уније.

Аутор теорије оптималне новчане области, Роберт Мандел (Robert Mundell), у чланку објављеном 1961. године³⁶⁵, сматра да решење проблема има две димензије. Прва је да се асиметрични шокови унутар држава са јединственом валутом (или фиксираним девизним курсевима) могу апсорбовати кретањем фактора производње, посебно радне снаге из државе у којој је формиран асиметрични шок у другу/друге државе. Друга се састоји у томе да се у земљи у којој је настао шок сниже цене и наднице (интерна девалвација) и она поврати конкурентност. Емпиријско је питање, сматра Мандел, да ли Западна Европа има адекватну мобилност рада да би могла да буде третирана као оптимална новчана област, односно да ли испуњава услове да има јединствену валуту³⁶⁶.

Класичну теорију оптималне новчане области чине, поред Манделових, и поставке П. Кенена и Роналда Мекинона (Ronald McKinnon). Мекинонови аргументи се односе на утицај асиметричних шокова у

³⁶⁵ Mundell, Robert: A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, September 1961, стр. 657- 665.

³⁶⁶ Mundell, Robert: A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, September 1961, стр. 662.

условима интеграције отворених привреда. Уколико су земље отвореније, односно повезаније трговином, њихове цене су изложене конкуренцији и тешко се могу прилагођавати променама девизног курса. Стога је курс ирелевантан инструмент за прилагођавање и земља га се лакше може одећи због уласка у монетарну унију³⁶⁷. Кененов допринс везан је, прво, за утицај диверзификације производње на асиметричне шокове. Што се државе више специјализују у производњи, више су подложне дејству асиметричних шокова. Ако је њихова производња диверзификована, шокови који погађају одређену производну област ће бити или симетрични или неће имати значајније дејство, што отклања потребу за коришћењем девизног курса као инструмента прилагођавања. Друго, јединствена валута може да функционише и када нема мобилности радне снаге између држава чланица монетарне уније, ако постоји централизован фискални систем на нивоу уније. У условима асиметричног шока, у земљи у којој се јавља незапосленост, мањи порези а већи фискални трансфери стабилизују привреду, док у земљи са инфлаторним притиском, виши порези а нижи трансфери такође имају стабилизујуће дејство; на нивоу монетарне уније, односно оптималне новчане области, ефекти су уравнотежени³⁶⁸.

Европска унија, као што је видљиво из Монтијевог извештаја (2010) (извештај је добио име по Марију Монтију /Mario Monti/, комесару за трговину Европске комисије) има ниску мобилност радне снаге; само око 2,3% од укупног броја становника Уније живи ван матичне земље³⁶⁹. Исто тако, не постоји централизовани фискални систем, који би порезима и

³⁶⁷ McKinnon, R.I. : Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 53, 1963.

³⁶⁸ Kenen, Peter B.: What we can learn from the theory of optimum currency areas, HM Treasury: *Submissions on EMU from leading academics*, EMU Study, Chapter 14, December 2002, стр. 150.

³⁶⁹ *A New Strategy for the Single Market At the Service of Europe's Economy and Society*, Report by Mario Monti, Brussels, 9 May 2010, стр. 56.

трансферима са нивоа Уније омогућавао ублажавање ефеката асиметричних шокова у појединим државама чланицама, иако је било предлога, у ранијим фазама интеграције, да се такав систем успостави (Мекдугалов /McDougal/ извештај, 1977)³⁷⁰. Фискални трансфер није прихватљив у постојећем институционалном контексту Европске економске и монетарне уније зато што собом носи опасност моралног хазарда, односно опасност да земља која користи средства није принуђена да врши прилагођавање цена и надница ради ублажавања дејства асиметричних шокова, и стога фискални трансфер може постати перманентан. У кризи јавног дуга еврозоне, аргумент моралног хазарда је био веома често истицан када је било речи о помоћи државама погођеним кризом, уз истицање бојазни да Унија не постане проста трансферна унија³⁷¹.

Преглед аргумената оптималне новчане области показује да су макроекономске користи и трошкови формирања монетарне уније, односно усвајања заједничке валуте, у најмању руку неодређени, односно, да је „пројекат заједничке валуте био и остао тако контроверзан“³⁷². Посебно америчка теорија сматра да је евро, у ствари, политички пројект³⁷³.

Ако у периоду усвајања евра Европска економска и монетарна унија није испуњавала све критеријуме оптималне новчане области, то не значи да јединствена валута, као кохезиони фактор, не може допринети да се

³⁷⁰ Commission of the European Communities: *Report of the Study Group on the Role of public Finance in European Integration Volume I. General report*, Brussels, april 1977.

³⁷¹ Видети: Васиљевић, Бранко и Гобелић, Звонко: Политичка економија евра, *Годишњак Факултета политичких наука у Београду*, година 5, број 6, децембар 2011, стр. 170.

³⁷² Болдвин, Ричард и Чарлс Виплош: *Економија европских интеграција*, треће издање, Датастатус, Београд, 2010, стр. 341.

³⁷³ Видети шире у : Васиљевић, Бранко и Гобелић, Звонко: Политичка економија евра, *Годишњак Факултета политичких наука у Београду*, година 5, број 6, децембар 2011, стр. 159 – 177.

критеријуми оптималне новчане области не испуне у процесу даље интеграције. То су аргументи ендогене теорије оптималне новчане области, која сматра да су критеријуми оптималне новчане области динамичка категорија и да интеграција на дужи рок доприноси њиховом остваривању³⁷⁴.

Монетарна интеграција утиче на повећање обима трговине интегрисаних земаља (отклања се ризик девизног курса и трошкови осигурања од девизног ризика - хеџинг /енгл. Hedging/, смањују се трошкови информација) и на економску отвореност земље; на пример, евро је утицао на раст међусобне трговине држава чланица Европске уније (мада процењен обим раста трговине варира, од аутора до аутора, од неколико процената до преко 100%)³⁷⁵. Треба, међутим, напоменути, да је степен отворености држава чланица Европске уније био висок и пре увођења евра, као резултат процеса интеграције и иницијатива и програма за њено јачање, какав је био Акт јединственог тржишта из 1987. године. С друге стране, процењује се да се ефекти јединствене валуте у односу на међусобну трговину реализују тек на дужи рок - од 15 до 20 година³⁷⁶.

Монетарна интеграција, такође, утиче и на конвергенцију цена између држава чланица, односно уједначавање стопа инфлације. У земљама чланицама еврозоне знатно је смањена дисперзија стопа инфлације: стандардна девијација инфлаторних стопа опала је 1980-тих година са 6

³⁷⁴ Frankel, J. A. and A. K. Rose: The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *NBER Working Paper 5700*, 1996.

³⁷⁵ De Grauwe Paul and Mongelli, Francesco Paolo: Endogeneities of Optimum Currency Areas – What Brings Countries Sharing A Single Currency Closer Together? *European Central Bank Working Paper Series*, No 468, April 2005, стр. 18.

³⁷⁶ De Grauwe Paul and Mongelli, Francesco Paolo: Endogeneities of Optimum Currency Areas – What Brings Countries Sharing A Single Currency Closer Together? *European Central Bank Working Paper Series*, No 468, April 2005, стр. 18.

процентних поена на 1 процентни поен у периоду после увођења евра. И овде, међутим, треба бити опрезан, јер је конвергенција цена процес који је био присутан и пре увођења евра³⁷⁷.

Претходна анализа показује да се утицај евра на развој Европске монетарне уније у правцу ендогене новчане области у домену трговине и цена не може аналитички издвојити од других утицаја. Стога се са сигурношћу не може доказати хипотеза да монетарна интеграција, односно јединствена валута – евро, представља адекватан механизам за корекцију (прилагођавање) дејства асиметричних шокова, односно да компензира државе чланице за губитак самосталне монетарне политике и политике девизног курса као инструмената прилагођавања.

У домену интеграције финансијског тржишта, може се, међутим, запазити позитивна веза евра и функције финансијског тржишта као механизма за ублажавање дејства асиметричних шокова. Ако се претпостави да су финансијска тржишта држава чланица монетарне уније комплетно интегрисана, онда последице асиметричног шока могу бити апсорбована дејством финансијског тржишта у свим државама чланицама³⁷⁸. Шок који погађа једну земљу смањује привредну активност и доводи до пада цена акција и обвезница у њој. Пошто у условима интегрисаног тржишта и резиденти других земаља поседују те акције и обвезнице, они ће трпети губитке, што значи да ће и сносити део цене прилагођавања у првој земљи. Последица пораста привредне активности у земљи која није погођена шоком је да цене њених акција и обвезница расту. Део те финансијске активне држе

³⁷⁷ De Grauwe Paul and Mongelli, Francesco Paolo: Endogeneities of Optimum Currency Areas – What Brings Countries Sharing A Single Currency Closer Together? *European Central Bank Working Paper Series*, No 468, April 2005, стр. 18.

³⁷⁸ De Grauwe, Paul: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 12.

резиденти у земљи погођеној шоком, тако да пораст цене активе ублажава последице шока по њене држаоце у тој земљи.

Оваква функција финансијског тржишта као механизма за осигурање од деловања асиметричних шокова, позитивно је корелисана са развитком интеграције финансијског тржишта. У којој мери евро доприноси овом развоју?

3.2. ЕВРО И ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ

Увођење евра као јединствене валуте за земље монетарне интеграције отворио је низ питања везаних за његов утицај на развој финансијског тржишта и реалне процесе у привреди. У мери у којој евро доприноси смањивању трансакционих трошкова и подизању општег поверења у функционисање тржишта, а монетарна политика обезбеђује услове за његову неутралност као новца, обезбеђују се услови за формирање вредносних пондера на финансијском тржишту и стимулише развој реалног сектора привреде.

Утицај евра на интеграцију финансијског тржишта Европске уније, међутим, није једнозначан. То значи да и други фактори доприносе конвергенцији тржишних структура, као што су развој унутрашњег тржишта Европске уније, као и процеси глобализације финансијских тржишта. На појединим сегментима финансијског тржишта сасвим је уочљиво деловање више фактора интеграције.

И пре него што је јединствена валута уведена, тржиште сувереног дуга испољило је јасне знаке конвергенције приноса. Увођење евра је стимулисало интеграцију на овом сегменту тржишта, али су и после увођења евра опстале разлике у приносима на државне обвезнице, посебно између референтног

приноса (на немачке обвезнице) и приноса на обвезнице држава чланица са великим буџетским дефицитом³⁷⁹. Када се анализира тржишта акција, такође је уочљиво смањивање разлика у приносима на тржиштима држава чланица, као и према просеку (индексима) целине тржишта, после увођења евра. Али та тенденција може бити резултат и „опште тенденције ка слободном кретању капитала и финансијске либерализације на глобалном нивоу“³⁸⁰.

Имајући у виду деловање више фактора интеграције у поменутим сегментима финансијског тржишта, прихватљива је хипотеза, да је јединствена валута иницирала тенденције конвергенције приноса, односно стварање јединствених вредносних индикатора интеграције за монетарну унију³⁸¹. Чињеница да евро (још) није универзални новац за целину Европске уније, интеграциони капацитет који он даје јединственом финансијском тржишту потиче из монетарне уније, али се шири и на целину финансијског тржишта Европске уније. Другим речима, финансијска интеграција Европске уније остварује се и у условима плурализма националних валута, јер су у њеној основи како реални, тако и финансијски фактори, односно тржишни процес. Чињеница, међутим, да је у оквиру монетарне уније процес интеграције финансијског тржишта нај-развијенији, говори у прилог анализе утицаја евра на процес финансијске интеграције.

³⁷⁹ Jappelli, Tulio and Marco Pagano: Financial Market Integration under EMU, *European Economy*, Economic papers 312, March 2008, стр. 11.

³⁸⁰ Lane, Philip and Sébastien Wälti: The Euro and Financial Integration, *IHS Discussion Paper No. 139*, May 2006, стр. 9.

³⁸¹ Де Гроув објашњава како је дошло до антиципиране конвергенције приноса на државне обвезнице у очекивању увођења јединствене валуте. De Grauwe, Paul: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 135 – 136.

Имајући у виду тешкоће изоловања утицаја евра на финансијску интеграцију Европске уније, најприхватљивији метод је поређење трендова развоја појединих сегмената тржишта еврозоне са трендовима развоја тих сегмената у „остатку“ Европске уније³⁸², сем уколико се не може успоставити директна веза између појединих сегмената финансијског тржишта Уније, на пример, тржишта новца и политике која произлази из искључиве надлежности Уније (монетарна политика).

Истраживања у претходном поглављу показала су да је утицај евра на интеграцију финансијског тржишта најизраженији управо у сегменту тржишта новца, које је комплетно интегрисано; и поред знакова фрагментације у току финансијске кризе, посебно кризе јавног дуга еврозоне, интеграција је консолидована у посткризном периоду, захваљујући пре свега интервенцијама Европске централне банке.

Утицај евра се може потврдити и код интеграције сегмента корпоративних обвезница на јединственом тржишту Уније. Формирање монетарне уније је омогућило формирање обимнијег пула слободних новчаних средстава, тако да су компаније могле да измене начин прикупљања средстава и то у правцу емисије корпоративних обвезница, непосредно на финансијском тржишту, уместо да користе интермедијацију банака. Истраживања су показала и узрочну везу увођења евра и већег раста страних директних инвестиција у еврозони у односу на „остатак“ европске

³⁸² Укључивање „контролне групе“ земаља које не припадају Европској монетарној унији у анализу показује да је и у њој после увођења евра дошло до раста корелације у приносима са просеком приноса у Унији, што „доводи у сумњу валидност интерпретације да је јединствена валута узрок већег степена корелације за државе чланице Европске монетарне уније“. Lane, Philip and Sébastien Wälti: *The Euro and Financial Integration, IIS Discussion Paper No. 139*, May 2006, стр.10. Слично и код: Jappelli, Tulio and Marco Pagano: *Financial Market Integration under EMU, European Economy, Economic papers 312*, March 2008, стр. 13 - 14.

уније³⁸³, као и пораст улагања у финансијску активу изражену у еврима у појединим државама чланицама еврозоне³⁸⁴ (у овим земљама је прекогранична финансијска актива од увођења евра до 2005. године)³⁸⁵ порасла за 56%. Криза сувереног дуга, односно криза евра, како се може прочитати у многим текстовима, успорила је ове процесе, а у неким сегментима је утицала и на њихову реверзибилност. На пример, инвестициони фондови који су имали европску стратегију инвестирања пре финансијске кризе, дезинвестирали су државне обвезнице презадужених земаља и оријентисали се на државне обвезнице земаља са највишим рејтингом³⁸⁶.

Досадашња анализа представила је резултате утицаја евра на финансијску интеграцију. Који су основни канали утицаја евра на финансијску интеграцију? Ови канали могу бити посматрани као користи од увођења евра као јединствене валуте³⁸⁷. Могла би се издвојити два основна комплекса тог утицаја: укидање ризика девизног курса и већа транспарентност тржишта. У оквиру ова два комплекса може се идентификовати низ различитих канала утицаја евра (у студији Европске комисије „Једно тржиште, један новац“, идентификује се 16 механизма

³⁸³ Увођење евра подигло је унутрашњи ток директних инвестиција у еврозони за 62%. Lane, Philip and Sébastien Wälti: *The Euro and Financial Integration*, IIS Discussion Paper No. 139, May 2006. Видети и код: De Grauwe Paul and Mongelli, Francesco Paolo: *Endogeneities of Optimum Currency Areas – What Brings Countries Sharing A Single Currency Closer Together?* *European Central Bank Working Paper Series*, No 468, April 2005, стр. 20.

³⁸⁴ Galati, Gabriele and Kostas Tsatsaronis: *The impact of the euro on Europe's financial markets*, *BIS Working Papers*, No 100, Basel, July 2001, стр. 21.

³⁸⁵ Lane, Philip and Sébastien Wälti: *The Euro and Financial Integration*, *IIS Discussion Paper No. 139*, May 2006, стр. 3.

³⁸⁶ Northern European Investors Steer Clear of Needy South, *Wall Street Journal*, October 22, 2012.

³⁸⁷ De Grauwe, Paul: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 60.

директног или индиректног утицаја евра на јединствено тржиште)³⁸⁸, али овде се треба ограничити само на оне који имају непосреднији значај за развитак јединственог финансијског тржишта.

3.2.1. УКИДАЊЕ РИЗИКА ДЕВИЗНОГ КУРСА

Постојање јединствене валуте за више држава чланица Уније значи укидање потребе за заменом националних валута, као и укидање ризика промене девизног курса (девизни ризик), што има за последицу да се елиминишу баријере у процесу инвестирања на финансијском тржишту, као и трошкови осигурања (хеџинга) ризика промене девизног курса; укида се и могућност конкурентних девалвација националних валута држава чланица.

Јединствена валута елиминише трошкове замене једне националне валуте за другу, како за становништво, тако и у трговини и инвестирању. Ови трансакциони трошкови могу се квантификовати и процењени су приликом увођења евра на око 0,55% БДП држава чланица које су прихватиле евро на годишњем нивоу и односе се на трошкове конверзије валута становништва, уштеду трошкова банака, као и трошкови везани за инострана плаћања предузећа³⁸⁹.

Укидање ризика девизног курса значајан је елеменат подизања ефикасности инвестирања у оквирима јединственог финансијског тржишта. Постојење девизног ризика доприноси неизвесности о висини будућег приноса финансијских инструмената (односно будућем профиту у области реалних инвестиција). Однос (енгл. Trade/off) ризика и приноса, како је то у уводу назначено, једна је од основних категорија инвестирања. Промена

³⁸⁸ One market, one money - An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European economy*, No 44, October 1990, стр. 20

³⁸⁹ One market, one money - An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European economy*, No 44, October 1990, стр. 20, 66.

девизног курса може довести до значајног губитка или добитка у процесу инвестирања. Сама неизвесност у погледу будућег кретања курса може узроковати повећање премије на (девизни) ризик као компоненте каматне стопе, која такође игра велику улогу у процесу инвестирања - доприноси селекцији и утиче на принос финансијских инструмената. С дуге стране, варијабилност девизних курса је додатни извор ризика, који нестаје са увођењем јединствене валуте. Најзад, укидање ризика девизног курса повећава еластичност супституције финансијских инструмената исте ризичне категорије, што има за последицу снижавање ризика улагања.

Елиминација ризика девизног курса доприноси смањењу неизвесности будућег кретања цена, која је присутна у условима постојања више националних валута. Посебно се то односи на утицај кретања номиналних курса валута, који нема основа у променама паритета куповне снаге тих валута (реални девизни курс).

3.2.2. ТРАНСПАРЕНТНОСТ ТРЖИШТА

Јединствена валута доприноси функционисању механизма цена, као сигнала алокације средстава на јединственом тржишту. Што је већи број држава чланица које усвајају евро, односно већи број економских актера који послује с евром, утолико је ефикаснији алокативни механизам цена („ефекат мреже“ – Network Effect). Цене постају директно упоредиве: потрошачи могу упоређивати цене у истој валути, без утицаја девизног курса и његове колебаљивости. С друге стране, транспарентност цена подиже конкуренцију на јединственом тржишту, укључив и финансијско тржиште. Наравно, и у условима јединствене валуте постојеће одређене разлике у ценама идентичних производа на јединственом тржишту, али ће оне бити пре ефекат дистанце а не ефекат границе (ефекат границе постоји када су цене

различите у два географски блиска потрошачка центра, али која припадају различитим државама)³⁹⁰.

Јединствена валута доводи до конвергенције инфлаторних очекивања а на тај начин и до конвергенције неризичних каматних стопа, које су основа хијерархије каматних стопа на финансијском тржишту. Стабилна јединствена валута доприноси смањењу премије на ризик каматних стопа, чиме омогућава креирање већег обима инвестиционих алтернатива, с једне стране, а с друге и смањење трошкова прибављања капитала, што је посебно значајно за тржиште сувереног дуга.

3.3. ЈЕДИНСТВЕНА МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА И ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ

Европска економска и монетарна унија је, на основу оснивачких уговора, област са јединственом валутом - евро. Монетарна политика је област искључиве надлежности Европске уније³⁹¹, што значи да је монетарна унија заснована на федералистичком принципу. Пошто све државе чланице нису (још) увеле евро (неке су под режимом изузећа, управо због отпора принципу федерализације, са правом да прихвате евро када испуне услове конвергенције и када одлуче о прихватању евра, а друге још нису испуниле критеријуме конвергенције), то се правила монетарне уније, односно јединствена монетарна политика, спроводи у државама чланицама које примењују јединствену валуту, а за које су у службеној употреби термини: еврозона и еврогрупа.

³⁹⁰ De Grauwe, Paul: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 62.

³⁹¹ Уговор о функционисању Европске уније, члан 3.

Односи монетарне политике и финансијског тржишта су сложени и обележени повратним утицајем. Монетарна политика се реализује на финансијском тржишту (изричит захтев оснивачких уговора Уније јесте да она буде тржишно оријентисана)³⁹², посебно на новчаном тржишту, мада се, у условима савремене финансијске кризе, област деловања монетарне политике у развијеним земљама, а тако и у Европској унији, шири и на сегменте дугорочног финансијског тржишта. С друге стране, нестабилност на финансијском тржишту реперкутује се на монетарну политику, која у таквим условима не може оптимално да одреди параметре утицаја на реални сектор привреде. Канали трансмисије монетарне политике од централне монетарне институције до реалног сектора привреде, воде преко финансијског тржишта, и то како канал каматне стопе, тако и билансни (кредитни) канал и канал финансијске активе посебно. У операцијама на отвореном тржишту, централна монетарна институција користи као колатерал финансијске инструменте, укључив, у пракси Европске централне банке и потраживања банака (кредите). Кроз анализу цена финансијске активе, централна монетарна институција има преглед очекивања тржишних актера о будућим кретањима цена не само финансијске активе, него и инфлаторних очекивања (берза као „барометар привреде“). Најзад, централна банка може, као што је то учинила Европска централна банка, да буде и „зајмодавац у крајњој инстанци“ на финансијском тржишту, интервенишући (откупом финансијских инструмената) у одређеним сегментима финансијског тржишта који су важни за нормално функционисање механизма монетарне трансмисије.

Монетарна политика у Европској унији поверена је Европском систему централних банака и Европској централној банци, који се званично

³⁹² Уговор о функционисању Европске уније, чланови 119. и 127.

означавају као евросистем³⁹³. У расподели надлежности између Европске централне банке и националних централних банака држава чланица, с којима чини еуросистем, одлучивање о монетарној политици је поверено Европској централној банци, а њено спровођење националним централним банкама. Имајући у виду ту кључну улогу Европске централне банке, анализе се углавном усмеравају на њену стратегију и оперативни оквир (инструменте) у спровођењу јединствене монетарне политике.

Основни елемент стратегије монетарне политике Европске централне банке, односно основни циљ монетарне политике, јесте обезбеђивање стабилности цена. То је њена обавеза, уграђена у оснивачке уговоре (уз неодређену обавезу да треба да подржава економске циљеве интеграције)³⁹⁴, која је проистекла из компромиса поводом формирања монетарне уније, да би се обезбедило, с једне стране, да монетарна политика има кредибилитет а, с друге, учешће држава чланица у креирању монетарне политике. Стога је ова обавеза Европске централне банке праћена одредбом о њеној самосталности и независности; у вођењу монетарне политике, она не може да трпи политичке утицаје³⁹⁵. Европска централна банка је интерпретирала одредбе о циљу монетарне политике из оснивачких уговора тако да је једини циљ стабилност цена³⁹⁶, одређујући у првом документу о стратегији монетарне политике (из октобра 1998) да стабилност цена значи годишњи пораст хармонизованог индекса потрошачких цена у еврозони испод 2% на средњи рок. У мају 2003. године, ближе је појашњен циљ: „у тежњи за

³⁹³ Уговор о функционисању Европске уније, члан 127, став 2. Статут Европске централне банке је саставни део Уговора о функционисању Европске уније, као протокол 4.

³⁹⁴ Уговор о функционисању Европске уније, члан 127, став 1. Без ограничавања других циљева.

³⁹⁵ Уговор о функционисању Европске уније, члан 130.

³⁹⁶ Grauwe, Paul de: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 161.

остваривањем стабилности цена, циљ је да се стопа инфлације одржава на нивоу испод, или близу 2% на средњи рок³⁹⁷.

Имајући у виду да се ефекти монетарне политике реализују на средњи рок, Европска централна банка, у тежњи да утиче на кретање цена у реалном сектору, у стратегији монетарне политике ослања се на два стуба ради процене ризика по ценовну стабилност: економску анализу и монетарну анализу.

Економска анализа има за циљ оцену текућих економских и финансијских кретања ради оцене краткорочних и средњорочних ризика по ценовну стабилност. Она узима у обзир варијабле, као што су: друштвени производ, агрегатна тражња и њене компоненте, фискална политика, кретања на тржишту капитала и рада, индикатори трошкова и цена, кретање девизног курса и др. Такође се анализирају и кретања на финансијском тржишту, с обзиром да цене активе утичу на цене кроз ефекат дохотка и богатства, као канал трансмисије монетарне политике (када цене активе расту, власници активе постају богатији за капиталну добит и могу трошити више, што подиже потрошачку тражњу и може водити инфлаторним притисцима)³⁹⁸.

Монетарна анализа је усмерена на оцену односа стопе раста новца у оптицају и инфлације на средњи рок. У ту сврху Европска централна банка користи монетарни агрегат М3, оцењујући колика треба да буде стопа раста овог агрегата да би се остварио циљ монетарне политике, односно неутралисала инфлаторна очекивања. Такође се оцењује и стање

³⁹⁷ Scheller, Hanspeter, K.: *The European Central Bank – History, Role and Functions*, Second Revised Edition, ECB, Frankfurt a/M, 2006, стр. 80.

³⁹⁸ ECB: *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 74.

ликвидности финансијског сектора и његов утицај на цене³⁹⁹. Имајући у виду инфлациони таргет (2%) и пројекције раста друштвеног производа и брзине оптицаја евра, Европска централна банка је на почетку функционисања евра као јединствене валуте оценила да стопа раста МЗ не би требало да буде виша од 4,5% годишње⁴⁰⁰.

3.3.1. РЕГУЛАТОРНА КАМАТНА СТОПА

Трансмисиони механизам монетарне политике омогућава утицај монетарне политике на привреду уопште, а посебно на ниво цена. Његова основна полуга је утицај основне каматне стопе централне банке на каматне стопе на тржишту новца а, следствено, преко хијерархије каматних стопа (преко криве приноса) и на друге сегменте кредитног и финансијског тржишта, а затим и на реални сектор привреде⁴⁰¹.

У пракси Европске централне банке, трансмисиони механизам или операционални оквир треба да осигура трансмисију импулса монетарне политике на свим сегментима финансијског тржишта и свим државама чланицама еврозоне. За такво функционисање, нужна претпоставка је јединствено и интегрисано финансијско тржиште, а нарочито тржиште новца, као сегмент на коме Европска централна банка утиче на ликвидност тржишта. За то користи механизме емисије новца, односно снабдевања финансијских институција ликвидношћу, који су праћени утврђивањем

³⁹⁹ ECB: *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 80.

⁴⁰⁰ Grauwe, Paul de: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 185.

⁴⁰¹ Дејство овог сегмента трансмисионог механизма, канала каматне стопе, прати сегмент утицаја монетарне политике на ликвидност и капитал банака (кредитних институција), који утичу на њихов капацитет кредитирања реалног сектора (кредитни канал), као и сегменти утицаја монетарне политике на вредновање биланса корисника кредита у циљу коришћења кредита банака (канал доступности кредита), ефеката промене цене финансијске активе (канал богатства) и девизног курса (канал девизног курса).

основних (официјелних) каматних стопа. Преко утврђивања ових стопа, она утиче на тржишну каматну стопу на тржишту новца, као регулаторну стопу за целину тржишта. Висина каматних стопа Европске централне банке представља сигнал оријентације монетарне политике, односно индикатор намера Банке да води рестриктивну или експанзивну монетарну политику.

Европска централна банка користи за регулисање ликвидности тржишта операције на отвореном тржишту (Open Market Operations), сталне механизме (Standing Facilities), механизам обавезне резерве (Reserve Requirements) и уведен у праксу у току финансијске кризе, механизам директног откупа (Outright Purchase)⁴⁰².

Операције на отвореном тржишту су основни механизам за управљање ликвидношћу финансијских институција и за усмеравање тржишних каматних стопа. Европска централна банка примењује три типа ових операција: главне операције рефинансирања (MRO) са месечним роком доспећа, дугорочне операције рефинансирања (LTRO) са тромесечним роком доспећа, операције финог подешавања ликвидности (FTO) за „ад хок“ регулисање ликвидности и структурне операције за прилагођавање дугорочне ликвидности⁴⁰³. Све ове операције за реализацију захтевају колатерал контрапартнера. Главне операције рефинансирања пружају сигнал учесницима на тржишту о усмерењу монетарне политике, а каматна стопа која се формира у дистрибуцији ликвидности преко овог механизма је главна каматна стопа Европске централне банке.

⁴⁰² ЕСВ: *Financial Integration in Europe*, April 2012, стр. 64.

⁴⁰³ О техничким аспектима ових операција, видети: ЕСВ: *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area*, General Documentation on Euro system Monetary Policy Instruments and Procedures, Applicable from 1 January 2012, Frankfurt a/M, 2011.

Ликвидност тржишних учесника (кредитних институција) регулише се и коришћењем сталних механизма Европске централне банке. Маргинални кредитни механизам (Marginal Lending Facility) омогућава учесницима да позајмљују од Европске централне банке средства са роком доспећа преко ноћи, ради пеглања потреба за дневним салдирањем платног промета, док се маргинални депозитни механизам (Marginal Deposit Facility) користи да учесници депонују вишкове слободних средстава у Европској централној банци на преконоћној бази (енгл. Overnight). На кредите које даје, Банка тражи вишу каматну стопу (плафон) него на депозите које прима (праг); ове две каматне стопе обично су симетричне у односу на главну каматну стопу Европске централне банке, која се формира у главним операцијама рефинансирања.

С обзиром на то да банке могу неограничено да користе сталне механизме Европске централне банке, у трговини ликвидношћу (као краткорочним финансијском инструментом) каматне стопе које оне одобравају једна другој кретаће се између коридора чије границе представљају каматне стопе сталних механизма, а која ће се под тржишним условима формирати као њихова просечна величина. Односно, тржишне каматне стопе биће једнаке главној каматној стопи Европске централне банке.

Према томе, тржишна каматна стопа на неосигуране међубанкарске кредите на евротржишту новца са роком доспећа преко ноћи - EONIA⁴⁰⁴, као регулаторна каматна стопа на тржишту новца, биће једнака главној каматној

⁴⁰⁴ EONIA (Euro overnight index average) представља ефективну каматну стопу која се формира на међубанкарском тржишту преконоћних депозита у евр. Израчунава се као пондерисани просек каматних стопа на неосигуране кредитне трансакције са роком доспећа од преко ноћи изражене у евр, према извештајима панела изабраних банака, о чему је било говора у другој глави.

стопа Европске централне банке, која је резултат главних операција рефинансирања (MRO).

Међуоднос регулаторне стопе EONIA и главне каматне стопе Европске централне банке представиће следећи графикон:



Графикон 3.1. EONIA и стопа главног механизма рефинансирања, 1999 – 2010.

Превод текста: *Marginal lending rate: маргинална активна каматна стопа*

Deposit rate: пасивна каматна стопа

EONIA: видети фусноту 48

Main refinancing minimum bid rate: главна активна каматна стопа рефинансирања

Извор: ЕЦБ: *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 100.

На графикону се види идентичност стопе EONIA и главне каматне стопе Европске централне банке од увођења евра до 2010. године. Одступање које је уследило у августу 2007. године, растом EONIA стопе, резултат је наглог пада у ликвидности после избијања кризе нестандардних хипотекарних инструмената, а затим, резултат примене нестандардних мера обезбеђивања ликвидности које је Европска централна банка користила у

периоду финансијске кризе. Повећана ликвидност тржишта је стопу EONIA приближило каматној стопи на стални депозитни механизам Европске централне банке.

Да би одговорила на изазов финансијске кризе, која је довела до неликвидности тржишта активирањем кредитног ризика контрапартнера и до угрожавања функционисања механизма трансмисије монетарне политике у еврозони⁴⁰⁵, Европска централна банка је проширила поље дејства операција на отвореном тржишту. Она је снижавањем прилагођавала главну каматну стопу до историјски најнижег нивоа од увођења евра (мај 2009. године) и предузела операције директне куповине финансијских инструмената на финансијском тржишту.

