

**ALFA BK UNIVERZITET
FAKULTET ZA FINANSIJE, BANKARSTVO I REVIZIJU,
BEOGRAD**



Nataša Milojević

**TRŽIŠTA KAPITALA RAZVIJENIH
ZEMALJA EVROPSKE UNIJE U
USLOVIMA GEOPOLITIČKIH PROMENA I
TURBULENCIJA**

Doktorska disertacija

Beograd, 2026.

**ALPHA BK UNIVERSITY
FACULTY OF FINANCE, BANKING AND AUDIT,
BELGRADE**



Nataša Milojević

**CAPITAL MARKETS OF DEVELOPED
EUROPEAN UNION FREQUENCIES IN THE
CONDITIONS OF GEOPOLITICAL
CHANGES AND TURBULENCE**

Doctoral dissertation

Belgrade, 2026.

Komisija za odbranu doktorske disertacije:

Predsednik Komisije: dr Milica Simić, redovni profesor, Alfa BK Univerzitet,
Fakultet za finansije, bankarstvo i reviziju, Beograd

Član: dr Suzana Balaban, redovni profesor, Alfa BK Univerzitet,
Fakultet za finansije, bankarstvo i reviziju, Beograd

Mentor: dr Gordana Mrdak, redovni profesor, Alfa BK Univerzitet,
Fakultet za finansije, bankarstvo i reviziju, Beograd

Datum odbrane:

_____ godine

ZAHVALNICA

Rad na doktorskoj disertaciji ne bi bio moguć bez podrške mnogih ljudi kojima sam neizmerno zahvalna. Posebno bih želela da izrazim svoju duboku zahvalnost mentorki prof. dr Gordani Mrdak čija je svestrana pomoć bila od presudne važnosti za završetak ovog projekta.

Takođe, zahvaljujem se svim profesorima i kolegama koji su mi pružili dragocene savete i podršku tokom realizacije ove doktorske disertacije.

Posebnu zahvalnost dugujem Alfa BK Univerzitetu i članovima komisije prof. dr Milici Simić i prof. dr Suzani Balaban.

Zahvalnost upućujem porodici i prijateljima koji su mi pružili podršku i razumevanje tokom čitavog procesa izrade doktorske teze. Njihovo strpljenje mi je dalo snagu da istrajem i uspešno finalizujem ovaj projekat.

Na kraju zahvaljujem svima koji su na bilo koji način omogućili realizaciju moje doktorske disertacije.

HVALA VAM!

POSVETA

Doktorsku disertaciju posvećujem svojoj: majci, ocu, sestri i svojoj deci Mii i Andriji. Disertacija je dokaz Vašeg uticaja i Vaših žrtvi. Sa dubokim poštovanjem i ljubavlju, nju posvećujem Vama, koji ste moja najveća podrška i inspiracija.

Vaša Nataša

Naslov disertacije: Tržišta kapitala razvijenih zemalja evropske unije u uslovima geopolitičkih promena i turbulencija

Sažetak: Doktorska disertacija istražuje intenzitet i mehanizme prenosa geopolitičkih rizika i cena akcija u EU i tržišne kapitalizacije u EU u odnosu na geopolitičke rizike pojedinačnih država, sa specifičnim osvrtom na implikacije unutar Republike Srbije. Empirijsko istraživanje sprovedeno je tokom 2026. godine na uzorku od N=340 ispitanika, primenom deskriptivne statistike, ANOVA metode i napredne metodologije strukturnog modeliranja jednačina (SEM). Merni prostor od 42 indikatora uspešno je operacionalizovan kroz 6 varijabli sa po 7 empirijskih tvrdnji, demonstrirajući visoku pouzdanost skala (Cronbach's Alpha od 0.8181 do 0.9224). Centralni doprinos disertacije ogleda se u simultanom testiranju 4 jednostruka i 2 višestruka sistemskih modela. Jednostruki modeli ponudili parcijalne uvide i srednju eksplanatornu moć od 18.30% do 68.3%, višestruki sistemski modeli su otkrili snažniji sinergijski efekat od 42.5% do 73.0%. U disertaciji su formulisane strateške preporuke koje obuhvataju uvođenje: dinamičkih zona fluktuacije, sistemsko smanjenje suverenog rizika zemlje radi podsticaja inicijalnih javnih ponuda (IPO), kao i imperativ hitne regionalne integracije berzi radi kreiranja stabilnog pool-a likvidnosti u eri permanentnih geopolitičkih turbulencija.

Ključne reči: geopolitički rizik, tržišna kapitalizacija, EU, pojedinačne države, kretanje cene akcija, likvidnost.

Naučna oblast: Ekonomija

Uža naučna oblast: Finansije i bankarstvo

Dissertation title: Capital markets of developed european union frek.ries in the conditions of geopolitical changes and turbulence

Summary: This doctoral dissertation investigates the intensity and transmission mechanisms of geopolitical risks, European Union stock prices, and EU market capitalization in relation to the geopolitical risks of individual states, with a specific focus on the implications for the Republic of Serbia. The empirical research was conducted in 2026 using a sample of N=340 respondents, employing descriptive statistics, the ANOVA method, and advanced Structural Equation Modeling (SEM) methodology. A measurement space of 42 indicators was successfully operationalized through 6 variables, each consisting of 7 empirical statements, demonstrating high scale reliability (Cronbach's Alpha ranging from 0.8181 to 0.9224). The central contribution of the dissertation lies in the simultaneous testing of 4 single and 2 multiple systemic models. While the single models offered partial insights and moderate explanatory power ranging from 18.30% to 68.3%, the multiple systemic models revealed a stronger synergistic effect, ranging from 42.5% to 73.0%. The dissertation formulates strategic recommendations that encompass the implementation of dynamic fluctuation zones, the systemic reduction of sovereign country risk to stimulate initial public offerings (IPOs), and the imperative of urgent regional stock exchange integration to create a stable liquidity pool in an era of permanent geopolitical turbulence.

