

Centar za liberalno-demokratske studije

Boris Begović

**Finansijsko posredovanje i privredni rast: da li postoji (velika) alternativa?**

Radni dokumenti

Br. 8

Septembar 2016.

## Finansijsko posredovanje i privredni rast: da li postoji (velika) alternativa? <sup>1</sup>

### Rezime

Cilj ovog rada je da odgovori na pitanje da li postoji velika, fundamentalna alternativa postojećem načinu finansijskog posredovanja koja može da ubrza privredni rast Srbije. Osnovni nalazi od kojih se polazi jesu: (1) da je nivo razvijenosti finansijskog posredovanja u Srbiji još uvek je veoma nizak, još jako daleko od onog nivoa na kome eventualno mogu da se jave njegovi opadajući ili negativni prinosi na privredni rast, (2) da je domaći finansijski sistem u velikoj meri integrisan u međunarodni, što omogućava da se prevaziđe niska stopa domaće štednje kao jedan od glavnih ograničavajućih faktora privrednom rastu i (3) da je regulacija tog sistema u osnovi kompatibilna sa regulacijom u evropskim zemljama. Razmotrene su četiri alternative postojećem sistemu. Prva alternativa, ubrzana izgradnja nebankarskog finansijskog sistema, nezavisno od toga da li je poželjna, jednostavno nije dostupna. Druge dve, povlačenje domaćeg finansijskog sistema iz međunarodnog i njegova snažna *ex post* regulacija jednostavno nisu poželjne zbog brojnih negativnih posledica po privredni rast. Ono što preostaje kao poželjno rešenje jeste evolucija postojećeg finansijskog sistema, zasnovana na umerenoj *ex ante* regulaciji i postepeni razvoj i jačanje nebankarskog finansijskog posredovanja.

Ključne reči: finansijsko posredovanje, finansijski sistem, privredni rast, regulacija, bankarski sistem

JEL klasifikacija: G20, G21, G28, O42

---

<sup>1</sup> Zahvaljujem Ljubomiru Madžaru, Marku Paunoviću i Danici Popović na korisnim komentarima i sugestijama. Naravno, niko od njih ne snosi nikakvu odgovornost za eventualne preostale greške ili za iznete vrednosne sudove. Stavovi izneti u ovom članku ne moraju da budu stavovi Upravnog odbora UniCredit banke Srbija, čiji sam član.

## 1. Uvod

Cilj ovog rada je da razmotri odnos finansijskog posredovanja i privrednog rasta iz specifičnog ugla, tako da odgovori na pitanje da li postoji velika, fundamentalna alternativa postojećem načinu finansijskog posredovanja, pre svega imajući u vidu Srbiju početkom XXI veka. Ovakav cilj rada uslovio je i njegovu strukturu. Prvo će se razmotriti odnos finansijskog posredovanja i privrednog rasta, uz usredsređivanje na najznačajnije moguće kontroverze na tom planu. Potom će se pažnja posvetiti nesavršenoj informisanosti kao najznačajnijem vidu nesavršenosti finansijskih tržišta, ukazujući na specifične pojavne oblike te nesavršenosti, poput neizvesnosti, rizika i asimetrije informacija, da bi se, nakon toga, ukazalo na mogućnosti i ograničenja da se pojačanom regulacijom finansijskog posredovanja ta nesavršenost umanjí. Sledi centralni deo rada posvećen razmatranju mogućnosti za alternativno ustrojstvo finansijskog posredovanja u Srbiji, kao i sagledavanju posledica pojedinih alternativa, koga prate zaključna razmatranja.

U radu se polazi se od konvencionalnog, u ekonomskoj nauci široko prihvaćenog poimanja finansijskog posredovanja i mehanizama stvaranja novca (Mishkin, 2007). U tom svetu neminovno postoje izvori i plasmani sredstava – ne postoje plasmani bez izvora. U osnovi svih izvora je štednja, koja se posmatra kao odricanje od potrošnje, tj. ono ponašanje kojim se ne troši celokupan iznos raspoloživog dohotka.<sup>2</sup> U osnovi svih plasmana su investicije, u krajnjoj konsekvenci uvećanje fonda kapitala, pre svega fizičkog, a u određenoj meri i ljudskog.<sup>3</sup> Finansijsko posredovanje se posmatra kao posredovanje između onih koji poseduju višak novca (štednju) i onih kojima novac nedostaje, a potreban im je radi finansiranja investicija, tj. radi realizacije njihovih poslovnih poduhvata. Ovakvim definisanjem finansijskog posredovanja, tj. vezivanjem plasmana za izvore, odbacuje se nalaz da komercijalne banke same stvaraju novac „ni iz čega“, iz koga neminovno sledi da postoje plasmani bez izvora, a koji je u nekim, pre svega neakademske krugovima, u poslednje vreme stekao određenu popularnost.<sup>4</sup> Konačno, ovaj rad se zasniva na vrednosno neutralnom odnosu prema finansijskom posredovanju i njegovim instrumentima, tako da se ne zalazi u etički odnos prema tom posredovanju,<sup>5</sup> bez obzira na to kakav je taj odnos, niti se, sam po sebi, uzima u obzir dominantan stav široke javnosti prema ovoj privrednoj delatnosti i njenim akterima.<sup>6</sup>

---

<sup>2</sup> Dakle, nije reč se o štednji u smislu odricanja od dohotka (*austerity*), na primer ograničavanjem plata u javnom sektoru ili penzija, usled potrebe umanjivanja javne potrošnje, a radi smanjenja ili eliminisanja fiskalnog deficita.

<sup>3</sup> Više o nivou zaduženosti američkih studenata i diplomaca koji su investicije u sopstveni ljudski kapital finansirali zaduživanjem videti u: Gordon (2016). Činjenica da deo plasmana služi finansiranju potrošnje nije relevantna za razmatranje veze finansijskog posredovanja i privrednog rasta, pa se stoga zanemaruju.

<sup>4</sup> Reč je o stavu koji je u poslednje vreme popularan u tzv. blogosferi, a zasniva se na nalazima iznetim u popularno napisanim tekstovima (McLeay *et al.*, 2014). Videti, na primer: <http://positivemoney.org>. Nalazi na tom planu izneti u akademski prihvatljivoj formi (Werner, 2014) prilično su retki.

<sup>5</sup> Istorija ophođenja prema finansijskom posredovanju kao nemoralnoj aktivnosti započinje najverovatnije sa Starim zavetom – „Kad daš u zajam novaca narodu mojemu, siromahu koji je kod tebe, nemoj mu biti kao kamatnik, ne udarajte na nj kamate“ – Druga knjiga Mojsijeva: Izlazak, 22:25. Pri tome, različite religije su na različite načine tumačile etičke ograde ovoj delatnosti, uglavnom posmatranoj kao pozajmljivanje novca, a taj odnos se menjao i u vremenu. Više o tome videti u: Kuran (2004) u islamu i Mijatović (2012) u hrišćanstvu.

<sup>6</sup> Više o tome videti u: Sapienza i Zingales (2012). Istraživanja sprovedena u SAD pokazala su da dominira negativan odnos široke javnosti prema delatnosti finansijskog posredovanja. Takva istraživanja nisu sprovedena u Srbiji, ali se na osnovu različitih epizoda može zaključiti da je odnos široke javnosti prema finansijskom

## 2. Odnos finansijskog posredovanja i privrednog rasta: da li postoji kontroverza?

Pre nego što se pristupi razmatranju odnosa finansijskog posredovanja i privrednog rasta, potrebno je definisati rok posmatranja. Za ovaj rad od značaja je jedino dugi rok, odnosno uticaj finansijskog posredovanja na dugoročnu stopu privrednog rasta, a ne na kratkoročnu, na kolebanja obima proizvodnje unutar privrednih ciklusa. To znači da se posmatra isključivo prosečna stopa privrednog rasta u dugogodišnjim periodima. Ukoliko se radi o razmatranju *pro futuro*, onda je reč isključivo o stopi potencijalnog privrednog rasta – kratkoročna kolebanja unutar privrednih ciklusa nisu od značaja za razmatranja u ovom radu. Ukratko, predmet razmatranja je onaj privredni rast koji određenu zemlju izbavlja iz siromaštva i vodi je ka prosperitetu, onaj rast čije efekte uživa više uzastopnih generacija.

Pokazalo se (Levine, 2005) da finansijsko posredovanje blagotvorno utiče na privredni rast i to na nekoliko načina: (1) mobilizacijom štednje, kako domaće tako i strane; (2) obezbeđivanjem informacija i alokacijom kapitala; (3) nadgledanjem realnog sektora i unapređenjem korporativnog upravljanja; (4) umanjnjem i preraspodelom rizika poslovnih poduhvata; i (5) pospešivanjem razmene i unapređenjem društvene podele rada.<sup>7</sup> Svi navedeni mehanizmi u skladu su sa osnovnim nalazima teorije privrednog rasta i oni, sami po sebi, nisu kontroverzni. Finansijsko posredovanje blagotvorno utiče i na akumulaciju proizvodnih faktora i na uvećanje ukupne faktorske produktivnosti. Iako je u literaturi dosta prostora posvećeno uporednoj analizi rezultata različitih tipova finansijskog posredovanja (zasnovanog na bankarskom ili nebankarskom finansijskom sistemu), rasprava, bar zasad, nije dovela do jednoznačnog univerzalnog zaključaka u tom pogledu.

Međutim, izuzetno je bitno uočiti da navedeni nalaz upućuje na stav da finansijsko posredovanje predstavlja potreban, ali ne i dovoljan uslov za (ubrzani) privredni rast. Iako ne postoji saglasnost akademske zajednice u pogledu konkretnih preduslova privrednog rasta, (Easterly, 2001 i Helpman, 2004),<sup>8</sup> pogotovo njihovog relativnog značaja u konkretnim situacijama, postoji saglasnost na apstraktnom nivou teorije privrednog rasta šta su njegovi izvori (Weil, 2009). Na osnovu tog nalaza teorije privrednog rasta, može se zaključiti da je nesporno da treba da se ispuni čitav niz uslova kako bi se uspostavio ubrzan i, naročito, održiv privredni rast (Rodrik, 2010). Finansijsko posredovanje je, očigledno, samo jedan od njih – potreban, ali ne i dovoljan uslov. Stoga, pre nego što se navodno neodgovarajuće finansijsko posredovanje optuži za usporeni ili negativni privredni rast neke zemlje, potrebno je temeljito ispitati ispunjenost ostalih potrebnih uslova.

---

posredovanju izrazito negativan. Ovakvi stavovi široke javnosti, praktično biračkog tela, značajni su pri razmatranju političke ekonomije regulacije finansijskog posredovanja, kao moguća protivteža dobro organizovanim interesnim grupama iz oblasti finansijskog posredovanja.

<sup>7</sup> Pored toga, empirijski se pokazalo (Beck et al., 2007) da finansijsko posredovanje umanjuje apsolutno (broj ljudi čija je dnevna potrošnja ispod 1USD) i relativno siromaštvo (relativni dohodak ljudi koji spadaju najniži kvantil dohotka).

<sup>8</sup> Već sami naslovi pomenutih knjiga („*The Elusive Quest for Growth*“ i „*The Mystery of Economic Growth*“) upućuju na brojne dileme u pogledu konkretnih izvora privrednog rasta i njihove relativne snage.