Нестандарне мере у примени операција на отвореном тржишту примењиване су већ на почетку кризе нестандартних хипотекарних финансијских инструмената, који је праћен изненадним повлачењем ликвидности са тржишта. Европска централна банка је 9. августа 2007. године омогућила банкама да повуку неопходну ликвидност на рок од преко ноћи⁴⁰⁶. После слома америчке банке Лиман Брадерс, 15. септембра 2008. године, који је означио почетак светске финансијске кризе, Европска централна банка је у сврху санирања неликвидности банака, која је претила да изазове крах у кредитирању реалног сектора, октобра 2008. године, донела мере „проширене кредитне подршке“ банкама. Ове мере укључивале су:

- спровођење операција на отвореном тржишту којима је банкама обезбеђивана сва недостајућа ликвидност по фиксној каматној стопи (Fixed Rate Full Allotment - FRFA), тако да је потпуно неутралисан ризик ликвидности на тржишту;

⁴⁰⁵ The ECB's Response to the Financial Crisis, *ECB Monthly Bulletin*, October 2010, стр. 74.

⁴⁰⁶ The ECB's Response to the Financial Crisis, *ECB Monthly Bulletin*, October 2010, стр. 63.

- продужавање рокова дугорочних операција рефинансирања (од 6 до 36 месеци);
- проширење садржаја колатерала тако да укључи и потраживања по основу кредита банака, и смањење износа обавезне резерве⁴⁰⁷.

Оваквим мерама, Европска централна банка је смањила неизвесност и омогућила дугорочно планирање ликвидности тржишних учесника, што је довело до одржавања кредитирања реалног сектора, али ипак у смањеном обиму⁴⁰⁸, но Европска централна банка је прихватајући улогу финансијског посредовања, спречила фрагментацију тржишта и допринела очувању интегритета јединственог финансијског тржишта.

3.4. ОПЕРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ

Осим нестандардних мера монетарне политике, ради спречавања дисфункционалности појединих сегмената финансијског тржишта, важних за механизам трансмисије монетарне политике, Европска централна банка је проширила поље своје интервенције и на дугорочне сегменте финансијског тржишта. Могло би се рећи да су ове мере биле неопходне, јер је политика квантитативног олакшања, коју су представљале нестандардне мере монетарне политике, као и историјски ниска главна каматна стопа Европске централне банке, исцрпље могућности монетарне политике на активирању потенцијала опоравка реалног сектора, који је такође захватила криза. Мере су биле неопходне и за враћање поверења финансијског тржишта у одрживост јавних финансија презадужених земаља, као последица кризе

⁴⁰⁷ ECB: *Financial Integration in Europe*, April 2012, стр. 70 – 76.

⁴⁰⁸ The ECB's Response to the Financial Crisis, *ECB Monthly Bulletin*, October 2010, стр. 71.

сувереног дуга која је започела 7. маја 2010. године. Ове мере су позиционирале Европску централну банку као кључни фактор у финансијској интеграцији и процесу даље европске интеграције у целини.

Први програм интервенција на тржишту капитала (Covered Bond Purchase Programme - CBPP), Европска централна банка је формулисала 6. јула 2009. године, са циљем оживљавања тржишта хипотекарних финансијских инструмената и смањивања премије на ризик, које је тржиште примењивало на њих, олакшања проблема ликвидности изложених банака, као и одржавања кредитне активности. До краја јуна 2010. године, када је окончан, овај програм је имао за резултат куповину 422 различита хипотекарна инструмента са роком доспећа од 3 до 7 година, од чега 27% на примерном и 73% на секундарном тржишту⁴⁰⁹. Програм је реактивиран (CBPP 2) октобра 2011. године, са истим образложењем као и за први програм. Овај програм је трајао до октобра 2012. године⁴¹⁰.

Европска централна банка је као одговор на почетак кризе сувереног дуга, која је довела до раста премије на ризик (спреда) државних обвезница појединих држава чланица Уније са великим јавним дугом и дефицитом буџета (Грчка, Ирска, Португал, Шпанија, Италија) у односу н референтне вредности немачких државних обвезница, 9. и 10. маја 2010. године усвојила Програм тржишта хартија од вредности (Securities Market Program - SMP), који је реализован кроз директну куповину државних хартија од вредности презадужених држава на секундарном тржишту капитала. Овај програм био је саставни део комплекса мера које је еврозона предузела на санацији тржишта сувереног дуга, укључујући и формирање Европског механизма за финансијску стабилност (EFSF), као привременог механизма за решавање

⁴⁰⁹ The ECB's Response to the Financial Crisis, *ECB Monthly Bulletin*, October 2010, стр. 70.

⁴¹⁰ ECB: *Financial Integration in Europe*, April 2012, стр. 77.

кризе, кога је наследио Европски стабилизациони механизам (ESM), као трајни механизам. Ови механизми су добили могућност интервенције на примарном тржишту капитала.

Уговор о функционисању Европске уније забрањује монетизацију државног дуга држава чланица⁴¹¹, тако да је овај корак Европске централне банке наишао на теоријска оспоравања: у којој мери она може играти улогу зајмодавца у крајњој инстанци на финансијском тржишту? И поред супротних тумачења, Европска централна банка сматрала је да је овај тип операција у складу с њеним мандатом и да не представља кршење одредаба оснивачких уговора Уније⁴¹². Да би се осигурало да ликвидност тржишта не буде поремећена, операције откупа финансијских инструмената су адекватно стерилисане.

Имајући у виду активности стабилизационих механизма за решавање кризе сувереног дуга, као и даљих притисака финансијског тржишта на високо задужене државе чланице, чији јавни дуг у међувремену није био репрограмiran (посебно Шпаније и Италије), Европска централна банка је 2. августа 2012. године донела одлуку о окончању програма тржишта хартија од вредности и његовој замени механизмом, под називом Директне монетарне трансакције (Outright Monetary Transactions – ОМТ),⁴¹³ којом се омогућава куповина државних обвезница на секундарном финансијском тржишту, ради обезбеђивања нормалног функционисања трансмисионог механизма монетране политике. Услов за куповину је поштовање механизма „стриктног и ефикасног условљавања“ које земљама чије се обвезнице купују

⁴¹¹ Уговор о функционисању Европске уније, члан 123.

⁴¹² ЕЦБ: *Financial Integration in Europe*, April 2012, стр. 73.

⁴¹³ ЕЦБ: *Technical Features of Outright Monetary Transactions*, *Press release*, 6 September 2012. http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

намеће ESFS/ESM у оквиру програма финансијске консолидације. Такође, услов је и да ESFS/ESM могу куповати државне обвезнице ових држава на примарном тржишту (да то не би чинила Европска централна банка непосредно, јер би тиме дошло до монетизације јавног дуга, што је забрањено одредбама Уговора о функционисању Европске уније), као и укључивање Међународног монетарног фонда у механизам надгледања финансијске консолидације. Није ограничен обим куповина. Програм ће се примењивати на будуће случајеве финансијске консолидације држава чланица и односиће се равноправно на државне и приватне власнике државних обвезница⁴¹⁴.

3.5. ЈЕДИНСТВЕНА ЕВРООБЛАСТ ПЛАЋАЊА

Европска централна банка обезбеђује јединствену еврообласт плаћања, односно механизме за трансфер новца и хартија од вредности на целој територији еврозоне, као и за централне банке држава чланица које нису прихватиле евро, уколико то захтевају. Ова функција је важна јер осигурава инфраструктуру за уједначен развој финансијског тржишта и његову интеграцију, као и примену савремених технолошких решења у области плаћања (на пример, е-плаћања). Она се обавља на бази овлашћења из члана 127, став 2. Уговора о функционисању Европске уније.

Трансфер плаћања у еврима Европска централна банка организује кроз механизам TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express transfer system), који је почео са радом заједно са увођењем

⁴¹⁴ Наведени програм Европске централне банке је предмет спора пред немачким Врховним судом, чија одлука се очекује на јесен 2013. године. Од ове одлуке зависиће судбина програма. Видети: Cheat Sheet: Why is Germany probing the ECB, MoneyBeat, *Wall Street Journal*, June 11, 2013.

евра као јединствене валуте (4. јануара 1999.)⁴¹⁵ и био је обавезан за све националне банке еврозоне. Преко овог система се у реалном времену преносе сва крупна плаћања у еврима, сва плаћања по основу политике рефинансирања Европске централне банке, као и плаћања која проистичу из операција на девизним тржиштима. TARGET је био заснован на принципу интерконекије и хармонизације рада националних система плаћања.

С обзиром на технолошка ограничења овог система, он је замењен 2007. године савременије организованим системом TARGET 2, који је заснован на јединственој технолошкој платформи коју деле сви учесници. Осим трансфера плаћања изражених у еврима, овај систем омогућава и управљање рачунима финансијских институција које оне воде код Европске централне банке. У 2011. години, 24 централне банке држава чланица ЕУ и њихове финансијске институције су чланови система TARGET 2 (17 националних централних банака еврозоне, Европска централна банка и 6 националних централних банака држава чланица Европске уније). Исте године, 91% укупних трансакција плаћања изражених у еврима по вредности и 59% по броју, извршено је преко овог система)⁴¹⁶. TARGET 2 је прва тржишна инфраструктура која је комплетно интегрисана на нивоу Европске уније и која је отклонила фрагментацију у управљању ликвидности на тржишту. Интеграцију стимулише и могућност да корисници овог система могу с њим бити повезани преко Интернета.

Систем којим управља Европска централна банка није једини којим се преносе плаћања у Европској унији, али је највећи. У области трансфера плаћања мањих вредности, постоји такође низ система, који чине ову област

⁴¹⁵ Scheller, Hanspeter, K.: *The European Central Bank – History, Role and Functions*, Second Revised Edition, ECB, Frankfurt a/M, 2006, стр. 99.

⁴¹⁶ ECB: *Financial Integration in Europe*, Frankfurt a/M, April 2012, стр. 121.

фрагментисаном и стога њихове услуге скупљим за кориснике. У складу са оријентацијом да цена трансфера плаћања између држава чланица не треба да буде скупља од унутрашњег трансфера, Европска унија је покренула пројекат SEPA (Single Euro Payments Area), у оквиру кога се постављају претпоставке за јединствени систем преноса и обрачуна плаћања по основу кредитних и дебитних трансфера и кредитних картица изражених у еврима. Миграција на нови систем, међутим, није задовољавајућа⁴¹⁷.

Европска централна банка је иницирала стварање јединственог механизма за трансфер хартија од вредности, TARGET 2 S, којим би се створила јединствена платформа за регистровање размене и салдирања хартија од вредности. Овај систем би требало да почне са радом у јуну 2015. године. Он би требало да омогући да се прекогранично салдирање хартија од вредности обави на начин исто толико ефикасно, као што је у националним системима.

3.6. НАДЗОРНА ФУНКЦИЈА ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ

Европска централна банка, по Уговору о функционисању Европске уније, има ограничену улогу у надзору финансијских институција. По члану 127, тачка 5. овог уговора, она ће „допринети нормалној реализацији политика компетентних власти које се односе на пруденциону супервизију кредитних институција“. По тачки 6. истог члана, Европској централној банци могу се поверити „посебни задаци који се односе на пруденциону

⁴¹⁷ ЕЦБ: *Financial Integration in Europe*, Frankfurt a/M, April 2012, стр. 115.

супервизију кредитних институција и осталих финансијских институција, са изузетком осигуравајућих институција“⁴¹⁸.

Овакво институционално решење, које је „карактерисала дихотомија између растуће глобалне природе финансија и националне природе супервизије и регулације“⁴¹⁹, било је један од важних узрока оштрине кризе која је погодила банкарски систем еврозоне. Недостатак јединствених принципа супервизије, недовољна контрола банака које послују у више држава чланица, непостојање механизма санације и гашења таквих банака, некоординисана интервенција држава у националне банкерске системе и сл. - показале су се у светлу финансијске кризе кроз високе трошкове санације банкарских система и имале реперкусије на избијање кризе сувереног дуга еврозоне.

У оквиру разрешавања кризе сувереног дуга, као један од механизма који обезбеђује резистентност банакарског система Уније у случају криза, предвиђено је и стварање банкарске уније, у којој основну улогу игра консолидација пруденционе контроле на нивоу Европске централне банке.

3.6.1. БАНКАРСКА УНИЈА, ОБЕЛЕЖЈА И ДОМЕТИ

Банкарска унија представља „трансфер на европски ниво регулаторног и институционалног оквира, који води очувању чврстине и стабилности банкарског сектора“⁴²⁰. Унија треба да реши проблеме банкарског сектора, које су се испољиле у кризи јавног дуга: недовољну капиталну основу за преузимање ризика, немоћ националних регулаторних

⁴¹⁸ Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, C 115/102, 9.5.2008

⁴¹⁹ ECB: *Financial Integration in Europe*, Frankfurt a/M, April 2012, стр. 87.

⁴²⁰ *Towards a European Banking Union*, Victor Constancio, Vice-President of the ECB. Lecture held at the start of the academic year of the Duisenberg School of Finance, Amsterdam, 7 September 2012.

органа да се избори са тешкоћама банака које су мултинационалне компаније, проблем преливања кризе у друге земље, губитак поверења у банке и повлачење депозита, обустављање кредитне активности када је она најпотребнија реалном сектору, проблеми ликвидности, недовољан оквир за санацију и гашење банака с обзиром на велики обим биланса и др.

Јединствени супервизорски механизам (Single Supervisory Mechanism – SSM), формиран је под окриљем Европске централне банке и требало би да централизује одлучивање у области пруденционе контроле, односно надзора над пословањем банака на територији еврозоне, али је отворен приступ и за друге државе чланице Уније. Национални супервизорски органи вршиће задатке дневног надзора и извршаваће одлуке Европске централне банке, а биће надлежни и за доношење мера за заштиту потрошача – корисника финансијских услуга. Да би се избегао конфликт интереса са вођењем монетарне политике, у Европској централној банци формираће се посебан надзорни одбор, који ће се старати о супервизији. Његове одлуке сматраће се усвојеним уколико их не одбаци управни савет ЕЦБ. У вршењу супервизије, Европска централна банка даваће дозволе за рад банака, контролисати адекватност капитала, обим кредитне изложености, ликвидност банака, а контролисаће и финансијске конгломерате и предузимати мере према банкама у тешкоћама. Она ће вршити овлашћења и земље порекла и домаће земље у контроли стабилности банака⁴²¹. Правни основ за ширење функција Европске централне банке је већ поменути члан 127, тачка 6. Уговора о функционисању Европске уније, који предвиђа да се посебне надлежности у

⁴²¹ *Proposal for a Council Regulation conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions*, Brussels, 12.9.2012. COM(2012) 511 final

пруденционој контроли кредитних и других финансијских институција могу поверити Европској централној банци једногласном одлуком Савета⁴²².

Приступање механизму јединствене супервизије је услов да државе чланице могу повлачити средства за санацију банака од Европског стабилизационог механизма, уместо да саме емитују државне обвезнице за ту сврху - на тај начин се раскида „негативна повратна спрега“ банака и државног јавног дуга на националном нивоу.

У Јединственом супервизорском механизму, Европска банкарска управа ће се бавити уједначавањем супервизорске праксе и вршиће функцију посредника између различитих регулаторних органа за све чланице Уније.

Поред наведеног механизма који представља оквир супервизије банака на јединственом финансијском тржишту, процес супервизије оснажен је новим регулаторним решењима.

Слабост контроле адекватности капитала (недовољна процена ризика сувереног, односно државног дуга, недостатак капитала у периодима кризе, неадекватна процена ликвидности) треба да отклони нова Директива о адекватности капитала (CRD 4. Пакет), односно тзв. Базел 3⁴²³. Повећава се обим сопственог капитала које банке треба да поседују на 4,5% и укључује

⁴²² <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0047:0199:en:PDF>

⁴²³ Европска комисија је усвојила нацрт Директиве 20.07.2011. COM(2011) 453 final.

антицикличан слој у износу од 2,5%⁴²⁴. Предложена су и нова правила о награђивању управа банака, ради спречавања праксе преузимања прекомерних ризика од стране менаџмента ради остваривања бонуса.

У процедури се налази и предлог Директиве о санацији и гашењу банака⁴²⁵, којом треба да се осигура регуларност банкарских реорганизација и стечаја, како би се избегло да трошкове ових процедура снесе порески обвезници. Банке које имају системски значај за тржиште Европске уније би требало да имају планове санације, а надзорни органи процедуре гашења банака.

У процедури су, такође, и нова правила за осигурање депозита банака, као део облика заштите депонената од могућег стечаја банака⁴²⁶. Предложена је хармонизација овог система, са основном идејом да се у случају стечаја банке не користе средства пореских обвезника за намиривање депонената, већ да саме банке финансирају фондове осигурања, сагласно ризичности свог пословања.

Банкарска унија се конституише око Европске централне банке, која је из финансијске кризе изашла као европска институција са највише ауторитета. Са новим функцијама централизоване контроле банкарског сектора не само земаља еврозоне, као и основног макропруденционог органа

⁴²⁴ Банке од системске важности морају имати и додатни капитал за апсорпцију губитака у износу од 3.5% до 2016. године, а банке које имају велику изложеност према сувереном дугу треба да имају привремено повећање капитала од 3.5% до 2016. године. Анализа Европске банкарске управе показала је да банкама за поменуто прилагођавање недостаје 348 милијарди евра за банке са капиталом већим од 3 милијарде евра и 17.9 милијарди евра за мање банке. Видети: European Banking Authority: *Basel III monitoring exercise*, 19.03.2012, стр. 6 – 8.

⁴²⁵http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/crisis-management/2012_eu_framework/COM_2012_280_en.pdf

⁴²⁶ http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/guarantee/20100712_proposal_en.pdf

(она руководи Европским одбором за ризике), Европска централна банка ће играти кључну улогу у даљим европским интеграцијама. Међутим, нове функције могу да угрозе њен карактер независне монетарне институције, јер стварају потенцијални морални хазард између потребе одржавања ликвидности и солвентности кредитних институција. Банци су већ упућене примедбе да је у финансијској кризи преузела и одређене фискалне надлежности.

Несумњиво је да ће банкарска унија утицати на стабилизацију банкарског система и спречавање преливања последица тешкоћа појединих банака на европски ниво. Она доноси изједначавање услова конкуренције на кредитном тржишту, укида могућности тзв. регулаторне арбитраже (измештање активности ка мање строгим националним контролама), прекидање „зачараног круга“ односа државе и банака у узајамном преношењу финансијских дубиоза, избегавање фрагментације банкарског система Европске уније, јединствена правила пословања банака. То би требало да буде важан допринос враћању поверења у банкарски систем.

Банкарска унија, међутим, није потпуна, јер неће укључити све државе чланице Уније; заштита националног банкарског система и функција Лондона, као светског финансијског центра, били су главни разлози да Велика Британија одбије чланство у њој. То ће сигурно имати за последицу доношење неоптималних одлука у оквиру Европске банкарске управе, која је надлежна за целину банкарског система Уније. Оно што ће, такође, оптерећивати банкарску унију, јесте проблем демократске легитимности и одговорности у доношењу виталних одлука, које имају репрекусија на националне банкарске системе. Сама Европска централна банка је на удару критика због недостатка демократског легитимитета. С друге стране, на политичком нивоу, одлуке које су мотивисане унутрашњим политичким односима у највећим земљама Уније могу имати веома негативне последице

на финансијски положај становништва у мањим земљама Уније и стога јачати социјални отпор интеграцији. Пример санације банкарског система Кипра то је најбоље илустровао⁴²⁷. Неопходна је даља реформа институционалног оквира Европске уније, у којој ће се изразити њена демократска легитимност, а то подразумева и промене оснивачких уговора - сва досадашња решења у правцу стабилизације последица кризе сударају се са на завршеним институционалним оквиром Уније.

Дубљи разлог тешкоћа с којима ће се суочити банкарска унија је недовољан степен интеграције банкарског тржишта Европске уније. На неинтегрисаној основи, Унија ће бити средство за регулисање крупних финансијских конгломерата, а лако може постати и њихов плен⁴²⁸. Прекомерна регулација и надзор води у опасност гушења тржишта и стога је неопходна даље отклањање препрека финансијској интеграцији, да би се постигао оптимални однос деловања тржишта и регулације.

3.7. КРИЗА ЈАВНОГ ДУГА ЕВРОЗОНЕ И ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ

Европска монетарна унија (еврозна) „заснована је на јединственом институционалном оквиру, који садржи јединствену монетарну политику и више фискалних политика“⁴²⁹; док је прва централизована и представља федерални аспект уније, друга је децентрализована и у надлежности је држава чланица. Овакво решење резултат је како жеље држава чланица да

⁴²⁷ <http://www.eurozone.europa.eu/newsroom/news/2013/03/eg-statement-cyprus-25-03-13/>

⁴²⁸ Stiglitz, Joseph E., *The Price of Inequality*, Allen Lane, New York, 2012, стр. 249.

⁴²⁹ Monetary and fiscal policy interactions in a monetary union, *ECB Monthly Bulletin*, July 2012, стр. 51.

задрже капацитет прерасподеле националних финансија унутар земље, односно онемогуће принудне аутоматске трансфере између држава чланица Уније, тако и због чињенице да им, како су пренеле надлежност над вођењем монетарне политике на унију, на располагању не остаје ни- један други инструмент макроекономског прилагођавања на екстерне шокове⁴³⁰. Овакав институционални аранжман условио је потребу да се у оснивачким актима Уније утврди механизам координације монетарне и фискалних политика, као и обавезе држава чланица у вођењу фискалних политика, с обзиром на утицај који фискална политика, а посебно буџетска равнотежа, има на вођење монетарне политике. Финансијско тржиште у овом аранжману требало је да игра важну дисциплинујућу улогу: да открива евентуалну некоординацију две политике и да санкционише државе које се прекомерно задужују, односно не поштују заједнички усвојена фискална правила, што се и десило у периоду кризе јавног дуга еврозоне.

У уговору о функционисању Европске уније усвојено је неколико основних правила понашања држава чланица у фискалној области:

- државе чланице треба да избегну прекомерни буџетски дефицит (члан 126/1);
- не постоји монетарно финансирање јавног дуга (члан 123);
- забрањен је привилегован приступ јавног сектора финансијским институцијама (члан 124);
- клаузула несанирања јавних финансија држава чланица од стране других држава чланица или Европске уније (члан 125);
- фискална правила, која државе морају поштовати, заједно са контролом од стране других држава чланица и механизмом санкција (члан 126).

⁴³⁰ О овом другом аспекту, видети: De Grauwe, Paul: *Economics of Monetary Union*, Fifth edition, Oxford University Press, Oxford, 2003, стр. 203.

Фискална правила регулише Пакт стабилности и раста (Stability and Growth Pact), који садржи одредбе о поступању у Унији у случају да нека од држава чланица прекорачи лимите буџетског дефицита и јавног дуга, што се може, механизмом преливања, одразити на финансијски положај других држава чланица, односно Економске и монетарне уније у целини.

Пакт стабилности и раста потписан је 17. јуна 1997. године у Амстердаму. Он се састоји од две уредбе Савета и резолуције Европског савета у којој се државе чланице, Европска комисија и савет обавезују на поштовање и извршње усвојених мера⁴³¹. Прва уредба, „О јачању надгледања буџетске позиције и надгледању и координацији економских политика“⁴³², другачије се назива и „превентивна рука“ пакта и обавезује државе чланице да подносе Комисији програме стабилности (чланице еврозоне) и конвергенције (остале чланице) и да извршавају усвојене средњорочне буџетске циљеве ради постизања одрживих јавних финансија. Од држава чланица захтева се постизање одогуарајуће маргине сигурности јавних финансија, да не би имале прекомерни дефицит буџета (преко 3% БДП годишње), односно јавног дуга (преко 60% БДП). У ту сврху, државе чланице треба да одржавају буџет „близу равнотеже или у суфициту“; каснија тумачења су ову величину дефицита одредиле као не више од 0,5% бруто друштвеног производа годишње)⁴³³. Друга уредба, „О убрзању и тумачењу примене процедуре прекомерног дефицита“⁴³⁴, позната и као „корективна рука“ пакта, регулише примену процедуре прекомерног

⁴³¹ Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact, Amsterdam 17 June 1997, *Official Journal of the European Union*, C 236, 02. 08. 1997.

⁴³² Council Regulation (EC) No 1466/97 of 7 July 1997 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies, *Official Journal of the European Union*, L 209, 2.8.1997.

⁴³³ Ten Years of the stability and growth pact, *ECB Monthly Bulletin*, October 2007, стр. 55.

⁴³⁴ Council regulation (EC) No 1467/97 of 7 July 1997 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, *Official Journal of the European Union*, L 209, 2.8.1997.

дефицита у државама чланицама, укључујући и примену санкција држави чланици која не поштује препоруке и упозорења органа Уније. Државе су изузете из примене ове процедуре уколико је буџетски дефицит резултат изузетних околности ван њиховог утицаја (на пример, услед деловања економске кризе). Одредбе „превентивне руке“ пакта ушле су у Уговор о функционисању Европске уније у члану 121. и Протоколу 12, а „корективне руке“ у одредбе члана 126.

Просечна величина дефицита буџета на нивоу еврозоне, после усвајања Пакта варирала је: у периоду усвајања евра, због дејства критеријума конвергенције, као што је већ илустровано, дефицит и јавни дуг су снижени, мада све државе нису поштовале границе постављене пактом. После увођења евра, дефицит је варирао зависно од економских околности, тако да је 2003. године достигао износ од 3,15%, а 2006. године његова висина била је 0,6%⁴³⁵.

Поједине државе чланице, међутим, стално су пробијале регулаторне величине буџетског дефицита; скоро свака држава чланица пробијала је ове границе бар једанпут у првих десет година важења Пакта, а Европска комисија је више пута покретала процедуру прекомерног дефицита, да би натерала државе чланице да поштују постављене лимите. Оне су поштовале препоруке комисија све до 2003. године, када су дефицит забележиле Француска и Немачка. У овом случају, Савет није желео да спроведе процедуру, која би евентуално могла да доведе до санкција против наведене две земље, већ је суспендовао одредбе Пакта. После жалбе комисије Европском суду правде и пресуде суда да Савет није имао овлашћења да суспендује одредбе Пакта, дефицит две државе је коригован.

⁴³⁵ Ten Years of the stability and growth pact, *ECB Monthly Bulletin*, October 2007, стр. 55.

С обзиром на то да је Пакт стабилности и раста имао као уграђен недостатак слаб механизам санкција, а нису поштовале његове одредбе кључне државе чланице, што је произвело морални хазард на страни осталих држава чланица. Зато се приступило реформи 2005. године, али не у правцу јачања механизма санкција, него његовог ублажавања. То је довело до формирања дебаланса у фискалној политици држава чланица, које нису искористиле повољне економске околности да формирају адекватне маргине сигурности у својим буџетима⁴³⁶, што је имало изразито негативне последице после избијања финансијске кризе у периоду од 2007. до 2012. године.

Финансијска криза, која се може посматрати као непрекинути низ од кризе хипотекарног тржишта до кризе сувереног дуга еврозоне, решавана је низом мера монетарне и фискалне политике, као и других инструмената макроекономске политике.

Кад је реч о фискалној политици еврозоне (пошто су мере монетарне политике већ размотрене), донете су како мере фискалне стимулације, тако и мере подршке финансијском сектору. Поред тога, на ублажавање дејства кризе утицали су и ефекти аутоматских стабилизационих механизма фискалне политике (повећање фискалних трансфера). Ове мере су довеле до наглог повећања дефицита буџета држава чланица еврозоне а основне податке можемо видети у следећој табели:

Табела 3.2. *Фискална позиција држава чланица еврозоне, 1998 - 2011*

⁴³⁶ ЕЦБ: *Financial Integration in Europe*, April 2012, стр. 89.

	Fiscal balance to GDP ratio				Government debt to GDP ratio				Interest payments to GDP ratio			
	1998	Change 1998- 2007	Change 2007- 2010	2011	1998	Change 1998- 2007	Change 2007- 2010	2011	1998	Change 1998- 2007	Change 2007- 2010	2011
Belgium	-0.9	0.9	-3.8	-3.7	117.2	-33.2	12.0	98.0	7.3	-3.4	-0.5	3.3
Germany	-2.3	2.6	-4.5	-1.0	60.5	4.7	17.9	81.2	3.4	-0.6	-0.3	2.7
Estonia	-0.7	3.1	-2.1	1.0	6.0	-2.3	3.0	6.0	0.5	-0.4	0.0	0.1
Ireland	2.4	-2.3	-31.2	-13.1	53.0	-28.2	67.6	108.2	3.3	-2.3	2.1	3.4
Greece	-3.9	-2.6	-3.9	-9.1	95.4	12.0	37.5	165.3	8.2	-3.7	1.2	6.9
Spain	-3.0	4.9	-11.3	-8.5	64.2	-27.9	25.0	68.5	4.2	-2.6	0.3	2.4
France	-2.6	-0.1	-4.3	-5.2	59.5	4.7	18.1	85.8	3.3	-0.6	-0.3	2.6
Italy	-2.7	1.0	-3.0	-3.9	114.2	-11.2	15.5	120.1	7.9	-2.9	-0.4	4.9
Cyprus	-4.2	7.7	-8.8	-6.3	59.2	-0.4	2.7	71.6	3.1	0.0	-0.8	2.5
Luxemburg	3.4	0.3	-4.5	-0.6	7.1	-0.4	12.4	18.2	0.4	-0.2	0.2	0.5
Malta	-9.9	7.6	-1.4	-2.7	53.4	8.8	7.2	72.0	3.2	0.1	-0.3	3.1
Netherlands	-0.9	1.1	-5.3	-4.7	65.7	-20.4	17.6	65.2	4.7	-2.5	-0.2	2.0
Austria	-2.4	1.5	-3.6	-2.6	64.4	-4.2	11.7	72.2	3.6	-0.8	-0.1	2.6
Portugal	-3.9	0.7	-6.7	-4.2	50.3	18.0	25.1	107.8	3.1	-0.2	-0.1	3.9
Slovenia	-2.4	2.3	-6.0	-6.4	23.1	-0.1	15.7	47.6	2.2	-0.9	0.4	2.0
Slovakia	-5.3	3.5	-5.9	-4.8	34.5	-4.9	11.5	43.3	2.5	-1.1	0.0	1.6
Finland	1.6	3.7	-7.8	-0.5	48.4	-13.2	13.2	48.6	3.5	-2.1	-0.4	1.1
Euro area	-2.3	1.6	-5.6	-4.1	72.8	-6.5	19.2	88.0	4.5	-1.6	-0.2	3.1

Превод текста: *Fiscal balance to GDP ratio: стопа буџетског дефицита*

Government debt to GDP ratio: стопа јавног дуга

Interest payments to GDP ratio: стопа исплате камате

Change: промена

Извор: ECB: *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011, стр. 100.

Као резултат таквог повећања дефицита буџета, скоро све државе чланице еврозоне ушле су у зону прекомерног буџетског дефицита дефинисаног Пактом стабилности и раста (13 од 17 држава чланица еврозоне)⁴³⁷, а неке од њих су ушле у зону неодрживог фискалног дефицита, који је захтевао санацију фискалног система (Грчка, Ирска, Португалија).

На нагло повећање буџетског дефицита, односно јавног дуга, финансијско тржиште је реаговало поновном проценом ризика улагања у

⁴³⁷ Међу њима су биле и велике привреде: Немачка (89.1%), Француска (89.4%), Италија (121.4%) и Шпанија (70.2%). CFA Institute: *European Sovereign Debt Crisis: Overview, Analysis, and Timeline of Major Events*, 21 November 2011.

државне обвезнице држава чланица еврозоне, повећавајући премију на ризик (спред) на обвезнице држава чији је дуг највише порастао. Повећани спред одражавао је како кредитни ризик појединих држава (ризик од банкротства), тако и ризик ликвидности, односно могућност да се обвезнице тих држава могу уновчити на тржишту само уз висок дисконт. Нове емисије обвезница презадужених држава носиле су веома високе каматне стопе, до нивоа који је терет отплате дуга чинио неодрживим, не само код презадужених држава чије су финансије саниране, него и код неких других држава које је финансијско тржиште сматрало за изузетно ризичне. На пример, у случају Шпаније и Италије, тражени принос на шпански дуг (емисија 10-годишњих државних обвезница) средином јуна 2012. године био је 6,85%, а на једнаки италијански дуг 6,28%, што је далеко више од нормалних приноса пре кризе сувереног дуга⁴³⁸. Ова појава означила је манифестацију тзв. заразе (Contagion) на тржишту сувереног дуга, односно ширење кризе, првенствено прихолошким каналима и на друге државе. Системски ризик био је активиран на финансијском тржишту еврозоне као целине⁴³⁹.

Нагли раст премија на ризик државних обвезница презадужених држава чланица еврозоне, односно пад њихових цена, имао је значајне последице:

- повећан је распон каматних стопа на финансијском тржишту еврозоне у односу на референтне величине немачких државних обвезница, посебно стога што су инвеститори повећали улагања у немачке државне обвезнице услед активирања механизма „бекства у сигурност“, односно улагања у хартије од вредности са ниским приносом, али и са ниским ризиком. То је

⁴³⁸ World stock fall after Europe Debt Crisis Worsens , *Associated Press*, 14. 06. 2012.

⁴³⁹ The euro area sovereign crisis: monitoring spillovers and contagion, *ECB Research Bulletin*, No 14, 2011.