Keywords: geopolitical risk, market capitalization, EU, individual states, stock price movement, liquidity.

Scientific field: Economy

Narrower scientific field: Finance and banking

SADRŽAJ

UVOD.....	15
1. TEORIJSKA ISTRAŽIVANJA	21
1.1. Tržište kapitala - značenje i vrste.....	21
1.2. Ključne karakteristike sekundarnog tržišta kapitala	22
1.3. Značenje berze	23
1.4. Ključne funkcije berze	34
1.5. Pojam berzanskih poslova.....	36
1.7. Vrste berzanskih poslova	37
1.8. Principi trgovanja.....	39
1.9. Tržište hartija od vrednosti	42
1.10. Zona fluktuacije i njena primena u trgovanju	42
1.11. Berzanski indeksi	44
1.12. Metodologija trgovanja na finansijskim tržištima	45
1.13. Strategije stvaranja tržišta	48
1.14. Karakteristike tržišta kapitala u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju	50
1.15. Karakteristike tržišta kapitala Republike Srbije	53
1.16. Uticaj geopolitičkih rizika na berzansko tržište.....	55
1.17. Reakcija tržišta akcija G20+ na sukob Rusija - Ukrajina	59
1.18. Globalni geopolitički rizik i cene akcija u Evropskoj uniji	61
1.19. Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u Evropskoj uniji	64
1.20. Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija	67
1.21. Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija	71
1.22. Stanje i kretanje cena akcija na tržištima kapitala razvijenih zemalja Evropske unije	74
1.23. Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti na tržištima kapitala razvijenih zemalja Evropske unije	77
1.24. Teorijska utemeljenost istraživačkog modela i konceptualni odnosi između istraživačkih varijabli.....	80
2. METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA	85
2.1. Problem istraživanja.....	85
2.2. Predmet istraživanja.....	86
2.3. Ciljevi i zadaci istraživanja.....	87
2.4. Hipoteze istraživanja.....	89
2.5. Opravdanost istraživanja.....	90
2.6. Tok istraživanja.....	91
2.7. Izrada upitnika kao mernog instrumenta istraživanja	92
2.8. Primijenjene metode i tehnike istraživanja	94
3. EMPIRIJSKA ISTRAŽIVANJA	97

3.1. Deskriptivna analiza strukture uzorka i demografsko - profesionalnog profila ispitanika	97
3.2. Deskriptivna analiza varijable Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU	102
3.3. Deskriptivna analiza varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU	109
3.4. Deskriptivna analiza varijable Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija	117
3.5. Deskriptivna analiza varijable Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija	125
3.6. Deskriptivna analiza varijable Stanje i kretanje cena akcija	132
3.7. Deskriptivna analiza varijable Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti	140
3.8. Sintetička makro-analiza i strukturna integracija svih varijabli istraživačkog modela	147
3.9. Detaljna deskriptivna analiza i interpretacija indikatora po istraživačkim blokovima	150
3.10. Analiza agregiranih deskriptivnih pokazatelja i statističkih parametara varijabli modela	159
3.11. Analiza pouzdanosti mernih skala (Cronbach's Alpha koeficijent)	162
4. REZULTATI SA DISKUSIJOM ISTRAŽIVANJA	166
4.1. Multivarijantna korelaciona analiza	166
4.2. Regresione i višestruke regresione analize	169
5. ZAKLJUČAK ISTRAŽIVANJA	186
5.1. Ključni zaključci istraživanja	186
5.2. Mogući pravci budućih istraživanja	189
LITERATURA	191
PRILOG	209

SADRŽAJ SLIKA

Slika 1. Postoje jasni indikatori za dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti svih listiranih kompanija na berzama unutar EU	83
Slika 2. Trenutna profesionalna pozicija/uloga	97
Slika 3. Godine radnog iskustva u finansijskom/ekonomskom sektoru	99
Slika 4. Institucija u kojoj ste zaposleni.....	100
Slika 5. Primarni fokus Vašeg praćenja/investiranja na tržištima kapitala.....	101
Slika 6. Globalne geopolitičke tenzije (npr. veliki međunarodni sukobi, trgovinski ratovi) imaju direktan i brz uticaj na pad cena akcija na razvijenim tržištima EU.....	103
Slika 7. Rast globalnog geopolitičkog rizika značajno povećava volatilnost (oscilacije cena) na vodećim berzanskim indeksima razvijenih zemalja EU	104
Slika 8. Globalni geopolitički šokovi destabilizuju cene akcija čak i kod kompanija sa izvrsnim fundamentalnim finansijskim rezultatima.....	105
Slika 9. Povećanje globalne političke neizvesnosti primorava investitore da masovno rasprodaju akcije u EU i prelaze u sigurnije aktive (zlatu, američki dolar).....	106
Slika 10. Makroekonomski pritisci izazvani globalnom geopolitikom (npr. prekidi u lancima snabdevanja) ključni su pokretač pada vrednosti akcija kako na razvijenim, tako i na perifernim tržištima EU	107
Slika 11. Savremena tržišta akcija u EU su danas znatno osetljivija na globalne geopolitičke promene nego što su bila pre deset godina	108
Slika 12. Dugoročni trend kretanja cena akcija u EU ne može se uspešno prognozirati bez detaljne analize globalnih političkih rizika	109
Slika 13. Eskalacija globalnih geopolitičkih kriza dovodi do trajnog povlačenja stranog kapitala, što smanjuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU berzi	111
Slika 14. Visok nivo globalnog rizika destimuliše kompanije da prikupljaju kapital putem novih emisija akcija (IPO) na evropskim berzama	112
Slika 15. Specifična regionalna finansijska čvorišta u EU trpe značajno smanjenje obima tržišne kapitalizacije u momentima globalnih turbulencija	113
Slika 16. Pad tržišne kapitalizacije na razvijenim tržištima EU tokom kriza primarno je uzrokovan psihološkom reakcijom i strahom velikih institucionalnih investitora	114
Slika 17. Globalni geopolitički rizik narušava dugoročnu likvidnost tržišta kapitala EU, što direktno utiče na pad njihove ukupne tržišne vrednosti.....	115
Slika 18. Smanjenje ekonomske aktivnosti na nivou cele EU usled geopolitičkih promena direktno se reflektuje na kontinuirani pad tržišne kapitalizacije na vodećim evropskim berzama	116
Slika 19. Investitori percipiraju ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU kao visoko ranjivu na dugotrajne globalne trgovinske sukobe	117
Slika 20. Specifična geopolitička pozicija pojedinačne zemlje (npr. geografska blizina kriznih i ratnih zona) ima presudan uticaj na cene akcija na njenoj domaćoj berzi.....	118
Slika 21. Unutrašnja politička nestabilnost ili promene u spoljnopolitičkom kursu države članice EU brzo obaraju cene akcija na lokalnoj berzi	119