Na analitičkom planu postavlja se pitanje dvosmerne uzročno-posledične veze. Jasni teorijski argumenti podržavaju stav da smer uzročno-posledične veze ide od finansijskog posredovanja ka privrednom rastu (Rajan i Zingales, 1998). Međutim, izvesno je da ubrzanje privrednog rasta dovodi do porasta nivoa dohotka *per capita*, što, uvećanjem količine domaće štednje, pozitivno utiče na rast obima finansijskog posredovanja, odnosno na razvijenost finansijskog sektora. Naravno, što je neko društvo bogatije, što su bogatiji pojedinci koji ga čine, veća je ponuda štednje, odnosno, iz drugog ugla posmatrano, ponuda finansijskog kapitala, pa je veća tražnja za uslugama finansijskog posredovanja, čime se podiže nivo njihove razvijenosti (Shiller, 2012). Takođe, što je više poslovnih poduhvata koje treba realizovati, veća je tražnja za štednjom, pa se i sa te strane uvećava tražnja za finansijskim posredovanjem.<sup>9</sup> Međutim, iako navedeni fenomen može da predstavlja metodološki problem pri ekonometrijskom istraživanju, problem endogene objašnjavajuće promenljive, za koji postoje različita rešenja, on sam po sebi ne predstavlja problem u teorijskom sagledavanju ove uzročno-posledične veze. Štaviše, budući da postoji međusobna pozitivna povratna sprega, ubrzani razvoj finansijskog sektora može znatno da pospeši privredni rast i zbog povratnog dejstva privrednog rasta na ubrzani razvoj nivoa finansijskog posredovanja, naročito pri srednjim nivoima dohotka *per capita*, odnosno razvijenosti zemlje i njenog finansijskog posredovanja – stvara se blagotvorna spirala.<sup>10</sup>

No, za ovaj rad daleko je značajnija teorijska kontroverza u pogledu toga da li, pri određenim uslovima, finansijsko posredovanje može da ima nepovoljne efekte po privredni rast. Da li uvećanje nivoa razvijenosti finansijskog posredovanja u nekoj zemlji može da dovede do usporavanja privrednog rasta, čak do njegove negativne stope? Ukoliko postoji takva mogućnost, postavlja se pitanje mehanizama kojima porast nivoa razvijenosti finansijskog posredovanja usporava privredni rast.

Prvi od u literaturi identifikovanih mehanizama te vrste odnosi se na finansijsku nestabilnost, imajući u vidu inherentno veća kolebanja nivoa aktivnosti, pa time i dodate vrednosti koje stvara finansijski sektor u odnosu na realni. Navedena nestabilnost inherentna je usled same prirode finansijskog posredovanja, odnosno inherentno manjeg stepena informisanosti u slučaju finansijskih instrumenata u odnosu na proizvode realnog sektora, o čemu će biti više reči u sledećem odeljku. Shodno tome, povećanje nivoa razvijenosti finansijskog posredovanja može da uveća učešće ove delatnosti u ukupnim privrednim aktivnostima, pa se time *ceteris paribus* uvećava nestabilnost posmatrane privrede, što ima negativne posledice po dugoročni privredni rast (Kaminsky i Reinhart, 1999). To znači da postoje dva efekta sa suprotnim smerom dejstva. Opravdano je pretpostaviti da na nižem nivou razvijenosti finansijskog posredovanja dominira onaj efekat koji na osnovu ranije opisanih mehanizama pospešuje

---

<sup>9</sup> Upravo na ovom argumentu Lucas (1998) zasniva svoj stav da finansijsko posredovanje nije ključni preduslov privrednog rasta, već da svojim uslugama samo prati rast realnog sektora, zasnovan na odlukama preduzetnika da započnu novu poslovne poduhvate.

<sup>10</sup> Primena Grendžerevog testa uzročnosti u određenom broju empirijskih istraživanja pokazala je da je daleko snažniji smer uzročno-posledične veze od finansijskog posredovanja ka privrednom rastu nego obrnuto. Relativna snaga ove dve veze menja se i sa nivoom razvijenosti zemlje i finansijskog posredovanja. Videti: Demetriades i Hussein (1996)

privredni rast, dok pri višim nivoima razvijenosti finansijskog posredovanja, tj. pri visokom učešću finansijskog sektora u ukupnoj privrednoj aktivnosti dominira drugi mehanizam.

Ipak, potrebno je razlikovati da li se posmatraju kratkoročna kolebanja nivoa privredne aktivnosti usled poslovnih ciklusa ili je reč o dugoročnim tendencijama privrednog rasta. Navedene nestabilnosti finansijskog sektora utiču na pojačavanje kratkoročnih kolebanja nivoa privredne aktivnosti, na frekvenciju privrednih ciklusa i na varijabilitet kratkoročne stope privrednog rasta, ali je njihov uticaj na dugi rok, na stopu potencijalnog privrednog rasta ipak ograničen. Upravo se stoga može zaključiti da, posle prelaska određenog nivoa relativne razvijenosti finansijskog sektora (u odnosu na realni), dalje napredovanje, odnosno širenje finansijskog sektora može negativno da utiče na uvećanje kolebanja kratkoročne stope privrednog rasta, na povećanje njenog varijabiliteta, ali ne i na dugoročnu stopu privrednog rasta (Loayaza i Ranciere, 2006).

Na odnosu relativne veličine realnog i finansijskog sektora zasnovan je i drugi mehanizam koji može da dovede do opadajućih prinosa razvoja finansijskog posredovanja na privredni rast. Reč je o sledećem: ukoliko finansijski sektor raste brže od realnog, tada dolazi do realokacije proizvodnih faktora, pre svega radne snage, iz realnog sektora u finansijski. Ovakva realokacija ovog proizvodnog faktora, budući da se realni sektor suočava sa nestašicom radne snage, pogotovo one koja poseduje najviši nivo ljudskog kapitala, dovodi do usporavanja privrednog rasta usled manjeg angažovanja proizvodnih faktora u tom sektoru (Bolton *et al.*, 2011). Međutim, navedeni stav nikako nije bezuslovno tačan. Postoje dva potrebna uslova da jeste. Prvi je da ukupna faktorske produktivnost viša u realnom sektoru u odnosu na finansijski. Ukoliko se posmatra stopa rasta BDP-a *per capita*, onda je od ključne važnosti relativna produktivnost rada u ova dva sektora. Drugi je da zakon o opadajućim prinosima u realnom sektoru deluje slabije u odnosu na finansijski. Bez simultane ispunjenosti oba navedena potrebna uslova ni prethodni iskaz nije tačan. Potpuno je jasno da sa stanovišta usporavanja privrednog rasta realokacija resursa nije relevantna ukoliko se odvija iz delatnosti kojima ima nižu ukupnu faktorsku produktivnost ka onoj koja ima višu. Naprotiv, takva realokacija dovodi do ubrzavanja, doduše tranzitornog privrednog rasta – jednokratnog podizanja nivoa BDP-a, samo dok je ona u toku, odnosno dok se osećaju njeni jednokratni efekti. Shodno tome, sve dok se ne pokaže da finansijski sektor ima nižu ukupnu faktorsku produktivnost, kako pre tako i posle realokacije proizvodnih faktora, navedeni mehanizam kojim podizanje nivoa razvijenosti finansijskog posredovanja usporava privredni rast ne može da se prihvati kao relevantan. Verovatnoća za tako nešto, tj. verovatnoća da navedena dva uslova budu simultano ispunjena, raste sa povećanjem učešćem finansijskog sektora u ukupnom BDP-u, tj. sa rastom nivoa razvijenosti finansijskog posredovanja. Naime, razborito je pretpostaviti da tek na takvim, veoma visokim nivoima razvijenosti finansijskog sektora može da dođe do izraženijih opadajućih graničnih prinosa, do snažnijeg dejstva zakona o opadajućim prinosima, i to relativno, u odnosu na realni sektor. Naravno, da li postoji i koji je to nivo razvijenosti finansijskog posredovanja pri kome njegov dalji relativni rast dovodi *ceteris paribus* do obaranja stope privrednog rasta empirijsko je pitanje, tj. pitanje je na koje odgovor mogu da

daju samo empirijska istraživanja.<sup>11</sup> Međutim, treba očekivati da u takvim okolnostima deluje mehanizam automatski prilagođavanja. Naime, opadanje relativne ukupne faktorske produktivnosti, pa stoga i opadanje relativnih graničnih prinosa finansijskog sektora, neminovno dovodi do opadanja relativnih prinosa investicija u taj sektor – pada relativna rizikom korigovana očekivana profitna stopa – što znači da jača podsticaj investitorima da ulažu u realni sektor. Drugim rečima, ukoliko dođe do opisane situacije, pad relativne ukupne faktorske produktivnosti finansijskog sektora, može se očekivati da će to dovesti do opadanja njegove relativne veličine.<sup>12</sup>

Identifikacija ova dva mehanizma kojima se objašnjavaju mogući opadajući, pa čak i negativni granični prinosi finansijskog posredovanja na privredni rast otvara mogućnost da postoji nelinearna uzročno-posledična veza između finansijskog posredovanja i privrednog rasta. Empirijska istraživanja (Rioja i Valev, 2004, Manganelli i Popov, 2013, Cecchetti i Kharroubi, 2015 i Ductor i Grachyna, 2015) pokazala su da postoji empirijska osnova da se tvrdi da taj odnos karakteriše određena vrsta obrnute U krive, što znači da je najjače pozitivno dejstvo finansijskog posredovanja na privredni rast na srednjem nivou njegove razvijenosti.<sup>13</sup> Nešto su slabiji rezultati napredovanja tog posredovanja u slučaju zemalja na visokom nivou razvijenosti finansijskog sistema, što može da znači da ipak postoje opadajući, a posle određenog nivoa čak i negativni granični prinosi finansijskog posredovanja na privredni rast.<sup>14</sup> Treba, međutim, biti obazriv sa ovim nalazima, budući da postoji snažna korelacija između relativne veličine finansijskog sektora i dostignutog nivoa privrednog rasta. To znači da, zbog konvergencije ka stabilnom stanju, dolazi do opadajućih prinosa na nivou privredne u celini i, na toj osnovi, obaranja stope privrednog rasta – relacija uočena u svim značajnim empirijskim istraživanjima privrednog rasta. Odatle sledi da opadanje stope privrednog rasta sa porastom učešća finansijskog sektora možda ne predstavlja ništa drugo do maskirane konvergencije koja se odigrava pod plaštom porasta nivoa finansijskog posredovanja.

Najslabiji rezultat finansijskog posredovanja u pogledu privrednog rasta beleži se u slučaju zemalja u kojima je to posredovanje na najnižem nivou razvijenosti. To se može protumačiti

---

<sup>11</sup> Kao što su pokazali Ductor i Grachyna (2015), reč je u osnovi, ne toliko o nivou razvijenosti finansijskog posredovanja, koliko o relativnoj veličini finansijskog sektora u odnosu na realni. Poenta je u tome da se implicitno pretpostavlja da sa podizanjem nivoa razvijenosti privrede, odnosno nivoa razvijenosti finansijskog posredovanja, dolazi do rasta njegove relativne veličine u odnosu na realni sektor – učešće finansijskog sektora u stvaranju ukupnog BDP-a raste.