довело, као што је већ поменуто, до негативних приноса на немачке државне хартије: средином јуна 2012. године, принос на 10-годишње немачке „бундове“ износио је 1,505%, што је било ниже од стопе инфлације у еврозони, тако да је њихов реални принос био негативан⁴⁴⁰;

- пад цена сувереног дуга изазвао је поремећаје у билансима банака (због примене правила тржишног процењивања портфолија), тако да су оне забележиле високе губитке, које је држава санирала; санација је проузроковала даљи раст државног дуга (тзв. негативна повратна спрега између финансијског сектора и тржишта сувереног дуга).

Смиривању финансијског тржишта и прекиду наведене негативне повратне спреге допринели су потези како Европске централне банке, тако и држава чланица еврозоне. Европске централна банка је механизмом интервенције на тржишту сувереног дуга (Програм тржишта хартија од вредности) стабилизовала цене обвезница презадужених земаља, а колективна акција држава чланица еврозоне на санацији јавних финансија и банкарског сектора појединих земаља, односно примена „инструмената решавања кризе“ (Crisis Resolution Instruments) отклонила је могућност њиховог банкрота и даље ширење „заразе“ на финансијском тржишту.

3.8. МЕХАНИЗАМ РЕШАВАЊА КРИЗЕ ЈАВНОГ ДУГА

Решавање кризе јавног дуга подразумевало је акције на националном нивоу држава чланица, као и колективну акцију на нивоу еврозоне. Прва је углавном била усмерена на механизам штедње, и поред става низа економиста да је у условима кризе погоднији механизам експанзије државног

⁴⁴⁰ Bunds Lose Some Standing as Haven, *Wall Street Journal*, 25. 06. 2012.

трошења. Један од најоштријих критичара штедње, нобеловац Пол Кругман (Paul Krugman), написао је: „Озбиљни аналитичари сада тврде да је фискална штедња у депресивној привреди вероватно само-поражавајућа: сужавајући привреду и погађајући дугорочни приход, штедња вероватно чини изгледе за решавање кризе дугова лошијим, а не бољим“⁴⁴¹. Механизам колективне акције био је, са друге стране, ограничен одредом Уговора о функционисању Европске уније који је, као што је већ наведено, забрањивао колективну санацију било које презадужене државе чланице. Било је, стога, неопходно пронаћи механизам решавања проблема држава које су биле посебно погођене кризом сувереног дуга: Грчке, Ирске и Португалије.

Зашто овим земљама није било дозвољено да прогласе банкрот државних финансија?

Прво, криза сувереног дуга довела је до кризе евра као јединствене валуте, до анализирања могућности повратка ових држава на националне валуте, односно враћање у оптицај њихових пре-еуро новчаних јединица и излазак из еврозоне. На тај начин, оне би вратиле полугу девизног курса коју су изгубиле прихватањем евра: могућност да девалвацијом националне валуте поврате конкурентност националне привреде коју су изгубиле лоше вођеном економском политиком и недовољним структурним реформама. Ова опција је међутим, оцењена као исувише скупа, пошто би еврозону гурнула у још већу кризу: то би, по мишљењу америчког економисте Берија Ајхенгрин (Barry Eichengreen) по својим последицама, била „мајка свих криза“⁴⁴². С друге стране, прихватање евра је неповратан процес, а у Уговору

⁴⁴¹ Krugman, Paul: Death of a Fairy Tale, *New York Times*, April 26, 2012.

⁴⁴² Eichengreen, B.: *The Break-Up of the Euro Area*, NBER Working Paper, No13393, September 2007.

о функционисању Европске уније није предвиђена могућност изласка или искључивања из еврозоне било које државе чланице⁴⁴³.

Друго, ефекат „заразе“, који би проузроковало банкротство једне земље, узроковало би талас напада финансијског тржишта и на друге земље, које би се нашле на ивици банкрота или морале да га прогласе. Због инвестирања у обвезнице сувереног дуга, које су извршиле банке, банкрот држава довео би до стечаја низа банака у еврозони. И банке из развијених држава чланица Уније имале су велику изложеност према сувереном дугу медитеранских држава чланица (на пример, немачке и француске банке су заједно поседовале 22% грчких државних обвезница)⁴⁴⁴. Због велике изложености према грчком државном дугу, кипарске банке прошле су кроз процесе стечаја и реконструкције⁴⁴⁵.

Треће, банкрот презадужених држава чланица довео би до преливања капитала између држава чланица који се не би могао контролисати.

Због неповољних последица банкрота, еврозона се определила за санацију јавних финансија презадужених држава чланица. То је, с једне стране, требало да буде израз солидарности између држава чланица а, са друге, и манифестација политичког јединства еврозоне, посебно у условима сталног пребацивања Немачкој да жели да обликује еврозону у складу са својим унутрашњим политичким потребама.

⁴⁴³ Видети подробније у: Athanassiou, P.: *Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU – Some Reflexions*, ECB, Legal Working Papers Series, No 10, December 2000.

⁴⁴⁴ Bank For International Settlements: *BIS Quarterly Review*, 21 February 2012.

⁴⁴⁵ Cyprus Minister: 'Urgent' Bailout Needed , *Wall Street Journal*, 21 June 2012. Видети и: European Commission, *European Economy: The Economic Adjustment Programme for Cyprus*, *Occasional Papers No149*, May 2013.

Решавање кризе јавних финансија презадужених држава чланица решавано је на индивидуалној основи, од случаја до случаја, као и уз формирање перманентног механизма еврозоне за подршку санацији.

Криза сувереног дуга настала је као резултат како унутрашњих економских политика презадужених држава чланица еврозоне (Грчке, Ирске и Португалије; мада су кризом биле угрожене и Италија, Шпанија, а затим и Кипар), које су довеле до појаве високог фискалног дефицита, посебно због санације последица кризе хипотекарног тржишта, као и деловања ефекта преливања фискалне кризе Грчке⁴⁴⁶. Симптоме кризе је открило финансијско тржиште, захтевајући високе премије на ризик за ново задужење ових држава, као и обарањем цена већ емитованих државних обвезница. Појаву кризе регистровале су рејтинг агенције, које су кредитни квалитет (рејтинг) државних обвезница снижавале у мери погоршања кризе: у случају Грчке, на пример, са инвестиционог нивоа деградирале су суверени рејтинг (рејтинг земље) најпре на шпекулативни ниво, а затим и на ниво тзв. „ћубре“ обвезница (децембра 2009 са А- на БББ+, марта 2010. године на шпекулативни статус, а јуна 2010. године на статус „ћубре“ обвезница), што је значило њихову ненаплативост. И рејтинзи других држава чланица еврозоне кориговани су наниже, укључив и рејтинг Француске.

Истовремено са снижавањем рејтинга, подизане су се премије на ризик, које је финансијско тржиште захтевало на нове емисије државних обвезница презадужених земаља. Премије на ризик посебно су порасле у јесен 2010. године, када је финансијским тржиштем завладао страх не само да неће бити решена фискална криза презадужених земаља, него да ће се она прелити и на еврозону. У септембру 2010. године премија на ризик

⁴⁴⁶ De Santis, Roberto A.: The Euro Area Sovereign Debt Crisis Safe Haven, Credit Rating Agencies and Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal, *ECB Working Paper Series* No 1419, February 2012, стр. 4 - 7.

(спред) на грчке државне обвезнице са роком доспећа од 10 година износила је 800 базних поена, односно 8% у односу на немачке одговарајуће обвезнице; новембра исте године, премија на ризик на ирске државне обвезнице истог рока доспећа износила је 625 базних поена, односно 6,25% у односу на немачке обвезнице⁴⁴⁷.

Снижавање рејтинга и раст премија на ризик сувереног дуга били су знак да се криза прелила на финансијско тржиште еврозоне и да се претворила у „заразу“ (енгл. Contagion).

Пошто ће случај Грчке бити предмет детаљнијег посматрања, овде треба истаћи основне елементе решавања кризе јавног дуга Ирске и Португалије (поред ове две земље, санацију су затражиле и Шпанија и Кипар, јуна 2012. године).

Ирска је затражила финансијску помоћ новембра 2010. године, ради санације буџетског дефицита узрокованог губицима банкарског сектора и добила је - уз усвајање програма финансијске стабилизације⁴⁴⁸. Укупна вредност помоћи (средства Европског стабилизационог фонда, држава чланица Уније ван еврогрупе и Међународног монетарног фонда) износила је 85 милијарди евра, од чега се 35 милијарди односи на банкарски сектор, а остатак за корекцију буџетског дефицита и обезбеђење финансијске стабилности до 2015. године. Осим реформе банкарског сектора и постизања

⁴⁴⁷ CFA Institute: European Sovereign Debt Crisis: Overview, Analysis, and Timeline of Major Events, 21 November 2011.

⁴⁴⁸ Ireland Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality, 3 December, 2010

http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/pdf/2010-12-07-mou_en.pdf

фискалне одрживости, Ирска се обавезала да спроведе реформе усмерене на раст, посебно на тржишту рада⁴⁴⁹.

Португалија је почетком априла 2011. године затражила финансијску помоћ, која јој је одобрена маја исте године, као пакет помоћи од стране еврогрупе, Европске уније и Међународног монетарног фонда, у износу од 78 милијарди евра⁴⁵⁰. Споразумом о разумевању, Португалија се обавезала да у року од три године спроведе стабилизациони програм, спроведе структурне реформе усмерене на подстицање раста, отварање нових радних места и побољшање конкурентности, обезбеди фискалну консолидацију ради смањивања буџетског дефицита у уговорени лимит, као и да спроведе реформу банкарског сектора⁴⁵¹.

Механизам санације на нивоу Еврозоне је институционализован формирањем Европског финансијског стабилизационог фонда, маја 2010. године⁴⁵². Овај фонд основан је као друштво са ограниченом одговорношћу, са седиштем у Луксембургу и овлашћен је да емитује обвезнице на тржишту капитала, ради прикупљања средстава које може пласирати у процес санације држава чланица еврозоне које су у финансијским тешкоћама. Правни основ формирања Фонда је члан 122, став 2. Уговора о функционисању Европске уније, који предвиђа одобравање финансијске помоћи Уније државама чланицама у тешкоћама или им озбиљно прете тешкоће, које су изазване изузетним околностима изван њихове контроле. Стабилизациони фонд од 2013. године функционише под називом Европски

⁴⁴⁹ http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/ireland/index_en.htm

⁴⁵⁰ http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/portugal/index_en.htm

⁴⁵¹ Portugal Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality , 17 May 2011.

http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/mou/2011-05-18-mou-portugal_en.pdf

⁴⁵² Council Regulation (EU) No 407/2010 of 11 May 2010 establishing a European financial stabilisation mechanism, Official Journal of the European Union L 118/1, 12.5.2010.

стабилизациони механизам, као „стални механизам за очување финансијске стабилности еврозоне као целине“⁴⁵³. Да би се омогућио његов рад, предложене су промене у Уговору о функционисању ЕУ (у члану 136), којима се дозвољава државама чланицама еврогрупе да формирају стабилизациони механизам, који ће се активирати уколико је неопходно сачувати стабилност еврозоне као целине, под условом да акције овог фонда на санацији јавних финансија држава чланица садрже строге мере условљавања. Фонд је основан са кредитним потенцијалом од 700 милијарди евра, а од марта 2012. године средства су повећана на 900 милиона евра.

Фонд има овлашћење да интервенише на секундарном финансијском тржишту куповином државних обвезница, ради стабилизације њихових цена, посебно ако ограничена ликвидност тржишта за те обвезнице угрожава финансијску стабилност еврозоне као целине. Такође, Фонд може учествовати у директној докапитализацији банака. Он не даје у ту сврху наменске кредите државама, пошто би то значило повећање јавног дуга држава. Фонд је управо и формиран да би се раскинула „негативна повратна спрега“ између банкарског сектора и јавних финансија држава чланица: санација банака средствима пореских обвезника повећава јавни дуг држава, а у условима презадужености криза која погађа јавне финансије изазива даље погоршање биланса банака, с обзиром на њихове пласмане у државне обвезнице. За одобравање својих кредита Фонд може да користи механизам условљавања. Такође, може да пружа финансијску подршку државама чланицама, као превентивну меру ради спречавања избијања кризе јавних финансија⁴⁵⁴.

⁴⁵³ European Council – The President, *Press Remarks*, PCE 314/10, 16. 12. 2010.

⁴⁵⁴ Видети шире: *The European Stability Mechanism, ECB Monthly Bulletin*, July 2011, стр. 71 – 85.

3.9. ЈАВНИ ДУГ ГРЧКЕ - СТУДИЈА СЛУЧАЈА

Када је грчки премијер Џорџ Папандреу (Georges Papandreu), у говору пред Парламентом 16. октобра 2009. године, открио да је дефицит буџета далеко виши него што се до тада приказивало, а 5. новембра и обелоданио да ће за 2009. годину износити 12.7% БДП, двоструко више од уговорних лимита, започела је криза грчког јавног дуга, која ће се прелити на јединствено финансијско тржиште, изазвати његову фрагментацију, односно реверзибилне тенденције интеграције, угрозити опстанак евра као јединствене валуте, еврогрупе, па и саме Европске уније. Криза грчког дуга је сложени сплет односа финансијског тржишта, националних мера економске политике и европског одговора, са становишта појединих држава чланица, као и еврогрупе као целине.

С обзиром на то да је финансијско тржиште одговорило на тешкоће јавних финансија Грчке подизањем премије на ризик на њене државне обвезнице, процењујући извесност банкрота, а да би евентуални банкрот произвео далекосежне последице по јединствено финансијско тржиште, еврогрупа је одлучила да финансијски санира Грчку.

Грчка је санирана кроз два програма⁴⁵⁵. Први програм економског прилагођавања Грчке еврогрупа је одобрила 2. маја 2010. године, у износу од 80 милијарди евра, који је касније умањен за 2,7 милијарде евра неучествовањем Словачке, Ирске и Португалије (плус 30 милијарди долара кредита Међународног монетарног фонда). Санација, због уговорних ограничења, није могла бити из средстава Уније, него на бази билатералних

⁴⁵⁵ Фактографија о програмима санације јавних финансија Грчке преузета је са сајта Европске комисије: http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm, као и хронологија грчког дуга: CFA Institute: European Sovereign Debt Crisis: Overview, Analysis, and Timeline of Major Events, 21 November 2011, као и: Athens Centre for International Political Economy (A.C.I.P.E): GREEK CRISIS TIMELINE: a chronology of key events for the greek debt crisis a database of key official documents & pronouncements.

односа држава чланица еврогрупе са Грчком, која је преузела обавезу спровођења фискалне реформе⁴⁵⁶.

Пошто и поред коришћења одобрених средстава, Грчка није успела да реши фискалну кризу, а забележен је и велики одлив средстава са рачуна банака, што је угрозило њихову солвентност, одобрен је нови програм економског прилагођавања Грчке 14. марта 2012. године, у износу од 130 милијарди евра, за период 2012-2014. године (плус 19,8 милијарди евра од Међународног монетарног фонда). Овог пута, средства су каналисана кроз Европски финансијски стабилизациони фонд. Услов за одобравање средстава био је да се део јавног дуга у поседу приватних власника обвезница репрограмира заменом за новоемитоване државне обвезнице са дужим роковима доспећа уз дисконт (губитак за власнике обвезница износио је 53,55% уложених средстава). Од укупно 205,6 милијарди евра обвезница, замењено је 95,7%⁴⁵⁷.

Средства помоћи стављана су Грчкој на располагање у динамици испуњавања реформских захтева, као и политичких услова које је Грчка преузела новим меморандумом о разумевању са еврогрупом⁴⁵⁸.

Пошто због негативног економског раста и политичке нестабилности, Грчка није успела да испуни постављене захтеве, еврогрупа у новембру 2012. године одобрава нови пакет помоћи овој земљи. Он је укључивао продужење рока за економске реформе до 2016. године, мере за смањење јавног дуга

⁴⁵⁶ http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/2010-05-03-statement-commissioner-rehn-imf-on-greece_en.htm.

⁴⁵⁷ Europe Agrees on New Bailout to Help Greece Avoid Default, *The New York Times*, 20. 02. 2012. Greece Expected to Offer Debt Holders a Deal Soon, *The New York Times*, 14. 02. 2012. ИФ: *Euro Briefing*, February 22, 2012, стр. 6. О реакцијама финансијског тржишта на споразум, видети: Greek deal leaves investors fearful of two-tier bonds, *Financial Times*, 21. 02. 2012: споразум ће отежати поновно враћање Грчке на финансијско тржиште.

⁴⁵⁸ European Commission: European Economy, The Second Economic Adjustment Programme for Greece, *Occasional Papers* 94, March 2012.

Грчке до 2020. године, смањење трошкова кредита и продужавање рока отплате дуга.

Грчка, међутим, с обзиром на свој рејтинг, не може користити јединствено финансијско тржиште за нове зајмове и стога су изгледи за њену поновну интеграцију у то тржиште веома неповољни.

3.10. РЕФОРМА ФИСКАЛНЕ РЕГУЛАТИВЕ

Ради регулисања буџетске дисциплине држава чланица у пост-кризним условима, а у складу са новим институционалним решењима везаним за системски ризик и перманентни механизам решавања кризе јавног дуга, у оквиру еврозоне су формулисана и усвојена и нова регулаторна правила, која се односе како на кординацију фискалне политике, тако и на отклањање макро-економских неравнотежа из којих су и проистицале могућности формирања фискалних дефицита.

Пакт стабилности и раста реформисан је поново 2011. године, усвајањем „пакета шест мера“⁴⁵⁹ (који се примењује на све државе чланице Уније). „Превентивна рука“ пакта је допуњена процесом узајамног разматрања фискалних политика држава чланица (Еуросеместар) и уведен је лимит трошења буџета у складу са пројектованим економским растом. „Корективна рука“ пакта допуњена је одредбама о таргетирању стопе државног дуга у односу на бруто друштвени производ, са аутоматским смањењем. Утврђени су нови стандарди за домаћа фискална правила, као и механизми економских и политичких санкција ради осигурања поштовања буџетских правила од стране држава чланица. Такође је заснована процедура идентификације макроекономске неравнотеже, којом се поставља механизам надгледања држава чланица, да би се идентификовали могући ризици,

⁴⁵⁹ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-898_en.htm

спречило појављивање штетних макро-економских неравнотежа и кориговале већ постојеће. Овај механизам егзистира упоредо са Пактом стабилности и раста⁴⁶⁰.

Крајем октобра 2011. године усвојен је и „пакет два правила“, којим се разрађује механизам фискалног надзора из Уговора о функционисању Европске уније⁴⁶¹. Првим правилом (примењују се на државе чланице еврогрупе) се предвиђа „екс анте“ процена нацрта националних буџета од стране Комисије и еврогрупе, утврђује правило уравнотеженог буџета, које треба да се усвоји у националним законодавствима и оснивају независни фискални савети. Другим правилом установљена су правила за надгледање јавних финансија држава које примају финансијску помоћ ради спровођења програма макроекономског прилагођавања.

Формирање „перманентног“ механизма решавања проблема кризе оснажено је потписивањем Уговора о стабилности, координацији и управљању у Економској и монетарној унији (марта 2012. године), који предвиђа јачање “економског стуба економске и монетарне уније” у области буџетске дисциплине, координације економских политика и управљања еврозоном⁴⁶². Најважније одредбе уговора, који је добио назив Фискални пакт, јесу захтеви да се у национална законодавства, по могућству, у устав угради одредба о уравнотеженом буџету, као и аутоматски корективни механизам (механизам санкција) за непоштовање таквог правила од стране државе чланице, који спроводи Европски суд правде. Тиме се избегава политички процес одлучивања о санкцијама који је остављао простор за

⁴⁶⁰

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm

⁴⁶¹ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-822_en.htm

⁴⁶² *Treaty on Stability, Coordination, and Governance in the Economic and Monetary Union*, Brussels, 2 March 2012.

политичке компромисе, који нису санкционисали буџетску недисциплину. Усвајање Фискалног пакта није имало за последицу измене Уговора о Европској унији и Уговора о функционисању Европске уније, због тога што није постигнута сагласност свих држава чланица Уније (против су биле Велика Британија и Чешка). Уместо измене оснивачких уговора, искоришћен је механизам унапређене сарадње из оснивачких уговора (члан 20 Уговора о Европској унији и чл. 326 – 344. Уговора о функционисању Европске уније). Државе чланице Уније, које су потписале овај уговор, имаће право коришћења средстава стабилизационог фонда.

Може се закључити да формирање Европског одбора за системски ризик, усвајање правила везаних за макро и микропруденциону регулативу, формирање стабилизационих фондова и усвајање правила о буџетској дисциплини и координацији економске политике могу допринети спречавању или бар ублажавању појављивања финансијских и економских криза у финансијски инегрисаној Унији.

Ове мере неће на кратак рок отклонити фрагментацију јединственог финансијског тржишта, јер су са њега искључене мање државе које су предмет санације јавних финансија - њихов повратак на тржиште је спор процес.

Анализа дејства кризе јавног дуга еврозоне, као и кризе хипотекарног тржишта, која јој је претходила, показала је да се фрагментација јединственог тржишта реализује на неколико нивоа.

Прво, активиран је кредитни ризик и ризик контрапартнера, као његов део, што је смањило кретања ликвидности на тржишту новца и у међубанкарском сектору, а и обим прикупљеног капитала на тржишту корпоративних обвезница и акција корпорација.

Друго, активиран је системски ризик, који је проузроковао опште смањење цена финансијских инструмената, као и сужавање тржишта сувереног дуга.

Треће, опште неповерење у кредитни систем и финансијско тржиште довело је до дезинтермедијације у односима становништва и финансијских институција, односно банака, осигурања, инвестиционих и пензијских фондова.

Најзад, санација јавних финансија појединих држава чланица имала је за последицу да оне не могу користити међународно тржиште капитала – укључив и јединствено европско финансијско тржиште за прибављање свежег капитала, већ зависе искључиво од финансирања прописаног од стране институција Уније (свака транша „помоћи“ условљена је „напретком реформи“), што представља и облик непосредне фрагментације јединственог европског финансијског тржишта.

И поред свега, јединствено финансијско тржиште сачувало је функционалност и механизме утицаја на носиоце економске политике у државама чланицама, еврозони и Унији као целини. Међутим, она је додатно ослабљена политикама штедње, коју спроводе државе чланице, а која је и институционализована усвајањем Фискалног пакта. Политика штедње ограничава даљи развој јединственог финансијског тржишта и смањује капацитет његовог утицаја на реалну економију.

ГЛАВА 4. ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ У КОНТЕКСТУ ФИНАНСИЈСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

Финансијско тржиште Србије на савременом степену развоја одражава противречности настанка и досадашње историје, економских околности чији је израз, као и тежњи за интегрисањем у европско финансијско тржиште. Основне проблеме овог тржишта данас, описује Извештај о раду регулаторног органа тржишта, Комисије за хартије од вредности, на следећи начин⁴⁶³:

„Неке од основних карактеристике *рубног тржишта капитала* односно *тржишта капитала у настајању* у Србији данас су: (а) мала тржишна капитализација у односу на бруто-друштвени производ земље (*око једне трећине вредности*), (б) мали број акција, обвезница и записа (*посебно државних!*) и других (*квалитетнијих!*) врста хартија од вредности које се котирају на Београдској берзи и ван ње, (ц) претерана (*пре*)регулација у неким сегментима „*правила игре*“ на тржишту капитала и истовремено мањкава (*под*)регулација у неким другим сегментима „*правила игре*“ од стране државе и њених регулаторних тела (*ОТЦ у Србији је готово потпуно угушен, слободно се може рећи да готово више уопште и не постоји*), (д) и надаље недостатак потпуне транспарентности, а посебно недостатак упогледу *ликвидности (а и уопште међусобног већег поверења!)*, (е) исувише кратка историја трговања (*правила техничке анализе, али и фундаменталне, је врло отежано применити у пракси*) итд.

Посебно наглашена карактеристика тржишта капитала у Србији је појава *ризика неликвидности* и то у тзв. *невидљивом облику (која је иначе добро*

⁴⁶³ Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на организованом тржишту хартија од вредности у Републици у периоду: јануар - децембар 2009. године, Београд, 2010, стр. 116.

позната и инвеститорима на развијеним тржиштима капитала). Наиме, на развијеним тржиштима капитала невидљиви облици ризика врло ретко долазе до изражаја и појављују се углавном у тренуцима глобалних светских криза (каква је управо „на делу“). На тржишту капитала Србије инвеститори су перманентно изложени појачаном ризику од неликвидности у невидљивом облику чији је један од главних узрока, уз већ поменуте, исувише мали обим трговања. Инвеститори, а посебно они који први пут улазе на тржиште капитала у Србији, нити у једном тренутку не занемарују утицај фактора појачаног ризика од неликвидности у свом тзв. невидљивом ("замагљеном") облику и то већ на самом почетку сваке анализе којом започињу или имају намеру да започну процес куповине или продаје односно оптимизације портфолија хартија од вредности.

Како је ликвидност хартија од вредности на рубним тржиштима капитала односно тржиштима капитала у настајању значајно мања него на тржиштима капитала у развоју или на развијеним тржиштима, не изненађује уопште (емпиријска) чињеница да су готово сва рубна тржишта односно тржишта капитала у настајању (којима у потпуности припада и тржиште капитала у Србији данас) у свету окарактерисана као тржишта капитала са повећаним ризиком. Са овом чињеницом су добро упознати сви инвеститори, а посебно потенцијални, и то још у периоду „припреме“ уласка на тржиште капитала у Србији, односно пре него што започну било какве активности на тржишту капитала у Србији. Ову чињеницу би требало на уму да имају не само сви у чесници на тржишту капитала код нас, већ и други релевантни друштвенополитички фактори“.

Финансијско тржиште Србије је банкарски оријентисано: у укупном обиму финансијске активе, учешће банака износило је 2010. године 91,8%⁴⁶⁴, што говори и о релативној неразвијености домаћег финансијског тржишта.

⁴⁶⁴ Народна банка Србије: *Годишњи извештај о пословању и резултатима рада за 2010. годину*, Београд, 2011, стр. 53.

4.1. ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ - ОД ИЗОЛАЦИЈЕ ДО ИНТЕГРАЦИЈЕ

У свом модерном облику, финансијско тржиште Србије је резултат тржишних реформи које су спроведене крајем 80- тих године прошлог века. У склопу увођења деловања тржишних закона у до тада колективну привреду социјалистичког типа, коју је карактерисао принцип самоуправљања, односно волонтаристичке регулације тржишних веза, дошло је до претварања друштвене својине у друштвени капитал, који се могао тржишно валоризовати. То је отворило простор за формирање тржишта капитала, односно за успостављање механизма савременог финансијског тржишта.

Поменута реформа реализована је, између осталог, и кроз доношење закона о предузећима, који је увео категорију акционарских друштава, као и закона о хартијама од вредности, тржишту новца и тржишту капитала, који су формулисали карактеристике финансијских инструмената (хартија од вредности) и одговарајућих тржишних и регулаторних институција (брокерско-дилерских фирми, Београдске берзе и Комисије за хартије од вредности)⁴⁶⁵.

Развој финансијског тржишта стагнирао је до почетка прошле деценије због општих економских и друштвених услова. На недовољан развој тржишта утицали су посебно следећи фактори:

- спор процес приватизације друштвеног капитала;
- недовољне реформе друштвене структуре;
- изолација земље, економске санкције, ратови;

⁴⁶⁵ Видети: Дабић, Стојан: *Хартије од вредности и њихово тржиште*, Научна књига, Београд, 1990.

- економско и социјално раслојавање становништва;
- неадекватна улога државе у односу на тржишне процесе.

Микроструктура тржишта такође није била адекватна. Тржишне институције нису биле функционално постављене, тако да се краткорочним хартијама од вредности трговало и на берзи и на тржишту новца и краткорочних хартија од вредности, а Народна банка није водила тржишну политику обезбеђивања ликвидности финансијском сектору. И поред претварања банака у акционарска друштва, оне су биле под непосредним политичким утицајем, који је онемогућавао одговарајући развој корпоративног управљања. Осигуравајуће компаније нису биле реорганизоване, тако да су задржале свој мутуалистички карактер у посматраном периоду.

Креирање финансијске активе било је скромно, с обзиром на преовлађујуће економске услове. Највише коришћени инструменти били су комерцијални папири и благајнички записи, што је у условима непостојања система рејтинговања емитената изазивало бројне случајеве неликвидности. Акције у процесу приватизације емитоване су на бази периодичних уплата и стицале право промета на тржишту тек када су у потпуности уплаћене. Обвезнице су емитоване кроз зајмове који су били резултат политичких одлука (на пример, зајам за привредни препород) или као резултат обавезних зајмова (нарочито у ратном периоду)⁴⁶⁶.

Потреба за стимулацијом развитка тржишта, али и признање лутања у регулаторном заснивању тржишта биле су честе промене закона и други прописа, који су се односили на функционисање тржишта и тржишних учесника. Од првобитно усвојене централизоване концепције тржишта,

⁴⁶⁶ Народна банка Југославије: *Годишњи извештај за 1999. годину*, Београд, 2000, стр. 58, 66.

каснијим променама закона усвојен је децентрализован систем, који је давао већу слободу учесницима на тржишту.

Финансијско тржиште Србије било је изоловано од европских и светских токова. Услед економских санкција, у претежном делу посматраног периода прилив иностраног капитала на финансијско тржиште је био ограничен или није постојао. У статистичким публикацијама и анализама међународних финансијских институција, Србије није било.

Политичке промене, извршене 2000. године, дале су импулс друштвеним и економским реформама, које су довеле до изузетно динамичког развоја финансијског тржишта. Приватизација привреде, као и приватизација, санација и развој финансијских институција, стимулисали су креирање финансијске пасиве. Прилив страног капитала и санирање јавних финансија, као и враћање поверења у кредитни систем, стимулисали су креирање и редистрибуцију финансијске активе. Регулатива финансијског тржишта постављена је на нове основе, који су погодовали развоју тржишта.

4.2. МЕХАНИЗМИ ИНТЕГРАЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА СРБИЈЕ

С обзиром на географски положај и економску повезаност коју Србија има са државама чланицама Европске уније⁴⁶⁷, на бази теоријских модела интеграције, о којима је било речи у првом делу овог рада, може се поставити хипотеза да је финансијско тржиште Србије нужно оријентисано ка

⁴⁶⁷ У структури робне размене Србије, учешће Европске уније је доминантно: према подацима Републичког завода за статистику за мај 2013. године, она је у укупној српској спољнотрговинској размени Србије учествовала са 60,9%. РЗС: *Спољнотрговинска робна размена Републике Србије*, Београд, мај 2013.

интеграцији са финансијским тржиштем Европске уније. У којој мери је то остварено, показатељна анализа појединих сегмената финансијског тржишта Србије.

Трансмисиони механизми, који повезују два тржишта, могу се поделити у неколико категорија. Кретање капитала је најважнији фактор интеграције. Кретање краткорочног капитала обезбеђује додатну ликвидност тржиштима, а кретање дугорочног капитала доприноси остваривању потенцијала економског развоја, ублажавању екстерних шокова и уједначавању потрошње. Кретање финансијских услуга, у свим облицима које познаје савремена пракса, доприноси задовољавању потреба корисника на ширем простору. Рецепција регулаторне праксе доприноси уједначавању услова конкуренције тржишних учесника. Комуникациона повезаност и повезаност инфраструктуре омогућава смањивање информационе асиметрије између финансијских тржишта.

Трансмисиони механизми, наравно, делују билатерално у мери у којој су отклоњене препреке њиховом деловању. У случају односа финансијских тржишта Европске уније и Србије, то деловање је претежно једносмерно, с обзиром на још увек присутна ограничења у сврху заштите финансијског тржишта Србије. Она се односе како на кретање дугорочног капитала, тако и на кретање финансијских услуга, и представљају део ширег комплекса положаја Србије на светском финансијском тржишту⁴⁶⁸, укључив и однос према Светској трговинској организацији, која поставља правила либерализације финансијских услуга.

⁴⁶⁸ Видети: Живковић, Бошко: *Стратегија развоја тржишта дуговних хартија од вредности у Републици Србији*, ГТЗ, Београд, мај 2009, стр. 100, 106.

4.2.1. БАНКАРСКИ СЕКТОР

Банкарски сектор има доминантну улогу у финансијском систему Србије, што је видљиво из података Народне банке Србије:

Табела 4.1. Структура финансијског система Србије

	31. децембар 2009.			31. децембар 2010.		
	Број	Билансна сума (у млрд динара)	Учешће (у %)	Број	Билансна сума (у млрд динара)	Учешће (у %)
Банкарски сектор	34	2.160,4	90,8	33	2.533,5	91,8
Даваоци финансијског лизинга	17	111,3	4,7	17	98,8	3,6
Друштва за осигурање	26	99,2	4,2	26	117,1	4,2
Добровољни пензијски фондови	10	7,2	0,3	8	9,8	0,4
Укупно	87	2.378,1	100,0	85	2.759,2	100,0

Извор: Народна банка Србије: *Годишњи извештај о пословању и резултатима рада за 2010. годину*, Београд, 2011, стр. 53.