Slika 22. Energetska zavisnost pojedinačne države od nestabilnih regiona direktno utiče na pad cena akcija preduzeća koja primarno posluju na tom domaćem tržištu.....	120
Slika 23. Lokalni berzanski indeksi na manjim i perifernim tržištima EU oštrije reaguju na sopstvene državne rizike nego na apstraktne globalne geopolitičke pretnje	121
Slika 24. Kada pojedinačna država uđe u političko-pravni konflikt sa centralnim institucijama EU, to izaziva momentalan pad cena akcija na njenom nacionalnom tržištu kapitala	122
Slika 25. Specifični ekonomski potezi vlade pojedinačne države, izazvani geopolitičkom krizom, snažno determinišu cene akcija domaćih banaka i energetskih kompanija.....	123
Slika 26. Investitori zahtevaju znatno veću premiju za rizik (što spušta cene akcija) kada ulažu u zemlje EU koje su geografski izložene konfliktima	124
Slika 27. Porast specifičnog geopolitičkog rizika jedne države uzrokuje beg domaćeg i stranog kapitala sa te lokalne berze, urušavajući njenu kapitalizaciju.....	126
Slika 28. Lokalna tržišta kapitala u razvoju i tranziciji unutar EU beleže dugoročni pad kapitalizacije usled percepcije povećanog regionalnog rizika.....	127
Slika 29. Suvereni rejting zemlje (kreditni rejting države), koji slabi pod uticajem lokalne geopolitike, direktno određuje ukupan obim kapitalizacije njenog domaćeg tržišta.....	128
Slika 30. Visok nivo razvijenosti institucija i opšta politička stabilnost pojedinih zemalja uspevaju da zaštite njihovu tržišnu kapitalizaciju od manjih lokalnih geopolitičkih potresa	129
Slika 31. Investitori zbog državnog geopolitičkog rizika često restrukturiraju portfolio, seleći kapital sa ekonomski i politički ranjivijih berzi na stabilnija tržišta kapitala „jezgra“ EU ...	130
Slika 32. Strane direktne i portfolio investicije, koje grade kapitalizaciju jedne berze, direktno su uslovljene stabilnošću spoljnopolitičke pozicije te konkretne zemlje.....	131
Slika 33. Pojedinačna država ne može značajno da uveća vrednost svog tržišta kapitala (kapitalizaciju) ako se nalazi u zoni povišenih regionalnih političkih turbulencija.....	132
Slika 34. Cene akcija na razvijenim tržištima kapitala EU trenutno pokazuju izraženu i učestalu nestabilnost (volatilnost).....	133
Slika 35. Opšti trend kretanja vodećih berzanskih indeksa u zemljama „jezgra“ EU u poslednjem periodu je pretežno negativan.....	134
Slika 36. Akcije evropskih kompanija trenutno beleže primetan pad vrednosti u poređenju sa svojim istorijskim prosecima	135
Slika 37. Na osnovu aktuelnih tržišnih signala, očekujem dalji pad cena akcija na evropskim berzama u narednih 12 do 18 meseci	136
Slika 38. Prinosi koje trenutno ostvaruju investitori na razvijenim evropskim tržištima akcija su osetno ispod ranijih tržišnih očekivanja	137
Slika 39. Uočljiva je ekstremna osetljivost cena akcija na svakodnevne makroekonomske izveštaje na tržištima EU	138
Slika 40. Tržišta akcija u EU trenutno pokazuju izražene karakteristike dugotrajne „medveđe“ faze (bear market - faza opadanja cena)	139
Slika 41. Ukupna tržišna kapitalizacija na berzama razvijenih zemalja EU u poslednjem periodu beleži kontinuiran pad.....	141
Slika 42. Na evropskim tržištima kapitala trenutno je jasno prisutan i vidljiv trend povlačenja stranog institucionalnog kapitala	142
Slika 43. Opšti nivo likvidnosti (dostupnosti novca i obima trgovanja) na razvijenim berzama EU je trenutno na zabrinjavajuće niskom nivou	143

Slika 44. Interesovanje kompanija za prikupljanje svežeg kapitala putem inicijalnih javnih ponuda (IPO) na EU berzama drastično je opalo.....	144
Slika 45. Vrednost celokupnog tržišta kapitala EU stagnira ili se značajno smanjuje u poređenju sa drugim vodećim globalnim tržištima.....	145
Slika 45. Primetan je oštar pad svakodnevnog obima trgovanja na ključnim evropskim finansijskim čvorištima.....	146
Slika 47. Postoje jasni indikatori za dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti svih listiranih kompanija na berzama unutar EU.....	147
Slika 48. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Globalni geopolitički rizik i cena akcija u EU & Stanje i kretanje cena akcija.....	170
Slika 49. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cena akcija & Stanje i kretanje cena akcija.....	172
Slika 50. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU & Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.....	174
Slika 51. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU & Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.....	177
Slika 52. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Globalni geopolitički rizik i cena akcija u EU i Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cena akcija na Stanje i kretanje cena akcija.....	180
Slika 53. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU, Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija i Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.....	183