<sup>12</sup> Zahvalan sam Ljubomiru Madžaru koji mi je ukazao na ovaj mehanizam.

<sup>13</sup> Ove nalaze treba posmatrati u svetlu izbora osnovne objašnjavajuće promenljive, tj. indikatora nivoa razvijenosti finansijskog posredovanja, a u najvećem broju slučajeva to je odnos ukupne vrednosti kredita (nedospela glavnica) odobrenih privatnom sektoru i iznosa bruto domaćeg proizvoda (BDP). Gould *et al.* (2016) s pravom ukazuju na to da ovaj indikator nije najpogodniji, budući da zanemaruje ostale instrumente finansijskog posredovanja, odnosno razvijenost nebankarskog finansijskog sektora. S obzirom na to da učešće bankarskog sektora u ukupnom finansijskom sektoru varira od zemlje do zemlje, pod dejstvom velikog broja faktora, počev od istorijskog nasleđa, rezultati empirijske analize zasnovane na ovoj zavisnoj promenljivoj mogu da budu pristrasni.

<sup>14</sup> Rezultati jednog od najnovijih empirijskih istraživanja (Arcand *et al.*, 2015) pokazuju da se negativni prinosi podizanja nivoa finansijskog posredovanja na privredni rast javljaju ukoliko odnos ukupne vrednosti kredita odobrenih privatnom sektoru i BDP-a pređe 100% – dalje povećanje nivoa razvijenosti finansijskog sektora, uvećanje „finansijske dubine“, dovodi do obaranja stope rasta. I za ovaj nalaz važi napomena iz prethodne fusnote o mogućoj pristrasnosti objašnjavajuće promenljive.

potrebom da efikasnost finansijskog posredovanja, u smislu njegovog uticaja na privredni rast, zahteva makar minimalni nivo razvijenosti, barem postojanje osnovnih finansijskih instrumenata – dakle, svojevrsni prag razvijenosti. Značaj navedenog nalaza za ovaj rad, odnosno za efekte finansijskog posredovanja na privredni rast Srbije, leži u tome da nikako nije sporan blagotvorni uticaj finansijskog posredovanja na rast privreda koje se nalaze na srednjem nivou razvijenosti, odnosno, iz drugog ugla posmatrano, zemalja koje, poput Srbije, karakteriše srednji nivo razvijenosti finansijskog posredovanja.

### **3. Nesavršena informisanost u finansijskom posredovanju: univerzalna optužba?**

Neizvesnost pri finansijskom posredovanju, odnosno, iz drugog ugla posmatrano, na finansijskim tržištima, daleko je veća nego na drugim tržištima, kako proizvoda, tako i proizvodnih faktora. Ta neizvesnost inherentna je finansijskim instrumentima – njihova vrednost zasniva se na očekivanjima, na nekom budućem novčanom toku, upravo zbog toga što oni sami za sebe, otkako je robni novac prestao da se upotrebljava u razmeni, nemaju intrinzičnu vrednost, poput proizvoda realnog sektora. Novac nije ništa drugo do isprava o dugu, odnosno uverenje o potraživanjima (*IOU – I Owe You*). Kolika su efektivno ta potraživanja, odnosno koji njihov deo može da se realizuje u budućnosti, ostaje otvoreno pitanje, pa zato dolazi do kolebanja tih vrednosti. Budući da su kolebanja vrednosti finansijskih instrumenata međusobno povezana, imajući u vidu da su očekivanja njihovih vlasnika međusobno povezana, to kolebanje se multiplikuje.

Poslovni poduhvati u finansijskom sektoru zasnivaju se, poput onih u realnom, na očekivanjima budućih vrednosti, na spekulaciji o tome kolike će te vrednosti biti. Međutim, neizvesnost, odnosno rizici koji karakterišu poslovne poduhvate u finansijskom sektoru neminovno su, iz prethodno navedenih razloga, veći nego u realnom. U uslovima u kojima ogromna većina učesnika na finansijskom tržištu ima averziju prema riziku, finansijski posrednici zahtevaju premiju na rizik, kao kompenzaciju za to što su njemu izloženi. Prihvatanje rizika stoga je uobičajena stvar pri finansijskom posredovanju, ali je od veoma velike važnosti da se rizik alocira na one koji su u najboljoj poziciji da ga podnose, kao i da svi učesnici na finansijskom tržištu budu informisani o riziku kojem jesu ili mogu da budu izloženi.

No, nesavršena informisanost pri finansijskom posredovanju, tj. na finansijskim tržištima ne završava se neizvesnošću. U gotovom svim transakcijama na ovom tržištu postoji znatna asimetrija informacija i to dve njene osnovne vrste: *ex ante* asimetrija, pre nego što dođe do transakcije, koja se ispoljava kao negativna selekcija u najširem smislu, koja može da dovede do potpunog nestanka tržišta, odnosno nekih njegovih segmenata, i *ex post* asimetrija, nakon što je došlo do transakcije, koja se ispoljava kao moralni hazard. Uz to se kao posledice asimetrije informacija javljaju problemi poput agencijskog problema i konflikta interesa u smislu protivrečnih podsticaja kojima su izloženi učesnici na tržištu.

Upravo u cilju eliminisanja asimetrije informacija u formi negativne selekcije, a sve u cilju maksimizacije profita, finansijski posrednici, poput banaka, proizvode informacije o dužnicima, delom i tako što dužnicima pružaju priliku da pošalju verodostojne signale, što



dovodi do selekcije dužnika, a to znači i do selekcije poslovnih projekata, tako da se finansiraju samo oni najefikasniji, preciznije rečeno, samo oni koji *ex ante* izgledaju kao najefikasniji. Isto tako, finansijski posrednici u cilju minimizacije asimetrije informacija u vidu moralnog hazarda stvaraju snažne podsticaje dužnicima da ulože maksimalni napor u realizaciji sopstvenih poslovnih poduhvata, kao i ispunjenja dužničkih obaveza. Rečnikom agencijske teorije, stvaraju se podsticaji agentu da svoje ponašanje uskladi sa interesima principala.

Asimetrija informacija stvara velike probleme učesnicima na finansijskim tržištima, onima koji se bave delatnošću finansijskog posredovanja. Stoga eliminisanje ili bar ublažavanje asimetrije informacija jeste jedan od osnovnih operativnih ciljeva poslovanja finansijskog sektora, budući da njegova realizacija predstavlja uslov za realizaciju osnovnog cilja – maksimizacije profita. Pokazalo se da je, upravo stoga što postoje snažni podsticaji, privatni sektor (finansijski posrednici, učesnici na finansijskom tržištu) stvorio brojne institucije kojim se ovakva asimetrija informacija umanjuje ili eliminiše.<sup>15</sup> I to proizvodnjom informacija, odnosno stvaranjem podsticaja svim učesnicima u transakcijama da iskazuju istinite informacije.

To, međutim, ne znači da ne postoji prostor za državnu intervenciju na finansijskim tržištima. Potrebu za tom intervencijom, samu po sebi, niko ozbiljan ne osporava. Postavlja se samo pitanje mere, mehanizama i rezultata, željenih i uzgrednih, te intervencije u formi regulacije finansijskog sektora.

#### **4. Regulacija finansijskog posredovanja: univerzalan lek?**

Veoma se često u literaturi iskazuje sledeći stav: budući da finansijsko tržište nije savršeno, potrebna je državna intervencija, koja se svodi na njegovu regulaciju. Naravno, načelno posmatrano (Bator, 1958), nesavršenost tržišta koristi se kao opravdanje za državnu intervenciju. Međutim, treba imati u vidu da se nesavršenost tržišta (*market failure*) definiše kao ono funkcionisanje tržišta koje ne dovodi do najboljeg mogućeg ishoda – do maksimizacije blagostanja opisne optimumom u smislu Pareta. Sintagma nesavršeno tržište označava teorijsku koncepciju ekonomike blagostanja, namenjenu objašnjavanju odstupanja stvarnosti od prve fundamentalne teoreme ekonomike blagostanja. Stoga nije reč o relativnoj nesavršenosti tržišta, tj. njegovoj nesavršenosti u odnosu na neki alternativni mehanizam alokacije resursa. Pri korišćenju koncepcije nesavršenog tržišta za razmatranje različitih institucionalnih rešenja, treba uvek imati u vidu da je državna intervencija takođe nesavršena, da ona ne dovodi do optimuma u smislu Patera, pa je stoga relevantno pitanje da li je državna intervencija manje ili više nesavršena od tržišta na kome treba da se interveniše – da li su ishodi više ili manje udaljeni od optimuma u smislu Pareta. Drugim rečima, pitanje je da li lek ima nepovoljnije efekte od bolesti koju treba da izleči. Sameravanje jedne i druge nesavršenosti (tržišne i regulatorne), a ne isključivo insistiranje na nesavršenosti finansijskog tržišta, predstavlja način za uravnoteženo posmatranje i definisanje optimalne regulacije finansijskog sektora.

---

<sup>15</sup> Pod institucijama se u ovom radu posmatraju „pravila igre u društvu“, odnosno, formalno „ljudski osmišljena ograničenja koja oblikuju interakcije između ljudi“ (North, 1981).

Ozbiljne nesavršenosti finansijskih tržišta su neizbežne, upravo zbog njegove prirode, odnosno zbog karaktera finansijskih instrumenata. To, nezavisno od prethodno iznete ograde, otvara prostor za razmatranje državne intervencije putem regulacije finansijskih tržišta. A time se stvara osnova za raspravu o koncepciji i konkretnim formama te regulacije. Ta rasprava treba da se odvija u okviru spoznaje da nesavršena informisanost, kao osnovni vid nesavršenosti finansijskih tržišta, postoji i na tržištu, čiji su učesnici nesavršeno informisani, ali i u slučaju regulacije, budući da su i regulatori isto tako, ako ne i više, nesavršeno informisani. Ta paralela se može povući i unutar biheviorističkog pristupa finansijskim tržištima (Viscusi i Gayer, 2015).

Naime, bihevioristička ekonomska analiza insistira na greškama, kognitivnim propustima koje čine učesnici na tržištu prilikom tržišnih transakcija. Te greške su takve prirode da se osporava (savršena) racionalnost, odnosno zaključuje se da pojedinci ne delaju u sopstvenom interesu. U tom smislu ovakva nesavršenost odluka koje donose pojedinci na finansijskom tržištu može da bude osnova za opravdanje državne intervencije putem regulacije. Međutim, kako napominju Viscusi i Gayer (2015), kognitivni propusti nisu rezervisani za ljude koji donose odluke na tržištu – oni postoje i kod ljudi koji osmišljavaju i sprovode državnu intervenciju, regulaciju u slučaju finansijskog sektora. Sve počev od izbora medijskog birača koji je takođe podložan kognitivnim propustima. Iracionalnosti koje se pripisuju ljudskom ponašanju onda, doslednosti radi, treba da se pripišu i medijskom biraču, upravo na način na koji je to učinio Caplan (2008).