Сложени развој банкарског сектора од 1998. године, када је донет први тржишни закон о банкама, до данас, обележиле су непрестане реконструкције, санације, реорганизације, спајања и ликвидације банака. Овај развој био је под утицајем како недовољно тржишно трансформисане привреде, која је банке стално оптерећивала ненаплативим кредитима, тако и потребом да се банкарски сектор прилагоди конкуренцији која је нужно следила са његовим отварањем према светском тржишту⁴⁶⁹.

Као резултат тог развоја, банкарски сектор Србије показује следеће параметре:

⁴⁶⁹ Видети: Народна банка Србије: *Годишњи извештај за 2001. годину*, Београд, 2002, стр. 80 – 85.

Табела 4.2. Параметри банкарског сектора Србије

	Број банака	Добитак (губитак)* млрд	АКТИВА млрд	%	КАПИТАЛ млрд	%	Запос- лени	%
Банке у власништву домаћих лица	12	(5.5)	726	26	148	26	8,556	29
Државне	9	(8.2)	530	19	87	15	7,479	25
Приватне	3	2.7	195	7	61	11	1,077	4
Банке у власништву страних лица	21	17.5	2,118	74	426	74	20,573	71
Италија	2	11.2	645	23	132	23	4,218	15
Аустрија	3	7.1	457	16	100	17	3,698	13
Грчка	4	(1.8)	419	15	85	15	5,291	18
Француска	3	(0.2)	268	9	46	8	2,716	9
Остали	9	1.1	329	11	62	11	4,650	16
УКУПНО сектор	33	12.0	2,844	100	574	100	29,129	100

* Пре опорезивања.

Извор: Народна банка Србије: *Банкарски сектор у Србији – Извештај за III тромесечје 2012*, стр. 3.

На основу података Народне банке Србије, наведених у табели, почетком 2012. године у Србији су постојале 33 банке, од чега је у иностраном власништву (стране банке) била 21 банка.

У структури биланса банкарског сектора Србије, доминантно учешће управо имају стране банке: оне располажу са 74% укупне активе, 74% капитала, 71% запослених. На основу наведених показатеља, може се сматрати да је банкарски сектор Србије изгубио национални карактер; Србија погледу власништва над банкама следи обрасце који су присутни и у другим транзиционим земљама у окружењу Европске уније. Управо из држава чланица Европске уније долази и највећи број страних власника

домаћих банака: из Италије 23% власништва, Аустрије 16%, Грчке 15% и Француске 9%.

Као и у другим транзиционим земљама, улазак иностраних банака на домаће тржиште доноси предности повећане конкуренције и њен утицај на профитабилност банака, прилив свежег капитала, организационе и технолошке промене, подизање продуктивности, разноврсност банкарских услуга и др. Да ли, међутим, има оправдања за толико висок степен учешћа страних банака у банкарском сектору Србије?

Из напред наведене табеле произилази да стране банке нису нужно профитабилније од домаћих; и неке од њих забележиле су губитке на домаћем тржишту.

С обзиром на број банака на релативно уском домаћем тржишту, а без значајнијих међународних операција домаћих банака, као и учешће у структури депозита и кредита, могло би се утврдити да је банкарски сектор Србије фрагментисан. Подаци Народне банке Србије о степену концентрације у банкарском сектору (учешће 5, односно 10 највећих банака у параметрима пословања, Хиршман - Херфиндалов индекс концентрације) илуструју ту тврдњу: Х-Х индекс (НИИ) у свим категоријама пословања не прелази вредност од 1.000, што је много ниже од просечних вредности за банкарски сектор Европске уније.

Табела 4.3. Показатељи конкуренције и концентрације банкарског сектора Србије

	Првих 5 банака	Првих 10 банака	HHI*
	Учешће		
Актива	47%	72%	673
Кредити (укупни)	50%	72%	693
становништву	47%	75%	686
Депозити (укупни)	49%	73%	741
становништва	54%	77%	815
Приходи (укупни)	52%	75%	809
од камата	46%	71%	668
од накнада	53%	75%	743

* Хиршман–Херфинделов индекс концентрације.

Извор: Народна банка Србије: *Банкарски сектор у Србији – Извештај за III тромесеције 2012*, стр. 5.

Треба истаћи да овако фрагментисан банкарски сектор не пружа потенцијале даље консолидације, управо због прекомерног обима страног власништва банака. Процеси консолидације у домаћем банкарском систему могу бити унети само споља, кроз консолидације банака у матичним земљама, односно у Европској унији, а не природним процесом деловања конкуренције на домаћем тржишту. Стога би се могло закључити да ће на дужи рок банкарски сектор у Србији остати фрагментисан.

Стране банке су од својих матичних банака и на финансијском тржишту Европске уније добијале кредите ради улагања у домаћу финансијску активу. С обзиром на релативно стабилан курс и степен либерализације краткорочног кретања капитала у Србији, оне нису биле изложене девизном ризику а, с обзиром на власничке односе, ни кредитном ризику. Прибављена средства стране банке су, међутим, често улагале у куповину финансијске активе Народне банке Србије (благајничке записе

НБС) и државне хартије од вредности, с обзиром на високе каматне стопе које су нуђене на ову врсту активе⁴⁷⁰. Прибављена средства од матичних банака су у највећој мери изражена у еврима (87,5%), а по рочности највећи обим имају кредити са доспећем до једне године (97,4%)⁴⁷¹.

Доминантна власничка везаност домаћих банака за банке из Европске уније, међутим, уводи у банкарски сектор Србије потенцијални системски ризик, који се и манифестовао после избијања финансијске кризе 2007. године. У почетној фази кризе дошло је до повлачења капитала матичних банака у државама Европске уније са домаћег банкарског тржишта, као део ширег процеса повлачења банака Европске уније са тржишта транзиционих земаља у окружењу. То је могло да погорша ефекте кризе на домаћи финансијски сектор, па је Европска банка за обнову и развој у јануару 2009. године покренула тзв. Бечку иницијативу о помоћи банкама које су пословале у овим земљама⁴⁷². Ова помоћ требало је да се састоји у одржавању постојећег нивоа пласмана страних банака на домаћим тржиштима, односно да спречи повлачење средстава, које би угрозило пословање реалног сектора. У ту су сврху међународне финансијске институције пружиле помоћ матичним банкама, да би оне одржале ликвидност својих банака на транзиционим тржиштима.

Бечка иницијатива испунила је циљ да стране банке одрже ниво изложености на тржиштима транзиционих земаља, укључив и тржиште Србије. Пошто су матичне банке поштовале одлуке Бечке иницијативе које су се односиле на Србију, са Народном банком Србије постигле су договор да

⁴⁷⁰ Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 61.

⁴⁷¹ Народна банка Србије: *Банкарски сектор у Србији – Извештај за III тромесечје 2012*, стр. 24.

⁴⁷² Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 77.

се у поступку излазне стратегије (раздуживања) њихово одржавање изложености према домаћим банкама смањи на 80% до почетка 2010. године.

Да би се, међутим, процес раздуживања банака (тзв. Deleveraging) према транзиционим земљама регуларно наставио, без опасности продубљивања кризе банкарског сектора у транзиционим земљама, формиран је нови механизам сарадње у облику Бечке иницијативе 2, закључене марта 2012. године. Овог пута је нагласак на стварању одрживости пословања страних банака на овим тржиштима, уз ослањање на домаће депозитне изворе⁴⁷³. У спровођењу принципа, најважнија улога додељена је европским финансијским институцијама, које би требало да координирају рад европских и националних институција транзиционих земаља и по потреби одобравају финансијску помоћ.

Ако доминантно присуство страних банака у банкарском сектору Србије не доприноси његовој консолидацији и због тога нема механизма мобилизације капитала за крупне инвестиционе пројекте, а повећани су трошкови интермедијације и системски ризик, очигледно је да је такав статус страних банака последица одсуства свесне државне политике у банкарској области. Држава је дозволила улазак страних банака кроз тзв. гринфилд улагања и преузимање већ постојећих домаћих банака, са нагласком на овом другом механизму. Очигледно је да држава није могла (због недовољно јаким јавних финансија) или није желела (због недостатка знања) да реформише посрнуле банке у државном власништву, и да их је продајом страним банкама препустила на санацију и рехабилитацију.

За даљу еволуцију домаћег банкарског сектора у контексту европских интеграција значајно је још неколико обележја.

⁴⁷³ Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 79 – 80.

У структури кредитног портфолија банака доминантно учешће имају потраживања изражена у страниј валути (75,5% укупних кредита) и то највише изражена у еврима (83,9% укупних девизних кредита)⁴⁷⁴.

Од укупно одобрених кредита, скоро 20% су проблематични (ненаплативи) кредити (Non-performing loans – NPL), највише привреди (скоро 60% од укупних ненаплативних кредита)⁴⁷⁵. Србија има највишу стопу ненаплативих кредита у региону (мада и највеће покриће у билансима банака)⁴⁷⁶, што говори о наставку притиска неререформисане привреде на билансе банака.

У структури пасиве банака, такође доминирају девизне обавезе (63,6% укупне пасиве) са доминантним изразом у еврима (90,7% укупне девизне пасиве)⁴⁷⁷.

Профитабилност банака у Србији је ниска: показатељ приноса у односу на капитал (Return on equity – ROE), износио је средином 2012. године 2.86%, а принос на активу (Return on assets – ROA) износио је 0,58%⁴⁷⁸. У претходном периоду, банке у Србији су биле најпрофитабилније у региону али, динамички гледано, она показује тренд опадања (2008. године, ROE је износио 9.0%, а ROA 2.1%)⁴⁷⁹.

⁴⁷⁴ Народна банка Србије: *Банкарски сектор у Србији – Извештај за III тромесечје 2012*, стр. 10.

⁴⁷⁵ Народна банка Србије: *Банкарски сектор у Србији – Извештај за III тромесечје 2012*, стр. 11.

⁴⁷⁶ Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 40.

⁴⁷⁷ Народна банка Србије: *Банкарски сектор у Србији – Извештај за III тромесечје 2012*, стр. 22.

⁴⁷⁸ Народна банка Србије: *Банкарски сектор у Србији – Извештај за III тромесечје 2012*, стр. 30.

⁴⁷⁹ Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 43.

У регулисању банкарског сектора, Народна банка Србије ослања се на опште усвојене мере Базелског комитета за надзор банака, које су уобличене у механизам Базел 2. У 2010. години, донете су додатне мере за усклађивање са Базелом 2, које су се односиле на адекватност капитала банака, управљање ризицима, објављивање података о раду банака, капиталним захтевима и др⁴⁸⁰.

Како се истиче у извештају Народне банке о стабилности финансијског система за 2011. годину, банке су налазиле начина да избегавају обавезе које су наметали базелски стандарди, посебно у трансферу активе на ванбилансне ставке (и креирање облика „банкарства у сенци“). С друге стране, у стандардима нису адекватно регулисани одржавање ликвидности банака и степен задужености, као и системски ризици. Ради обухватније регулативе, у децембру 2012. године усвојен је капитални стандард Базел 3. Он повећава захтеве за капиталом и адекватније регулише ризике пословања банака, повећавајући коефицијент адекватности капитала, посебно за велике банке⁴⁸¹.

Активности на увођењу банкарске уније у Европској унији одразиће се и на регулаторни положај страних банака у Србији, у мери у којој њихове матичне банке долазе у контролни оквир Европске централне банке. То претпоставља размену информација ове банке са Народном банком Србије, што ће допринети стабилности банкарског сектора Србије.

⁴⁸⁰ Народна банка Србије: Извештај о пословању и резултатима рада 2010. годину, стр. 62 – 64.

⁴⁸¹ Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 75.

4.2.2. СЕКТОР ОСИГУРАЊА И ПРОФЕСИОНАЛНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА

Сектор осигурања је релативно најмање развијен сектор финансијског посредовања у односу на економске потенцијале Србије. То је резултат дугогодишњег патерналистичког односа државе према грађанима, који нису адекватно изградили перцепцију ризика, како живота, тако и имовине. Последица је да се осигурање најбрже развијало у оним секторима у којима је обавезно, као што је осигурање моторних возила.

И у компаративном смислу, осигурање у Србији је наразвијено, како у односу на регион, тако и односу на развијеност сектора у Европској унији. Укупне премије (животног и неживотног осигурања) у бруто друштвеном производу, односно стопа пенетрације осигурања, 2011. године износила је 1,7% (у Швајцарској 10%, Италији 8%, Словенији 6%, Хрватској 2,2%); премија по глави становника Србије износила је у тој години 101,5 долара (у Швајцарској, 6.800, Италији 2.800, Аустрији 2.700, Словенији 1.200, Хрватској 300 долара)⁴⁸².

У структури финансијске активе у Србији, као што се види из табеле 4.1., осигурање је на крају 2010. године учествовало са 4,2% . То је недовољна основа да се осигуравајуће компаније појаве као озбиљан институционални инвеститор, коју улогу оне играју на развијеним финансијским тржиштима. У укупним премијама, учешће неживотних осигурања износило је 82,4%, а животног осигурања 17,6%⁴⁸³; овај други сектор бележи раст, али је далеко испод просека у односу на учешће у бруто друштвеном производу.

⁴⁸² Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 49.

⁴⁸³ Народна банка Србије: *Сектор осигурања у Србији – Извештај о пословању за треће тромесечје 2012. године*, Београд, новембар 2012, стр. 5.

Крајем 2012. године, у Србији је пословало 28 друштава за осигурање (24 друштава за осигурање и 4 друштва за реосигурање; у пословима осигурања, 7 друштава се бави искључиво пословима животног осигурања, неживотног 11 друштава, а шест се бави обема врстама осигурања)⁴⁸⁴. Од укупног броја друштава за осигурање, 21 је у већинском страном власништву и углавном су на домаће тржиште ушла преко гринфилд инвестиција. Према подацима надзорног органа и овој области, Народне банке Србије, страна друштва за осигурање учествују у укупним премијама животног осигурања са 90,5%, премијама неживотног осигурања са 57,1%, укупној имовини са 68,5% и у укупном броју запослених са 64,7%⁴⁸⁵. Структура иностраног власништва крајем 2011. године показује да је учешће друштава из Аустрије износило 16%, Италије 11%, Словеније 7%, Холандије 5% и 11% из других земаља⁴⁸⁶. Као и у области банкарства, и у овом сектору су користи уласка страних друштава очигледне, али је и он изгубио национални карактер.

Сектор осигурања је високо концентрисан. Највећа три друштва учествују у укупној премији сектора са преко 15%, пет друштава је са учешћем мањим од 15% и 17 друштава је са учешћем мањим од 3%. Хиршман – Херфинадалов индекс (сума квадрата учешћа билансних сума свих друштава за осигурање) износио је крајем 2012. године 1.138⁴⁸⁷, што показује да је тржиште концентрисано.

⁴⁸⁴ Народна банка Србије: *Сектор осигурања у Србији – Извештај о пословању за треће тромесечје 2012. године*, Београд, новембар 2012, стр. 4.

⁴⁸⁵ Народна банка Србије: *Сектор осигурања у Србији – Извештај о пословању за треће тромесечје 2012. године*, Београд, новембар 2012, стр. 4.

⁴⁸⁶ Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 50.

⁴⁸⁷ Народна банка Србије: *Сектор осигурања у Србији – Извештај о пословању за треће тромесечје 2012. године*, Београд, новембар 2012, стр. 6.

Структура портфолија друштава за неживотно осигурање, односно пласман техничких резерви, крајем 2012. године показује највеће учешће државних хартија од вредности (32%), затим депозита код банака (23%), готовине (12%), инвестиционих некретнина (10%) и потраживања за недоспеле премије осигурања (8%). Код животног осигурања, највеће учешће имају пласмани у хартије од вредности (85%) и депозити код банака (8%)⁴⁸⁸.

Сектор осигурања, и поред релативно задовољавајуће солвентности и ликвидности, има веома ниску профитабилност: оба индикатора (ROE и ROA) у неживотном осигурању имала су негативне величине, док су код неживотног осигурања износили 1,7% и 0,5%, респективно⁴⁸⁹; и ови индикатори показују неразвијеност тржишта.

Преузимајући од Министарства финансија функцију надзора над сектором осигурања, Народна банка Србије је поставила оквире контроле. Они ће бити усклађени са Директивом о солвентности у осигурању (Solvency 2) Европске уније, која регулише управљање ризицима осигуравајућих компанија. Нова правила надзора ће се примењивати „након уласка Србије у Европску унију“⁴⁹⁰.

Крајем 2010. године, добровољни пензијски фондови, како је то видљиво из напред наведене табеле 4.1, учествовали су са 0,4% у укупној домаћој финансијској активи. Релативно новијег порекла – први фондови основани су 2006. године - овај сектор је забележио убрзани развој и показао се резистентним на кризне појаве на финансијском тржишту. Добровољни

⁴⁸⁸ Народна банка Србије: *Сектор осигурања у Србији – Извештај о пословању за треће тромесечје 2012. године*, Београд, новембар 2012, стр. 10.

⁴⁸⁹ Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 52.

⁴⁹⁰ Народна банка Србије: *Сектор осигурања у Србији – Извештај о пословању за треће тромесечје 2012. године*, Београд, новембар 2012, стр. 12.

пензијски фондови су део 3. стуба пензијског система у Србији, у којој још увек доминира дистрибутивни начин формирања пензијског осигурања, односно доминантан систем осигурања је државни, заснован на „Pay As You Go“ принципу (трансферни начин осигурања).

Добровољни пензијски фондови прибављају средства уплатама физичких лица, уплатама послодаваца за своје раднике и на бази пензијских планова; они су засновани на принципу фиксно одређене уплате, што значи да исплате зависе од реализације приноса фонда, односно инвестициони ризик сноси уплатилац.

Крајем 2012. године је на финансијском тржишту пословало 6 друштава за управљање пензијским фондовима, 9 добровољних пензијских фондова, 3 кастоди банке и 4 банке посредника⁴⁹¹. Тржиште је веома концентрисано, с обзиром на то да два највећа фонда учествују у укупној активи сектора са 96%, а највећи фонд располаже са 41% укупне aktive сектора; Хиршман – Херфиндалов индекс за овај сектор износи 2.810⁴⁹², што га сврстава у олигополистичку структуру.

Актива којом фондови располажу састоји се највише од државних хартија од вредности (83,7%). Од тога, трезорске обвезнице износе 27,4%, трезорски записи учествују са 50% , а обвезнице старе девизне штедне 6,3%. Остале категорије активе су депозити по виђењу у банкама (5,9%), орочени

⁴⁹¹ Народна банка Србије: *Сектор добровољних пензијских фондова у Србији - Извештај за треће тромесечје 2012. године*, Београд, новембар 2012, стр. 7.

⁴⁹² Народна банка Србије: *Сектор добровољних пензијских фондова у Србији - Извештај за треће тромесечје 2012. године*, Београд, новембар 2012, стр. 8.

депозити (5,5%) и акције (3,4%)⁴⁹³. Крајем 2010. године, фондови су први пут инвестирали у корпоративне обвезнице и иностране државне обвезнице⁴⁹⁴.

Доминантан удео дугорочних финансијских инструмената у активи фондова је типичан образац инвестирања за ове финансијске институције, с обзиром на дугорочност доспећа и предвидивост исплата. Међутим, висок обим инвестирања у домаће државне хартије од вредности излаже овај сектор значајном системском ризику.

Иако се сматрају за институционалне инвеститоре, обим промета ових фондова на Београдској берзи је веома низак. Крајем 2012. године, он је износио само 1,67% од укупног промета⁴⁹⁵.

Крива приноса добровољних пензијских фондова показује узлазни тренд. Индекс кретања приноса фондова, FONDEX, који изражава пондерисани просек приноса свих фондова, конституисан је 15. новембра 2006. године, када је и основан први фонд, са базном вредношћу од 1.000. Крајем 2012. године, он је износио 1.568,5 поена, а од датума креирања порастао је за 8,2%⁴⁹⁶.

4.2.3. ТРЖИШТЕ НОВЦА

Тржиште новца, као део финансијског тржишта Србије, обухвата трговину резервама ликвидности, као и емисију и промет краткорочних

⁴⁹³ Народна банка Србије: *Сектор добровољних пензијских фондова у Србији* - Извештај за треће тромесечје 2012. године, Београд, новембар 2012, стр. 9- 10.

⁴⁹⁴ Народна банка Србије: *Годишњи извештај о пословању и резултатима рада у 2010. години*, стр. 76.

⁴⁹⁵ Народна банка Србије: *Сектор добровољних пензијских фондова у Србији* - Извештај за треће тромесечје 2012. године, Београд, новембар 2012, стр. 10.

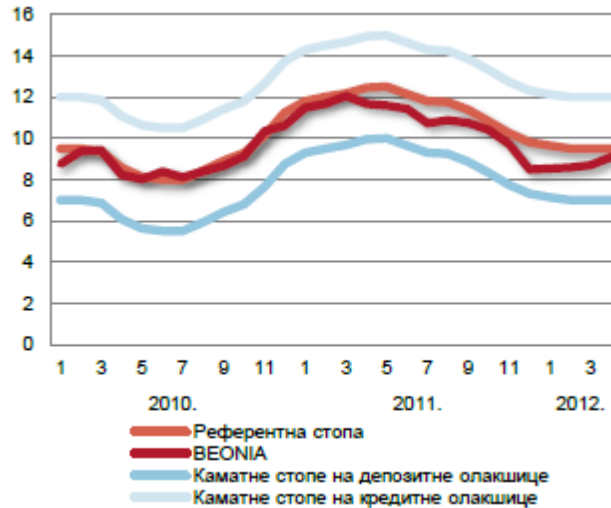
⁴⁹⁶ Народна банка Србије: *Сектор добровољних пензијских фондова у Србији* - Извештај за треће тромесечје 2012. године, Београд, новембар 2012, стр. 4.

финансијских инструмената. Оно обавља функцију уравнотежавања ликвидности учесника.

Основни финансијски инструменти који су данас присутни на тржишту новца су: благајнички записи народне банке Србије у функцији репо операција, државни (трезорски) записи и државне (трезорске) обвезнице. Први од ових инструмената није у класичном смислу тржишни инструмент, али га Народна банка Србије користи у недостатку развијеног новчаног тржишта.

Народна банка Србије регулише каматне стопе на тржишту новца операцијама повећавања или смањивања ликвидности банака преко референтне каматне стопе, као основног инструмента регулисања количине новца у оптицају. Каматне стопе на тржишту новца налазе се између каматних стопа на сталне преконоћне механизме (олакшице) Централне банке, односно углавном прате референтну каматну стопу, са повременим одступањима, заснованим на утицају вишкова или мањкова ликвидности сектора. Однос референтне каматне стопе Народне банке Србије и тржишне каматне стопе (BEONIA)⁴⁹⁷ илуструје следећи графикон:

⁴⁹⁷ BEONIA: Просечна пондерисана каматна стопа по основу преконоћних позајмица на међубанкарском новчаном тржишту у Републици Србији.
http://www.nbs.rs/internet/cirilica/33/33_5/beonia/



Графикон 4.1. Каматне стопе на тржишту новца Србије

Извор: Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 59.

Осим тржишне каматне стопе на преконоћне депозите, на тржишту новца постоје и каматне стопе на промет резерви ликвидности на међубанкарском тржишту дужег периода доспећа (BELIBOR)⁴⁹⁸.

Емисија краткорочних државних хартија од вредности врши се методом периодичних аукција, које спроводи Министарство финансија преко посебног информационог система (до 2009. године, аукције краткорочних државних хартија од вредности реализовале су се на Београдској берзи).

С обзиром на конкурентност два типа финансијских инструмената на тржишту новца, благајничких записа Народне банке Србије и трезорских (државних) хартија од вредности, интересантно је напоменути да су каматне стопе на ова два типа финансијских инструмената са истим роковима

⁴⁹⁸ BELIBOR: Референтна каматна стопа за динарска средства понуђена од стране банака Панела на међубанкарском тржишту.

http://www.nbs.rs/internet/latinica/33/33_5/kamatne_stope/

доспећа различите величине. До финансијске кризе, трговина резервама ликвидности имала је више каматне стопе, јер су тржишни учесници процењивали трезорске записе ризичнијим од благајничких записа Народне банке Србије⁴⁹⁹. С друге стране, у периоду кризе и после кризе, на пример 2011. године, каматне стопе на промет резерви ликвидности (BELIBOR) биле су више од трезорских записа исте рочности (три и шест месеци)⁵⁰⁰, што сведочи о перцепцији ризика између ова два финансијска инструмента, односно међубанкарске каматне стопе носе премију на ризик контрапартнера (ризик да учесник у трансакцији није ликвидан о року доспећа).

На тржишту новца и краткорочних финансијских инструмената, које обухвата и доспећа дугорочних дужничких инструмената (државних дугорочних обвезница, трезорских записа и корпоративних обвезница), формирају се базичне каматне стопе, које представљају референтне величине за целину финансијског тржишта. Принос ових инструмената је у основи хијерархије приноса на финансијском тржишту, односно представља краткорочни сегмент криве приноса. Приноси на емитоване државне (трезорске) записе показују растућу (нормалну) криву приноса⁵⁰¹, међутим, незнатан је обим трговине краткорочним хартијама од вредности на секундарном тржишту и ова крива приноса није постојана.

⁴⁹⁹ Зораја, Бранислав: *Механизам емисије и трговања државним хартијама од вредности у Србији*, магистарска теза, Економски факултет у Београду, 2004, стр. 141.

⁵⁰⁰ Видети графикон на страни 59 у: Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012.

⁵⁰¹ Народна банка Србије: *Сектор добровољних пензијских фондова у Србији - Извештај за треће тромесечје 2012. године*, Београд, новембар 2012, стр. 6. Извор: Министарство финансија Републике Србије.

Да би се обезбедило формирање стабилне криве приноса на финансијском тржишту Србије, потребно је развити секундарно тржиште дужничких хартија од вредности, посебно дугорочних, односно стабилизовање дугорочног сегмента криве приноса⁵⁰². У ту сврху се посебно препоручује увођење примарних дилера обвезница, чија би активност допринела повећању ликвидности секундарног тржишта дужничких финансијских инструмената⁵⁰³.

4.2.4. ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА

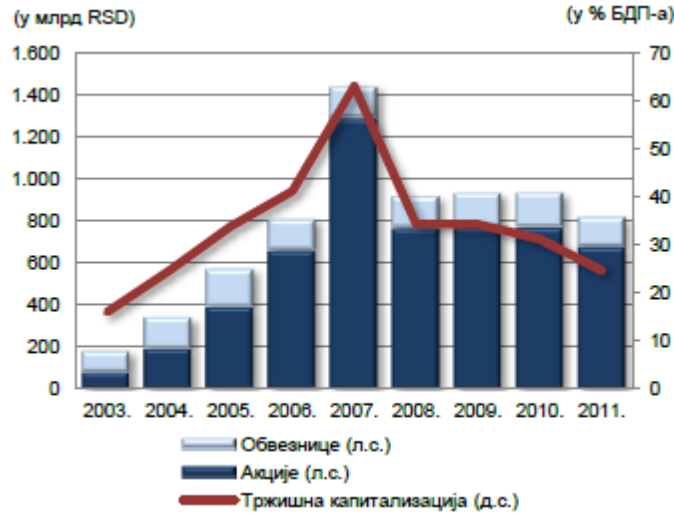
Тржиште капитала у Србији је тржиште у развоју са становишта инструмената, процедура, институција и регулативе (Закон о тржишту капитала, који је сада на снази⁵⁰⁴, већ је пети закон који регулише ову област од доношења првог, 1989. године).

Висина тржишне капитализације на Београдској берзи, као синтетички показатељ развоја тржишта дугорочних финансијских инструмената у Србији, у протеклој деценији је имала веома неравномеран развој, о чему сведочи следећи графикон:

⁵⁰² Тржиште обвезница у Србији: *Изазови регулативе за ефикасно тржиште*, Цеферсон институт, Београд, 2005 (аутори: проф. Др Евжен Коченда, проф. Др Јан Ханоушек и др Петр Земцик); Живковић, Бошко: *Стратегија развоја тржишта дуговних хартија од вредности у Републици Србији*, ГТЗ, Београд, 2011.

⁵⁰³ Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 62.

⁵⁰⁴ Овај закон објављен је у „Службеном гласнику РС“, бр. 31/2011.



Графикон 4.2. *Кретање тржишне капитализација Београдске берзе, 2003 – 2011. године*

Извор: Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 62.

Неравномеран развој тржишне капитализације последица је чињенице да је листирање на Београдској берзи било обавезно за све компаније које су ушле у процес приватизације, без обзира на то да ли су испуњавале критеријуме за листинг и да ли се њиховим акцијама регуларно трговало. Власници оваквих акција нису имали интереса за њихово држање у портфолију, јер су имали само „голо право“ својине (нису могли да контролишу управљање, због недовољно развијеног корпоративног управљања, а нису могли ни да продају акције на регуларном тржишту, због честе опструкције управа да емитују проспекте и искажу дивиденде компанија). Зато су се власници одлучивали за једнократну продају својих акција и то углавном у поступку преузимања компанија. Овакво понашање инвеститора је имало за последицу дисконтинуирану трговину акцијама,

која није погодовала тржишној капитализацији⁵⁰⁵. Пошто су иницијалне понуде акција компанија дуго биле одсутне са тржишта, а у новијем периоду су веома ретке⁵⁰⁶, није се могла развити критична маса акција чијом би се трговином подигла тржишна капитализација.

Структура учесника на тржишту капитала Србије и њена еволуција у претходном периоду представљена је следећом табелом:

Табела 4.4. Учесници на тржишту капитала у Србији, 2007 – 2012. године

на дан: 31. децембар

Учесници	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	(+/-)	индекс
	број	број	број	број	број	број	2012-2011	2012/2011
Брокерско-дилерска друштва	74	72	61	51	42	35	-7	83,3
Овлашћене банке	19	20	21	18	18	16	-2	88,9
Кастоди банке	10	12	13	12	11	10	-1	90,9
Друштва за управљање инвестиционим фондовима	10	15	11	9	8	6	-2	75,0
Инвестициони фондови	10	16	17	21	20	20	0	100,0
- отворени	10	14	14	16	15	16	1	106,7
- затворени	0	2	2	2	3	1	-2	33,3
- приватни	0	0	1	3	2	3	1	150,0
Друштва за управљање пензијским фондовима	7	9	9	6	6	5	-1	83,3
Пензијски фондови (добровољни)	7	10	10	10	11	11	0	100,0
Брокери	983	1.066	1.091	1.096	1.114	1.126	12	101,1
Портфолио менаџери	40	86	113	126	127	127	0	100,0
Инвестициони саветници	11	20	34	37	41	42	1	102,4
Берзе	1	1	1	1	1	1	0	100,0
Чланови берзе	88	88	77	68	58	49	-9	84,5
Маркет мејкери	0	0	4	4	5	4	-1	80,0
Централни регистар за хартије од вредности	1	1	1	1	1	1	0	100,0
Чланови Централног регистра за хартије од вредности	106	101	91	78	72	64	-8	88,9
- банке (кредитне институције)	-	13	14	11	15	15	0	100,0
- овлашћене банке (инвестициона друштва)	-	18	18	16	16	15	-1	93,8
- брокерско-дилерска друштва	-	70	59	51	41	34	-7	82,9
Регистроване финансијски инструменти у Централном регистру	2.385	2.503	2.427	2.355	2.273	2.218	-55	97,6
Уписани издаваоци хартија од вредности у Централном регистру	-	4.523	5.033	5.287	5.465	5.614	149	102,7

Извор: Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар – децембар 2012. године, Београд, 2013, стр. 133.

Развој тржишта капитала у Србији значајан је за промену структуре финансирања компанија, с обзиром на већ раније указану чињеницу да је

⁵⁰⁵ Видети детаљније: УСАИД и ЦЈС: *Изазови увођења обавезног приватног пензијског система у Србији*, Београд, 2009, стр. 175 – 177.

⁵⁰⁶ Нафтна индустрија Србије, Аеродром „Никола Тесла“, Београд.

структура финансијског тржишта доминантно банкарска. Развој примарног тржишта капитала омогућава ширу мобилизацију средстава кроз емисију акција иницијалном јавном понудом, односно емисију дугорочних обвезница. С друге стране, кроз развој секундарног тржишта капитала омогућава се адекватно вредновање компанија, што је важно како за њихов положај на тржишту, тако и за промену власничке структуре.

Регулатива тржишта усклађена је са правном баштином Европске уније. Закон о тржишту капитала садржи решења која омогућавају повезивање домаћег тржишта са финансијским тржиштем Европске уније⁵⁰⁷.

⁵⁰⁷ У члану 1. овог закона дефинише се опсег регулативе: „Овим законом уређује се:

- 1) јавна понуда и секундарно трговање финансијским инструментима;
- 2) регулисано тржиште, мултилатерална трговачка платформа и ОТЦ тржишта у Републици Србији;
- 3) пружање инвестиционих услуга и обављање инвестиционих активности, укључујући и издавање дозвола за рад и уређивање инвестиционих друштава и других учесника на тржишту капитала у складу са овим законом;
- 4) обелодањивање финансијских и других података, као и обавезе извештавања издавалаца и јавних друштава у складу са овим законом;
- 5) забрана преварних, манипулативних и других противзаконитих радњи и чињења у вези са куповином или продајом финансијских инструмената, као и остваривањем права гласа у вези са хартијама од вредности које издају јавна друштва;
- 6) клиринг, салдирање и регистровање трансакција финансијским инструментима, као и организација и надлежности Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности;
- 7) организација и надлежности Комисије за хартије од вредности“. Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011.