SADRŽAJ TABELA

Tabela 1. Trenutna profesionalna pozicija/uloga.....	97
Tabela 2. Godine radnog iskustva u finansijskom/ekonomskom sektoru.....	98
Tabela 3. Institucija u kojoj ste zaposleni.....	100
Tabela 4. Primarni fokus Vašeg praćenja/investiranja na tržištima kapitala.....	101
Tabela 5. Globalne geopolitičke tenzije (npr. veliki međunarodni sukobi, trgovinski ratovi) imaju direktan i brz uticaj na pad cena akcija na razvijenim tržištima EU.....	103
Tabela 6. Rast globalnog geopolitičkog rizika značajno povećava volatilnost (oscilacije cena) na vodećim berzanskim indeksima razvijenih zemalja EU	104
Tabela 7. Globalni geopolitički šokovi destabilizuju cene akcija čak i kod kompanija sa izvrsnim fundamentalnim finansijskim rezultatima.....	105
Tabela 8. Povećanje globalne političke neizvesnosti primorava investitore da masovno rasprodaju akcije u EU i prelaze u sigurnije aktive (zlatu, američki dolar).....	106
Tabela 9. Makroekonomski pritisci izazvani globalnom geopolitikom (npr. prekidi u lancima snabdevanja) ključni su pokretač pada vrednosti akcija kako na razvijenim, tako i na perifernim tržištima EU	107
Tabela 10. Savremena tržišta akcija u EU su danas znatno osetljivija na globalne geopolitičke promene nego što su bila pre deset godina	108
Tabela 10. Dugoročni trend kretanja cena akcija u EU ne može se uspešno prognozirati bez detaljne analize globalnih političkih rizika	109
Tabela 12. Eskalacija globalnih geopolitičkih kriza dovodi do trajnog povlačenja stranog kapitala, što smanjuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU berzi	110
Tabela 13. Visok nivo globalnog rizika destimuliše kompanije da prikupljaju kapital putem novih emisija akcija (IPO) na evropskim berzama	111
Tabela 14. Specifična regionalna finansijska čvorišta u EU trpe značajno smanjenje obima tržišne kapitalizacije u momentima globalnih turbulencija	112
Tabela 15. Pad tržišne kapitalizacije na razvijenim tržištima EU tokom kriza primarno je uzrokovan psihološkom reakcijom i strahom velikih institucionalnih investitora	113
Tabela 16. Globalni geopolitički rizik narušava dugoročnu likvidnost tržišta kapitala EU, što direktno utiče na pad njihove ukupne tržišne vrednosti.....	114
Tabela 17. Smanjenje ekonomske aktivnosti na nivou cele EU usled geopolitičkih promena direktno se reflektuje na kontinuirani pad tržišne kapitalizacije na vodećim evropskim berzama	115
Tabela 18. Investitori percipiraju ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU kao visoko ranjivu na dugotrajne globalne trgovinske sukobe	116
Tabela 19. Specifična geopolitička pozicija pojedinačne zemlje (npr. geografska blizina kriznih i ratnih zona) ima presudan uticaj na cene akcija na njenoj domaćoj berzi	118
Tabela 20. Unutrašnja politička nestabilnost ili promene u spoljnopoličkom kursu države članice EU brzo obaraju cene akcija na lokalnoj berzi	119
Tabela 21. Energetska zavisnost pojedinačne države od nestabilnih regiona direktno utiče na pad cena akcija preduzeća koja primarno posluju na tom domaćem tržištu.....	120