Nadalje, postavlja se pitanje političke ekonomije regulacije, odnosno procesa kojim se dolazi do kolektivnih odluka u pogledu konkretnih regulatornih rešenja. S jedne strane, nalaze se privatni interesi korporacija koje su finansijski posrednici, koje su veoma dobro organizovane u moćnu interesnu grupu i koje se veoma često protive određenim oblicima regulacije, želeći da zadrže slobodu svog poslovanja, ali se, s druge, nalazi snažan pritisak široke javnosti, tj. biračkog tela, ka striktnoj, „gvozdenoj“ regulaciji i pojačanom nadgledanju ove delatnosti, budući da široka javnost finansijski sistem doživljava kao inherentno nestabilan, a mnogi ga doživljavaju i kao nepravičan, pa ne treba omogućiti preveliku slobodu finansijskim posrednicima. Finansijske krize, kao i recesije koje ih obično prate, ma koliko one bile kratke, pojačavaju taj pritisak, koji se u predstavničkoj demokratiji jednostavno ne može zanemariti prilikom donošenja kolektivnih odluka.<sup>16</sup> Zbog toga je veoma verovatno da taj pritisak više nego kompenzuje lobističke aktivnosti interesne grupe finansijskih korporacija, mada u doba ubrzanog privrednog rasta, u vreme u kome su već zaboravljene finansijske krize iz prošlosti, ovaj pritisak ne mora da bude jak.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Prema anketi koja je sprovedena decembra 2014. godine na reprezentativnom uzorku građana SAD, 48% ispitanika smatra da finansijski sistem šteti američkoj privredi (očigledno se implicitno misli na realni sektor), dok svega 34% građana smatra da privreda ima korist od finansijskog sistema. Odnos široke javnosti prema finansijskom sektoru bitan je upravo zbog toga što se na osnovu njega stvara politički pritisak za snažnu regulaciju i njen sadržaj koji može biti kontraproduktivan, kako sa stanovišta finansijskog sektora, tako i privrednog rasta, odnosno društva u celini. Više o tome videti u: Zingales (2015). Di Tella i MacCulloch (2009) ukazuju na začarani krug negativne percepcije privrednih kretanja od strane stanovništva i državne intervencije koju javnost traži usled te negativne percepcije. Usled loših posledica državne intervencije, navedena negativna percepcija samo se pojačava, čime se zahteva još više državne intervencije.

<sup>17</sup> Na taj način se može objasniti donošenje zakona 1999. godine (*Gramm–Leach–Bliley Act*) kojim su, u doba prosperiteta američke privrede, van snage stavljena regulatorna ograničenja iz 1933. godine. Suprotno tome,

Današnje finansijsko posredovanje veoma je složena privredna delatnosti i javljaju se brojne inovacije u pogledu finansijskih instrumenata, tako da regulacija ove delatnosti neminovno postoje sve složenija. Samim tim, kako se regulacija širi i obuhvata nove oblasti finansijskog posredovanja, neminovno dolazi do regulatorne multiplikacije. Primera radi, Glas-Stigelov zakon (*Glass-Steagell Act*) iz 1933. godine, kojim je u SAD organizaciono razdvojeno komercijalno i investiciono bankarstvo, sadrži svega 37 stranica. Nasuprot tome, Dod-Frenkov zakon (*Dodd-Frank Act*) iz 2010. godine, koji je odgovor američke zakonodavne vlasti na finansijsku krizu iz 2008. godine, sadrži 848 stranica (oko 23 puta više), a podzakonska regulativa neophodna za njegovu primenu treba da ima oko 30.000 stranica (samo oko jedne trećine, 8.843 stranice, bilo je spremno krajem 2015. godine). Evropska bankarska regulativa, na zakonskom nivou ima oko 2.000 stranica, a prateći podzakonski pravni akti, koji se (sredinom 2016. godine) još uvek donose, treba da imaju 60.000 stranica.<sup>18</sup> Ovakav porast broja i složenosti regulatornih pravila znatno uvećava troškove njihovog sprovođenja, budući da svi resursi koji su angažovani na tome imaju oportunitetne troškove. Nije reč samo o resursima angažovanim u regulatornim agencijama (centralnim bankama, na primer), već i o resursima koje za usklađivanje svog poslovanja sa regulatornim zahtevima i izveštavanje regulatora o tome moraju da angažuju korporacije koje se bave finansijskim posredovanjem. A reč je o resursima visokih oportunitetnih troškova (veoma kvalifikovana radna snaga), tako da su troškovi primere, odnosno, iz drugog ugla posmatrano, poštovanja regulacije (*compliance costs*) veoma visoki. Ovakvi troškovi upućuju na poželjnost jednostavne regulacije, one koja generiše relativno niske troškove primene, ali je pitanje u kojoj meri se takva regulacija može primeniti ukoliko je cilj sveobuhvatna regulacija i nadzor nad (danas veoma razuđenim) finansijskim sektorom.

Važno je uočiti da se uvek postavlja pitanje uzgrednih, neželjenih posledica neke regulatorne odluke. Na primer, obavezno osiguranje depozita, kojim, u slučaju stečaja i likvidacije banke, vlasnici depozita budu u potpunosti ili u određenoj meri kompenzovani. S jedne strane, načelno posmatrano, ova vrsta osiguranja stvara veće poverenje klijenata u banke i na taj način uvećava depozite.<sup>19</sup> S druge strane, međutim, ovo osiguranje dovodi do moralnog hazarda i to u slučaju obe zainteresovane strane. Što se štediša tiče, budući da su njihovi depoziti osigurani, oni nemaju podsticaj da temeljito istraže koja je od banaka najpouzdanija, tj. koja ima najbolju reputaciju u pogledu redovnog izmirenja svih obaveza prema njenim poveriocima. Mogu, budući da su depoziti osigurani, da se ponašaju rizičnije i izaberu banku koja jedino nudi najpovoljniju pasivnu kamatnu stopu. Što se banaka tiče, one više nemaju

---

finansijske krize dovode do drastičnog pada poverenja javnosti u finansijski sistem i pojačavaju politički pritisak ka njegovoj regulaciji. Sapienza i Zingales (2012) pokazuju da je za tri meseca poslednjeg kvartala 2008. godine u SAD poverenje javnosti u banke palo za 26%, a poverenje u tržište kapitala (berzu) za 49%. Doduše, u isto vreme palo je i poverenje u vlast, isto onoliko u relativnom iznosu kao i u banke (26%). Zanimljivo je da je na kraju te godine poverenje američke javnosti u banke bilo nešto veće u odnosu na poverenje u vlast (2,60 u odnosu na 2,37, pri čemu je maksimalno poverenje 5, a minimalno 1).

<sup>18</sup> Više o ekspanziji pravnih akata kojima se reguliše poslovanja finansijskog sektora videti u: Plender (2015).

<sup>19</sup> Zanimljivo je, međutim, da je veliki povratak depozita u banke u Srbiji odigravao u godinama (prva decenija XXI veka u periodu do globalne finansijske krize 2008. godine) u kojima je osiguranje depozita bilo minimalno i pokrivalo je samo 5.000 EUR. Očigledno da je reputacija „stranih“ banaka, tj. domaćih banaka u stranom vlasništvu, bila dovoljna za privlačenje depozita. To znači da osiguranje depozita nije potreban uslov za njihovo privlačenje.

podsticaj da ulažu u svoju reputaciju, da vode trezvenu poslovnu politiku, koja će im omogućiti da ispune sve svoje obaveze prema poveriocima, već se ponašati rizičnije i upuštati u one poslovne poduhvate koji će im omogućiti plasmane iz kojih mogu da plaćaju više pasivne kamatne stope i da na taj način privlače deponente. Umesto da umanjí rizično ponašanje svih učesnika na finansijskom tržištu, osiguranje depozita samo ga pospešuje.<sup>20</sup>

Shodno tome, jasno je da je pri osmišljavanju određenih regulatornih mera potrebno sagledati ne samo njihove poželjne efekte, one zbog koji se ta regulacija, barem načelno posmatrano, i uvodi, već i neželjene uzgredne efekte takve regulacije. Problem je, međutim, u tome što je ljudska spoznaja nesavršena, tako da se, budući da ih je bilo teško predvideti, mnogi neželjeni efekti otkrivaju tek *ex post*, tek pošto su se dogodili. Naravno, što je regulacija kompleksnija i što je regulatorni okvir komplikovaniji, veća je verovatnoća da *ex ante* promaknu neželjeni efekti – pogrešni podsticaji koje ta regulacija stvara.

No, nezavisno od inherentnih ograničenja koja ima regulacija finansijskog sektora, potrebno je ukazati na neka načela dobre regulacije. Pre svega, dobra regulacija mora da bude *ex ante* regulacija, ona koja unapred uspostavlja čvrsta pravila i potom ih dosledno sprovodi.<sup>21</sup> *Ex post* regulacija, tj. državna intervencija pošto se dogodio njen uzrok, obično stvara velike negativne efekte. Tipičan primer takve regulacije jeste finansijsko izbavljenje (*bail out*) velikih finansijskih institucija, pre svega banaka, ali i osiguravajućih društava, koje su zapale u finansijske teškoće i koje su pred propašću – stečajem i likvidacijom. Tada se, procenjujući da bi njihova propast dovela do velike nestabilnosti finansijskog sistema („*Too big to fail*“), pristupa pokrivanju njihovih gubitaka i to najčešće sredstvima državnog budžeta, tj. poreskih obveznika. Nezavisno od toga kolika je šteta ovim predupređena, izvesno je da se na ovaj način stvara snažan moralni hazard, budući da uprava svake velike finansijske institucije, isto kao i njeni poverioci i investitori, dobijaju snažan podsticaj da se ponašaju rizičnije nego što bi to bilo da *ex post* regulacije nije bilo.<sup>22</sup>

Mogući izlaz iz ovakve situacije jeste pojačana regulacija upravo velikih, sistematski važnih finansijskih institucija (SIFI – *Systemically Important Financial Institutions*), čije je *ex ante* regulacija i njeni zahtevi (na primer, u pogledu adekvatnosti kapitala) oštrija, a nadzor, naročito u pogledu obaveze izveštavanja, stroži nego u slučaju drugih učesnika na finansijskom tržištu. Na ovaj način se dolazi do asimetrične, selektivne regulacije, tj. pojačane regulacije pojedinačnih učesnika na tržištu, a ne istovetne regulacije sektora u celini. Na taj način

---

<sup>20</sup> *Ex ante* osiguranje depozita ima smisla u doba finansijske krize kako bi se sprečio naglo i istovremeno povlačenje depozita – juriš na banke. *Ex post* osiguranje, međutim, nema nikakvog smisla – ono nema nikakvu ekonomsku svrhu i jedino stvara moralni hazard. Politička popularnost među onima koji su izgubili nešto u svojim, najčešće visokorizičnim poslovnim poduhvatima plasiranja ušteđevine može da objasni motivi za uspostavljanje ovakve vrste regulacije. U takvu ekonomski kontraproduktivnu *ex post* regulaciju spada obeštećenje štediša Jugoskandik i Danfiment Banke u Srbiji. U tim istim okvirima treba sagledavati i političke pozive za finansijsko izbavljenje fizičkih lica zaduženih kreditima indeksiranim u švajcarskim francima – i u ovom slučaju bi se radilo o stvaranju moralnog hazarda.