4.2.4.1. Примарно (емисионо) тржиште капитала

На примарном тржишту дугорочних државних обвезница, присутне су емисије обвезница са роковима доспећа од 2 године (купонске и амортизационе), 3, 5 и 7 година (купонске) деноминоване у динарима⁵⁰⁸, као и купонске државне обвезнице деноминоване у еврима, са роком доспећа од 2, 3 и 5 година⁵⁰⁹. Емисија ових обвезница врши се путем аукција преко платформе Управе за трезор Министарства финансија, на којој могу да учествују само чланови Централног регистра за хартије од вредности (овлашћене банке, инвестиционе компаније), које играју улогу примарних дилера. За разлику од других финансијских инструмената на домаћем тржишту, емисије ових инструмената су имале незнатан обим све до 2009. године, када су интензивирани. Укупан (брuto) промет на примарном и секундарном тржишту ових инструмената, изражен у еврима, био је најнижи 2008. године – 97 милиона евра, а 2009. је износио 2.160, 2010. – 2.374, 2011. – 3.695 и 2012. године – 4.004 милиона евра⁵¹⁰. Очигледно је да је држава, за потребе санације ефеката финансијске и економске кризе, била принуђена да прибегне повећаном дефицитном финансирању емисијом хартија од вредности.

Муниципалне обвезнице су веома ретко коришћен облик обвезница: само две локалне самоуправе су емитовале ове обвезнице и то за познате купце. Корпоративне обвезнице су такође ретке и углавном се емитују у

⁵⁰⁸ Извор: Министарство финансија Републике Србије
http://mfp.gov.rs/UserFiles/File/Uprave/Uprava%20za%20javni%20dug/2013%20maj/Kalendar_aukcija_HOV_za_treci_kvartal.pdf

⁵⁰⁹ Извор: Министарство финансија Републике Србије
http://mfp.gov.rs/UserFiles/File/Uprave/Uprava%20za%20javni%20dug/2013%20maj/Kalendar_aukcija_EURHOV_za_treci_kvartal.pdf

⁵¹⁰ Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар – децембар 2012. године, Београд, 2013, стр. 163.

финансијском сектору⁵¹¹. Обвезнице старе девизне штедне су емитоване августа 2002. године. Оне су деноминоване у еврима, бескупонске су и доспевају 31. маја сваке године, а крајњи рок доспећа је 2016. година⁵¹².

У централном регистру хартија од вредности регистровано је до средине 2013. године 2.205 акција компанија⁵¹³. Оне су доминантно у власништву правних лица (73%) а затим и физичких лица са учешћем у капиталу компанија већим од 15% (15%)⁵¹⁴. Акције се емитују јавном понудом, са или без објављивања проспекта (у овом другом случају, ако емисију купују професионални инвеститори).

4.2.4.2. Секундарно тржиште капитала

Трговина дугорочним финансијским инструментима у Србији обавља се на регулисаном тржишту (Београдској берзи), мултилатералној трговачкој платформи (иако је законски могуће да ове платформе организују дилерска друштва, она је организована од стране Београдске берзе), као и шалтерском (ОТЦ) тржишту, које међусобно могу да организују инвестиционе (дилерске) компаније⁵¹⁵. Акцијама и обвезницама старе девизне штедне тргује се и на регулисаном тржишту (Берза и МТП) и на ОТЦ, док се државним обвезницама тргује ван регулисаног тржишта.

Према доступним подацима о ликвидности тржишта државних хартија од вредности, њихов годишњи рацио обрта на секундарном

⁵¹¹ Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар – децембар 2012. године, Београд, 2013, стр. 13.

⁵¹² Закон о регулисању јавног дуга СР Југославије по основу девизне штедне грађана (''Службени лист СРЈ'', бр. 36/2002).

⁵¹³ Извор: Централни реистар хартија од вредности <http://www.crhov.rs/?Opcija=5>

⁵¹⁴ Извор: Централни регистар хартија од вредности <http://www.crhov.rs/?Opcija=2>

⁵¹⁵ Дефиниције регулисаног тржишта, мултилатералне трговачке платформе и ОТЦ тржишта дате су у члану 2. Закона о тржишту капитала.

тржишту веома је низак: 2010. године, износио је 8,5%, а 2011. године 33,2%; „дневно се изврши најчешће само једна трансакција“⁵¹⁶. Треба имати у виду да у доступним подацима није могуће направити разлику између обима трговине трезорским записима и државним обвезницама, пошто подаци имају збирни карактер; 2012. годин, на ванберзанском тржишту остварене су 363 трансакције овим финансијским инструментима деноминованим у динарима и 30 трансакција инструментима деноминованим у еврима⁵¹⁷.

Кад је реч о трговини акцијама, како на берзи, тако и ван берзе, она бележи неравномерно кретање, које указује на чињеницу да је тржиште „плитко“ и да је подложно осцилацијама узрокованим наглим приливима (пре свега страног) капитала. Највећи промет, по вредности, забележен је 2006. и 2007. године, на врхунцу шпекулативног балона у Европи и свету, а десет пута мањи промет у годинама кризе (2009. и 2011. године) (табела 4.5).

Табела 4.5. Промет акција на секундарном тржишту капитала у Србији, 2005 – 2011.

место трговине			период: јануар - децембар							
			Година							
			2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2011.
1	на берзи	број трансакција	126.663	115.992	285.566	110.787	68.503	713.398	2.881.545	478.853
		учешће у структури	76,7%	83,2%	94,6%	80,7%	90,8%	98,3%	93,7%	69,5%
		индекс (у одн. на исти пер. претх. год.)	100,0	91,6	246,2	38,8	61,8	1.041,4	403,9	16,6
	ван берзе	вредност промета	471.034.065	1.049.171.543	1.843.812.239	816.912.196	383.315.118	177.012.082	239.284.822	179.858.788
		учешће у структури	41,3%	53,4%	91,6%	78,7%	71,7%	87,5%	72,8%	73,0%
		индекс (у одн. на исти пер. претх. год.)	100,0	222,7	175,7	44,3	46,9	46,2	135,2	75,2
2	на берзи	број трансакција	38.538	20.094	16.450	26.556	6.935	12.131	193.227	209.826
		учешће у структури	23,3%	14,8%	5,4%	19,3%	9,2%	1,7%	6,3%	30,5%
		индекс (у одн. на исти пер. претх. год.)	100,0	52,1	81,9	161,4	26,1	174,9	1.592,8	108,6
	ван берзе	вредност промета	670.644.712	914.428.265	168.337.684	221.639.644	151.498.441	25.262.530	89.408.572	64.671.704
		учешће у структури	58,7%	46,6%	8,4%	21,3%	28,3%	12,5%	27,2%	26,4%
		индекс (у одн. на исти пер. претх. год.)	100,0	136,4	18,4	131,7	68,4	16,7	353,9	72,3
УКУПНО	на берзи	број трансакција	165.201	136.086	302.016	137.343	75.438	725.529	3.074.772	688.679
		учешће у структури	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
		индекс (у одн. на исти пер. претх. год.)	100,0	82,4	221,9	45,5	54,9	961,8	423,8	22,4
	ван берзе	вредност промета	1.141.678.777	1.963.599.808	2.012.149.923	1.038.551.841	534.813.559	202.274.612	328.693.394	244.530.492
		учешће у структури	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
		индекс (у одн. на исти пер. претх. год.)	100,0	172,0	102,5	51,6	51,5	37,8	162,5	74,4

*НАПОМЕНА: Динарске вредности су прерачунате у Евро према средњем курсу НБС на дан извршења трансакције!

⁵¹⁶ Народна банка Србије: Извештај о стабилности финансијског система за 2011, Београд, 2012, стр. 63.

⁵¹⁷ Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар - децембар 2012. године, Београд, 2013, стр. 168, 169.

Извор: *Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар - децембар 2012. године*, Београд, 2013, стр. 143.

Раст промета на Београдској берзи не значи нужно и повећање њене ликвидности. Ликвидност тржишта акција је ниска, мерена коефицијентом дневног обрта, који се израчунава као количник укупног промета и просечне (дневне) укупне тржишне капитализације. Овај коефицијент је децембра 2003. године износио 6,65%, децембра 2004. 2,26%, децембра 2005. око 1,3%, а почетком 2007. године, око 2,5%⁵¹⁸. И тако низак коефицијент је прецењен, јер се тржишна капитализација мери и узимајући у обзир и вредност компанија чијим се акцијама тргује веома ретко или се уопште не тргује, као и акцијама блок трговине ван Берзе.

На Београдској берзи (BELEX) је 2012. године било листирано 1.115 акционарских друштава, а активна трговина реализује се на регулисаном тржишту и тржишту МТП BELEX. Регулисано тржиште има три сегмента: најбољи листинг (Prime Listing), који обухвата трговину акцијама 5 акционарских друштава (0,4% од укупног броја листираних акција), стандардни листинг са 3 акционарска друштва (0,3%) и отворено тржиште са 131 акционарским друштвом (11,8%). На МТП тржишту тргује се акцијама 976 акционарских друштава (87,5%). У структури тржишне капитализације, највећи удео има МТП тржиште са 55,2% од укупног обима, затим отворено тржиште са 21,5%, најбољи листинг са 21,3% и стандардни листинг са 2,1%

⁵¹⁸ УСАИД и ЦЛС: *Изазови увођења обавезног приватног пензијског система у Србији*, Београд, 2009, стр. 174.

укупног обима тржишне капитализације⁵¹⁹. Дакле, највећу тржишну капитализацију имају најмање ликвидне акције.

На Београдској берзи приметно је велико учешће страних инвеститора у трговини акцијама. Оно се константно креће око 50% трговине, независно од укупног обима трговине у појединим периодима (2006. године просечно дневно учешће страних инвеститора у трговини акцијама износило је 54,2%, 2007. 42,8%, 2008. 45,4%, а 2012. године 42,8%)⁵²⁰, али са веома дивергентним дневним осцилацијама: дневно кретање је бележило потпуно одсуство учешћа страних инвеститора (0% учешћа) или скоро њихову потпуну доминацију (98,8% учешћа)⁵²¹.

То показује да је општи оптимизам или песимизам на берзи подједнако привлачио и домаће и стране улагаче, што се огледа у неравномерном кретању обима трговине на Берзи. У финансијској кризи, међутим, испољила се неравнотежа у висини учешћа страног капитала у понуди и тражњи, са превагом на страни понуде, што је и био један од импулса пада цена на Београдској берзи.

Кретање цена на Београдској берзи изражава се кроз неколико индекса. Највише коришћен индекс је BELEX 15, као представник кретања цена најквалитетнијих акција којима се на Берзи тргује континуираним методом трговине. Структура индекса је: акције са најбољег листинга +

⁵¹⁹ *Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар - децембар 2012. године*, Београд, 2103, стр. 149 – 150.

⁵²⁰ *Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар - децембар 2012. године*, Београд, 2013, стр. 146, као и извештаји о раду комисије за одговарајуће године.

⁵²¹ Подаци о томе могу се наћи у годишњем извештају Комисије за 2006. годину. *Извештај о раду Комисије за хартије од вредности и кретањима на тржишту хартија од вредности у Републици Србији у периоду: јануар - децембар 2006. године*, Београд, 2007, стр. 87.

стандардног листинга + отвореног тржишта (остатак) - укупно 15. Базни датум овог индекса је 1. октобар 2005. године, а базна вредност износила је 1.000⁵²². Индекс BELEX 15 имао је следеће кретање у периоду 2005 – 2012. године.



Графикон 4.3. Кретање индекса BELEX 15, 2005 – 2012. године

Извор: Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар - децембар 2012. године, Београд, 2013, стр. 154.

⁵²² „BELEX15 је индекс пондерисан тржишном капитализацијом (не прилагођава се за исплаћене дивиденде и није заштићен од дилуционог ефекта који се јавља услед исплате дивиденди). BELEX15 је пондерисан искључиво тржишном капитализацијом која се налази у слободном промету (free float). BELEX15 се састоји од акција којима се тргује методом континуираног трговања и које испуњавају критеријуме за улазак у индексну корпу. Тежина компоненти у индексу је ограничена на максималних 20,0% у односу на укупну тржишну капитализацију индекса“. Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар - децембар 2012. године, Београд, 2013, стр. 153.

Графикон показује да је BELEX 15 имао узлазни тренд кретања до средине 2007. године (са историјским максимумом од 3.304,64 индексна поена 03. 05. 2007. године), да од тада бележи пад, са пробијањем границе базне вредности 01. октобра 2008. године, од када се испод те границе креће до данас. Голгота овог индекса 2007. и 2008. године анализираће се у делу овог рада који говори о утицају кризе на домаће финансијско тржиште.

Дугорочним државним девизним обвезницама „старе девизне штедње“ тргује се на берзи (7,7% од укупне вредности трговине 2012. године) и ванберзански (92,3%)⁵²³. Трговина је ескалирала у периоду пре кризе финансијског тржишта, посебно 2006. и 2007. године, како због општег раста домаћег тржишта који је пренео светски шпекулативни балон, тако и због коришћења ових обвезница у процесу приватизације друштвеног капитала, због институционалних погодности које је њихово коришћење садржало.

Секундарно тржиште капитала представља амбијент у коме се креће преузимање акционарских друштава које, сходно одредбама закона, може бити обавезно (ако понуђач стекне више од 25% акција акционарског друштва које се преузима) или добровољно (пријатељско или непријатељско)⁵²⁴.

Од укупно 79 окончаних преузимања 2012. године, у само 7 је директни преузималац био страном лице; 2011. године, од укупно 114 реализованих преузимања, у само 9 случајева; 2010. године – 16 преузимања. У периоду полета финансијског тржишта, до 2008. године, учешће страних инвеститора било је далеко веће: 2006. године, од 98 реализованих

⁵²³ *Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар – децембар 2012. године*, Београд, 2013, стр. 156.

⁵²⁴ *Законо о преузимању акционарских друштава, Службени гласник РС, . 46/2006 и 107/2009, Закон о изменама и допунама Закона о преузимању акционарских друштава, Службени гласник РС, 99/2011.*

преузимања, у 30 случајева је преузималац био страни инвеститор, 2007 – 24 од укупно 139 и 2008. године, од укупно 179 преузимања, у 29 случајева је преузималац инострано лице⁵²⁵. То говори о опадању учешћа иностраних улагача на домаћем финансијском тржишту после финансијске кризе.

Крајем 2012. године, на тржишту је пословало 16 отворених, 1 затворени и 3 приватна инвестициона фонда⁵²⁶.

Почетна вредност инвестиционе јединице свих фондова на дан оснивања била је 1.000 динара (са одговарајућим прерачуном у еврима). Кретање вредности инвестиционих јединица од почетка 2007. године, када су први фондови основани, до краја 2013. године, одразило је посткризни период развитка домаћег финансијског тржишта, у коме стагнира вредност финансијске активе. Фондови који су основани 2007. године имали су велики пад вредности инвестиционе јединице 2008. године, а у каснијем периоду вредност инвестиционе јединице је стагнирала, док су вредности инвестиционих јединица код касније основаних фондова забележиле благи раст⁵²⁷. У периоду од 2007. до 2012. године, просечна стопа приноса инвестиционих фондова по инвестиционој јединици, изражена у динарима, износила је 0,23%, а изражена у еврима - 28.6%⁵²⁸. То говори о слабој мотивацији овог облика улагања, како за иностране тако и за домаће инвеститоре у условима евроизације домаћег финансијског тржишта.

⁵²⁵ Извештаји о раду Комисије за хартије од вредности, одговарајуће године.

⁵²⁶ *Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар – децембар 2012. године*, Београд, 2013, стр. 173 – 174.

⁵²⁷ *Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар – децембар 2012. године*, Београд, 2013, стр. 176.

⁵²⁸ *Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар – децембар 2012. године*, Београд, 2013, стр. 180 – 181.

4.3. КРИЗА ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА СРБИЈЕ И ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

Светска финансијска криза је снажно погодила финансијско тржиште Србије: депресијација вредности динара, смањење међубанкарских кредита, укључив и иностране, пораст ненаплативих кредита банака, одлив капитала из банкарског система (у иностранство и тезауризацију домаћег становништва), пад цена хартија од вредности, смањење учешћа иностраних инвеститора у примарној продаји и секундарној трговини хартија од вредности, као и на тржишту преузимања компанија (M&A), смањене вредности инвестиционих јединица инвестиционих фондова и акција добровољних пензијских фондова, пад приноса ових фондова, повећано задуживање државе на финансијском тржишту. Криза тржишта одразила се и на кризу јавних финансија и претворила се у кризу реалног сектора, са оштрим падом привредне активности и бруто друштвеног производа (2009. године, забележен је пад бруто друштвеног производа од - 4.5%, од кога се привреда опоравила средином 2010. године, али је 2012. године пројектован је пад бруто друштвеног производа од - 2%)⁵²⁹.

Међународни монетарни фонд описује кризу у Србији на следећи начин: „Непосредне тензије између октобра 2008. и фебруара 2009. године рефлектовале су се у депрецијацији динара од 20% у односу на евро; огромном порасту спреда на суверени дуг; повлачење 18% штедње

⁵²⁹ International Monetary Fund: Republic of Serbia: Request for Stand-By Arrangement, *IMF Country Report No. 11/311*, October 2011, стр. 17; *Извештај о пословању Београдске берзе за 2012. годину*, Београд, 2013, стр. 2. О размерама економске кризе у Србији, видети: Бошњак, Маринко: *Глобална финансијска и економска криза и њен утицај на привреду и финансије Србије*, Министарство финансија, Београд, јануар 2011.

становништва углавном из банака у страном власништву и опадању индекса берзе за око 60%. Спољна трговина смањена је за око трећину, док је бруто домаћи производ смањен за око 4% у првој половини 2009. године⁵³⁰.

Механизам трансмисије финансијске кризе састоји се од неколико компоненти:

- одлив и одсуство прилива краткорочног капитала;
- одлив и одсуство прилива директних и инвестиција;
- повлачење инвеститора портфолио улагања (у финансијске инструменте);
- слабљење извозне тражње;
- трансфер неповерења у финансијско тржиште;
- повећана перцепција ризика финансијског тржишта од стране домаћих инвеститора.

Наведени механизми трансмисије кризе имају директан утицај на кретање курса националне валуте, који се у периоду криза испољава као притисак на депресијацију, односно губљење вредности националне валуте. Исто тако, развијају се инфлаторна очекивања становништва, односно, у системима доларизације, какав је финансијски систем Србије, становништво из динарске штедње „бежи“ у сигурне иностране валуте. Крајњи резултат дејства ових механизма је преливање кризе из ближег или даљег окружења на домаће финансијско тржиште.

Каква је била динамика кризе и како се управљало кризом финансијског тржишта у Србији? Динамика и ефекти кризе пратиће се преко два сегмента финансијског тржишта: банкарског система и тржишта капитала. Други сегменти финансијског тржишта поднели су кризу

⁵³⁰ International Monetary Fund: *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 10/147, May 2010, стр. 9.

релативно повољније: сектор осигурања услед неразвијености и адекватне солвентности⁵³¹, а сектор добровољних пензиских фондова услед чињенице да је стартовао у периоду у коме је криза већ почела да делује.

4.3.1. КРИЗА БАНКАРСКОГ СЕКТОРА

Банкарски сектор Србије имао је релативно стабилан развој у периоду који је претходио кризи. Банке су биле добро капитализоване (коэффицијент адекватности капитала износио је 21% за целину банкарског система, далеко више од захтева Базела 1 од 12% и далеко више од земаља у окружењу); раст кредита, карактеристичан за земље у региону, био је нижи и обуздаван је захтевима високе обавезне резерве⁵³²; стопа левериџа (енгл. Leverage) (укупан капитал/укупни кредити) износила је 23%, далеко више него у земљама у окружењу. Међутим, висока капитална основа утицала је да банкарски сектор у Србији буде мање профитабилан од банкарских сектора у региону⁵³³.

Криза банкарског сектора манифестовала се као криза поверења. Индикатори неповерења били су велики одлив депозита у октобру 2008. године (око једна милијарда евра повучена је из банака у току месеца), нарочито из банака у страном власништву, као и обустављање прилива по

⁵³¹ International Monetary Fund : *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Technical Note on Insurance Sector*, IMF Country Report No. 10/154, May 2010.

⁵³² Живковић, Бошко: Компаративна нализа банкарског система Србије и земаља Југоисточне Европе, *Квартални монитор* 27, октобар – децембар 2011, стр. 64.

⁵³³ Ерић-Јовић, Мира: Банкарски сектор Србије, 2001-2011: Реформе, опоравак и нови изазови, у: *Банке и осигурање у Србији 2001 – 2011 – Поређење са земљама у региону*, Business Info Group, Београд, 2012, стр. 6 – 12. International Monetary Fund: *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 10/147, May 2010, стр. 15. International Monetary Fund: *Republic of Serbia: Request for Stand-By Arrangement*, IMF Country Report No. 11/311, October 2011, стр.20.

основу кредита и обустављање издавања гаранција овим банкама од стране матичних банака у иностранству⁵³⁴.

Криза поверења активирала је ризик ликвидности. Повлачење депозита, обустављање кредитирања из иностранства, раст премије на ризик сувереног дуга Србије на иностраном тржишту капитала и престанак функционисања међубанкарског тржишта због раста ризика контрапартнера, условили су тенденцију „згртања ликвидности“ од стране банака. Банке су држале ликвидниост на рачунима код Народне банке Србије или су га улагале у динарске државне обвезнице. Последица је била угрожавање кредитирања реалног сектора, односно опадање кредитирања, а резултат паралисање привредне активности и пораст ненаплативих кредита привреде (НПЛ) . „Квалитет активе банкарског сектора знатно је погоршан 2009. године. Стопа НПЛ (невраћени кредити/укупни кредити) достигла је 16,5% јуна 2009. године, односно повећана је са 11,3% на крају 2008. године, услед макроекономског погоршања и депресијације девизног курса. НПЛ су били концентрисани углавном у прерађивачкој индустрији, трговини и сектору станоградње“ ⁵³⁵.

Да би се спречило ширење кризе и поново успоставила основна функција банака - кредитирање реалног сектора и становништва - Влада и Народна банка Србије примениле су мере за очување стабилности банкарског сектора и повратак поверења на кредитном тржишту. Да би се обезбедила инострана кредитна подршка за спровођење тих мера, са Међународним монетарним фондом закључени су следећи споразуми:

⁵³⁴ International Monetary Fund: *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 10/147, May 2010, стр. 12.

⁵³⁵ International Monetary Fund: *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 10/147, May 2010, стр. 12, 14.

- 16. јануара 2009. године, стендбај (енгл. Standby) аранжман из предострожности, у износу од 402,5 милиона евра на рок од 15 месеци⁵³⁶. Износ кредита повећан је 19. маја 2009. године на 2,9 милијарде евра, што је износило 560% квоте Србије у Фонду, односно 10% бруто друштвеног производа земље⁵³⁷. У саопштењу Фонда са преговора о кредиту, из новембра 2008. године, истиче се⁵³⁸: „Глобални финансијски вртлог почео је да се прелива у Србију и тај нагли заокрет у међународном окружењу вероватно ће успорити прилив кредита и економске активности у региону. Док су резерве капитала и ликвидности значајне и могу да помогну у супротстављању економским тешкоћама, јака политика ће бити важна да би могло да се одржи поверење инвеститора и тржишта“.
- 30. септембра 2011. године закључен је нови стендбај аранжман на износ од 1,1 милијарду евра, на рок од 18 месеци⁵³⁹.

Кроз тзв. Бечку иницијативу (јануар 2009. године), обезбеђено је да матичне банке страних банака у Србији одрже ниво изложености према Србији на нивоу од пре финансијске кризе.

У периоду када је било јасно да ће светска финансијска криза имати значајне последице по домаћи финансијски систем, после банкротства америчке инвестиционе банке Лиман Брадерс (септембра 2008. године), Влада Републике Србије, Народна банка и Агенција за осигурање депозита потписале су Споразум о сарадњи ради очувања финансијске стабилности у

⁵³⁶ IMF Approves €402.5 million Stand-By Arrangement for Serbia, *Press Release No. 09/12*, January 16, 2009. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr0912.htm>

⁵³⁷ IMF Executive Board Completes First Review Under Serbia's Stand-By Arrangement and Increases Financial Support to €2.9 Billion, *Press Release No. 09/169* May 15, 2009. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr09169.htm>

⁵³⁸ IMF Announces Staff Level Agreement with Serbia on a US\$518 Million Precautionary Stand-By Arrangement, *Press Release No. 08/289*, November 17, 2008. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2008/pr08289.htm>

⁵³⁹ IMF Executive Board Approves Stand-By Arrangement for the Republic of Serbia *Press Release No. 11/353* September 30. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr11353.htm>

Републици Србији (децембар 2008. године)⁵⁴⁰. Овај споразум имао је за циљ да се предузму мере ради ублажавања ефеката светске финансијске кризе на домаћи финансијски систем у целини, а не само на банкарски систем. То је видљиво из дефиниције финансијске кризе, која је наведена у поменутом споразуму:

„финансијска криза, у смислу овог споразума, нарочито обухвата:

- озбиљне проблеме у пословању појединачне финансијске институције (банке) или банкарске групе који могу угрозити финансијску стабилност;
- озбиљне проблеме у пословању финансијске групе која се састоји од финансијских институција (а таква финансијска група не укључује и банку) који могу угрозити финансијску стабилност;
- друге системске потресе, укључујући и оне који се односе на платни систем или финансијско тржиште у целини“⁵⁴¹.

У споразуму је предвиђено да Народна банка Србије, у случају системске неликвидности банкарског сектора, обезбеди кредите за ликвидност, односно врши функцију „зајмодавца у крајњој линији“, коју до тада није имала у банкарском систему Србије⁵⁴², а да Влада подржи ликвидност банака у њеном већинском власништву, укључив и њихову докапитализацију.

⁵⁴⁰

http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/18/sporazum_vlada_nbs_aod_fin_sta_bilnost.pdf

⁵⁴¹ Члан 9. Споразума.

⁵⁴² International Monetary Fund: Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Technical Note on Crisis Management Framework, *IMF Country Report No. 10/150*, May 2010, стр. 5.

Процес управљања финансијском кризом у Србији показао је да не постоји адекватна регулатива, којом би се омогућиле интервенције Владе и Народне банке Србије у циљу очувања стабилности система. Зато су у току 2010. године извршене адаптације законске регулативе у области реструктурирања банака, осигурања депозита, стечаја и ликвидације банака⁵⁴³.

У оквиру програма стабилизације финансијског система, Влада Србије донела је следеће мере:

- подизање границе депозита у банкама који се осигурава, са 3.000 евра на 50.000 евра и укључивање у гаранцију депозита предузетника до тог износа;
- привремено укидање пореза на камате девизне штедње, ради јачања штедње становништва;
- привремено укидање пореза на капиталну добит и на пренос апсолутних права код хартија од вредности, ради стимулације инвестирања;
- субвенционисање разлике између тржишне каматне стопе и стопе на кредите привреди и потрошачке кредите, ради стимулације кредитне активности⁵⁴⁴.

Народна банка Србије је реаговала на прве појаве финансијске кризе, октобра 2008. године, које су се манифестовале у смањењу прилива иностраних кредита и повлачењу девизних депозита из банака⁵⁴⁵. Посебно су биле значајне мере проистекле из Програма подршке финансијској

⁵⁴³ Видети: Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 86.

⁵⁴⁴ Народна банка Србије: *Извештај о инфлацији мај 2009*, стр. 35.

⁵⁴⁵ Народна банка Србије: *Извештај о инфлацији мај 2009*, стр. 36 – 37.

стабилности земље, односно Бечке иницијативе 1⁵⁴⁶ – споразума Народне банке Србије са матичним банкама страних банака у Србији од 27. марта 2009. године, под окриљем Међународног монетарног фонда и Европске банке за обнову и развој. Споразум је, како је већ раније наведено, предвидео да матичне банке одрже ниво својих пласмана према банкама у њиховом власништву у Србији на нивоу из децембра 2008. године, у периоду од две године, да одрже ликвидност и солвентност својих банака у Србији и по потреби, изврше њихову докапитализацију.

На основу програма, Народна банка Србије донела је (почетком маја 2009.године) Одлуку о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље, које су могле да користе банке са страним власништвом у Србији које прихвате одредбе Бечке иницијативе 1. Оне су добиле могућност да користе нове изворе ликвидности (динарски кредити с роком доспећа до годину дана и краткорочне девизне своп /енгл. Swap/ трансакције са Народном банком Србије), ослобађање од обавезне резерве на депозите и кредите примљене из иностранства од октобра 2008. године до децембра 2010. године, као и повластице везане за репрограмиране кредите клијентима⁵⁴⁷.

Са поштравањем финансијске кризе услед деловања кризе сувереног дуга еврозоне, која је продубила кризу банкарског сектора Европске уније, Влада Србије је 29. децембра 2011. године донела Програм мера за очување финансијске стабилности банака⁵⁴⁸, којим је предвидела мере за очување стабилности банкарског сектора. У оквиру ових мера, држава може емитовати обвезнице ради докапитализације или откупа лоше активе банака

⁵⁴⁶ Народна банка Србије: *Годишњи извештај за 2009. годину*, Београд, 2010, стр. 72

⁵⁴⁷ Одлука о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље, *Службени гласник РС*, 34/2009)

⁵⁴⁸ Влада Србије усвојила је овај програм Закључком 05 број: 422-10022/2011 од 29.12.2011. године.

које добровољно учествују у том програму, под условом да Народна банка Србије оцени да су оне од системског значаја за банкарски систем, да су поткапитализоване и да акционари нису сами докапитализовали банку. Системски значајне банке су дефинисане као банке које имају минимум и више од 2% укупне активе банкарског система и 1% депозита становништва. Према тој дефиницији, 19 од укупно 34 банке су сматране за системски значајне. Међутим, и банке које не улазе у претходну дефиницију могу користити средства рекапитализације, али до 50% захтеваног капитала⁵⁴⁹.

Преузимање обавезе санације банкарског система донело је нови притисак на буџет Србије који је већ оптерећен расходима за ублажавање последица кризе. Дефицит буџета растао је константно од избијања финансијске кризе, у условима ограничених прихода због пада привредне активности. У таквим условима, није било могуће поштовати одлуку Скупштине да дефицит не може бити већи од 45% бруто друштвеног производа. Поред тога, Међународни монетарни фонд упозорава и на опасност „фискално неодговорног законодавства“, односно чињенице да се нова законска решења која воде повећању буџетског дефицита доносе без одговарајућих анализа могућих последица⁵⁵⁰. У сваком случају, буџетски дефицит је већ 2012. године пробио законски утврђену границу максимума. За 2013. годину и касније, Фискални савет Републике Србије даје следећу оцену: „Фискални дефицит ће у 2013. години, уместо планираних 3,6% БДП-а, премашити 5,5% БДП-а, чак и са последњим мерама Владе за смањење

⁵⁴⁹ International Monetary Fund: *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 10/147, May 2010, стр. 27.

⁵⁵⁰ International Monetary Fund: *Republic of Serbia: Request for Stand-By Arrangement*, IMF Country Report No. 11/311, October 2011, стр. 10.

дефицита. Јавни дуг, који је већ изнад 60% БДП-а, наставиће да расте и 2013. и 2014. године⁵⁵¹. То поставља питање одрживости јавног дуга на дужи рок.

Народна банка Србије, осим одржавања стабилности цена, има као законски циљ и старање о стабилности финансијског, а посебно банкарског система. Мере које је банка предузела као реакцију на кризу еврозоне биле су усмерене на спречавање појава системског ризика на домаћем финансијском тржишту⁵⁵².

Системски ризик претио је активирањем, с обзиром на кризу евра у Европској унији, која је отворена процесом санације јавних финансија Грчке, маја 2010. године. С обзиром на велики обим евроизације домаћег финансијског система, односно велику девизну изложеност банака и привреде (у мери у којој је привреда директно користила кредите европских банака), као и становништва, системски ризик је могао веома лако бити активиран. Због тога је Народна банка Србије донела Одлуку о мерама за очување и јачање стабилности финансијског система⁵⁵³, која има за циљ смањење девизног ризика у домаћим банкама. Она садржи три мере: банка може индексирати кредит одобрен физичком лицу само у еврима; стамбени кредити индексирани у иностраној валути морају поштовати однос кредита и вредности некретнине од 80%; обавезно је учешће код кредита физичком лицу индексираним у иностраној валути од 30%. Поред тога, ради смањивања степена евроизације домаћег финансијског система, Народна банка Србије

⁵⁵¹ Фискални савет: Остварење буџета, оцена мера владе и предлог Фискалног савета за стабилизацију јавних финансија, Београд, 23. Мај 2013, стр. 4. http://fiskalnisavet.rs/images/izvestaji/23052013predlog_fs_za_stabilizaciju_jav_fin.pdf

⁵⁵² Системски ризик је „ризик од поремећаја у пружању финансијских услуга (1) који је изазван проблемом у целом финансијском систему или његовој компоненти и (2) који може да остави озбиљне негативне последице на реални сектор“. Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012, стр. 89.