Tabela 22. Lokalni berzanski indeksi na manjim i perifernim tržištima EU oštrije reaguju na sopstvene državne rizike nego na apstraktne globalne geopolitičke pretnje	121
Tabela 23. Kada pojedinačna država uđe u političko-pravni konflikt sa centralnim institucijama EU, to izaziva momentalan pad cena akcija na njenom nacionalnom tržištu kapitala.....	122
Tabela 24. Specifični ekonomski potezi vlade pojedinačne države, izazvani geopolitičkom krizom, snažno determinišu cene akcija domaćih banaka i energetskih kompanija.....	123
Tabela 25. Investitori zahtevaju znatno veću premiju za rizik (što spušta cene akcija) kada ulažu u zemlje EU koje su geografski izložene konfliktima	124
Tabela 26. Porast specifičnog geopolitičkog rizika jedne države uzrokuje beg domaćeg i stranog kapitala sa te lokalne berze, urušavajući njenu kapitalizaciju.....	125
Tabela 27. Lokalna tržišta kapitala u razvoju i tranziciji unutar EU beleže dugoročni pad kapitalizacije usled percepcije povećanog regionalnog rizika.....	126
Tabela 28. Suvereni rejting zemlje (kreditni rejting države), koji slabi pod uticajem lokalne geopolitike, direktno određuje ukupan obim kapitalizacije njenog domaćeg tržišta.....	127
Tabela 29. Visok nivo razvijenosti institucija i opšta politička stabilnost pojedinih zemalja uspevaju da zaštite njihovu tržišnu kapitalizaciju od manjih lokalnih geopolitičkih potresa	128
Tabela 30. Investitori zbog državnog geopolitičkog rizika često restrukturiraju portfolio, seleći kapital sa ekonomski i politički ranjivijih berzi na stabilnija tržišta kapitala „jezgra“ EU	129
Tabela 31. Strane direktne i portfolio investicije, koje grade kapitalizaciju jedne berze, direktno su uslovljene stabilnošću spoljnopolitičke pozicije te konkretne zemlje	130
Tabela 32. Pojedinačna država ne može značajno da uveća vrednost svog tržišta kapitala (kapitalizaciju) ako se nalazi u zoni povišenih regionalnih političkih turbulencija.....	131
Tabela 33. Cene akcija na razvijenim tržištima kapitala EU trenutno pokazuju izraženu i učestalu nestabilnost (volatilnost).....	133
Tabela 34. Opšti trend kretanja vodećih berzanskih indeksa u zemljama „jezgra“ EU u poslednjem periodu je pretežno negativan.....	134
Tabela 35. Akcije evropskih kompanija trenutno beleže primetan pad vrednosti u poređenju sa svojim istorijskim prosecima.....	135
Tabela 36. Na osnovu aktuelnih tržišnih signala, očekujem dalji pad cena akcija na evropskim berzama u narednih 12 do 18 meseci	136
Tabela 37. Prinosi koje trenutno ostvaruju investitori na razvijenim evropskim tržištima akcija su osetno ispod ranijih tržišnih očekivanja.....	137
Tabela 38. Uočljiva je ekstremna osetljivost cena akcija na svakodnevne makroekonomske izveštaje na tržištima EU	138
Tabela 39. Tržišta akcija u EU trenutno pokazuju izražene karakteristike dugotrajne „medveđe“ faze (bear market - faza opadanja cena)	139
Tabela 40. Ukupna tržišna kapitalizacija na berzama razvijenih zemalja EU u poslednjem periodu beleži kontinuiran pad.....	141
Tabela 41. Na evropskim tržištima kapitala trenutno je jasno prisutan i vidljiv trend povlačenja stranog institucionalnog kapitala	142
Tabela 42. Opšti nivo likvidnosti (dostupnosti novca i obima trgovanja) na razvijenim berzama EU je trenutno na zabrinjavajuće niskom nivou	143

Tabela 43. Interesovanje kompanija za prikupljanje svežeg kapitala putem inicijalnih javnih ponuda (IPO) na EU berzama drastično je opalo.....	144
Tabela 44. Vrednost celokupnog tržišta kapitala EU stagnira ili se značajno smanjuje u poređenju sa drugim vodećim globalnim tržištima.....	145
Tabela 45. Primetan je oštar pad svakodnevnog obima trgovanja na ključnim evropskim finansijskim čvorištima.....	146
Tabela 46. Postoje jasni indikatori za dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti svih listiranih kompanija na berzama unutar EU.....	147
Tabela 47. Varijabla Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU	151
Tabela 48. Varijabla Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU	152
Tabela 49. Varijabla Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija.....	154
Tabela 50. Varijabla Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija	155
Tabela 51. Varijabla Stanje i kretanje cena akcija	157
Tabela 52. Varijabla Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.....	158
Tabela 53. Uporedni pregled dobijenih statističkih pokazatelja za svih 6 posmatranih varijabli	160
Tabela 54. Kronbahov alfa koeficijenti pouzdanosti za svaku pojedinačnu varijablu	163
Tabela 55. Matrica Pirsonovih koeficijenata korelacije	166
Tabela 56. ANOVA za varijable Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU & Stanje i kretanje cena akcija.....	169
Tabela 57. ANOVA za varijable Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija & Stanje i kretanje cena akcija.....	171
Tabela 58. ANOVA za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU & Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti	173
Tabela 59. ANOVA za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU & Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti	176
Tabela 60. ANOVA za varijable Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU i Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija na Stanje i kretanje cena akcija.....	178
Tabela 61. ANOVA za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU, Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija i Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti	181

UVOD

Savremeni međunarodni finansijski sistem i arhitektura tržišta kapitala nalaze se u: stanju permanentne transformacije, koja je ubrzana rastućim intenzitetom i nepredvidivošću globalnih i regionalnih geopolitičkih potresa. Finansijska tržišta razvijenih zemalja Evropske unije, kao jedno od ključnih čvorišta svetskog kapitala, predstavljaju izuzetno osetljiv seizmograf svih geopolitičkih, socio-ekonomskih i institucionalnih promena. U eri duboke: ekonomske integracije, digitalizacije finansijskih tokova, ali i istovremene fragmentacije globalnog političkog poretka, analiza mehanizama prenosa geopolitičkog rizika na performanse tržišta kapitala postaje jedno od najvažnijih pitanja savremene ekonomske nauke, finansijske teorije i investicione prakse.

Decenijama je ekonomska nauka posmatrala razvoj tržišta kapitala primarno kroz prizmu: fundamentalnih makroekonomskih indikatora, korporativnih performansi, monetarne politike centralnih banaka i tehnoloških inovacija. Međutim, serija kriza u prve dve decenije 21. veka, a naročito eskalacija krupnih vojnih sukoba na tlu Evrope (poput rusko-ukrajinskog konflikta), trgovinski ratovi između vodećih ekonomskih sila (SAD, Kina, EU), energetska zavisnost i unutrašnje institucionalne tenzije unutar same Evropske unije, jasno su ukazale na to da su tradicionalni modeli finansijskog predviđanja nepotpuni ukoliko se u njih eksplicitno ne integriše varijabla geopolitičkog rizika. Geopolitika više nije eksterni, izolovani faktor koji povremeno destabilizuje tržišta postala je: endogena determinanta koja svakodnevno modelira investicione strategije, utiče na likvidnost, menja cene finansijske imovine i dugoročno transformiše obim i strukturu tržišne kapitalizacije.