<sup>21</sup> Odrednica *ex ante* samo je potreban, ali ne i dovoljan uslov dobre regulacije. Drugim rečima, ovde se ne zalazi u sadržaj regulacije, već isključivo u njen (vremenski) karakter.

<sup>22</sup> Reč je o tome što se, na osnovu slučaja finansijskog izbavljenja onih koji su se rizično ponašali, stvaraju racionalna očekivanja svih učesnika na tržištu da će se sa ovakvom *ex post* regulacijom nastaviti. Upravo zbog moralnog hazarda koji stvaraju ta očekivanja kompanije, ne samo u finansijskom sektoru, treba pustiti da (finansijski) propadnu. O kriterijumima za primenu ovog načela videti u: Chari i Kehoe (2015).

regulator može svojim zahtevima i nadgledanjem da se usredsredi na najrizičnije učesnike na tržištu, bilo da je u pitanju njihova veličini i, time, potencijalni problem po stabilnosti finansijskog sistema koji mogu stvoriti, bilo da je reč o učesnicima čije je poslovanje problematično, odnosno čiji postojeći poslovni problemi ukazuju na to da mogu da predstavljaju rizik po stabilnost. Na ovaj način one finansijske institucije koje ne zadovoljavaju ova dva kriterijuma ne bi bile podložne striktnom regulatornom nadzoru, što bi im stvorilo slobodu u njihovim poslovnim poduhvatima, a i efikasnije bi se koristili (oskudni) resursi alocirani u regulaciju finansijskog sektora.

Što se sadržaja tiče, verovatno da su poželjna jednostavna pravila, budući da upravo takva pravila omogućavaju odgovornost i jedne i druge strane, imajući u vidu da se relativno lako ustanovljava da li su prekršena ili ne (Glaeser i Shleifer, 2001). Takva pravila treba da se odnose na kapitalnu adekvatnosti banaka, na razdvajanje poslova koji imaju fundamentalno različite rizike, poslova sa fiksnim prinosima i varijabilnim prinosima, kao i na jasno iskazivanje relevantnih informacija. Problem je, međutim, u tome što se sadašnja kapitalna adekvatnost izračunava kao odnos kapitala i (rizikom ponderisanih) plasmana banke. To neminovno dovodi do složene procedure i komplikovanih pravila klasifikacije plasmana i veoma često do regulatornih nesuglasica. Stoga s pažnjom treba razmotriti predlog (Admati, 2014) da se kapitalna adekvatnost banaka sagledava isključivo na strani pasive njihovog bilansa stanja i to kao klasičan leveridž, tj. odnos obaveza prema poveriocima (pozajmljeni kapital i depoziti) i obaveze prema vlasnicima banke (sopstveni kapitala). U ovom slučaju nije potreban nikakva klasifikacija rizika plasmana, budući da su ove veličine nesporne. Niska granica dozvoljenog leveridža umanjila bi kreditni potencijal banke, ali bi uvećala njenu finansijsku stabilnost, odnosno otpornost na problematične plasmane i njihovo otpisivanje.

Ekstremni predlog ove vrste (Chocrain, 2016) jeste nulti leveridž, odnosno zabrana bankama da se zadužuju i uzimaju depozite (osim transakcionih). Drugim rečima, u ovom slučaju, kreditni potencijal banke bio bi jednak njenom (sopstvenom) kapitalu. Ovakvo ustrojstvo bankarskog sektora sa stanovišta regulacije bilo bi daleko jednostavnije, tim pre što se više ne postavlja pitanje obavezne rezerve, budući da se rizik likvidnosti u potpunosti eliminiše. Međutim, posledice ovakvog, novog sistema bankarstva bile bi veoma velike. To bi značilo da svi oni koji žele plasmane sa fiksnim prinosima moraju da kupuju obveznice, dok bi se u banke ulagali samo oni koji prihvataju plasmane sa varijabilnim prinosima. Vrlo je veliko pitanje koliki bi deo onih koji imaju oročene (štedne) uloge u bankama pristao da taj novac plasira u akcije banaka. Od odgovora na to pitanje zavisi i odgovor na pitanje u kojoj meri bi se umanjio kreditni potencijal banaka. Nezavisno od konkretnog odgovora, izvesno je da se manje umanjene kreditnog potencijala može očekivati u onim zemljama, poput SAD, u kojima postoji duboko i dobro urađeno tržište kapitala i u kojima su transakcije na tom tržištu brze i sigurne. U zemljama sa plitkim tržištem kapitala vrlo je verovatno da bi realizacija ovakvog predloga dovela do drastičnog obaranja kreditnog potencijala banaka, pa time i do znatnog umanjenja nivoa finansijskog posredovanja. Od razvijenosti tržišta kapitala, naročito specifičnih institucija, poput kompanija za rejting, zavisi i u kojoj meri bi se istiskivanje štednih uloga pretvorilo u tražnju za obveznicama, tj. u kojoj meri bi pad finansijskog posredovanja putem banaka bio kompenzovan porašću tražnje za obveznicama.

Načelno posmatrano, pri razmatranju novih regulatornih rešenja bitno je imati na umu savet da regulacija treba da bude takva da finansijskom sektoru ostavi prostor za inovacije (Shiller, 2012), za pronalaženje mehanizama finansijskog posredovanja koji će na novi način zadovoljiti potrebe onih između kojih se posreduje.

## 5. Finansijsko posredovanje u Srbiji: da li postoji (velika) alternativa?

Razmatranje (velikih) alternativa finansijskom posredovanju u Srbiji treba započeti tako što će se ustanoviti na kom se nivou razvijenosti nalazi finansijsko posredovanje u našoj zemlji. Korišćenjem dva uobičajena indikatora te razvijenosti (iznos ukupnih kredita u odnosu na BDP i iznos kredita privatnom sektoru takođe u odnosu na BDP) i njihovim poređenjem sa indikatorima iz za Srbiju relevantnih zemalja (Tabela 1.), lako se dolazi do zaključka da je Srbija u pogledu razvijenosti finansijskog posredovanja na samom začelju liste.

Tabela 1. Poređenje između zemalja za poslednju raspoloživu godinu

Zemlja	Ukupni krediti (%BDP)	Index Srbija = 100	Kreditu privatnom sektoru (%BDP)	Index Srbija = 100
Albanija	62,6	112,8	35,3	79,9
Bugarska	61,8	111,5	56,8	128,7
Bosna i Hercegovina	58,5	105,5	54,3	123,1
Češka republika	70,8	127,6	51,2	116,1
Estonija	76,5	138,0	69,5	157,5
Evropska unija	152,2	274,3	98,4	222,8
Hrvatska	88,7	160,0	65,5	148,3
Mađarska	59,4	107,1	36,4	82,5
Litvanija	47,5	85,6	41,7	94,5
Letonija	58,0	104,5	48,7	110,3
Makedonija, BJR	59,6	107,5	50,9	115,2
Crna Gora	59,9	108,0	50,6	114,5
Poljska	73,6	132,6	53,9	122,1
Rumunija	37,5	67,6	29,9	67,7
Srbija	55,5	100,0	44,1	100,0
Slovačka	74,4	134,2	53,9	122,1
Slovenija	71,4	128,7	50,2	113,8

Izvor: World Bank Open Data, <http://data.worldbank.org/>

Očigledno je da je nivo razvijenosti finansijskog posredovanja u Srbiji prilično nizak, a nesporno niži od onog nivoa na kome eventualno počinju da deluju njegovi opadajući prinosi na privredni rast. Štaviše, imajući u vidu da finansijskim posredovanjem u Srbiji dominira bankarski sistem, a da je nebankarsko posredovanje nerazvijeno, pre svega oni finansijski instrumenti vezani za varijabilne prinose, može se reći da su dobijeni rezultati pristrasni i to tako da je precenjena razvijenost finansijskog posredovanja u Srbiji. Dakle, nema nikakve bojazni da se Srbija nalazi ili da je blizu onog nivoa razvijenosti finansijskog posredovanja, kada bi, eventualno, dalja ekspanzija tog posredovanja i napredovanje finansijskog sistema mogla da dovede do njegovih opadajućih ili čak i negativnih prinosa na privredni rast. Srbija se svakako nalazi na onom delu obrnute U krive koju karakteriše pozitivan nagib.

Nadalje, bitno je uočiti da je stopa bruto domaće štednje u Srbiji bila nedovoljna za finansiranje nivoa investicija koji je zabeležen u poslednjih petnaest godina, tako da je veći deo investicija finansiran uvozom štednje (Tabela 2).

Tabela 2. Odnos bruto domaće stope štednje i stope investicija u Srbiji

Godina	Stopa bruto domaće štednje (% BDP)	Stopa bruto investicija (% BDP)	Nedostajuća sredstva, tj. uvoz štednje (% BDP)
2001	3,9	19,2	15,3
2002	3,1	21,2	18,1
2003	4,5	22,1	17,6
2004	3,4	29,8	26,4
2005	4,8	24,8	20,0
2006	4,7	25,0	20,3
2007	4,8	29,1	24,3
2008	5,3	30,3	25,0
2009	3,5	19,4	15,9
2010	3,5	18,5	15,0
2011	4,7	20,1	15,4
2012	4,3	21,0	16,7
2013	6,9	17,6	10,7
2014	6,6	17,5	10,8
2015	8,0	17,7	9,7

Izvor: World Bank Open Data, <http://data.worldbank.org/>

Zabeležene stope investicije, pa time posledično i stope privrednog rasta, ne bi bile dostupne u uslovima u kojima bi investicije bile finansirane isključivo iz domaće štednje – uvoz štednje je u proteklih 15 godina bio presudan za privredni rast. Investicije su, naravno, ključne za potencijalni privredni rast, bez njih potencijalnog privrednog rasta ne bi ni bilo, budući da se ne bi širili kapaciteti, tj. ne bi se akumulirali proizvodni faktori. Upravo je potencijalni privredni rast od značaja za ovo razmatranje, a ne kratkoročna uvećavanja obima proizvodne unutar privrednih ciklusa.

Budući da se investicije u Srbiji finansiraju uglavnom uvoznom štednje, imajući u vidu da najveće banke u Srbiji predstavljaju podružnice stranih, odnosno međunarodnih banaka i s obzirom na to da se javni deficit finansira izdavanjem obveznica na međunarodnom tržištu kapitala, može se zaključiti da je Srbija integrisana u svetski finansijski sistem. Ovo je bitan nalaz sa stanovišta razmatranja alternativa, imajući u vidu da su mogućnost za njihovu primenu, pre svega troškovi te primere, uslovljene postojećim stanjem, preciznije rečeno pređenim putem koji je doveo do postojećeg stanja (*path dependency*).