⁵⁵³ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/20/kpb/mere_fin_stabilnost.pdf

потписала је са Владом Републике Србије меморандум о стратегији динаризиције финансијског система Србије, који даје преглед мера које се могу предузимати у циљу смањивања девизне изложености у земљи⁵⁵⁴.

Народна банка је у току 2011. године изменила одлуке о адекватности капитала имплементацијом захтева из Базела 1 о првом стубу регулације, као и класификацији активе и ванбиласних позиција у правцу олакшања банкама да издрже терет лоших пласмана клијената.

4.3.2. КРИЗА ТРЖИШТА КАПИТАЛА

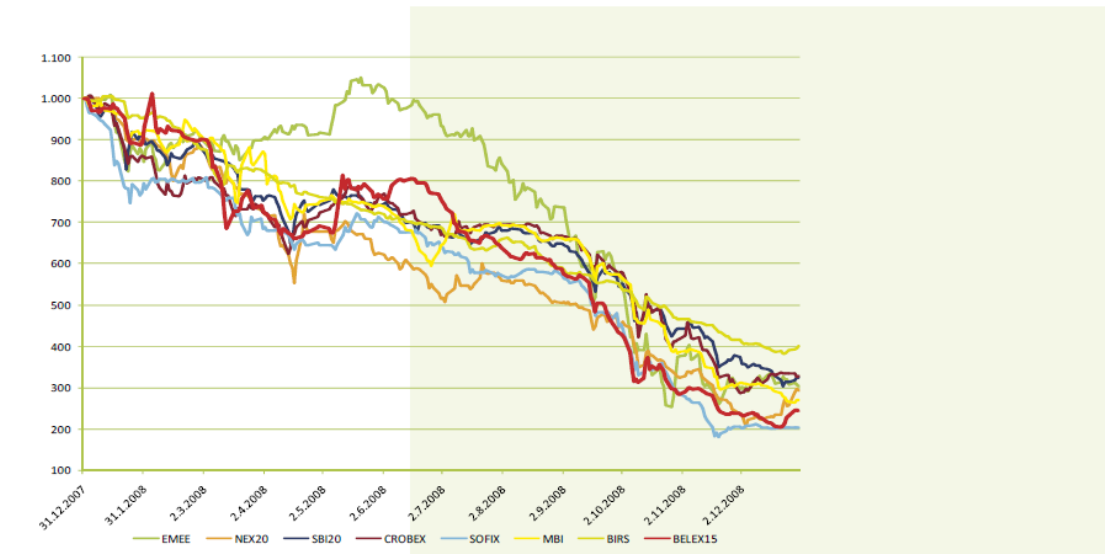
Тржиште капитала Србије развијало се у периоду непосредно пре кризе на таласу шпекулативног балона. То није био случај само са тржиштем Србије него и земаља у окружењу. Тржишта капитала региона југоисточне Европе била су најпропулзивнија тржишта у свету: 2007. године, највиши светски раст приноса остварен је на берзама у овом региону⁵⁵⁵.

Финансијска криза испољила се на овим тржиштима кроз веома висок пад цена: пет финансијских тржишта држава из овог региона била су међу десет земаља са највећим падом берзанских индекса на свету. Кретање индекса цена на берзама у региону показује следећи графикон.

554

http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/30/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf

555 Београдска берза: *Годишњи извештај за 2008. годину*, Београд, 2009, стр. 8.



Графикон 4.4. Кретање берзанских индекса у земљама југоисточне Европе, 2007 – 2008. године

Извор: Београдска берза: *Годишњи извештај за 2008. годину*, Београд, 2009, стр. 8.

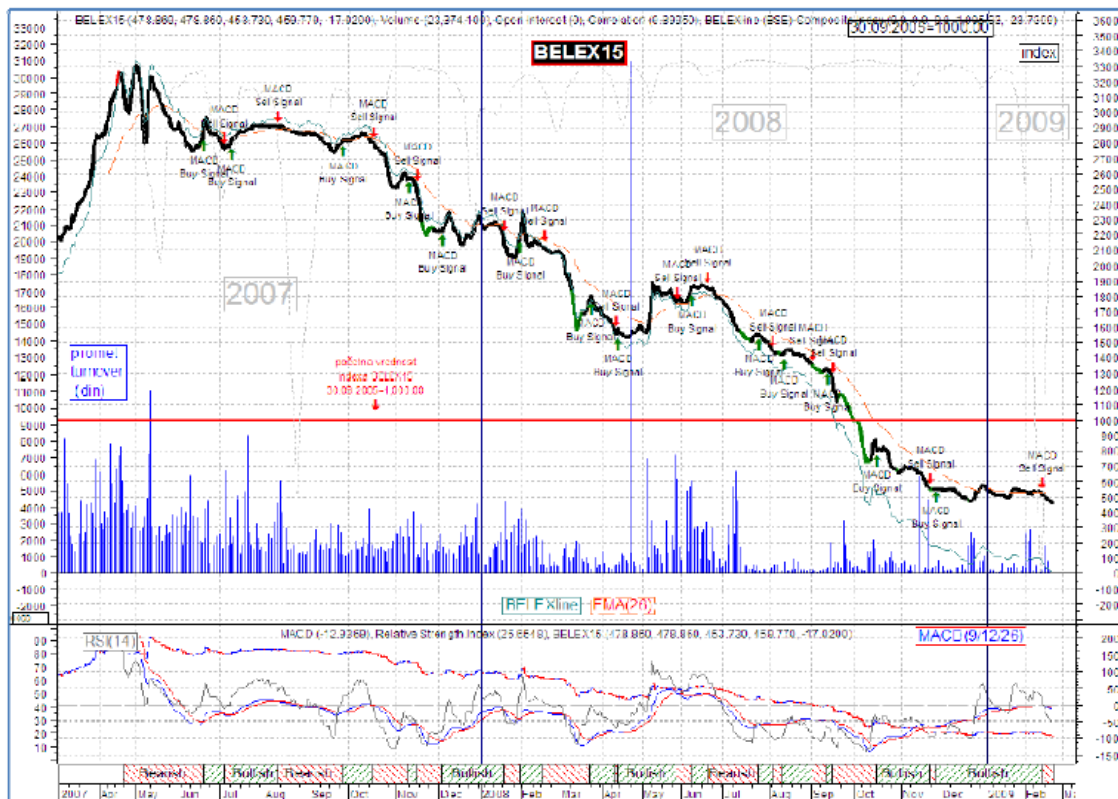
Кретања берзанских индекса на овим тржиштима, међутим, само су пратила тренд кретања на развијеним финансијским тржиштима; поређење кретања индекса показују сличне обрасце кретања⁵⁵⁶, само су тржишта југоисточне Европе, због слабије развијености, већег присуства страног капитала и јачих психолошких притисака, који су се изразили као огроман раст неповерења на тржишту капитала, забележила драстично већи пад.

Београдска берза није била имуна на талас светске финансијске кризе: пад вредности промета акција 2008. године, у односу на претходну годину износио је 55,2%, а број трансакција смањен је за 61%⁵⁵⁷. Цене акција

⁵⁵⁶ International Monetary Fund: *Global Financial Stability Report – Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*, Washington, April 2009, стр. 166.

⁵⁵⁷ Београдска берза: *Годишњи извештај за 2008. годину*, Београд, 2009, стр. 12.

драматично су пале 2008. године, што се одразило на суноврат вредности индекса Београдске берзе (видети следећи графикон). Од почетка до краја 2008. године, индекс BELEX 15 опао је за 77%!



Графикон 4.5. Кретања индекса BELEX 15, 2007 - 2008. године

Извор: Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на организованом тржишту хартија од вредности у Републици у периоду: јануар - децембар 2008. године, Београд, 2009, стр. 128.

Драматично кретање индекса BELEX 15 у 2008. години најбоље је описано у Годишњем извештају о раду и кретањима на финансијском тржишту Србије за 2008. годину:

„Тренд опадања цена акција у 2008. години (уз одређене „позитивне“ осцилације крајем фебруара) трајао је од почетка године настављајући се на већ заузети тренд опадања цена који је, уз мање осцилације, започео половином октобра 2007. године. Почетком марта 2008. године, започео је вртоглави пад

цена акција који је трајао све до почетка друге половине марта, остваривши пад у односу на почетак године за 31,5% (BELEX15: 31.12.2007=2.318,37 / 13.03.2008=1.589,33). Овај вртоглави (и тада врло забрињавајући) пад цена акција је у другој половини марта „привремено“ заустављен, да би цене акција све до краја прве половине априла поново заузеле један јачи тренд опадања. Почетком друге половине априла, па све до почетка друге недеље маја, цене су „немирно“ осциловале око постигнутих априлских вредности (када је индекс BELEX15 достигао и своју најнижу вредност у посматраном периоду од 1.531,41 индексних поена, која је забележена 17.04.2008). У другој недељи маја долази до краткотрајног, али оштрог раста цена акција и подизања цена акција на ниво које су имале крајем месеца фебруара. Око достигнутог мајског нивоа цене су наставиле јаче да осцилују све до половине јуна када поново заузимају тренд јачег опадања који се пренео и у трећи квартал 2008. године да би индекс BELEX15 1. октобра први пут пао испод своје почетне вредности од 1.000,00 индексних поена (999,13). Од друге недеље септембра, па све до друге недеље октобра цене акција су оствариле један од својих „најстрмијих“ падова од времена када је формиран индекс BELEX15 (2005. г.), остваривши пад у само месец дана („црни месец“ на домаћем тржишту капитала) за 45,3% ! (прецизније, BELEX15: 10.09.2008=1.326,82 / 10.10.2008=725,63). Од краја прве половине октобра, па све до краја посматраног периода, тренд опадања цена акција заузео је један лаганији тренд, а од последње недеље у новембру, па све до краја посматраног периода (и даље, у првом и другом месецу 2009. године, у време писања овог Извештаја), цене акција су благо осциловале око својих достигнутих доњих вредности са краја 2008. године⁵⁵⁸.

Основни разлог пада цена био је пад поверења домаћих и страних инвеститора у функционисање финансијског тржишта. Домаћи инвеститори – физичка лица - који су били основни генератор развоја Берзе 2007. Године, први су се повукли са тржишта, смањујући своје учешће на ниво из 2005. године⁵⁵⁹. Иако се просечно учешће иностраних инвеститора на

⁵⁵⁸ Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на организованом тржишту хартија од вредности у Републици у периоду: јануар - децембар 2008. године, Београд, 2009, стр. 128.

⁵⁵⁹ Београдска берза: Годишњи извештај за 2008. годину, Београд, 2009, стр. 26.

Берзи 2008. године чак и повећало, то повећање се манифестовало на страни продаје акција; учешће страних инвестора на страни продаје повећано је са 28,9% 2007. године на 48,31% 2008. године⁵⁶⁰. Инвеститори из региона који су, према подацима Београдске берзе, доминантна категорија иностраних инвеститора, повукли су се са тржишта ради консолидације улагања у матичним земљама. Комбиновано дејство дезинвестирања иностраних инвеститора и повлачења домаћих инвеститора проузроковали су пад цена акција и колапс тржишних индекса Београдске берзе чак и испод базних вредности.

Током кризе, на Берзи није прекидано трговање, нити је Комисија за хартије од вредности, као регулаторни орган, предузимала посебне мере у погледу трговања. Влада Србије, међутим, покушала је у оквиру мера за стабилизацију тржишта да стимулише инвеститоре, привременим укидањем пореза на капиталну добит и на пренос апсолутних права код хартија од вредности.

4.4. ДА ЛИ ЈЕ ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ ДЕО ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ?

Финансијско тржиште Србије испољава неколико карактеристичних обележја:

Прво, *високи степен евроизације банкарског система*: више од 70% активе и пасиве банкарског сектора Србије је у страниј валути или је индексирано у њој, у чему доминира евро (у структури активе банака, евро учествује са 85,3%; у структури пасиве са 90,7%; у структури кредита са 62% /динар са

⁵⁶⁰ Београдска берза: Годишњи извештај за 2008. годину, Београд, 2009, стр. 24.

25%/), у структури депозита са 70%, а у структури узетих кредита у иностранству евро учествује са 87,5%)⁵⁶¹.

Друго, у банкарском сектору доминирају стране банке, са 74% укупне активе, 74% капитала и 71% запослених. Од укупног броја банака у власништву страних лица, 89% основале су банке из Европске уније⁵⁶².

Треће, у сектору осигурања доминирају страна друштва за осигурање, посебно из Европске уније. Она учествују у укупним премијама животног осигурања са 90,5%, премијама неживотног осигурања са 57,1%, укупној имовини са 68,5% и у укупном броју запослених са 64,7%.

Четврто, учешће страног капитала у трговини на Београдској берзи гдишње просечно варира око 50% укупне вредности трговине, од чега је значајно учешће капитала из држава чланица Европске уније.

Пето, високи степен корелације кретања берзанских индекса у Србији са индексима на финансијском тржишту Европске уније⁵⁶³, што сведочи о осетљивости домаћег тржишта капитала на вести са финансијског тржишта Уније (поред утицаја домаћих информација, на пример реакција цена на Берзи у периоду конституисања владе), односно о смањивању информационе асиметрије између два тржишта.

⁵⁶¹ Бојан Марковић: *Стратегија динаризаације у Србији*, Златибор, 18. септембар 2010. Народна банка Србије: *Банкарски сектор у Србији – Извештај за треће тромесечје 2012. године*, Београд, 2012.

⁵⁶² Народна банка Србије: *Банкарски сектор у Србији – Извештај за треће тромесечје 2012. године*, Београд, 2012, стр. 3 – 4.

⁵⁶³ Исто се односи и на корелацију индекса Београдске берзе BELEX 15 са индексом DJIA. Видети: Adnan Rovčanin, Sejfudin Zahirović, Jasmina Okičić: *Stock Exchange Indexes on World Market – Influences on Financial Markets of Western Balkan Countries*, у: *Financial Systems Integration of Balkan Countries in the European Financial System*, ed. By Claude Berthomieu and Srdjan Redzepagić, Institute of Economic Sciences, Belgrade, 2008, стр. 165 – 174.

Шесто, учешће јавног дуга у иностраној валути у укупном јавном дугу Србије, износи 81,1% ; у еврима је изражено 50,9% валутног дуга⁵⁶⁴.

Она треба да буду допуњена и следећим обележјима, која могу утицати на активност финансијског сектора:

- У Србију је 2012. године стигло 2,735 милијарди евра дознака из иностранства (2011. – 2,8 милијарди, 2010. – 3,05 милијарди, 2009. – 3,2 милијарде евра) или око 10% бруто друштвеног производа земље⁵⁶⁵;
- „Већинско учешће“ Европске уније у спољнотрговинској размени: у укупном извозу из Србије Европска унија учествује са 59,2% 2012. године, а у укупном увозу то учешће је 60,1%⁵⁶⁶.

Један од фактора који утиче на интеграционе процесе јесте квалитет законодавства у области корпоративног управљања, као и квалитет регулативе финансијског сектора. У домаћем законодавству и пракси регулаторних тела, извршена је значајна рецепција правне баштине Европске уније (*Acquis Communautaire*), једног од општих услова за чланство у Европској унији (Критеријуми из Копенхагена). У банкарском систему примењују се одредбе Директиве о кредитним институцијама и Базелски споразуми, које је имплементирала и Европска унија. Регулатива тржишта капитала преузела је одредбе Директиве о тржишту финансијских инструмената. Међутим, по мишљењу Европске комисије, иако се напредује у усклађивању, регулатива сектора осигурања, добровољних пензијских

⁵⁶⁴ Народна банка Србије: *Извештај о динаризацији финансијског система Србије* - децембар 2012, Београд, 2013, стр. 10.

⁵⁶⁵ Блиц, 15. 04. 2013.

⁵⁶⁶ Републички завод за статистику: *Саопштење број 148 – Статистика спољне трговине*, год. LXIII, 31.05.2013.
<http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/01/03/05/st13052013.pdf>

фондова и инвестиционих фондова још није потпуно усклађена са правном баштином Европске уније⁵⁶⁷.

Наведена обележја, иако говоре о доминантном утицају јединственог финансијског тржишта Европске уније на финансијско тржиште Србије, и то у погледу како квантитативних, тако и вредносних показатеља, не пружају довољно елемената да се финансијско тржиште Србије сматра делом јединственог тржишта Европске уније.

Које су претпоставке даље интеграције финансијског тржишта Србије у финансијско тржиште Европске уније, која је економски и политички детерминисан процес?

Прва претпоставка даље интеграције јесте либерализација кретања капитала. Још увек постоје регулаторна ограничења⁵⁶⁸, која инхибирају слободно кретање капитала. Она су везане како за текуће, тако и за капиталне трансакције у платном билансу. У оцени напретка кретања Србије ка чланству у Европској унији, Европска комисија је констатовала: „Даљи напори су неопходни да се са правном баштином Уније усклади законодавство за краткорочне капиталне операције, некретнине и систем плаћања“⁵⁶⁹.

У Споразуму о стабилизацији и придруживању, закљученом између Европске уније и Србије, који одређује оквир интеграције Србије у Унију пре отпочињања формалних преговора о чланству, регулисано је и питање

⁵⁶⁷ European Commission: *Serbia: 2012 Progress Report*, Brussels, 10.10.2012 SWD(2012) 333 final, стр. 35 – 36.

⁵⁶⁸ Закон о девизном пословању, *Службени гласник РС*, бр. 62/2006) са изменама и допунама, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011 и 119/2012.

⁵⁶⁹ European Commission: *Serbia: 2012 Progress Report*, Brussels, 10.10.2012 SWD(2012) 333 final, стр. 32.

либерализације кретања капитала⁵⁷⁰. Чланови Споразума који се односе на ову област показују које је обавезе Србија преузела у интеграцији, односно правац у коме ће се кретати даљи интеграциони процес.

У одредбама које се односе на текућа плаћања (члан 62), уговорне стране се обавезују да одобре сва плаћања и трансфере на текући рачун биланса плаћања у слободно конвертибилној валути и у складу са одредбама члана 8. Статута међународног монетарног фонда.

Одредбе које се односе на капитални и финансијски рачун платног биланса (дугорочно кретање капитала) (члан 63), предвиђају:

- слободно кретање капитала који се односи на директна улагања у привредна друштва, као и повраћај капитала и добит који таква друштва остваре;
- слободно кретање капитала које се тиче кредита за комерцијалне трансакције или пружање услуга у којима учествују лица - резиденти и финансијске зајмове и кредите с роком доспећа дужим од годину дана;
- Србија ће допустити држављанима држава чланица Европске уније да стичу право својине над непокретностима у Србији; у периоду од четири године од ступања на снагу овог споразума, Србија ће постепено усклађивати своје законодавство које се односи на стицање својине над непокретностима у Србији, како би држављанима чланица Европске уније осигурала исти третман као и својим држављанима.

⁵⁷⁰ Споразум о стабилизацији и придруживању (ССП) је међународни уговор, потписан 29. Априла 2008. Године између Републике Србије и Европске уније. Две најважније обавезе које Република Србија преузима овим споразумом биће успостављање зоне слободне трговине и усклађивање законодавства Републике Србије са правом Европске уније. http://www.seio.gov.rs/upload/documents/sporazumi_sa_eu/ssp_parafirani_sa_aneksi_ma_sr.pdf

Најзад, у члану 64. Споразума, предвиђено је: „У току прве четири године од дана ступања на снагу овог Споразума, Унија и Србија ће предузимати мере које омогућавају стварање потребних услова за даљу постепену примену правила Заједнице о слободном кретању капитала.

По истеку четири године од дана ступања на снагу овог Споразума, Савет за стабилизацију и придруживање утврдиће начине *потпуне примене правила Заједнице о кретању капитала у Србију*“.

Остале претпоставке интеграције чине захтеви системског регулисања и економске политике који се односе на критеријуме номиналне конвергенције финансијског тржишта Србије са финансијским тржиштем Европске уније, а који се могу анализирати полазећи од искуства финансијске интеграције Европске уније.

Друга претпоставка је квалитет и одрживост јавних финансија и одговорна фискална политика. Стално пробијање оквира буџетског дефицита и његов раст, а следствено и раст јавног дуга, узрокују инфлаторне притиске и притиске на платни биланс и курс динара, што има последице по механизам прилагођавања екстерним шоковима. Нереформисани сектор државе, јавних предузећа и пензијски систем главни су генератори буџетског дефицита. Уређивање фискалног сектора захтева даље реформске захвате у Србији.

Трећа претпоставка је стабилност финансијског тржишта. Она има синтетички израз у хијерархији каматних стопа, која је адекватно представљена нормалном кривом приноса, као изразу рочне и ризичне структуре финансијског тржишта. Елеменат фискалних реформи је и даље уређивање емисије државних обвезница, посебно стимулисање секундарне трговине, како би се успоставила нормална крива приноса на финансијском тржишту. Она је нужна за функционисање финансијског тржишта, с

обзиром на статус државних хартија од вредности као најмање ризичних, али и за компаративно посматрање перформанси домаћег тржишта капитала у односу на окружење и Европску унију.

Четврта претпоставка је стабилност система цена као основа рационалног доношења инвестиционих одлука. У овом сегменту одлучујући утицај врши монетарна политика и режим девизног курса. Они су инструменти који се, као што је већ анализирано, користе за апсорпцију екстерних шокова, односно за заштиту домаћег финансијског тржишта од негативних утицаја регионалних или светског финансијског тржишта. У одсуству апсорпције екстерних шокова, долази до неефикасног деловања финансијског тржишта и флукуација економске активности.

У складу са опредељењем да је основни циљ монетарне политике стабилност цена (а допунски циљ у домаћем законодавству о централној банци је стабилност финансијског система), Србија је до 2006. године водила монетарну политику која је имала за основу стабилност девизног курса националне валуте – динара - везивањем његове вредности за евро. Од 2006. године примењује се стратегија монетарне политике која има за основ таргетирање инфлације, најпре преко показатеља базне инфлације, а од 2008. године преко индекса потрошачких цена. У таквој стратегији, одређивање курса националне валуте је препуштено тржишту, односно режим курса је одређен као режим слободног флукуирања. Оно се у пракси изражава кроз слободно утврђивање курса на девизном тржишту, под дејством понуде и тражње, а уз интервенције Народне банке на тржишту само да би се спречиле превелике дневне флукуације вредности динара⁵⁷¹. Режим

⁵⁷¹ Народна банка Србије с Владом Републике Србије крајем децембра 2008. године потписала је *Споразум о циљању (таргетирању) инфлације*. На основу тог споразума, Народна банка Србије је 22. децембра 2008. усвојила *Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији*. Народна банка Србије: *Годишњи извештај за 2008. годину*, Београд, 2013, стр. 17.

флексибилног курса је нужна последица таргетирања инфлације (по познатом теоријском „принципу немогућег тројства“, не може се истовремено водити самостална монетарна политика, имати слободно кретање капитала и фиксни девизни курс; мора се направити избор два циља). Он има предности у односу на фиксни девизни курс, које се огледају у лакшој апсорпцији екстерних шокова вођењем самосталне монетарне политике и заштити девизних резерви.

Висока евроизација домаћег финансијског система, међутим, поставља границе корисности режима флексибилног девизног курса, и претварају овај режим у канал преношења негативних утицаја са страних на домаће финансијско тржиште. Наиме, таргетирање инфлације подразумева да је курс само један од индикатора који се узима у обзир код оцене успешности остваривања таргетираних инфлација. Ова стратегија монетарне политике првенствено се ослања на канал каматне стопа као канал трансмисије монетарне политике.

Истраживања реализације домаће монетарне политике показала су, међутим, да је у условима евроизације главни канал монетарне политике канал девизног курса; осим евроизације, на то утиче и искуство економских субјеката из периода хиперинфлације, као и низак кредибилитет централне монетарне институције. Стога се промене девизног курса у великој мери преносе на цене, а јачина овог „преносног ефекта“ (енгл. Pass-through) зависи од отворености земље према светском тржишту (већи је обим код отворенијих земаља). Ако би се обим евроизације смањио – истраживања показују да би то био случај ако би обим евроизације био испод 64,5% - онда

би канал каматне стопе, као основни канал трансмисије монетарне политике у стратегији тергетирања инфлације могао да функционише⁵⁷².

Због значаја девизног канала у условима евроизације, односно опасности које би драстичан пад курса динара имао по домаћи кредитни систем (велики обим кредита индексан девизном клаузулом), као и на раст цена (инфлацију), екстерни шокови морају бити апсорбовани комбинованим деловањем монетарне политике и политике курса. То значи да Народна банка Србије мора да спречава драстично тржишно обарање вредности динара путем значајнијих интервенција на девизном тржишту, а не само интервенцијама ради спречавања дневних флукуација курса. У условима финансијске кризе, од 2008. године, која је довела до снажне депресијације вредности динара, узроковане одливом капитала и смањењем извозне тражње, Народна банка Србије је то и чинила, на терет девизних резерви. С обзиром на ограниченост девизних резерви (али и из дубљих разлога условљених структурним проблемима привреде), одбрана домаћег финансијског тржишта оваквим деловањем има своје границе, из чега се може закључити да је финансијско тржиште Србије, као и реални сектор, веома изложен деловању трансмисионих механизма европске финансијске интеграције, односно европске економске интеграције. Цена овакве монетарне и курсне политике јесте нестабилност домаћег финансијског тржишта и флукуације домаће економске активности, што се и показало у току светске финансијске кризе.

Да ли је алтернатива оваквој монетарној и курсној политици потпуна евроизација финансијског тржишта Србије, односно усвајање евра као домаће валуте? Независно од чињенице да Европска унија „нити спречава, нити подстиче“ унилатерално коришћење евра као домаће валуте, одговор

⁵⁷² Алексић, М., Ђурђевић, Љ., Палић, М., Тасић, Н: *Канал каматне стопе у условима доларизације: случај Србије*, Народна банка Србије, Радни папири, 2008.

на ово питање могао би да проистекне из околности у којима се налази домаћи платни биланс. Наиме, у условима потпуне евроизације, количина новца у оптицају зависи једино од равнотеже платног биланса. Ако је дефицит платног биланса висок, доћи ће до одлива новца и стога до дефлаторних притиска, који воде контракцији економске активности, а стога и неутралисању предности коришћења евра као домаће валуте⁵⁷³. Дефицит платног биланса Србије представља прохибитивни фактор усвајању пуне евроизације.

Уместо пуне евроизације, има аутора који предлажу коришћење стратегије монетарне политике која се ослања на два таргета: инфлацију и девизни курс. При томе би се циљна вредност курса одређивала на основу диференцијала инфлације еврозоне и Србије (таргетирана би била та разлика), што би онемогућило шпекулативно кретање еврокапитала на домаће финансијско тржиште, који има за циљ коришћење виших каматних стопа на домаћем финансијском тржишту, посебно новчаном, ради стицања профита (разлика у каматним стопама неутралисала би се корекцијом курса у износу инфлационе разлике)⁵⁷⁴.

Независно од избора стратегије монетарне политике, режим девизног курса мора се поставити тако да конвергира Механизму девизних курсева 2 Европске монетарне уније, како би се успоставила стабилност курса динара на дужи рок.

Није нужно да на данашњем степену односа са Европском унијом Србија напушта монетарну сувереност (или оно што је од ње остало, с

⁵⁷³ Фабрис, Никола: Еуризација као инструмент монетарне политике Србије? *Економски анали*, број 168, Београд, 2006.

⁵⁷⁴ Fabris, N., Aćimović, S.: Exchange Rate Policy in Serbia, *Transition Studies Review*, vol. 17, No. 1, 2010, стр. 170 – 180.

обзиром на степен евроизације). Она, као и фискална политика, треба да се користе за стабилизацију номиналних критеријума конвергенције са Европском унијом. Други инструменти економске политике морају да се користе за структурне реформе, које би повећале ниво реалне конвергенције са Европском унијом. Повећање нивоа номиналне и реалне конвергенције подигли би кредитни рејтинг земље као меру ризичности улагања на финансијско тржиште и у реални сектор привреде Србије, односно смањили би премију на ризик коју очекују страни инвеститори од улагања у Србију (Србија има рејтинг ББ од марта 2011. године)⁵⁷⁵.

Остаје, свакако, политички ризик, који може деловати као фактор који отежава или спречава стране инвестиције и ограничава активност финансијског тржишта Србије. Он ће се снижавати у мери у којој се остварује даља политичка интеграција у Европску унију.

⁵⁷⁵ Министарство финансија и привреде: *Вести - Побољшан рејтинг Србије*, Београд, 16.03. 2011. <http://www.mfp.gov.rs/newsitem.php?id=7596>

ЗАКЉУЧАК

Истраживања у овој дисертацији показала су да је финансијска интеграција Европске уније сложен и противречан процес, убрзаних и успорених токова. Тржишне снаге које делују на јединственом финансијском тржишту и свесна регулација, која отклања тржишне дисторзије, воде ка интегралном финансијском тржишту као нужном резултату. Јединствено финансијско тржиште Европске уније сложеним трансмисионим механизмима привлачи национална финансијска тржишта држава у окружењу, као што је финансијско тржиште Србије, доприноси њиховом развоју и конвергенцији, али преноси и импулсе кризе. Основно питање регионалне финансијске интеграције јесте могућност ефикасне алокације капитала на регионалном нивоу. Уколико деловање тржишта доводи до овог резултата, онда је регионална финансијска интеграција могућа. Регионално финансијско тржиште је јединствено тржиште са сопственим законитостима кретања, на коме се учесници сусрећу са јединственим правилима, имају једнак приступ тим правилима и једнак третман у процесу инвестирања. Индикатор ефикасне алокације јесте формирање једне цене за финансијске инструменте истих карактеристика. Формирање једне цене на нивоу јединственог тржишта резултат је интеракције понуде и тражње за финансијским инструментима, психологије улагача (однос према ризику и приносу) и алокативних потенцијала финансијских институција. На основу јединствене цене доносе се инвестиционе одлуке улагача; процес формирања цена требало би да одражава максимално доступне информације на тржишту, да би тржиште ефикасно испуњавало своју алокативну функцију.

Кретања у реалним привредним секторима детерминишу развој финансијског тржишта. Утолико је регионално финансијско тржиште тесно повезано са процесом интеграције економске интеграције. Обрасци кретања на финансијском тржишту показују извесну самосталност, а понекад и потпуну одвојеност од кретања пословне активности. То се посебно збива када дође до великих флукуација цена (у случају шпекулативних балона) или до слома цена у тренуцима финансијских криза. Тада се, међутим, кретања на финансијском тржишту прилагођавају кретању економске активности, а последица је велики губитак економске добити инвеститора.

Зашто се национална финансијска тржишта интегришу? Одговор на ово питање дају теорије регионалне финансијске интеграције.

Гравитациони модел инвестирања има основу у претпоставци да степен међусобне повезаности земаља у трговини финансијском активом зависи од обима њихових финансијских тржишта и географске дистанце (удаљеност центара трговине). Центрипеталне силе интеграције су јаче уколико су национална тржишта већа, а дистанца између њих мања. Дистанца је синоним за информационе асиметрије: трошкови информација, ефикасност трансмисионих технологија и степен асиметрије информација „имају снажну географску компоненту“. Она утиче на инвестиционо понашање и због тога ће инвеститор који има аверзију према ризику улагати на домаће и регионално тржиште а не на удаљенија тржишта о којима нема потпуних информација; „асиметричност информација расте са растом дистанце“. Другим речима, инвеститор ће диверзификовати свој портфолио у складу са доступношћу информација. У гравитационом моделу који су предложили Ричард Портес (Richard Portes) и Хелена Реј (Helene Rey), „мотив диверзификације је скоро комплетно под доминацијом информација“.

Укидање информационих асиметрија између националних финансијских тржишта смањује основу инвестиционог понашања, које је у теорији добило назив: „домаћа склоност“ (енгл. Home Bias) у којој инвеститори дају првенство улагању у домаће хартије од вредности, за које поседују најпотпунији сет информација. У регионалном окружењу, информације постају транспарентније и добијају квалитет домаћих информација. То има за природну последицу формирање регионалног тржишта финансијске активе. „Национална склоност“ трансформише се у „регионалну склоност“ инвестирања.

Функционална теорија финансијске интеграције посматра утицај тржишних процеса на интеграцију појединих сегмената пружања финансијских услуга и формирање регионалног финансијског тржишта. Реч је о постепеном процесу регионалног финансијског интегрисања које не може бити резултат нормативне акције на плану регионалне интеграције или њених држава чланица, већ дејства тржишних фактора, уз одговарајуће прилагођавање нормативног оквира том процесу. Ова теорија не искључује политичке утицаје интересних група на процес интеграције - оне делују у сваком тржишном сегменту, како на националном тако и на наднационалном нивоу.