Predmet doktorske disertacije - fokusiran je na: detaljno naučno istraživanje, teorijsko utemeljenje i empirijsku verifikaciju uticaja geopolitičkih promena i turbulencija na tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije. Evropska unija, kao specifična ekonomska i politička zajednica, suočava se sa dvostrukim pritiskom: s jedne strane, izložena je globalnim geopolitičkim šokovima koji dolaze iz šireg međunarodnog okruženja, dok je, s druge strane, opterećena specifičnim rizicima na nivou pojedinačnih država članica. rizici obuhvataju kako geografsku bliskost kriznim zonama i energetske zavisnost, tako i unutrašnje političke nestabilnosti, promene spoljnopolitičkih kurseva i potencijalne konflikte nacionalnih vlada sa centralnim institucijama u Briselu. Svi faktori reflektuju se na: ponašanje investitora, kako domaćih tako i stranih institucionalnih ulagača, uslovljavajući masovne migracije kapitala, promene u strukturi portfolija i opšti pad ili rast berzanskih indeksa.

Osnovni naučni cilj disertacije - jeste uspostavljanje i validacija sveobuhvatnog, sistemskog modela koji povezuje globalne i nacionalne geopolitičke rizike sa dve ključne manifestacije stanja na tržištu kapitala: stanjem i kretanjem cena akcija (volatilnost, trendovi berzanskih indeksa) i stanjem tržišne kapitalizacije i likvidnosti. Da bi se ovaj cilj ostvario, u disertaciji je primenjena rigorozna naučna metodologija koja kombinuje: dubinsku istorijsko-teorijsku analizu razvoja tržišta kapitala, berzanskih institucija i poslova, sa naprednim multivarijantnim statističkim i ekonometrijskim metodama. Empirijski deo rada zasniva se na: primarnim podacima prikupljenim kroz strukturirano istraživanje stavova finansijskih stručnjaka, analitičara, portfolio menadžera i akademskih istraživača koji svakodnevno prate i operišu na evropskim berzama. Kroz analizu pouzdanosti mernih skala (Cronbach's Alpha), Pirsonovu korelacionu analizu, jednofaktorsku analizu varijanse (ANOVA) i višestruku regresionu analizu, disertacija nudi konkretne naučne dokaze o: smeru, intenzitetu i prirodi uticaja geopolitike na finansijsku arhitekturu razvijene Evrope.

Značaj disertacije - ogleda se kako u naučnom i u praktičnom domenu. U naučnom smislu, rad popunjava značajnu prazninu u domaćoj i međunarodnoj literaturi kroz: integraciju geopolitičkih indeksa i percepcija rizika u modele vrednovanja dugoročnih finansijskih instrumenata u specifičnom kontekstu razvijenih zemalja EU. U praktičnom smislu, zaključci i smernice kreirani u disertaciji mogu poslužiti: menadžmentu investicionih fondova, bankarskim institucijama, kreatorima ekonomske politike i korporativnim liderima za kreiranje efikasnijih strategija upravljanja rizicima, diverzifikacije portfolija i očuvanja likvidnosti u uslovima visoke neizvesnosti. Takođe, disertacija pruža komparativnu perspektivu koja može biti od velike koristi za razumevanje pozicije i pravaca razvoja tržišta kapitala Republike Srbije, koje se kao tržište u razvoju suočava sa sopstvenim specifičnim geopolitičkim i finansijskim izazovima.

Struktura doktorske disertacije - je koncipirana u skladu sa najvišim akademskim standardima i IMRAD strukturom naučnog rada. Rad je podeljen na četiri ključna dela: Teorijska istraživanja, Metodologija istraživanja, Empirijska istraživanja sa statističkom analizom, i Zaključci istraživanja.

Poglavlje 1: Teorijska istraživanja - predstavlja fundus rada i postavlja teorijski okvir za celokupno istraživanje. Podeljeno je na 24 međusobno povezane podceline koje se kreću od opštih pojmova ka specifičnim Problemima uticaja geopolitike na berze, i to:

- **1.1. do 1.3. Tržište kapitala i berza** (značenje, vrste i karakteristike): Analizira se pojam kapitala iz ekonomskog, računovodstvenog i finansijskog ugla, kao i mehanizmi primarnog i sekundarnog tržišta. Definiše se uloga sekundarnog tržišta u obezbeđivanju likvidnosti i prenosu vlasništva. Berza se posmatra kao centralna institucija tržišne infrastrukture koja evoluirala od fizičkog mesta do globalno umreženih elektronskih platformi (poput CME Globex sistema).
- **1.4. do 1.8. Funkcije berze, berzanski poslovi i principi trgovanja:** Detaljno se elaboriraju ključne funkcije berze (stvaranje likvidnosti, formiranje realne cene, informisanje i zaštita ulagača). Objašnjava se pojam berzanskih poslova (anonimnost, uloga brokera i diler/market mejkera) i daje se klasifikacija na promptne (kasa) i terminske poslove. Posebna pažnja posvećena je robnim (produktnim) berzama (standardizacija, fungibilnost, loko poslovi) i finansijskim (efektnim) berzama. Razmatra se i uloga države kroz nezavisna regulatorna tela koja osiguravaju stabilnost tržišta uz očuvanje autonomije berze.
- **1.9. do 1.13. Tržište HOV, zona fluktuacije, berzanski indeksi i metodologije trgovanja:** Definišu se pojmovi drugog, trećeg i četvrtog tržišta. Detaljno se analizira mehanizam zone fluktuacije (cenovni limiti, privremeni prekid trgovanja - trading halt) i teorijska koplja koja se lome oko njenog uticaja na likvidnost (magnetni efekat vs. hipoteza preuveličane reakcije). Objašnjavaju se berzanski indeksi (indeksna korpa, vrste indeksa) i metodologije trgovanja (tehnička analiza i njene tri pretpostavke, fundamentalna analiza, algoritamsko trgovanje i strategije stvaranja tržišta).
- **1.14. i 1.15. Komparativna analiza tržišta kapitala:** Povlači se jasna linija između tržišta kapitala u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju, sa posebnim osvrtom na specifičnosti, Probleme i performanse tržišta kapitala Republike Srbije.
- **1.16. do 1.21. Geopolitički rizici i prenosni mehanizmi na berze:** ključni teorijski most ka empiriji. Analizira se reakcija tržišta akcija G20+ na sukob Rusija-Ukrajina. Postavljaju se osnove za četiri ključne istraživačke varijable: uticaj globalnog geopolitičkog rizika na cene akcija u EU, uticaj globalnog geopolitičkog rizika na tržišnu kapitalizaciju u EU, uticaj geopolitičkog rizika na nivou pojedinačne države na cene akcija, i uticaj geopolitičkog rizika pojedinačne države na tržišnu kapitalizaciju.