No, pre nego što se postavi pitanje koje alternativne postoje, potrebno je ustanoviti zbog čega se traže alternative. Da li je zaista postojeći sistem finansijskog posredovanja u Srbiji osnovno ograničenje privrednom rastu? Ukoliko jeste, na osnovu čega se to zaključuje, zbog čega je to tako? Koje su to karakteristike domaćeg finansijskog sistema koje potkopavaju privredni rast ili koji su to segmenti tog sistema koji stvaraju najveći problem? Koji su mehanizmi negativnog



uticaja finansijskog sistema na privredni rast. Da li je finansijski sistem u Srbiji isuviše nerazvijen? Ili je, naprotiv, isuviše razvijen u odnosu na realni sektor? Odgovori na ova pitanja trebalo bi, bar načelno posmatrano, da prethode razmatranju alternativa. Međutim, atmosfera u Srbiji u pogledu finansijskog sektora i rasprave o njemu daleko je od one koja priziva trezvenu i razboritu raspravu i odgovore na navedena pitanja pre nego što započne razmatranje alternativa. U izlivima emocija, banke, kao sinonim finansijskog posredovanja u Srbiji, nazivaju se „pljačkaškim organizacijama“, „lihvarima“ i „zelenašima“, „stranim bankama koje su došle da zarade na našoj grbači“, a kamatne stope po kojima se krediti nude ocenjuju se kao takve „da niko živo ne može da investira u bilo šta“, što bi verovatno značilo da se visoke kamatne stope označavaju kao osnovna prepreka ubrzanom privrednom rastu zemlje.<sup>23</sup> Imajući u vidu tu atmosferu, možda ne bi bilo loše oboriti nivo analize i odmah preći na razmatranje (velikih) alternativa. Jeste da nije poznato zbog čega se to radi, šta je svrha svega ovoga što sledi, razmatranja (velikih) alternativa, ali valjda je to čar larpurlartizma.

### 5.1. *Alternativa 1: širenje nebankarskog finansijskog posredovanja*

Imajući i vidu da se domaći sistem finansijskog posredovanja pre svega zasnovan na bankama i njihovim aktivnostima, moguća alternativa bi bila razvoj nebankarskog finansijskog posredovanja i odgovarajućih finansijskih instrumenata, kako sa fiksnim, tako i varijabilnim prinosom. Iako se, kao što je već napomenuto, nije došlo do jednoznačnih nalaza da finansijsko posredovanje zasnovano na finansijskim instrumentima sa varijabilnim prinosima (pre svega akcije), koje je bitan deo nebankarskog finansijskog sektora, superiorno u odnosu na bankarski, može se reći da bi dobro došlo uravnoteženje postojećeg finansijskog sistema u Srbiji, koji je sada dominantno bankarski. Zaista, dostignuti nivo razvijenosti nebankarskog finansijskog posredovanja u Srbiji prilično je skroman: kapitalizacija berzi i dnevni promet izuzetno su mali, pozajmljivanje kapitala putem izdavanja korporativnih obveznica tek je u začetku, životno osiguranje kao usluga tek se probija, kapitalizacija fundiranih fondova privatnog penzionog osiguranja praktično je zanemarljiva itd. Ovakvo stanje stvari ne iznenađuje – ono je posledica poslovnog okruženja u Srbiji koje karakteriše visoki stepen asimetrije informacija, slaba zaštita manjinskih akcionara, neefikasna zaštita ugovornih prava, uz inherentno visoko stepen averzije stanovništva prema riziku. Asimetrija informacija takva je da jedino velike specijalizovane organizacije kakve su banke mogu uspešno da je koriguju. Što se pravnog okvira tiče, ne radi se samo o postojanju odgovarajućih propisa, već i on njihovoj nepristrasnoj i efikasnoj primeni. Pokazalo se (La Porta *et al.*, 2008) da je visoki stepen vladavine prava jedan od osnovnih preduslova za razvoj finansijskog posredovanja, a naročito nebankarskog finansijskog sektora. Srbija na tom planu ne spada u zemlje u vrhu svetske liste. Kada se tome dodaju i neformalne institucije poput antitrižišne i antikapitalističke kulture, koja

---

<sup>23</sup> Navedene ocene se mogu naći na različitim blogovima, kao i u komentarima čitalaca lista „Politika“ na novinske tekstove koje se odnose na bankarstvo, odnosno finansijski sektor u celosti. U sav rizik u pogledu reprezentativnosti, navedene (anonimne) izjave ljudi koji se kriju iza pseudonima mogu se okarakterisati kao *vox populi*. Nažalost, i deo intelektualne elite, čak i univerzitetskih profesora, u osnovi deli ovakvo mišljenje. Svakako da bi bilo zanimljivo sprovesti empirijsko istraživanje o razlikama u viđenju finansijskog posredovanja između akademskih ekonomista i srpske široke javnosti. Takvo istraživanje u SAD (Sapienza i Zingales, 2013) pokazalo je da je prosečna razlika u rangiranju poželjnosti nekog rešenja 35%, a da je najveća razlika u takvom rangiranju u slučajevima u koja postoji najveća saglasnost između akademskih ekonomista.

u današnjoj Srbiji poprima i karakter histerije, jasno je kolike se prepreke nalaze na putu razvoja nebankarskog finansijskog sektora.

Budući da su svi faktori koji uslovljavaju razvoj nebankarskog finansijskog sektora dugoročni i da se na njih veoma teško može uticati, naročito na kratak rok, treba zaključiti da realizacija ove alternative postojećem sistemu finansijskog posredovanja u Srbiji, koja u osnovi predstavlja produblјivanje finansijskih tržišta (ona donosi više, a ne manje tržišta), malo verovatna u nekoj doglednoj budućnosti.

## 5.2. *Alternativa 2: umanjenje međunarodne finansijske integrisanosti (autarkija)*

Ukoliko se relativno visok stepen međunarodne finansijske integrisanosti Srbije posmatra kao problem, pre svega kao izvor nestabilnosti domaćeg finansijskog sistema, onda je na prvi pogled logično da kao preporuka sledi umanjenje te integrisanosti, odnosno, kao krajnje rešenje, finansijska autarkija. U takav način zaključivanja može se svrstati i sledeći stav: da nismo ovoliko integrisani u međunarodni finansijski sistem, ne bi ni svetska finansijska kriza koja je započela krajem 2008. godine dovela do nestabilnosti na domaćem finansijskom tržištu, ma kolike one zaista bile.

Na prvi pogled, čini se da je reč o dilemi koje imaju male i otvorene privrede, naročito one koje svetskom tržištu mogu da ponude mali broj primarnih proizvoda. U takvim okolnostima, dilema jeste da li u potpunosti iskoristiti sopstvene komparativne prednosti, što bi podiglo nivo bruto domaćeg proizvoda ili u određenoj meri diverzifikovati domaću privredu, proizvoditi i ono u čemu zemlja nema komparativne prednosti, kako bi se umanjila kolebanja domaćeg bruto proizvoda do kojih dovode kolebanja svetskih cena izvoznih proizvoda, odnosno kako bi se izbegla (dugogodišnja) recesija do koje u takvim uslovima najčešće dovodi pad te cene.<sup>24</sup> Međutim, ova paralela nije dobra. Umanjenje integrisanosti domaćeg finansijskog sistema u svetski ne dovodi do umanjenja, već do uvećanja nestabilnosti na domaćem finansijskom tržištu. Iz jednostavnog razloga što je finansijski sistem Srbije toliko mali da nema gotovo nikakve rezerve da se izbori sa naglim promenama, šokovima ma koje vrste oni bili. Šokovi mogu da nastanu u samom finansijskom sektoru (propast neke od banaka, na primer), na samoj vezi finansijskog i realnog sektora (povećanje problematičnih plasmana, na primer) ili isključivo u realnom sektoru (povećanje tražnje za kreditima za obrtna sredstva, na primer). Štaviše, svetska finansijska kriza prenosi se indirektno, preko domaćeg realnog sektora, i na domaći finansijski sektor. Na primer, svetska finansijska kriza dovodi do recesije, do pada privredne aktivnosti u svetu, barem u zemljama u koje domaći realni sektor najviše izvozi, što neminovno dovodi do pada ukupnog prihoda domaćeg realnog sektora i do promene tražnje tog sektora za kreditima za obrtna sredstva. Ukratko, sa stanovišta stabilnosti domaćeg finansijskog sektora, njegovo isključenje iz svetskih tokova bi bilo kontraproduktivno.

---

<sup>24</sup> Upravo je to dilema koja prati zemlje koje raspolažu znatnim prirodnim bogatstvima i koje svoj privredni rast zasnivaju na izvozu primarnih proizvoda, čime koriste svoje komparativne prednosti. Sadržajan prikaz načina na koji je Australija u svojoj istoriji rešavala navedenu dilemu može se naći u: McLean (2013).

Nezavisno od traganja za stabilnošću finansijskog sistema, isključenje iz svetskih finansijskih tokova imalo bi veoma loše posledice po stopu investicija, budući da, kako se vidi iz Tabele 2, domaća privatna štednja nije bila dovoljna da finansira čak ni relativno niske stope investicija u Srbiji u proteklom petnaestogodišnjem periodu, uz jaz koji je u gotovo svim posmatranim godinama bio bliži stopi investicija no stopi domaće štednje. Drugim rečima, izvesno je da bi isključenje zemlje iz svetskih finansijskih tokova dovelo do znatnog usporavanja privrednog rasta. Pri tom, treba voditi računa o tri stvari. Jedna je da bi deo domaće privatne štednje morao da se koristi za finansiranje fiskalnog deficita, budući da korišćenje strane štednje za njegovo finansiranje više ne bi bilo dostupno. U nekoj skorijoj budućnosti nikako ne bi trebalo očekivati fiskalne suficite kojima bi se, ne samo uklonio taj pritisak sa domaće privatne štednje, nego bi se ukupna štednja i uvećala, budući da fiskalni suficit predstavlja štednju javnog sektora. Druga stvar je da deo strane štednje može da se koristi za finansiranje domaćih investicija kao strane direktne investicije, one koje nisu zasnovane, bar ne direktno, na finansijsko posredovanje. Naravno, neizvesno je da li bi došlo do povećanja iznosa stranih direktnih investicija kojim bi se kompenzovao pad uvoza štednje putem finansijskog posredovanja do koga bi došlo isključenjem zemlje iz svetskih finansijskih tokova. Vrlo je verovatno da bi u takvim uslovima došlo do apsolutnog pada stranih direktnih investicija. Treća napomena se odnosi na mogućnost uvećanja domaće privatne štednje. Empirijsko istraživanje faktora štednje domaćinstava u Srbiji (Begović *et al.*, 2012) pokazalo da je u petogodišnjem periodu dohodak praktično jedini statistički značajan činilac – pokazalo se da sa rastom dohotka postoji rastuća granična sklonost ka štednji, dok parametri uz praktično sve ostale faktore nisu bili statistički značajni. Očigledno je da do velikog uvećanja stope domaće privatne štednje u nekom doglednom periodu ne može doći. Shodno svemu navedenom, isključenje Srbije iz svetskih finansijskih tokova dovelo bi do daleko manjeg nivoa finansijskog posredovanja, do daleko manjeg iznosa sredstava raspoloživih za finansiranje investicija, do daleko lošijih uslova pod kojima se ta sredstva mogu ustupiti (umanjenje ponude neminovno dovodi do rasta cene), uz povećanje nestabilnosti finansijskog sistema. Ukratko, do niže stopa privrednog rasta, čak i do nižeg nivoa raspoloživog dohotka i društvenog blagostanja.