Истраживања институционалне теорије су показала корелативну везу интеракције институција и финансијске интеграције. Анализа утицаја правних институција на корпоративно управљање и финансирање предузећа, коју су извршили Ла Порта и други (La Porta et al.), показало је да земље са развијенијим институцијама имају већи потенцијал интеграције.

Међутим, формалне институције теже конвергенцији: са економским развојем институције у различитим земљама постају све сличније. Зато је важно посматрати деловање неформалних институција на финансијску

интеграцију. У овом контексту, а ту се институционална теорија приближава гравитационој теорији, најважнији утицај врши поверење економских трансактора, као облик шире дефинисаних институција. На узајамно поверење утичу, како објективна обележја државе у којој се инвестира, тако и културни аспекти: религија, историја, генетске сличности и географска близина.

Теоријске поставке о финансијској интеграцији конкретизују се анализом фактора интеграције, који утичу на њено остваривање и економским субјектима омогућавају реализацију користи на интегрисаном тржишту.

Земље повезане економском интеграцијом повезане су и финансијском интеграцијом. Остваривање циљева економске интеграције, посебно обезбеђивање економског раста и повећања благостања становништва, не могу се постићи без конкурентног финансијског тржишта.

Финансијска интеграција стимулисана је конкуренцијом различитих структура финансијских тржишта. Структуре тржишта показују колики се обим финансирања привреде остварује кроз тржишне механизме или преко банкарског система. Конкуренција има одраза на ефикасност алокације капитала у привреди и доприноси укупној продуктивности фактора производње, односно економском расту. За разлику од САД, финансијско тржиште Европске уније је под доминантним утицајем банкарског финансирања.

Осим наведене конкуренције, која је производ макроекономских околности и конкуренција на микро нивоу пружања финансијских услуга пружа импулс финансијској интеграцији. На јединственом финансијском тржишту може се остварити економија обима (Economy of Scale) и разноврсности (Economy of Scope), пошто се отклањају баријере уског

националног тржишта. Конкуренција финансијских институција стимулише развитак технологије и иновацију производа.

Тржиште, међутим, не може бити једини регулатор економске активности. Либерализам, који је теоријски усмеравао развој финансијског тржишта на крају прошлог и почетком овог века, оставио је за собом наслеђе кризе, која ће дуго оптерећивати како национална, тако и регионално финансијско тржиште Европске уније. Зато је нужно да се у тржишни процес финансијске интеграције угради и свесна регулаторна компонента, пошто се ефекти тржишних дисторзија могу преливати кроз целину регионалног тржишта. На регионалном нивоу, тржишне дисторзије се ендогенизују и њихово регулисање стимулише финансијску интеграцију. Прво, решавањем проблема асиметричности информација и с њим повезаних ефеката негативне селекције, моралног хазарда и недостајућег тржишта. Друго, конституисањем институција које ће отклањати последице екстерних ефеката на регионалном нивоу. Најзад, заштитом тржишта од формирања олигополских структура и монополистичке конкуренције, који могу бити извор асиметричности информација.

Стварање јединственог финансијског тржишта, као резултат финансијске интеграције, доноси државама чланицама како користи, тако и трошкове.

Макроекономске користи финансијске интеграције изражавају се кроз економски раст и ублажавање екстерних шокова, преко поделе ризика на различите инвестиционе могућности. Микроекономске користи финансијске интеграције огледају се, поред осталог, и у снижавању трошкова прибављања капитала, развоју нових финансијских производа и интеграцији тржишне инфраструктуре.

Емпиријска истраживања нису пронашла директну узрочно-последичну везу финансијске интеграције и економског раста, али та веза може бити посредна. Карика која повезује ова два економска процеса је развој финансијског тржишта, на који утиче финансијска интеграција, а развој тржишта, побољшањем капацитета алокације капитала, директно утиче на економски раст. На основу истраживања овог вишестраног утицаја, неки аутори (на пример, Левин, Банети) закључују да постоји „веома јака веза између егзогене компоненте развоја финансијског посредовања и дугорочног економског раста“.

Финансијска интеграција обезбеђује поделу ризика и уравнотежавање („пеглање“) дохотка инвеститора у случајевима екстерних шокова који могу да настану на економски интегрисаном тржишту. У условима диверзификованог регионалног портфолија финансијске активе, приход од инвестираног капитала у другим земљама, које нису погођене економским шоком, служи као додатни извор дохотка инвеститорима у земљи која је погођена економским шоком.

Портфолио диверзификација тесно је повезан са ефикасном алокацијом капитала у интеграционим целинама. Инвеститори улажу у области у којима је највиши очекивани принос, уз дати тржишни ризик. Свако реструктурирање портфолија представља реалокацију улагања, а она је олакшана како снижавањем асиметричности информација коју финансијска интеграција доноси, тако и интегрисањем тржишне инфраструктуре (регулисаних тржишта, клиринга и салдирања, платног промета).

Финансијска интеграција није имуна на трошкове. Свака либерализација кретања капитала излаже државе могућим негативним утицајима екстерног тржишта. Када је реч о финансијској интеграцији, ризици нису само егзогени, него могу проистећи и из унутрашњих фактора

развитка интеграције – то је посебно случај са монополским и олигополским тенденцијама произашлим из пословања на јединственом тржишту.

Посебан трошак финансијске интеграције је могућност формирања системског ризика. Системски ризик може се испољити у облику флуктуација економске активности у интегрисаним земљама и у облику кризних манифестација. Има ставова да су развијена финансијска тржишта резистентнија на оба ова испољавања системског ризика, али је теорија још увек по овом питању неодлучна.

Најзад, финансијска интеграција као минимални услов укључује ограничавање самосталног вођења економских политика држава чланица, било у целини, било појединих инструмената економске политике.

Европска унија је регионална интеграција, која има политичку и економску садржину. Она је део „процеса све тешње уније између народа Европе“. Политичка садржина Уније се огледа у заједничкој одбрамбеној и безбедносној политици, као и координацији у области правосуђа и унутрашњих послова. Економска садржина Уније заснована је на јединственом тржишту, које обухвата област без унутрашњих граница, „у којој је осигурано слободно кретање робе, људи, услуга и капитала“, као и на свесним политикама регулисања посебних области економског живота, сагласно надлежностима Уније и држава чланица.

Европска унија данас је економска и монетарна унија. Она у економској одредници садржи обележја зоне слободне трговине, царинске уније и јединственог тржишта. Економска унија задржава обележја заједничког тржишта и додаје им елементе заједничке економске политике. Монетарна унија обухвата обележја економске уније уз увођење јединствене валуте и централизовано вођење монетарне политике. Економска и монетарна унија

даје оквир развоју финансијских тржишта и доприноси финансијској интеграцији, односно стварању јединственог финансијског тржишта.

Оквир финансијске интеграције у Европској унији представљају: (1) досадашњи процеси развоја економске интеграције, посебно конституисање и развој јединственог тржишта, (2) свесна акција институција Уније на формулисању правних оквира интеграције, као и на отклањању дисторзија тржишта и, на крају, (3) резистентност националних традиција, језика и културе, као и разлике у регулаторним и правним режимима и приоритетима економске политике.

Финансијска интеграција, односно формирање јединственог финансијског тржишта Европске уније, представља тржишни процес чије се дејство реализује у оквиру регулаторних принципа постављених сагласно подели надлежности између Уније и држава чланица. Институционално решење регулаторног оквира у Европској унији полази од надлежности Уније у области финансијског тржишта које је област подељене надлежности Уније и држава чланица.

Еволуција регулаторног оквира Европске уније у области финансијске интеграције имала је неколико периода, који одражавају политичке приоритете Уније, утицај процеса на светском тржишту, доктрине о финансијском тржишту као саморегулишућем механизму, као и циклус дерегулације, кризе, јачање улоге државе и ре-регулације. Ови периоди се апроксимативно могу одредити као: период фрагментације финансијског тржишта, заједничко финансијско тржиште, јединствено финансијско тржиште и интегрално тржиште (у настанку).

Финансијска интеграција је посебно интензивирана са усвајањем Акционог плана финансијских услуга (1999.) који је, на основу препорука Комитета мудрих („Ламфалусијев комитет“) поставио као циљ формирање

јединственог тржишта финансијских услуга за Европску унију као целину. Да би се интеграција убрзала, формирана је нова архитектура одлучивања у области регулативе финансијског тржишта, заснована на раздвајању политичких и оперативних аспеката доношења одлука.

Акциони план и Ламфалусијев процес обликовали су развој јединственог финансијског тржишта Уније до финансијске кризе 2007 – 2012. године.

Криза финансијског тржишта увек ојачава аргументе за додатном регулацијом. Криза свакако није узрокована недостатком регулације, али је открила њене недостатке на нивоу Европске уније, посебно везане за супервизијски сегмент системског ризика.

Формулисање кризне и посткризне регулативе на нивоу Уније резултат је рада Ларозијерове комисије, која је формулисала регулаторну реформу ради „устпостављања ефикаснијег, интегрисанијег и одрживог европског система супервизије“ финансијског тржишта. Макропруденциона контрола је стављена у надлежност Европског одбора за системски ризик а микропруденционе ризике контролише Европски систем финансијског надзора, са одговарајућим институцијама за регулисање сегмената јединственог финансијског тржишта (банке, осигурање и добровољне пензије и тржиште капитала).

И ова регулаторна реформа, мада је подигла ефикасност финансијске интеграције, сударила се са институционалном структуром Европске уније. То је и разумљиво, с обзиром на мултинационални карактер Европске уније, као и на променљиву равнотежу између федералног, односно супранационалног и националног елемента у њеном развоју. За сада се федерални елементи испољавају кроз положај Европске централне банке у монетарној политици (са спорним елементима активности и операцијама на тржишту хартија од

вредности) и надзору банкарског система Уније (банкарска унија), као и у положају Европске управе за финансијска тржишта, у области контроле рејтинг агенција.

Финансијска интеграција је процес чија динамика води ка формирању регулаторних величина на јединственом финансијском тржишту Европске уније. Оне треба да усмеравају инвестирање у финансијску активу која доноси највећи принос у условима преовлађујућег тржишног (системског) ризика. На интегрисаном финансијском тржишту, ако су обезбеђени услови транспарентности информација и диверзификација ризика, важи закон једне цене. То значи да „финансијска актива, која генерише идентичан ток готовине (кеш флоу) остварује исти принос, без обзира на локацију емитента и држаоца активе“. Интегрално финансијско тржиште, преко механизма формирања цена, требало би да обезбеди да идентични финансијски инструменти имају идентичну цену, односно идентични принос.

Осим индикатора везаних за закон једне цене, користе се и индикатори везани за дифузију информација (вести), као и индикатори који изражавају квантитативне аспекте интеграције, односно облике кретања финансијске активе између држава чланица интеграције (показатељи одсуства баријера у прекограничном кретању активе, као и показатељи „домаће склоности“ инвестирања).

Анализа тржишних процеса и регулаторних активности показује да је креирано јединствено финансијско тржиште Европске уније, али да су процеси интеграције неравномерни у појединим његовим сегментима. Дејство финансијске кризе успорило је процесе интеграције, али их није зауставило.

Тржиште новца је потпуно интегрисано и делује закон једне цене, као вредносни критеријум интеграције. Томе посебно доприноси реализација монетарне политике Европске централне банке, али и политика арбитраже на

тржишту новца у односу евра и валута држава чланица Уније које нису чланице еврозоне. Криза је довела до фрагментације тржишта али је, бар када је реч о еврозони, она савладана обезбеђивањем додатне ликвидности тржишта од стране Европске централне банке. Тржиште краткорочних хартија од вредности није интегрисано, посебно у области комерцијалних папира, с обзиром на велику хетерогеност и различити рејтинг емитената.

Банкарско тржиште Европске уније је интегрисано у сегменту међубанкарског кредитирања (банкарство „на велико“). Реч је о тржишту које је под доминатним утицајем тржишних сила, што омогућава формирање јединствених вредносних параметара. Криза је утицала на фрагментацију и овог тржишта, првенствено због националних интервенција у банкарске системе држава чланица, али је тржиште у кратком року стабилизовано.

Финансијска интеграција је најмање реализована у сегменту банкарских услуга становништву (банкарство „на мало“). Реч је о деловању како тзв. природних фактора (близине пружалаца и корисника услуга, разлика у преференцама корисника, финансијској култури, језику, али и о утицају националних економских политика).

Тржиште осигурања је такође неравномерно интегрисано. Осигурање живота је мање интегрисано од осигурања имовине, с обзиром на деловање националних регулатива, као и разлика у преференцијама становништва. Добровољни системи фондови су још под великим утицајем националног регулисања, тако да у овој области јединствено тржиште не показује велики степен интеграције.

Анализа процеса на тржишту капитала показала је да је до кризе највише био интегрисан сегмент сувереног дуга. Приноси на дугорочне државне хартије од вредности забележили су тенденцију уједначавања, што је индикатор деловања закона једне цене, посебно после увођења евра као

јединствене валуте. Тржиште је, међутим, потценило ризике, како кредитни тако и ризик ликвидности и за време кризе дошло је до прилагођавања приноса ризицима, које се испољило као нагло диференцирање приноса, тако да је тржиште фрагментисано. Посткризни развој, посебно деловање Европске централне банке преко механизма откупа државних обвезница и консолидације сувереног дуга појединих држава чланица, довео је до поновног приближавања приноса на државне обвезнице.

Интеграција тржишта акција је под утицајем хетерогености кредитног квалитета емитената, али анализа кретања берзанских индекса, које одражава тенденције развоја европског тржишта акција, показује њихову конвергенцију, која је индикатор растуће интеграције тржишта.

Структура портфолија инвестиционих и пензијских фондова који имају европску инвестициону стратегију, као и структура портфолија осигуравајућих компанија, показује трансформацију „домаће склоности“, као обрасца инвестирања у правцу „регионалне склоности“, односно да понашање инвеститора узима у обзир инвестициони хоризонт јединственог финансијског тржишта Уније.

Светска криза довела је до застоја финансијске интеграције и до активирања националних приступа решавању кризе, посебно у фискалној области. Мотив интервенција био је очување поверења економских чинилаца и становништва у финансијско тржиште, да би се очувала његова улога рационалне алокације улагања и стабилизовала реална производња. Посткризни развој показује поновно активирање процеса интеграције јединственог финансијског тржишта.

Криза у Европској унији посебно је погодила сегмент монетарне интеграције, односно манифестовала се као „криза евра“, односно криза институционалног механизма Европске монетарне уније. Да ли

институционална решења на којима је она заснована омогућавају функционисање јединствене валуте на дужи рок? Такође, да ли државе чланице стичу одређене користи од одрицања суверености у монетарној и девизној области? Одговори на ова питања су значајна за финансијску интеграцију, пошто она, с једне стране, утиче на одрживост јединствене валуте а, с друге, добија од ње подстицаје у реализацији сопственог ширења и продубљивања. Одговоре на ова питања покушала је да пружи теорија оптималне новчане области.

Теорија оптималне новчане (валутне) области анализира отпорност јединственог новца држава које се монетарно интегришу на асиметричне шокове и преливању њихових последица на другу државу или државе које су у монетарној унији. Проблем асиметричних шокова може се решавати прилагођавањем цена и надница („унутрашња девалвација“) или прилагођавањем девизног курса („спољна девалвација“). Он се, међутим, не може решити ако не постоји флексибилност надница и цена, а државе су се добровољно одрекле инструмената девизног курса и самосталне монетарне политике тиме што су формирале монетарну унију, односно увеле јединствен новац. Стога, да би државе могле да формирају монетарну унију, нужан услов је слобода кретања радника унутар монетарне интеграције или постојање централизованог фискалног редистрибутивног механизма.

Са развитком финансијске интеграције, само финансијско тржиште може играти улогу апсорпције асиметричних шокова, али у ограниченом обиму. Оваква функција финансијског тржишта, као механизма за осигурање од деловања асиметричних шокова, позитивно је корелисана са развитком интеграције финансијског тржишта. У којој мери евро доприноси овом развитуку?

У мери у којој евро доприноси смањивању трансакционих трошкова и подизању општег поверења у функционисање тржишта, а монетарна политика обезбеђује услове за његову неутралност као новца, обезбеђују се услови за формирање вредносних пондера на финансијском тржишту и стимулише његов развој. Међутим, прихватљивом се може сматрати хипотеза да је јединствена валута иницирала тенденције конвергенције приноса, односно стварање јединствених вредносних индикатора интеграције за монетарну унију.

Институционална структура монетарне уније заснива се на интегрисаној монетарној функцији коју врши Европска централна банка. Односи монетарне политике и финансијског тржишта су сложени и обележени повратним утицајем. Монетарна политика се реализује на финансијском тржишту (изричит захтев оснивачких уговора Уније јесте да оно буде тржишно оријентисано). С друге стране, нестабилност на финансијском тржишту реперкутује се на монетарну политику.

Основни циљ монетарне политике Европске централне банке је да обезбеди стабилност цена. Ради остваривања тог циља, нужен је одговарајући трансмисиони механизам, који ће пренети импулсе монетарне политике у свим сегментима финансијског тржишта и свим државама еврозоне до реалног сектора и тако утицати на формирање цена.

У условима финансијске кризе дошло је до прекида трансмисионог механизма монетарне политике и до дисфункционалног понашања појединих сегмената финансијског тржишта, што је угрозило нормалну реализацију монетарне политике. У сврху отклањања фрагментације финансијског тржишта, Европска централна банка је предузела низ конвенционалних и неконвенционалних мера за одржавање ликвидности тржишта. Она је посебно проширила поље своје интервенције и на дугорочне сегменте финансијског

тржишта, да би допринела враћању поверења финансијског тржишта у одрживост јавних финансија кризом оштро погођених држава чланица еврозоне.

Европска централна банка је из финансијске кризе изашла као европска институција са највише ауторитета. Са новом функцијом централизоване контроле банкарског сектора не само земаља еврозоне (банкарска унија) као и функцијом регулатора стабилности укупног финансијског система Уније (она руководи Европским одбором за ризике), Европска централна банка ће играти кључну улогу у даљим европским интеграцијама. Међутим, нове функције могу угрозити њен карактер независне монетарне институције, јер стварају потенцијални морални хазард између потребе одржавања ликвидности и солвентности кредитних институција. Банци су већ упућене примедбе да је у финансијској кризи преузела и одређене фискалне надлежности.

Банкарску унију ће оптерећивати и проблем демократске легитимности и одговорности у доношењу виталних одлука, које имају репрекусија на националне банкарске системе, а не само на тржиште еврозоне. Сама Европске централна банка је на удару критика због недостатка демократског легитимитета. С друге стране, на политичком нивоу, одлуке које су мотивисане унутрашњим политичким односима у највећим земљама Уније, могу имати веома негативне последице на финансијски положај становништва у мањим земљама Уније и стога јачати социјални отпор интеграцији.

Европска монетарна унија (еврозона) „заснована је на јединственом институционалном оквиру, који садржи јединствену монетарну политику и више фискалних политика“. Док је прва централизована и представља федерални аспект уније, друга је децентрализована и у надлежности је држава чланица.

Фискална правила регулише Пакт стабилности и раста, који садржи одредбе о поступању у Унији уколико нека од држава чланица прекорачи лимите буџетског дефицита и јавног дуга, што се може, механизмом преливања, одразити на финансијски положај других држава чланица, односно Економске и монетарне уније у целини.

Финансијска криза је довела до наглог повећања дефицита буџета држава чланица еврозоне. Као резултат таквог развоја, скоро све државе чланице еврозоне ушле су у зону прекомерног буџетског дефицита дефинисаног Пактом стабилности и раста (13 од 17 држава чланица еврозоне), док су неке од њих ушле у зону неодрживог фискалног дефицита, који је захтевао санацију фискалног система.

На нагло повећање јавног дуга, финансијско тржиште је реаговало поновном проценом ризика улагања у државне обвезнице држава чланица еврозоне, повећавајући премију на ризик (спред) на обвезнице држава чији је дуг највише порастао. Повећани спред одражавао је како кредитни ризик појединих држава (ризик од банкротства), тако и ризик ликвидности, односно могућност да се обвезнице тих држава могу уновчити на тржишту само уз високи дисконт.

Механизам колективне акције у решавању кризе сувереног дуга био је ограничен одредбом Уговора о функционисању Европске уније, који забрањује колективну санацију било које презадужене државе чланице. Било је, стога, неопходно да се пронађе механизам решавања проблема држава које су биле посебно погођене кризом сувереног дуга. Решавање кризе јавних финансија презадужених држава чланица решавано је на индивидуалној основи, од случаја до случаја, као и уз формирање перманентног механизма еврозоне за подршку санацији у облику стабилизационих фондова. Формирање перманентног механизма решавања проблема кризе оснажено је

потписивањем Уговора о стабилности, координацији и управљању у Економској и монетарној унији (марта 2012. године).

Анализа дејства кризе јавног дуга еврозоне показала је да се фрагментација јединственог тржишта реализује на неколико нивоа.

Прво, активиран је кредитни ризик и ризик контрапартнера, као његов део, што је довело до смањивања кретања ликвидности на тржишту новца и у међубанкарском сектору, као и смањења обима прикушљеног капитала на тржишту корпоративних обвезница и акција корпорација.

Друго, активиран је системски ризик, који је проузроковао опште смањење цена финансијских инструмената, као и сужавање тржишта сувереног дуга.

Треће, опште неповерење у кредитни систем и финансијско тржиште довело је до дезинтермедијације у односима становништва и финансијских институција, односно банака, осигурања, инвестиционих и пензијских фондова.

Најзад, санација јавних финансија појединих држава чланица имала је за последицу да оне не могу да користе механизме финансијског тржишта за ново задужење, што представља и облик непосредне фрагментације финансијског тржишта.

И поред свега, јединствено финансијско тржиште сачувало је функционалност и механизме утицаја на носиоце економске политике у државама чланицама, еврозони и Унији као целини. Међутим, она је додатно ослабљена политикама штедње, коју спроводе државе чланице, а која је и институционализована усвајањем Фискалног пакта. Политика штедње ограничава даљи развој јединственог финансијског тржишта и смањује капацитет његовог утицаја на реалну економију.

Какав је утицај финансијске интеграције Европске уније на финансијско тржиште Србије?

Финансијско тржиште Србије на савременом степену развоја одражава противречности настанка и досадашње историје, економских околности чији је израз, као и тежњи за интегрисањем у европско финансијско тржиште.

У свом модерном облику, финансијско тржиште Србије је резултат тржишних реформи које су спроведене крајем 80 - тих година прошлог века. Политичке промене, извршене 2000. године, дале су импулс друштвеним и економским реформама, које су довеле до изузетно динамичног развоја финансијског тржишта.

С обзиром на географски положај и економску повезаност коју Србија има са државама чланицама Европске уније, на основу теоријских модела интеграције, о којима је било речи у првом делу овог рада, може се поставити хипотеза да је финансијско тржиште Србије нужно оријентисано на интеграцији са финансијским тржиштем Европске уније. У којој мери је то остварено, показује анализа појединих сегмената финансијског тржишта Србије.

Трансмисиони механизми, који повезују два тржишта, могу се поделити у неколико категорија. Кретање капитала је најважнији фактор интеграције. Кретање краткорочног капитала обезбеђује додатну ликвидност тржиштима, а кретање дугорочног капитала доприноси остваривању потенцијала економског развоја, ублажавању екстерних шокова и уједначавању потрошње. Кретање финансијских услуга, у свим облицима које познаје савремена пракса, доприноси задовољавању потреба корисника на ширем простору. Рецепција регулаторне праксе доприноси уједначавању услова конкуренције тржишних учесника. Комуникациона повезаност и повезаност инфраструктуре, омогућава смањивање информационе асиметрије између финансијских тржишта Европске уније и Србије.

Финансијско тржиште Србије је банкарски оријентисано: у укупном обиму финансијске активе, учешће банака износи преко 90%. То говори о ниском нивоу финансијског посредовања у земљи. Стање погоршава доминантан удео страног власништва у домаћем банкарству. То не омогућава адекватну мобилизацију капитала на националном нивоу, односно спречава раст и развој реалног сектора привреде. Банкарски сектор нема унутрашњи потенцијал за консолидацију и стога се може закључити да ће банкарски сектор у Србији на дужи рок остати фрагментисан.

Ако доминантно присуство страних банака у банкарском сектору Србије не доприноси његовој консолидацији и због тога одуствује механизам мобилизације капитала за крупне инвестиционе пројекте, а повећани су трошкови интермедијације и системски ризик, очигледно је да је такав статус страних банака последица одсуства свесне државне политике у банкарској области. Очигледно је да држава није могла (због недовољно јаким јавних финансија) или није желела (због недостатка потенцијала) да реформише посрнуле банке у државном власништву па их је продајом страним банкама препустила санацији и рехабилитацији.

Сектор осигурања је релативно најмање развијен сектор финансијског посредовања у односу на економске потенцијале Србије. Остали сектори финансијског посредовања, инвестициони фондови и фондови добровољног пензијског осигурања нису забележили значајан развој у последњој деценији, у којој су и основани.

Развој тржишта капитала у Србији значајан је за промену структуре финансирања компанија, с обзиром на већ раније указану чињеницу да је структура финансијског тржишта доминантно банкарска. Развој примарног тржишта капитала омогућава ширу мобилизацију средстава кроз емисију акција иницијалном јавном понудом, односно емисију дугорочних обвезница.

С друге стране, кроз развој секундарног тржишта капитала омогућава се адекватно вредновање компанија, што је важно како за њихов положај на тржишту, тако и за промену власничке структуре.

Секундарно тржиште капитала обележава ниска ликвидност, колебљива капитализација и велико учешће страних инвеститора у трговини акцијама. Оно се константно креће око 50% трговине, независно од укупног обима трговине у појединим периодима. То показује да је општи оптимизам или песимизам на берзи подједнако привлачио и домаће и стране улагаче, што се огледа у неравномерном кретању обима трговине на Берзи. У финансијској кризи, међутим, испољила се неравнотежа у висини учешћа страног капитала у понуди и тражњи, са превагом на страни понуде, што је и био један од узрока пада цена на Београдској берзи.

Светска финансијска криза је снажно погодила финансијско тржиште Србије: депресијација вредности динара, смањење међубанкарских кредита, укључив и иностране, пораст ненаплативих кредита банака, одлив капитала из банкарског система (у иностранство и тезауризацију домаћег становништва), пад цена хартија од вредности, смањење учешћа иностраних инвеститора у примарној продаји и секундарној трговини хартија од вредности, као и на тржишту преузимања компанија (M&A), смањене вредности инвестиционих јединица инвестиционих фондова и акција добровољних пензијских фондова, пад приноса ових фондова, повећано задуживање државе на финансијском тржишту. Криза тржишта одразила се и на кризу јавних финансија и претворила се у кризу реалног сектора, са оштрим падом привредне активности и бруто друштвеног производа.

Финансијска криза, која је имала почетни импулс на развијеним светским тржиштима, посебно финансијском тржишту Европске уније у кризи сувереног дуга, нашла је плодно тле у наразвијеном и недовољно заштићеном

финансијском тржишту Србије, пренета је на домаће финансијско тржиште кроз неколико механизма. Ови механизми трансмисије изражени су у облику одлива краткорочног капитала, одсуство прилива директних и инвестиција, распродаје финансијске активне портфолио инвеститора, слабљење извозне тражње, трансфера неповерења у финансијско тржиште, као и повећане перцепције ризика финансијског тржишта од стране домаћих инвеститора.

Ефекти кризе првенствено су се испољили у банкарском сектору и на тржишту капитала. Криза банкарског сектора манифестовала се као криза поверења, која је активирала ризик ликвидности. Она се испољила кроз повлачење депозита, обустављање кредитирања из иностранства, раст премије на ризик сувереног дуга Србије на иностраном тржишту капитала и престанак функционисања међубанкарског тржишта због раста ризика контрапартнера. Последица је била угрожавање кредитирања реалног сектора, односно опадање кредитирања, а резултат паралисање привредне активности и пораст ненаплативих кредита привреди.

Да би се спречило ширење кризе и поново успоставила основна функција банака - кредитирање реалног сектора и становништва - носиоци економске политике су донели мере за очување стабилности банкарског сектора и повратак поверења на кредитном тржишту и очување стабилности банкарског сектора, укључив и санацију банака у тешкоћама. Преузимање обавезе санације банкарског система донело је нови притисак на буџет Србије, већ оптерећен расходима за ублажавање последица кризе. Дефицит буџета растао је константно од избијања финансијске кризе, у условима ограничених прихода због пада привредне активности, да би средином 2013. године пројекције указале да се јавни дуг креће на граници одрживости.

Финансијска криза испољила се на тржишту капитала у Србији, као и у земљама у окружењу, кроз веома висок пад цена: пет финансијских тржишта

држава из овог региона била су међу десет земаља са највећим падом берзанских индекса на свету. То је утолико значајније када се има у виду да се тржиште капитала Србије развијало у периоду непосредно пре кризе на таласу шпекулативног балона, што је био случај и са земљама у окружењу. Тржишта капитала региона југоисточне Европе била су најпропулзивнија тржишта у свету: 2007. године, највиши светски раст приноса остварен је на берзама у овом региону.

Кретање берзанских индекса на овим тржиштима, међутим, само су пратила тренд кретања на развијеним финансијским тржиштима; поређења кретања индекса показују сличне обрасце кретања. Само су тржишта југоисточне Европе, због слабије развијености, већег присуства страног капитала и јачих психолошких притисака, који су се изразили као огроман раст неповерења на тржишту капитала, забележила драстично већи пад.

Београдска берза није била имуна на талас светске финансијске кризе. Цене акција 2008. године драматично су пале, што се одразило на суноврат вредности индекса Београдске берзе (BELEX 15) који је, од почетка до краја 2008. године, опао за 77%!

Основни разлог пада цена био је пад поверења домаћих и страних инвеститора у функционисање финансијског тржишта. Комбиновано дејство дезинвестирања иностраних инвеститора и повлачења домаћих инвеститора проузроковали су пад цена акција и колапс тржишних индекса Београдске берзе чак и испод базних вредности.

Током кризе, на Берзи није прекидано трговање, нити је Комисија за хартије од вредности, као регулаторни орган, предузимала посебне мере у погледу трговања.

Истраживања у овој дисертацији пошла су од основних теоријских претоставки финансијске интеграције Европске уније, пружила увид у развој

те интеграције и проблеме који су је пратили и анализирао развој финансијског тржишта у контексту те интеграције. Финансијско тржиште Србије је конституисано и развијало се под непосредним утицајем економске и финансијске интеграције Европске уније. Тај утицај имао је стимулативни аспект до избијања финансијске кризе, у облику партиципације капитала из Европске уније у свим секторима финансијског тржишта, што је пружило основ за анализе квантитативних аспеката интеграције два тржишта. Са финансијског тржишта Европске уније дошли су и импулси кризе, а одсуство кретања капитала са јединственог финансијског тржишта Уније утиче на спор опоравак домаћег финансијског тржишта. Корелација кретања берзанских индекса (приноса) показује да јединствено финансијско тржиште утиче на тржиште капитала у Србији преко вредносних (квалитативних) пондера, иако кретање капитала између два тржишта још није потпуно либерализовано.

Финансијско тржиште Србије има неколико фундаментаних карактеристика на садашњем степену развоја: високи степен евроизације банкарског система; у банкарском сектору доминирају банке из Европске уније, као и у сектору осигурања; капитал из Европске уније и регионалних земаља одлучујуће утиче на обрасце кретања цена на Београдској берзи. Висок је степен корелације кретања берзанских индекса у Србији са индексима на финансијском тржишту Европске уније. Задужење државе, банака и реалног сектора доминантно је изражено у еврима.

Наведена обележја, иако говоре о доминантном утицају јединственог финансијског тржишта Европске уније на финансијско тржиште Србије, и то у погледу како квантитативних, тако и квалитативних (вредносних) показатеља, не пружају довољно елемената за закључак да се финансијско тржиште Србије може сматрати делом јединственог тржишта Европске уније.

Које су претпоставке даље интеграције финансијског тржишта Србије у финансијско тржиште Европске уније, која је економски детерминисан процес?

Прва претпоставка даље интеграције јесте либерализација кретања капитала. Остале претпоставке интеграције чине захтеви системског регулисања и економске политике који се односе на критеријуме номиналне конвергенције финансијског тржишта Србије са финансијским тржиштем Европске уније. То су: квалитет и одрживост јавних финансија и одговорна фискална политика; стабилност финансијског тржишта, која има синтетички израз у нормалној кривој приноса као изразу рочне и ризичне структуре финансијског тржишта; стабилност система цена као основа рационалног доношења инвестиционих одлука.

У овом сегменту, одлучујући утицај врши монетарна политика и режим девизног курса. Флексибилног курса динара је нужна последица таргетирања инфлације, као доминантне стратегије монетарне политике, чији је основни циљ очување стабилности цена.

Висока евроизација домаћег финансијског система, међутим, поставља границе корисности режима флексибилног девизног курса и претвара овај режим у канал преношења негативних утицаја са страних на домаће финансијско тржиште. С обзиром на ограниченост девизних резерви (али и из дубљих разлога условљених структурним проблемима привреде), одбрана домаћег финансијског тржишта флексибилним курсом има своје границе, из чега се може закључити да је финансијско тржиште Србије, као и реални сектор, веома изложен деловању трансмисионих механизма европске финансијске интеграције. Цена овакве монетарне и курсне политике јесте нестабилност домаћег финансијског тржишта и флукуација домаће економске активности, што се и показало у току светске финансијске кризе.