- **1.22. do 1.24. Stanje na tržištima EU i teorijski model:** Proučava se aktuelno stanje cena akcija, kapitalizacije i likvidnosti na tržištima razvijenih zemalja EU. Poglavlje se završava definisanjem teorijske utemeljenosti istraživačkog modela i konceptualnih odnosa između varijabli (konstruisanje modela).

Poglavlje 2: Metodologija istraživanja - precizno se postavlja naučno-istraživački okvir. Definišu se: predmet, ciljevi istraživanja, opšte i posebne hipoteze koje povezuju geopolitičke pritiske sa finansijskim performansama. Opisuju se merni instrumenti (strukturirani upitnik sa trostepenom skalom), definišu se: zavisne i nezavisne varijable i objašnjava se način izbora i struktura uzorka ispitanika (finansijski eksperti, portfolio menadžeri, analitičari, naučni radnici). Takođe, navode se statističke metode koje će se koristiti za obradu podataka.

Poglavlje 3: Empirijska istraživanja - predstavlja srž empirijskog doprinosa disertacije i sadrži detaljnu statističku obradu prikupljenih podataka kroz 14 podcelina, i to:

- **3.1. Demografsko-profesionalni profil:** Deskriptivna analiza uzorka (struktura ispitanika prema trenutnoj poziciji, godinama radnog iskustva u finansijskom sektoru, instituciji zaposlenja i primarnom fokusu investiranja).
- **3.2. do 3.7. Deskriptivna analiza pojedinačnih varijabli istraživanja:** Kroz tabele i grafikone analiziraju se stavovi ispitanika o svakoj pojedinačnoj tvrdnji iz upitnika, podeljenih po istraživačkim blokovima:
 - **Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU** (volatilnost indeksa, destabilizacija fundamentalno zdravih kompanija, prelazak u sigurne aktive poput zlata i dolara, osetljivost u odnosu na period od pre 10 godina).
 - **Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU** (povlačenje stranog kapitala, destimulacija novih emisija - IPO, uticaj na regionalna finansijska čvorišta, psihološke reakcije institucionalnih investitora).
 - **Geopolitički rizik pojedinačne države i cene akcija** (geografska blizina kriznih zona, unutrašnja politička nestabilnost, energetska zavisnost, konflikti sa centralnim institucijama EU).
 - **Geopolitički rizik pojedinačne države i tržišna kapitalizacija** (beg kapitala sa lokalnih berzi, uticaj suverenog kreditnog rejtinga, restrukturiranje portfolija i seljenje kapitala sa periferije u „jezgro“ EU).

- **Stanje i kretanje cena akcija** (trenutna volatilnost, trendovi vodećih indeksa zemalja jezgra, poređenje sa istorijskim prosecima, očekivanja za narednih 12-18 meseci, „medveđa“ faza tržišta).
- **Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti (kontinuirani pad kapitalizacije,** trend povlačenja stranog institucionalnog kapitala, nizak obim svakodnevnog trgovanja, stagnacija u odnosu na druga globalna tržišta).
- **3.8. do 3.10. Sintetička makro-analiza i agregirani pokazatelji:** Vršiti se strukturna integracija svih varijabli modela, detaljna interpretacija indikatora po istraživačkim blokovima i analiza agregiranih pokazatelja i statističkih parametara (srednje vrednosti, standardne devijacije).
- **3.11. Analiza pouzdanosti mernih skala (Cronbach's Alpha):** Statistički se testira interna konzistentnost i pouzdanost upitnika za svaku pojedinačnu varijablu, obezbeđujući naučni validitet instrumenata.
- **3.12. Multivarijantna korelaciona analiza:** Primenom Pirsonove matrice koeficijenata korelacije utvrđuje se postojanje, smer i snaga međusobne povezanosti između posmatranih varijabli.
- **3.13. Regresione i višestruke regresione analize (uz ANOVA testiranje):** je vrhunac empirijskog dela. Primenjuju se jednostavne i višestruke regresione analize kako bi se utvrdio kauzalni uticaj nezavisnih varijabli (globalni i nacionalni geopolitički rizici) na zavisne varijable (cene akcija, likvidnost i kapitalizacija). Svaki regresioni model je praćen ANOVA tabelom kojom se dokazuje statistička značajnost i validnost celokupnog modela, kao i grafičkim prikazima standardizovanih i nestandardizovanih koeficijenata.
- **3.14. Mogući pravci budućih istraživanja:** Na osnovu dobijenih rezultata i ograničenja studije, identifikuju se smernice za buduće naučne radove u ovoj oblasti.

Zaključci istraživanja - vrši se sinteza svih teorijskih i empirijskih spoznaja. Sumiraju se rezultati testiranja hipoteza, donosi se konačni sud o potvrđivanju ili odbacivanju postavljenih naučnih pretpostavki, i definišu se jasne preporuke za investicionu praksu i donosiocima odluka u okviru finansijskog sistema Evropske unije i Republike Srbije.