No, pretpostavimo, analize radi, da to sve nije tako i da se Srbija odluči na izlazak iz svetskog finansijskog sistema. Postavlja se pitanje koje bi se sve mere morale preduzeti. Neke bi, tehnički posmatrano, bilo lako sprovesti, na primer prestanak emitovanja državnih obveznica na međunarodnom tržištu kapitala. Daleko je teže pitanje načina (prisilnog) odlaska banaka koje su u vlasništvu stranih banaka. Sve te banke imaju plasmane koji još uvek nisu dospeli, isto kao i obaveze prema poveriocima. Zbog toga se one ne mogu jednostavno ugasiti, već je potrebno da budu preuzete. Samim tim se kao jedina opcija pojavljuje njihova nacionalizacija, što dovodi do nekoliko negativnih posledica. Prvo, kompenzacija vlasnicima nacionalizovanih banaka dovela bi do znatnih jednokratnih budžetskih rashoda. Prema sadašnjoj računovodstvenoj vrednosti kapitala, ona bi iznosila najmanje oko 4,1 milijarde EUR ili gotovo 12% BDP-a. Drugo, banke u državnom vlasništvu nisu dobro rešenje, jer se već pokazao veoma veliki agencijski problem (Agrobanka, Razvojna banka Vojvodine, Privredna banka Beograd itd.). Treće, ukoliko bi se te banke privatizovale, mala je verovatnoća da bi se dobilo disperzovano vlasništvo, zbog malog iznosa domaće privatne štednje, zbog neodgovarajućeg funkcionisanja tržišta kapitala i neodgovarajuće zaštite manjinskih vlasnika. Čak i ukoliko bi se

postigla takva struktura vlasništva, ona bi bila nepovoljna sa stanovišta korporativnog upravljanja. Alternativno, prodaja domaćim vlasnicima dovela bi do toga da te banke preuzmu vodeći domaći poslovni ljudi, što bi čak moglo da dovede do njihovog ukрупnjavanja i narušavanja konkurentne strukture tržišta. Četvrto, izgubilo bi se neprestano prelivanje unapređenih praktičnih znanja (*know how*) iz centrala sadašnjih podružnica, što bi značilo zaostajanje domaćih banaka u savremenim metodama upravljanja. Peto, sama nacionalizacija bankarskog sektora dovela bi do veoma snažnog signala stranim investitorima u realnom sektoru da njihova svojinska prava nisu zaštićena, pa se stoga može očekivati njihovo povlačenje, uz umanjene realizacije novih stranih direktnih investicija. Očigledno je da ova alternativa, uz nepovoljne osnovne posledice stvara još veoma veliki broj uzgrednih nepovoljnih posledica po privredni rast zemlje.

### 5.3. Alternativa 3: radikalno pojačana *ex post* regulacija

Pod pojačanom *ex post* regulacijom podrazumevaju se različiti oblici državne intervencije ili primene prava kojima se posle započinjanja određene transakcije na finansijskom tržištu pogoršavaju uslovi bankarskog poslovanja i to tako da se pogoršavaju rezultati poslovnih poduhvata koji su preduzeti u drugojačijim uslovima. Tipičan primer *ex post* regulacije je nametanje bankama alternativnog, za njih nepovoljnijeg rešenja u slučaju kredita indeksiranim u švajcarskim francima. Takođe, predmet takve regulacije mogu da budu i problematični plasmani banaka i nametanje neke vrste rešenja za njih. U ovakvu vrstu regulacije treba ubrojati i moguće sistematski pristrasne presude sudova u sporovima dužnika protiv banaka i generalno veliku zaštitu dužnika.<sup>25</sup>

Ovakvom regulacijom se stvara znatan regulatorni rizik, budući da banka ne može da očekuje da će se određeni poslovni potez realizovati pod uslovima po kojima je započeo, što svakako otežava uslove poslovanja i uvećava zahtevanu premiju na rizik. U zavisnosti od konkretnih mera, odnosno sadržaja i stepena regulacije ove vrste, treba sagledavati i ozbiljnost njenih posledica, ali je izvesno bi ona neminovno dovela do nekoliko ishoda. Prvi je taj da se pogoršavanje uslova poslovanja banaka prelije na pogoršanje uslova pozajmljivanja kapitala, odnosno usluga koje banke nude svojim klijentima – na primer, podizanje kamatne stope, budući da su veći rizici kojima je banka izložena, pa tu izloženost banka naplaćuje putem povećane premije na rizik. Drugo, u uslovima povećanih rizika od *ex post* regulacije, razborita strategija banke jeste skraćivanje ročnosti kredita, kako bi se umanjila verovatnoća da dođe do primene neke *ex post* regulatorne mere, čime bi se sa stanovišta finansiranja u nepovoljan

---

<sup>25</sup> Na primer, u rešenju Apelacionog suda u Beogradu iz decembra 2015. godine (Gž 5059/14) tvrdi se, u slučaju u kome ugovor o kreditu sadrži valutnu klauzulu i promenljivu kamatnu stopu po formuli LIBOR+, „da je narušeno načelo jednake vrednosti uzajamnih davanja ugovarača, jer banka ne može kumulativno istovremeno koristiti dva ili više zaštitnih klauzula za očuvanje vrednosti kapitala, te pravilnom primenom...“. Poenta je u tome da je ovde u pitanju obezbeđenje banke od različitih rizika, pri čemu jedna zaštitna klauzula omogućava obezbeđenje od jedne vrste rizika. Valutna klauzula omogućava obezbeđenje od valutnog rizika (očuvanje vrednosti glavnice, plasmana banke, u valuti u kojoj poverioci od banke potražuju svoj plasman, depozit ili kredit), dok druga omogućava obezbeđenje od kamatnog rizika, vezano za mogućnost promene pasivne kamatne stope pri nepromenjenoj aktivnoj kamatnoj stopi. Očigledno je da je sud neopravdano stao na stranu dužnika, što efektivno predstavlja oblik pristrasne *ex post* regulacije. Više o tome videti: Begović (2016).

položaj stavili oni poslovni poduhvati sa dugim rokom povraćaja sredstava, koji su često ključni za privredni rast i njegovo ubrzavanje. Nadalje, zaštita dužnika *ex post* neminovno dovodi i do negativne selekcije i do moralnog hazarda, budući da regulatorna vlast šalje jasan signal da će doći do neke vrste finansijskog izbavljenja, odnosno do umanjenja obaveza dužnika. Dok se u slučaju finansijskog izbavljenja velikih finansijskih institucija („*Too big to fail*“) ovakvo postupanje pravda zaštitom stabilnosti finansijskog sistema, u slučaju *ex post* zaštite dužnika u realnom sektoru, takvog opravdanja nema. Zaštita velikih dužnika u realnom sektoru može biti posledica mehanizmima koji su objašnjeni u teoriji javnog izbora, dok se zaštita malih dužnika može objasniti isključivo političkim motivima – uvećanju političke popularnosti vlasti u nekim segmentima biračkog tela, onima koji su pogođeni svojim dužničkim obavezama.

Pored toga, pogoršanje uslova poslovanja banaka ne samo da dovodi do nepovoljnijih uslova, poput više kamatne stope, pod kojima banke nude svoje usluge, već to neminovno dovodi i do umanjenja tražnje za tim uslugama, što uz ostale negativne efekte *ex post* regulacije znatno menja uspešnost poslovanja banaka. Stoga se otvara pitanje njihovog opstanka na tržištu i javlja opasnost njihovog izlaska sa tog tržišta. Što se tiče „stranih“ banaka, tj. domaćih banaka u stranom vlasništvu, otvara se pitanje odlaska njihovih stranih vlasnika. Uvođenje ovakve vrste regulacije uvećava verovatnoću njihovog povlačenja, sa svim negativnim posledicama o kojima je već bilo reči pri razmatranju prethodne alternative ili bar sa umanjenjem priliva kapitala iz zemalja porekla „stranih“ banaka.

Očigledno je da ova alternativa, koja na prvi pogled ne izgleda onako drastično kao prethodna, generiše znatne negativne posledice po privredni rast, budući da su mnogi njeni ishodi praktično identični prethodnoj.

#### 5.4. Alternativa 4: uravnotežena *ex ante* regulacija i njena evolucija

Ova alternativa – evolucija – zasniva se na nastavljanju postojećeg sistema regulacije i njegove manje i postepene izmene, praćeno postupnim jačanjem nebankarskog finansijskog posredovanja. Ovaj sistem treba da se zasniva na *ex ante* regulaciji, postavljanjem jasnih regulatornih pravila i njihovom doslednom primenom od strane centralne banke. Osnovni regulatorni mehanizam treba da bude kontrola adekvatnosti kapitala, verovatno uz jednostavnije i preciznije definisanje klasifikacije plasmana po rizičnosti, uz sve obaveze u pogledu izveštavanja banke o svom poslovanju, što bi svim zainteresovanim omogućilo da dobiju osnovne informacije. Domaći finansijski sistem bi i dalje u potpunosti bio integrisan u međunarodni.

Što se inovacija u regulatornom režimu tiče, razborito je da se prate regulatorne inovacije u svetu i da se prihvataju one inovacije koje se dobro pokazuju u praksi zemalja slične veličine, strukture i nivoa razvijenosti finansijskog sistema. Velika inovativnost na ovom planu za finansijski sistem kakav je srpski može da predstavlja krupan rizik. Tim pre što Srbija nije nikakav specijalan slučaj u finansijskom svetu – struktura njenog finansijskog sistema veoma je slična tom sistemu u gotovo svim istočnoevropskim zemljama. Osim toga, potrebno je očuvati kompatibilnost sa načinom regulacije koji dominira u međunarodnom finansijskom sistemu, naročito u zemljama porekla kapitala domaćih banaka u stranom vlasništvu. Naime,

postoji specifična dualna regulacija u slučaju „stranih“ banaka. Jedno je regulacija plasmana matičnih banaka, koju sprovodi nadležno telo u toj zemlji, a drugo je regulacija poslovanja domaćih banaka u stranom vlasništvu za šta je nadležna NBS.<sup>26</sup>

U okviru ovakvog okruženja svako od učesnika na finansijskom tržištu treba da snosi posledice sopstvenih poslovnih odluka. Na primer, banke treba same da izađu na kraj sa svojim problematičnim plasmanima. Postoje dva dobra razloga za to. Prvo, one su samostalno donele poslovnu odluku o tom plasmanu, na osnovu svih informacija koje su pribavile. Ukoliko nisu pribavile neku relevantnu informaciju, to je njihov propust, a ne nekoga drugog. Stoga one same treba da snose posledice svojih loših poslovnih odluka, a ne neko drugi, na primer, poreski obveznici. Drugo, one su najbolje osposobljene da to učine i da same izaberu način na koji će to da učine, kako bi umanjile štetu koju snose. Niko ne treba da se meša u taj postupak.

Drugo, regulatorno okruženje ne treba da toleriše mehanizme obezbeđenja od rizika ukoliko ne postoji rizik. Tipičan mehanizam obezbeđenja te vrste bila je ugovorna klauzula o varijabilnoj kamatnoj stopi prema kojoj banka kamatnu stopu usklađuje sa „promenama uslova tržištu, regulatorne politike NBS i poslovne politike banke“. Neprihvatljivo je da se banka obezbeđuje od rizika sopstvene poslovne politike, budući da takav rizik ne postoji – poslovna politika banke je u potpunosti endogena.<sup>27</sup>

Konačno, razvoj nebankarskog finansijskog sektora mukotrpan je posao. Preduslovi za njegov razvoj su vladavina prava, naročito zaštita malih investitora, kako bi se na finansijskim tržištima pojavljivali oni koji žele da ulažu isključivo zbog prinosa, a ne radi upravljanja, kao i promena brojnih neformalnih institucija koje još uvek stvaraju prepreke ovoj delatnosti. Ipak, ključno bi bilo poverenje koje investitori, naročito mali, treba da steknu u ovoj sektor. Za to bi bilo od velikog značaja da učesnici na tržištu koji sada posluju u ovoj delatnosti, poput investicionih fondova ili privatnih penzionih fondova opstanu bez velikog gubitka vrednosti dok ne stasa nova generacija investitora.