Да ли је алтернатива оваквој монетарној и курсној политици потпуна евроизација финансијског тржишта Србије, односно усвајање евра као домаће валуте?

На данашњем степену односа са Европском унијом, није нужно да Србија напушта монетарну сувереност (или оно што је од ње остало, с обзиром на степен евроизације). Она треба, као и фискална политика, да се користи за стабилизацију номиналних критеријума конвергенције са Европском унијом. Други инструменти економске политике морају се користити за структурне реформе, које би повећале ниво реалне конвергенције са Европском унијом. Повећање нивоа номиналне и реалне конвергенције подигли би кредитни рејтинг земље, као меру ризичности улагања на финансијско тржиште и у реални сектор привреде Србије, односно смањили би премију на ризик коју очекују страни инвеститори од улагања у Србију

Остаје, свакако, политички ризик, који може деловати као фактор који отежава или спречава стране инвестиције и ограничава активност финансијског тржишта Србије. Он ће се снижавати у мери у којој се остварује даља политичка интеграција у Европску унију.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Action plan for the Single Market*, Communication of the Commission to the European Council , CSE(97)1 final, 4 June 1997.
2. Adam, Klaus et al: *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF) Department of Economics and Statistics, University of Salerno, 28 January 2002.
3. Алексић, М., Ђурђевић, Љ., Палић, М., Тасић, Н: *Канал каматне стопе у условима доларизације: случај Србије*, Народна банка Србије, Радни папири, 2008.
4. Alexander, Gordon J., Sharpe, William F.: *Fundamentals of Investments*, Prentice Hall International, Englewood Cliffs, 1989.
5. Amtenbrink, Fabian and Jakob de Haan: *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, *Common Market Law Review*, No 46/2009.
6. *A New Strategy for the Single Market at the Service of the Europe`s Economy and Society*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso by Mario Monti, 9 May 2010.
7. Athanassiou, P.: *Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU – Some Reflexions*, ECB, Legal Working Papers Series, No 10, December 2000.
8. Aviat, A. And Coeurdacier, N.: *The Geography of Trade in Goods and Asset Holdings*, DR 06012, ESSEC Business School, Paris, October 2006.

9. Babetkii, I., Komárek, L. and Komárkova, Z.: Financial Integration of Stock Markets among New EU Member States and the Euro Area, *Czech Journal of Economics and Finance*, 57, 2009, стр. 341–62.
10. Bache, Ian and George, Stephen: *Politics in the European Union*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford, 2006.
11. Baele, L. et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, *ECB Occasional Paper Series*, No. 14, April 2004.
12. Baldwin, R. Et al.: Study on impact of the euro on trade and foreign direct investment, *Economic Papers 321, European Economy*, European Commission, 2008.
13. Barro, Robert, J.: The Stock Market and Investment, *NBER Working Paper 2927*, 1989.
14. Bekmann R. et al.: *Financial integration within the European Union: Towards a single market for insurance*, 2002, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/5280/> MPRA Paper No. 5280, November 2007.
15. Београдска берза: *Годишњи извештај за 2008. годину*, Београд, 2009.
16. Bernanke, B. S., M. Gertler, and S. Gilchrist. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework, *NBER Working Paper 6455*, 1998.
17. Bianco, Maria et al.: Courts and Banks: Effects of Judicial Enforcement on Credit Markets, *CSEF Working Paper*, 58, June 2001.
18. Vodi, Z., Kane. A, Marcus, A. J.: *Основи инвестирања*, Шесто издање, Дата Статус, Београд, 2009.
19. Болдвин, Р. И Вишлош, Ч.: *Економија европских интеграција*, Дата Статус, Београд, 2010.
20. Bosworth, Barry: The Stock Market and the Economy, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1975.
21. Бошњак, Маринко: *Глобална финансијска и економска криза и њен утицај на привреду и финансије Србије*, Министарство финансија, Београд, јануар 2011.

22. Bratunkova, Hana: *Integration of European Stock Markets*, IES, 2012.
23. Buch, Claudia M., Ralph P. Heinrich: *Financial Integration in Europe and Banking Sector Performance*, Kiel Institute of World Economics, January 2002.
24. Васиљевић, Бранко: Појам и обележја финансијског тржишта, Зборник: „Акционарска друштва, берзе и акције“, приредио проф. др Мирко Васиљевић, Правни факултет, Београд, 2006.
25. Васиљевић, Бранко.: *Основи финансијског тржишта*, Шесто издање, Завет, Београд, 2009.
26. Васиљевић, Бранко и Гобелић, Звонко: Политичка економија евра, *Годишњак Факултета политичких наука у Београду*, година 5, број 6, децембар 2011.
27. Vermeulen, R.: *International Diversification During Crisis: A Blessing for Equity Investors*, IMF, Washington, 2011.
28. Vinals, Jose: *The Do's and Don'ts of Macro Prudential Policy*, European Commission and ECB Conference on Financial Integration and Stability, Brussels, 2 May 2011.
29. Galati, Gabriele and Tsatsaronis, Kostas: The impact of the euro on Europe's financial markets, *BIS Working Papers*, No 100, Basel, July 2001.
30. Giannetti, M. et al.: Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth, *European Economy*, No 179, November 2002.
31. Giovannini Group: *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Brussels, November 2001.
32. Giovannini Group: *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Brussels, April 2003.
33. Globalization: A Brief Overview, *Issues Brief 08/02*, IMF Staff, Washigton, 2008.
34. Guizo, L., Sapienca, P., Zingales, L.: Cultural Biases in Economic Exchanges, *NBER Working Paper 11005*, December 2004.
35. Дабић, Стојан: *Хартије од вредности и њихово тржиште*, Научна књига, Београд, 1990.
36. Dabrowski, Marek: The Global Financial Crisis: Lessons for European Integration, *CASE Network Studies and Analysis*, No 384/2009, Warsaw.

37. Deardoff, A.: Determinants of Bilateral Trade: Does Gravity Works in a Neoclassical World?, y: *The Regionalization of the World Trade*, Edited by Jeffrey A. Frankel, University of Chicago Press, 1998.
38. De Grauwe, P.: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, 2003.
39. De Grauwe Paul and Mongelli, Francesco Paolo: Endogeneities of Optimum Currency Areas - What Brings Countries Sharing A Single Currency Closer Together? *European Central Bank Working Paper Series*, No 468, April 2005.
40. De Haas, Ralph et al.: The Vienna Initiative and financial stability in emerging Europe, www.voxeu.org.
41. De Nicolo, G., Juvenal, L.: *Financial Integration, Globalization, Growth and Systemic Real Risk*, IMF, 20 October 2010.
42. De Santis, Roberto A.: The Euro Area Sovereign Debt Crisis Safe Haven, Credit Rating Agencies and Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal, *ECB Working Paper Series* No 1419, February 2012.
43. De Sousa e Alvin, Diego: *A New European System of financial supervision and crisis management*, EU Studies Association Asia Conference, Bangkok, February 2011.
44. Djankov, Simeon et al.: *Legal Structure and Judicial Efficiency*, World Bank, October 2001.
45. Edson, H. J., Levine, R., Ricci, L., Slok, T.: *International Financial Integration and Economic Growth*, IMF, 2002.
46. Eichengreen, B.: *The Break-Up of the Euro Area*, NBER Working Paper, No13393, September 2007.
47. Ekinici, M. F., Kalemli Ozcan, S., Sorensen, B.: Financial Integration within EU Countries: The Role of Institutions, Confidence and Trust, *NBER Working Paper* 13440, September 2007.
48. European Banking Authority: *Basel III monitoring exercise*, 19.03.2012.
49. ECB: *The Monetary Policy of the ECB 2011*, Frankfurt a/M, 2011.

50. ECB: *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area*, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures, Applicable from 1 January 2012, Frankfurt a/M, 2011.
51. ECB: *Financial Integration in Europe*, Frankfurt a/M, April 2012.
52. Ерић-Јовић, Мира: Банкарски сектор Србије, 2001-2011: Реформе, опоравак и нови изазови, у: *Банке и осигурање у Србији 2001 – 2011 – Поређење са земљама у региону*, Business Info Group, Београд, 2012.
53. *EU Financial Integration Monitor*, Brussels, 2005.
54. European Banking Federation: *Report on Integration of European Financial Services Markets*, Brussels, December 2007.
55. European Banking Federation: *EU Banking Sector: Facts and Figures*, Brussels, 2010.
56. European Central Bank: *Financial Integration in Europe*, April 2012.
57. ECB, Technical Features of Outright Monetary Transactions, *Press Release*, Brussels, 06. 09. 2012.
58. European Central Bank: *Euro Money Market Study*, December 2012.
59. European Central Bank: *Financial Stability Review*, December 2012.
60. European Commission: *Report on progress towards convergence and the recommendation with the view to the transition to the third stage of economic and monetary union, Part 2: Report*, 25 march 1998.
61. European Commission: COM (97) 309, *Financial Services: Enhancing Consumer Confidence*, 26.06.1997.
62. European Commission: *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*. COM (1999) 232, 11. 05. 1999
63. European Commission: *White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds*, Brussels, 15.11.2006, SEC (2006) 1451.
64. European Commission: Steps towards a deeper economic integration: the Internal Market in the 21st century - A contribution to the Single Market , Review by Fabienne Ilzkovitz, Adriaan Dierx, Viktoria Kovacs and Nuno Sousa, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, *European Economy, Economic papers*, N0 271, January 2007.

65. European Commission: *Dealing with the impact of an ageing population in the EU (2009 Ageing Report)*, Brussels, 29.4.2009, COM(2009) 180 final.
66. European Commission: *Commission Staff Working Paper Accompanying the Commission Communication: Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, Brussels, 3.7.2009 SEC(2009) 905 final.
67. European Commission: *Commission Staff Working Paper: Impact Assessment Accompanying Document to the proposal for a Regulation of the European on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*, Brussels, SEC (2010) 1058/2.
68. European Commission: *Europe 2020, A Strategy for smart, sustainable and inclusive growth*, COM(2010) 2020 final, Brussels, 3. 3. 2010.
69. European Commission: *Green Paper - towards adequate, sustainable and safe European pension systems*, SEC(2010)830, Brussels, 7.7.2010, COM(2010)365 final, 2010.
70. European Commission: *Towards a Single Market Act: For a highly competitive social market economy - 50 proposals for improving our work, business and exchanges with one another*, COM (2010) 608 final, Brussels, 27. 10. 2010.
71. European Commission: *European Financial Stability and Integration Report 2010*, SEC (2011)489, Brussels, 08.04.2011.
72. European Commission: *Serbia: 2012 Progress Report*, Brussels, 10.10.2012 SWD(2012) 333 final.
73. European Commission: *The 2012 Ageing Report - Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060)*, European Economy, 2/12, Brussels, 2012.
74. European Commission: *Single Market Act II: Together for new growth*, COM (2012) 573 final, Brussels, 3.10.2012. final.
75. European Commission: *European Economy, The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Occasional Papers 94*, March 2012.
76. European Securities Markets Authority (ESMA): *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No.1, 2013.
77. Европска банкарска федерација и УБС: *Европски банкарски сектор – чињенице и подаци 2012*, Удружење банака Србије, Београд, 2013.
78. Живковић, Бошко: *Стратегија развоја тржишта дуговних хартија од вредности у Републици Србији*, ГТЗ, Београд, мај 2009.

79. Живковић, Бошко: Компаративна анализа банкарског система Србије и земаља Југоисточне Европе, *Квартални мониторинг* 27, октобар – децембар 2011.
80. *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, Brussels, 9 November 2000.
81. Insurance Europe: *European Insurance - Key Facts*, Brussels, August 2012.
82. International Monetary Fund: *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, Prepared by the Research department, June 2007.
83. IMF: *World Economic Outlook*, September 2007.
84. IMF: *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, Washington, June 2007.
85. IMF: *Global Financial Stability Report*, April 2009.
86. International Monetary Fund: *Global Financial Stability Report – Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*, Washington, April 2009.
87. International Monetary Fund: *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 10/147, May 2010.
88. International Monetary Fund: *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 10/147, May 2010.
89. International Monetary Fund: Republic of Serbia: Request for Stand-By Arrangement, *IMF Country Report No. 11/311*, October 2011.
90. IOSCO: *Securities Activity on the Internet*, Report, Montreal, 1998.
91. IOSCO: *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Montreal, 1998.
92. *Извештај о пословању Београдске берзе за 2012. годину*, Београд, 2013.
93. *Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на организованом тржишту хартија од вредности у Републици у периоду: јануар - децембар 2008. године*, Београд, 2009.

94. *Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на организованом тржишту хартија од вредности у Републици у периоду: јануар - децембар 2009. године*, Београд, 2010.
95. *Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду: јануар – децембар 2012. године*, Београд, 2013.
96. James, Harold: *Making the European Monetary Union*, The Belknap Press, Cambridge, Mass., 2012.
97. Jappelli, Tulio and Pagano, Marco: *Financial Market Integration under EMU, European Economy, Economic papers 312*, March 2008.
98. Jensen, Michael C.: *The Efficiency of Takeovers, The Corporate Board*, September/October 1985, str. 16 – 22.
99. Kalemli-Ozcan, Sebnem and Bent Sorensen: *Financial Integration and Economic Welfare*, 2006.
100. Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., Yosha, O.: *Asymmetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe, CEPR Discussion paper No 4463*.
101. Kalemli-Ozcan, S. et al.: *Financial Integration and Risk Sharing: The Role of the Monetary Union, in 5th European Central Banking Conference on The Euro at Ten: Lessons and Challenges*, Frankfurt: ECB, 2008.
102. Kang, Jun-Koo and Stulz, Rene M.: *Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan, NBER Working Paper*, 1995.
103. Karmel, Roberta S., *The Controversy Over Systemic Risk Regulation, Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper No 179*, New York, January 2010.
104. Kenen, Peter B.: *What we can learn from the theory of optimum currency areas, HM Treasury: Submissions on EMU from leading academics, EMU Study, Chapter 14*, December 2002.
105. Keynes, John Maynard: *Општа теорија запослености, камате и новца*, Култура, Загреб, 1956.

106. Kleimeir Stefanie, Sandar Harald: *European Financial Market Integration: Evidence on the Emergence of Single Eurozone Retail Banking Market*, Berlin, August 2002.
107. Kose, Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei: *Financial Globalization: A Reappraisal*, *IMF Staff Papers* 56 (1), 2009, стр. 8-62.
108. Koskenkyla H., ed.: *Financial Integration, Bank of Finland Studies, A: 108. 2004*, Helsinki, 2004.
109. Krugman, Paul R., Obstfeld, Maurice: *Међународна економија, Дата Статус*, Београд, 2009.
110. Krugman, Paul: *Death of a Fairy Tale*, *New York Times*, April 26, 2012.
111. Kudrna, Zdenek: *The EU Financial Market Policy: Evolution, Innovation and Research Outlook*, *Working Paper No. 04/2009*, IEIR, Social Science Research Center, Austrian Academy of Sciences, Vienna, August 2009.
112. Kyla Malcolm, Mark Tilden and Tim Wilsdon: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, Prepared For European Commission Internal Market and Services DG, March 2009.
113. Lamassoure, Alain: *Report on The citizen and the application of Community Law*, 2008, стр. 8 - 12. <http://www.alainlamassoure.eu/liens/975.pdf>.
114. (*Lamfalussy Report*) *Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001.
115. Lane, P. R., Milesi-Ferreti, G.M: *International Financial Integration*, Third Annual Research Conference, IMF, November 7 - 8, 2002.
116. Lane, Philip and Sébastien Wälti: *The Euro and Financial Integration*, *IIIS Discussion Paper No. 139*, May 2006.
117. Lane, P. R., Milesi - Ferreti, G. M.: *The Drivers of Financial Globalization*, *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, May 2008.
118. La Porta, R. et al.: *Law and Finance*, *NBER Working Paper 5661*, July 1996.

119. La Porta et al.: *Quality of Government*, *NBER Working Paper 6267*, September 1998.
120. Levine, R. et al.: *Financial intermediation and Growth: Causality and Causes*, *Public Research Working Paper 2059*, The World Bank, February 1999.
121. London Economics: *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of the European Union Financial Markets*, 2002.
122. Malkiel, B.G.: *A Random Walk Down Wall Street*, W. W. Norton, New York, 1990.
123. Марковић, Бојан: *Стратегија динаризаације у Србији*, Златибор, 18. септембар 2010
124. Маринковић, Срђан: *Финансијско тржиште и финансијске институције у Републици Србији*, Економски факултет, Ниш, 2008.
125. McKinnon, R.I.: *Optimum Currency Areas*, *American Economic Review*, 53, 1963.
126. Mishkin, Frederic S.: *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, Седмо издање, Дата Статус, Београд, 2006.
127. Modigliani, Franco and Miller, Merton H.: *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *American Economic Review*, vol. 48, 1958, стр. 261-97.
128. *Monetary and fiscal policy interactions in a monetary union*, *ECB Monthly Bulletin*, July 2012.
129. Mundell, R.: *A Theory of Optimal Currency Areas*, *American Economic Review*, No 51, September 1963, стр. 657 – 665.
130. Народна банка Југославије: *Годишњи извештај за 1999. годину*, Београд, 2000.
131. Народна банка Србије: *Годишњи извештај за 2001. годину*, Београд, 2002.
132. Народна банка Србије: *Извештај о инфлацији мај 2009.*

133. Народна банка Србије: *Годишњи извештај о пословању и резултатима рада за 2010. годину*, Београд, 2011.
134. Народна банка Србије: *Банкарски сектор у Србији – Извештај за III тромесечје 2012.*
135. Народна банка Србије: *Извештај о стабилности финансијског система за 2011*, Београд, 2012.
136. Народна банка Србије: *Сектор осигурања у Србији – Извештај о пословању за треће тромесечје 2012. године*, Београд, новембар 2012.
137. Народна банка Србије: *Сектор добровољних пензијских фондова у Србији - Извештај за треће тромесечје 2012. године*, Београд, новембар 2012.
138. Народна банка Србије: *Извештај о динаризацији финансијског система Србије - децембар 2012*, Београд, 2013.
139. North, D. C.: *Economic Performance Through Time*, Nobel Prize Lecture, December 1993.
140. Obstfeld, M. and Rogoff, K.: *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, Boston, 1996.
141. Obstfeld, M. and Rogoff, K.: *Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is there a Common Cause?*, *NBER Macroeconomics Annual 2000*, Vol. 15, June 2001, стр. 339 – 412.
142. *One market, one money - An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union*, *European economy*, No 44, October 1990.
143. Oxera Consulting: *Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services*, May 2011.
144. Pagano, M., Panetta, F. and L. Zingales, *The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy*, *European Economic Review*, 40, 1996, стр. 1057-1069.
145. Panzar, J. C. and J. N. Rosse: *Testing for Monopoly Equilibrium*, *Journal of Industrial Economics*, 1987, 35, 443-456.

146. Portes, R. and Rey, H.: *The Determinants of Cross Border Equity Flow*, Center for Economic Performance, LSE, London, February 2000.
147. Poterba, James: Stock Market Wealth and Consumption, *Journal of Economic Perspectives*, 2000, Vol. 14 (2), strp. 99 - 118.
148. Price Waterhouse for the European Commission: *The Economics of 1992, European Economy*, 1988.
149. *Proposal for a Council Regulation conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions*, Brussels, 12.9.2012. COM(2012) 511 final.
150. Rovčanin, Adnan, Sejfudin Zahirović, Jasmina Okičić: Stock Exchange Indexes on World Market - Influences on Financial Markets of Western Balkan Countries, y: *Financial Systems Integration of Balkan Countries in the European Financial System*, ed. By Claude Berthomieu and Srdjan Redzepagić, Institute of Economic Sciences, Belgrade, 2008
151. *Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community - „Werner report” (definitive text)*, Luxembourg, 8 October 1970.
152. Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact, Amsterdam 17 June 1997, *Official Journal of the European Union*, C 236, 02. 08. 1997.
153. Rose, A. K.: One Money, One Market: Estimating the Effects of Common Currencies on Trade, *NBER Working Paper 7432*, December 1999.
154. Salans, E. D.: *Speech to the 38th. SEACEN Governors Conference*, Manila 13.02.2003.
<http://www.ecb.int/press/key/date/2003/html/sp030213.en.html>
155. SEC: *Report to the Congress: The Impact of Recent Technological Advances in the Securities Markets*, Ch. IV, Washington, 1997.
156. The European Stability Mechanism, *ECB Monthly Bulletin*, July 2011, strp. 71 - 85.

157. Ten Years of the stability and growth pact, *ECB Monthly Bulletin*, October 2007.
158. The ECB's Response to the Financial Crisis, *ECB Monthly Bulletin*, October 2010.
159. The euro area sovereign crisis: monitoring spillovers and contagion, *ECB Research Bulletin*, No 14, 2011.
160. The High-level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, Brussels, 25. February 2009.
161. *The process of European economic and financial integration*, Keynote speech by Jean-Claude Trichet, president of European Central bank, Journalist Symposium "Konvent fur Deutschland", Berlin, 5 December 2007.
162. Tinbergen, Jan: *Shaping the world economy: Suggestions for an international economic policy*, Twentieth Century Fund, New York, 1962.
163. Tobin, James: A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, February 1969, стр. 15 – 29.
164. *Treaty Establishing the European Economic Community*, http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documents/treaties/rometreaty2.pdf.
165. *Treaty on Stability, Coordination, and Governance in the Economic and Monetary Union*, Brussels, 2 March 2012.
166. Тржиште обвезница у Србији: *Изазови регулативе за ефикасно тржиште*, Цеферсон институт, Београд, 2005 (аутори: проф. др Евжен Коченда, проф. др Јан Ханушек и др Петр Земцик).
167. Tufano, P.: Financial Innovation, *The Handbook of the Economics of Finance*, Ed. By G. Constantinides, M. Harris and R. Stulz , North Holland, New York, 2002.

168. Utzig Siegfried: The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: European Banking Perspective, *Asian Development Bank Institute Working Paper Series*, No. 188, January 2010.
169. УСАИД и ЦЈС: *Изазови увођења обавезног приватног пензијског система у Србији*, Београд, 2009.
170. Фабрис, Никола: Еуризација као инструмент монетарне политике Србије? *Економски анали*, број 168, Београд, 2006.
171. Fabris, N., Aćimović, S.: Exchange Rate Policy in Serbia, *Transition Studies Review*, vol. 17, No. 1, 2010, стр. 170 – 180.
172. Fama, E.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, vol. 25, No. 2, 1970.
173. Faruqee, H. et al.: The Determinants of International portfolio Holdings and Home Bias, *Working Paper WP/04/34*, IMF, Washington, 2004.
174. Fecht, F., Hans Peter Grüner and Philipp Hartmann: Financial Integration, Specialization and Systemic Risk, *ECB Working Papers Series*, No. 1245, February 2012.
175. Federation of European Stock Exchanges: *Annual Report 2002*.
176. Federation of European Stock Exchanges: *Share Ownership Structure in Europe*, December 2008.
177. Feldstein, M., Horioka C.: *Domestic Saving and International Capital Flows*, 1979.
178. FESE, EACH, ECSDA: *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*, 7 November 2006.
179. *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001.
180. *Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 10/147, May 2010.

181. Finnerty, J. D.: Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview, *Financial Management*, vol. 17, No. 4 (Winter) 1988.
182. Flavin, T. J., Hurley, M. J., Rousseau, F.: *Explaining Stock Market Correlation: A Gravity Model Approach*, National University of Ireland, Maynooth, 2001.
183. Fonteyne, Wim: EU: From Monetary to Financial Union, IMF, *Finance and Development*, June 2006, vol. 43, No. 2.
184. Frankel, J. A. and A. K. Rose: The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *NBER Working Paper 5700*, 1996.
185. French, K. R., Poterba, J. M.: Investor Diversification and International Equity Markets, *NBER Working Paper 3609*, January 1991.
186. Harris, L.: *Trading & Exchanges – Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, Oxford, 2003.
187. Heinemann, F., Jopp, M.: *The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services*, Report to European Finance Round Table, ZEW, Mannheim, 2002.
188. Herring, R.: International Financial Integration: The Continuing Process, *Wharton School Financial Institutions Center, Paper 94 - 23*, University of Pennsylvania, July 1994.
189. High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 October 2012.
190. Hitiris, Theo: *European Union Economics*, Fifth Edition, Prentice Hall, London, 2003.
191. Ho, N. W.: *Financial Integration: Concepts and Impacts*, Macao Monetary Authority, Research and Statistical Department, Macao, 2007.
192. Casey, Jean-Pierre, Karel Lanoo: *Europe`s Hidden Capital Markets: Evolution, Architecture and Regulation of the European Capital Market*, Centre for European Policy Studies, Brussels, 2005.

193. Casu, Barbara and Girardone, Claudia: *Bank Competition, Concentration and Efficiency in the Single European Market*, University of Essex, 2005.
194. Cervellati, E. M., Fioriti, E.: *Financial Supervision in EU Countries*, Department of Management, University of Bologna, 15 January 2007.
195. CESinfo Group Munich: *EEAG Repoort 2013*, Munich 25.02.2013.
196. CFA Institute: *European Sovereign Debt Crisis: Overview, Analysis, and Timeline of Major Events*, 21 November 2011.
197. Commission of the European Communities: *Report of the Study Group on the Role of public Finance in European Integration Volume I. General report*, Brussels, april 1977.
198. Commission of the European Communities: *White Paper: Completing the Internal Market*, COM (85) 310 final, Brussels, 14 June 1985.
199. Commission of the European Communities: *Europe 1992: The Overall Challenge*, SEC (88)524 final, Brussels, 13 April 1988.
200. Commission of the European Communities: *Cost of Non-Europe: Studies on the Economics of Integration*, 1988.
201. Committee for the Study of Economic and Monetary Union: *Report on economic and monetary union in the European Community*, Brussels, 1989.
202. Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of the European Union*, 09. 05. 2008.
203. Constancio, Vitor: *Towards a European Banking Union*, Duisenberg School of Finance, 7 September 2012.
204. Council Regulation (EU) No 407/2010 of 11 May 2010 establishing a European financial stabilization mechanism, *Official Journal of the European Union* L 118/1, 12.5.2010.
205. CRA International: *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, London, March 2009.

206. Scheller, Hanspeter: *European Central Bank – History, Role and Functions*, Second Revised Edition, ECB, Frankfurt a/M, 2006.
207. Shiller, R. J. et al.: *Speculative Behavior in the Stock Markets: Evidence from the United States and Japan*, *NBER Working Paper 3613*, February 1991.
208. Schoenmaker, Dirk: *The European Banking Landscape after the Crisis*, *Duisenberg School of Finance Policy Paper, No. 12*, April 2011.
209. Schoenmaker, Dirk: *Financial Supervision in the EU*, *Encyclopedia of Financial Globalization*, G. Caprio (ed.), Elsevier Amsterdam, 2011
210. Schoenmaker, Dirk and Wagner, Wolf: *The Impact of Cross-border Banking on Financial Stability*, *Duisenberg school of finance - Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 11-054/ DSF 18*, February 2011.
211. Siotis, Georges: *EU Competition Policy in Times of Financial Crisis, y: The Future of Retail Banking in Europe: Competition and regulatory challenges*, edited by Nicola Jentzsch and Christian Wey, *European Credit Research Institute, No. 12*, April 2010.
212. Stavarek, Daniel; Repkova, Iveta and Gajdosova, Katarina: *Theory of financial integration and achievements in the European Union*. *MPRA Paper No. 4393*, October 2011. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/34393/>.
213. Stiglitz, J. E et al.: *The role of the state in financial markets*, *World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement*, Washington, 1993.
214. Stiglitz, Joseph E., *The Price of Inequality*, Allen Lane, New York, 2012.
215. Walkner, Christoph and Raes, Jean-Pierre: *Integration and consolidation in EU banking - an unfinished business*, *European Economy, European Commission, Economic Papers, Number 226* April 2005.

БИОГРАФИЈА

Име и презиме: Ратко Радосављевић

Датум и место рођења: 16.01.1958. Јагодина

Образовање:

Основну школу и гимназију (природни смер) завршио у Београду.

Дипломирао на Економском факултету у Београду 1985. године смер „Организација и економика предузећа“.

Наслов дипломског рада: „Велика Британија и Европска економска заједница“, ментор проф. др Љубиша Адамовића.

За време студија активно се бавио врхунским спортом и имао статус „спортисте савезног ранга“.

У току студија 1980 -1981. године борави у Енглеској (Cambridge) где усавршава језик и учествује у студентској радној групи која се бавила темом:

„Оправданост уласка Велике Британије у ЕЕЗ“.

Делове овог рада је користио у изради дипломског рада.

Магистарске студије и рад је одбранио на Економском факултету у Нишу, ментор проф. др Борко Крстић, тема: „Значај евра за развој финансијског тржишта и међународног банкарства“.

Пословно искуство и референце

Прво радно искуство стиче у мешовитом (југословенско-америчко) предузећу „Еи-Пупин ГТЕ“, сектор телекомуникација а као шеф продаје, односно директор сектора за маркетинг и продају учествује и води следеће сложене послове:

- извозни послови за Кину, земље средње Африке, Блиски исток, Чехословачку, Бугарску и Совјетски Савез, користећи разне финансијске технике
- велики инвестициони захвати у Југославији финансирани од стране Светске банке и EBRD-а

Као члан комерцијалног колегијума СОУР-а „Електронска индустрија“ Ниш, у чијем се саставу налазило мешовито предузеће, представља сектор електронике на југословенској привредној изложби у Пекингу и на скуповима Југословенско - америчко мешовитог привредног тела.

Прошао серију пословних тренинга које је на различитим институтима (пре свега у Белгији) у организацији ино-партнера „GTE“.

Наставак пословног ангажмана следи у акционарском друштву „Савски венац комерц“ на функцији Генералног директора. У почетној фази, послови на којима ради се односе на инвестиционе активности у земљи, а врло брзо се пребацује на сложене послове инвестиција у земљи и иностранству, односно на послове трансфера технологија у сектору телекомуникација и енергетике. Директно ради и контролише уговарање и реализацију пројеката са финансијско-комерцијалног аспекта.

И у овим пословима коришћен је веома широк спектар финансијско-банкарских техника:

- акредитиви, банкарске гаранције, државне гаранције, гарантни депозити, међународни кредити, донације, развојна помоћ итд.

Поменути послови су подразумевали сарадњу са водећим светским банкама и финансијским институцијама:

- EAR
- EBRD
- EIB
- CITI BANK
- Societe General
- Dresdner Bank
- Jordan National Bank
- Marfin Egnatia Bank (CPB)

- HVB
- UNI Credit
- NYPO
- Већи број домаћих банака

Данас ради на месту Генералног директора предузећа за инжењеринг, спољни и унутрашњи промет „SVECOM“ д.о.о. (правни наследник предузећа „Савски венац комерц“).

Теоријска надградња

Основа интересовања се своди на монетарну економију, банкарско пословање у односу на привредне субјекте као и технике финансирања великих пројеката.

Похађао тренинг „Светске банке“ са темом „Примена БОТ“ принципа у сектору енергетике“.

Посебно место интересовања заузима Европска унија, процеси и ефекти увођења евра, као и стварање Европске Монетарне Уније, односно формирање јединственог финансијског тржишта Европске уније .

Објављени радови:

- „Финансијска интеграција Европске уније и регулисање системског ризика“, часопис за привредноправну теорију и праксу: Право и привреда, број 4-6, 2012.
- „Интеграција банкарског тржишта Европске уније и формирање банкарске уније“, часопис за привредноправну теорију и праксу: Право и привреда, број 4-6, 2013.

Прилог 1.

Изјава о ауторству

Потписани: **Ратко Б. Радосављевић**

Број уписа: **901**

Изјављујем

да је докторска дисертација под насловом:

ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И ЊЕН УТИЦАЈ НА ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација у целини ни у деловима није била предложена за добијање било које дипломе према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио ауторска права и користио интелектуалну својину других лица.

Потпис докторанда

У Београду, _____

Прилог 2.

Изјава о истоветности штампане и електронске верзије докторског рада

Име и презиме аутора: **Ратко Б. Радосављевић**

Број уписа: **901**

Студијски програм: _____

Наслов рада:

**ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И ЊЕН УТИЦАЈ НА
ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ**

Ментор: **Проф. др Бранко Васиљевић**

Потписани **Ратко Б. Радосављевић**

изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао за објављивање на порталу **Дигиталног репозиторијума Универзитета у Београду.**

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

**Потпис
докторанда**

У Београду, _____

Прилог 3.

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И ЊЕН УТИЦАЈ НА ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио.

1. Ауторство

2. Ауторство - некомерцијално

3. Ауторство – некомерцијално – без прераде

4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима

5. Ауторство – без прераде

6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, кратак опис лиценци дат је на полеђини листа).

Потпис докторанда

У Београду, _____