## 6. Zaključak

Velike alternative uvek postoje. Pitanje je samo kakve su njihove posledice, budući da razborita kolektivna odluka treba da se donese sagledavanjem upravo tih posledica. Takva odluka nikako ne treba da se gradi na osnovi emocija, niti na osnovu ideologije. Razborita odluka podrazumeva svojevrsno odrastanja i prihvatanje stvarnosti tržište privrede. Da, banke zaista „zarađuju na svojim klijentima“. To nije sporno, to je motiv njihovog ponašanja. Pitanje je jedino da li klijenti imaju koristi od poslovnog odnosa sa bankama, a potvrđan odgovor se može dati na osnovu toga što je uspostavljanje tog odnosa dobrovoljno. Da, „strane“ banke su zaista došle u Srbiju da zarade – zbog čega drugog bi inače dolazile – to isto čine i u slučaju

---

<sup>26</sup> Većina zemalja porekla kapitala domaćih banaka su članice EU, odnosno evrozone, tako da se u tom slučaju pojavljuje regulacija na tri nivoa, budući da se dodaje najviši, tzv. nadnacionalni koji sprovodi Evropska centralna banka u okviru Jedinstvenog mehanizma nadgledanja (SSM – *Single Supervisory Mechanism*).

<sup>27</sup> Sudovi su u većini slučajeva ovakvu klauzulu proglasili nedozvoljenom, budući da se krši odredba Zakona o obligacionim odnosima prema kojoj ugovorna obaveza mora biti „određena ili određiva“. Navedena klauzula činila je da obaveza nije bila određiva. Više o tome videti: Begović (2016).

svih drugih zemalja sveta, ali je ključno pitanje koliko su, zarađujući svoj profit, finansirali investicija na kojima se zasniva domaći privredni rast.

Rasprava o domaćem finansijskom sektoru ne bi trebalo da bude ni ideološka rasprava, već rasprava o budućnosti tržišne privrede u Srbiji i njenoj integrisanosti u svetsku privredu. Dakle, to ne bi trebalo da bude rasprava o neoliberalizmu ili neokomunizmu, već rasprava o budućnosti ove zemlje. U takvoj raspravi ne bi trebalo da bude mesta za one koji sebe smatraju za pravednike i koji će svoje, pravedničko rešenje da primene nezavisno od njegovih posledica. Bilo bi jako loše da u Srbiji još jednom trijumfuje ideja nad razumom.

Pri sagledavanju alternativa postojećem sistemu finansijskog posredovanja treba poći od nekih veoma jednostavnih nalaza. Nivo razvijenosti finansijskog posredovanja u Srbiji još uvek je veoma nizak, još jako daleko od onog nivoa na kome eventualno mogu da se jave opadajući ili negativni prinosi finansijskog posredovanja na privredni rast. Taj sistem je integrisan u međunarodni finansijski sistem, što omogućava da se prevaziđe niska stopa domaće štednje kao jedan od glavnih ograničavajućih faktora privrednom rastu. Postojeća regulacija tog sistema u osnovi je kompatibilna sa regulacijom u evropskim zemljama.

Razmotrene su četiri alternative postojećem sistemu. Prva alternativa, ubrzana izgradnja nebankarskog finansijskog sistema, nezavisno od toga da li je poželjna, jednostavno nije dostupna. Druge dve, povlačenje domaćeg finansijskog sistema iz međunarodnog i njegova snažna *ex post* regulacija jednostavno nisu poželjne zbog brojnih negativnih posledica po privredni rast. Ono što preostaje kao poželjno rešenje jeste evolucija postojećeg finansijskog sistema, zasnovana na umerenoj *ex ante* regulaciji i postepeni razvoj i jačanje nebankarskog finansijskog posredovanja.

## Literatura

Admati, A.R. (2014), The compelling case for stringer and more effective leverage regulation in banking, *Journal of Legal Studies*, Vol. 43(S2), ss. S35-S61

Arcand, J.L., Berkes, E., Panizza, U. (2015), Too much finance?, *Journal of Economic Growth*, Vol. 20(1), ss. 105-148

Bator, F.M. (1958), The anatomy of market failure, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 72(3), ss. 351-379

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (2007), Finance, inequality and the poor, *Journal of Economic Growth*, Vol. 12(1), ss. 27-49.

Begović, B. (2016), Pravno-ekonomska analiza finansijskog posredovanja bankarskog sektora u Srbiji: slučaj ugovora o kreditu, *Pravo i privreda*, godina LIV, broj 4-6, ss. 317-337

Begović, B., Paunović, M., Popović, D. (2012), *Rast privatne domaće štednje u cilju ubrzanja privrednog rasta Srbije*, Beograd: Centar za liberalno-demokratske studije

- Bolton, P., Santos, T., Scheinkman, J. (2011), Cream skimming in financial markets, *NBER Working Paper* 16804, Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research
- Chocrain, J.H. (2016), Equity-financed banking and a run-free financial system, *Second Symposium on Ending Too Big to Fail*, May 16, Federal Reserve Bank of Minneapolis
- Cecchetti, S., Kharroubi, E. (2015), Why does financial sector growth crowd out real economic growth, *CEPR Discussion Paper* 10642, London: Centre for Economic Policy Research
- Chari, V.V., Kehoe, P.J. (2015), Bailouts, time inconsistency, and optimal regulation: A macroeconomic view, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report* 481, Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis
- Demetriades, P., Hussein, K. (1996), Financial development and economic growth: Cointegration and causality test for 16 Countries, *Journal of Development Economics*, Vol. 51(2), ss. 387-411
- Di Tella, R., MacCulloch, R. (2009), Why Doesn't Capitalism Flow to Poor Countries?, *Brookings Papers of Economics Activity*, Spring 2009
- Ductor, L., Grechyna, D. (2015), Financial development, real sector, and economic growth, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 37(2), ss. 393-405
- Easterly, W. (2001), *The Elusive Quest For Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics*, Cambridge, Mass.: MIT Press
- Glaeser, E., Shleifer, A. (2001), A Reason for Quantity Regulation, *American Economic Review*, Vol. 91(2), ss. 431-435.
- Gordon, R.J. (2016), *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living Since the Civil War*, Princeton and Oxford: Princeton University Press
- Gould, D.M., Melecky, M., Panterov, G. (2016), Finance, growth and shared prosperity: beyond credit deepening, *Journal of Policy Modeling*, forthcoming  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jpolmod.2016.06.004>
- Helpman, E. (2004), *The Mystery of Economic Growth*, Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard University Press
- Kaminsky, G.L., Reinhart, C. (1999), The twin crises: the causes of banking and balance-of-payment problems, *American Economic Review*, Vol. 89(3), ss.473-500
- Kuran, T. (2004), *Islam and Mammon: The Economic Predicaments of Islamism*, Princeton and Oxford: Princeton University Press
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2008), The economic consequences of legal origins, *Journal of Economic Literature*, Vol. 46(2), ss. 285-332



- Levine, R. (2005), Finance and growth: Theory and evidence, u: Aghion, Ph., Durlauf, S. (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Volume 1a, Amsterdam: North Holland, ss. 865-936
- Loayaza, N., Ranciere, R. (2006), Financial development, financial fragility, and growth, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38(4), ss. 1051-1076
- Lucas, R.E. (1998), On the mechanics of economic development, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22(1), ss. 3-42
- Manganelli, S., Popov, A. (2013), Financial dependence, global growth opportunities, and growth revisited, *Economics Letters*, Vol. 120 (1), ss. 123–125
- McLean, I.W. (2013), *Why Australia Prospered?: The Shifting Sources of Economic Growth*, Princeton and Oxford: Princeton University Press
- McLeay, M., Radia, A., Thomas, R. (2014), Money creation in the modern economy, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2014 Q1, London: Bank of England
- Mijatović, B. (2012), Kamate: hrišćanski i ekonomski pogled, u: Mladenović, A. (ur.), *Religija i ekonomija*, Beograd: Hrišćanski kulturni centar, ss. 133-160
- Mishkin, F.S. (2007), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 8<sup>th</sup> Edition, Boston and New York: Pearson and Addison-Wesley
- North, D.C. (1981), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge: Cambridge University Press
- Plender, J. (2015), *Capitalism: Money, Morals and Markets*, London: Biteback Publishing
- Rajan, R.G. i Zingales, L. (1998), Financial dependence and growth, *American Economic Review*, Vol. 88(3), ss. 559-586
- Rioja, F., Valev, N. (2004), Finance and the sources of growth at various stages of economic development, *Economic Inquiry*, Vol. 42 (1), ss. 127–140
- Rodrik, D. (2010), Diagnostics before prescription, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24(3), ss. 22-44
- Sapienza, P., Zingales, L. (2012), A trust crisis, *International Review of Finance*, Vol. 12(2), ss. 123-131
- Sapienza, P., Zingales, L. (2013), Economic experts versus average Americans, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 103(3), ss. 636-642
- Shiller, R.J. (2012), *Finance and the Good Society*, Princeton and Oxford: Princeton University Press

Vuscusi, W.K., Gayar, T. (2015), Behavioral public choice: the behavioral paradox of government policy, *Harvard Journal of Law and Public Policy*, Vol. 38(3), ss. 973-1007

Weil, D.N. (2009), *Economic Growth*, Boston and New York: Pearson and Addison-Wesley

Werner, R.A. (2014), Can banks individually create money out of nothing?: The theories and the empirical evidence, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 36(1), ss. 1-19

Zingales, L. (2015), Does finance benefit society?, *NBER Working Paper 20894*, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research

### **Financial intermediation and economic growth: Is there a great alternative?**

#### **Abstract**

The aim of the paper is to explore whether there is a fundamental alternative to the incumbent pattern of financial intermediation that can speed-up economic growth of Serbia. The main insights the inquiry is based on are that: (1) the level of financial intermediation in Serbia is still very low and very far away from the level at which diminishing or negative returns to the economic growth can be feasible, (2) the domestic financial system is to the great extent integrated into the international one, enabling to overcome low domestic saving rate as one of the main limiting factors of the economic growth, and (3) regulation of the domestic financial system is compatible to the European style regulation. Four alternatives were examined. The first alternative, an accelerated built-up of nonbanking financial system is not feasible, irrespectively whether it is desirable. The two other alternatives, withdrawal of the domestic financial system from the international one and its robust *ex post* regulation are not desirable due to the numerous adverse consequences to the economic growth that they would produce. The remaining desirable solution is evolution of the incumbent system, based on the moderate *ex ante* regulation and gradual development and strengthening of nonbanking financial intermediation.

Key words: financial intermediation, financial system, economic growth, regulation, banking system,

JEL classification: G20, G21, G28, O42