Literatura - primenjen je APA standard na 233 referenci po abecednom redosledu, domaćih i stranih autora.

Prilog - anketni upitnik

1. TEORIJSKA ISTRAŽIVANJA

1.1. Tržište kapitala - značenje i vrste

Kapital - tumačimo iz više uglova, a iz perspektive preduzeća prema (Stoiljković i ost. 2022) *„kapital je jedan od faktora proizvodnje koji potiče od ljudske aktivnosti. U užem smislu obuhvata sredstva za rad (kapitalna dobra) i predmete rada , celokupnu imovinu u funkciji proizvodnje kojom raspolaže određena kompanija ili privredni sistem.“*

Računovodstveno *„kapital se definiše kao razlika između ukupne imovine i obaveza ,kao neto vrednost preduzeća“* smatraju (Zubchenko, et al., 2024). Sa stanovišta finansijskih tržišta *„kapital se odnosi na različite vrste dugoročnih finansijskih instrumenata, na ukupnu količinu sredstava koja se plasiraju ili investiraju na period duži od jedne godine“* smatraju (Demertzis et al., 2024).

Prema (Fabozzi, 2025) *„tržište kapitala je mehanizam koji povezuje ponudu i tražnju za dugoročnim finansijskim instrumentima (onima čije trajanje prelazi godinu dana). Sa razvojem informacionih i telekomunikacionih tehnologija, kao i savremenih računarskih sistema, tržišta posebno ona finansijska više ne funkcionišu kao fizička mesta razmene, već kao virtuelne platforme koje omogućavaju međusobno povezivanje ponude i tražnje.“*

Tržište kapitala - može se klasifikovati u tri glavne kategorije: tržište obveznica, tržište hipoteka i tržište akcija.

1. **Tržište obveznica** – *„obuhvata trgovinu dugoročnim dužničkim hartijama od vrednosti koje izdaju različiti pravni i finansijski subjekti, pri čemu je osnovni uslov da rok dospeća tih instrumenata bude duži od jedne godine“* smatra (Parameswaran, 2022).
2. **Tržište hipoteka** – *„obuhvata promet kreditima obezbeđenim hipotekom, kao i hartijama od vrednosti koje su povezane sa imovinom kao garancijom, bilo da imovina potiče od samog izdavaoca ili treće strane kao garanta“* prema (Agarwal & Varshneya, 2022).
3. **Tržište akcija** - predstavlja po (Poncet & Portait, 2022) *„segment tržišta kapitala na kojem se razmenjuju vlasnički finansijski instrumenti, (akcije), koje potvrđuju udeo u vlasništvu nad određenim akcionarskim društvom.“*

Tržište kapitala može se klasifikovati prema (Fabozzi, 2025) „na osnovu toga da li se *finansijski instrumenti pojavljuju na tržištu po prvi put ili su već prethodno bili predmet trgovine*“. Razlikujemo **primarno i sekundarno tržište kapitala**. „*Ključna razlika je u tome da li je jedan od učesnika izvorni vlasnik finansijskog instrumenta kao izdavalac (emitent), ili je reč o kasnijoj razmeni između investitora*“ smatra (Gupta, 2022), i to:

- **Primarno tržište kapitala** - odnosi se na situacije kada se finansijski instrumenti prvi put nude investitorima, i to direktno od strane emitenta. „*Svrha ovakvog tržišta je prikupljanje svežeg kapitala za finansiranje poslovanja*“ smatra (Busu, 2022). Transakcije na primarnom tržištu obično nisu dostupne široj javnosti, jer se često odvijaju direktno između izdavaoca i investitora bez posredovanja javnih platformi.
- **Sekundarno tržište kapitala** - obuhvata sve naknadne transakcije, koje se odnose na već emitovane finansijske instrumente. U trgovini, originalni izdavalac više nema direktnu ulogu, osim obaveza koje proizlaze iz samog instrumenta (npr. isplata kamata ili dividendi). „*Sekundarno tržište omogućava likvidnost i fleksibilnost ulagačima, jer mogu slobodno kupovati i prodavati hartije od vrednosti*“ smatra (Gupta, 2022). U današnje vreme, funkcioniše kao digitalno okruženje, u kojem se razmenjuju dugoročni finansijski instrumenti, za razliku od primarnog tržišta koje ima ulogu prikupljanja kapitala putem emisije novih hartija.

1.2. Ključne karakteristike sekundarnog tržišta kapitala

Sekundarno tržište kapitala - predstavlja okruženje u kojem se istovremeno odvijaju procesi ulaganja i povlačenja kapitala (investiranja i dezinvestiranja). Prema (Jones & Trevillion, 2022) „*vlasnici dugoročnih finansijskih instrumenata, poput obveznica ili akcija, prodaju ih novim investitorima, čime se omogućava obostrani prenos vlasništva dok jedni ulažu, drugi povlače svoj uloženi kapital*“. Sekundarno tržište ne bi moglo da funkcioniše bez prethodnog postojanja primarnog tržišta, koje prvi put emituje hartije koje kasnije cirkulišu u sekundarnim transakcijama, sto upućuje na međuzavisnost primarnog i sekundarnog tržišta.

Postoji složen odnos između ova dva tržišta kada je reč o formiranju cena. Prema (Busu, 2022) „*tržišna vrednost hartija od vrednosti koja se formira na sekundarnom tržištu direktno utiče na sposobnost emitenta da prikupi sredstva na primarnom tržištu*“. Kapitalizovani prinosi

ostvareni u sekundarnoj trgovini, određuju atraktivnost i uspešnost budućih emisija na primarnom tržištu kapitala.

Na sekundarnom tržištu „kapitala formira se tržišna vrednost već izdatih hartija od vrednosti“ smatraju (Newman et al., 2025). Učešće velikog broja preduzeća, koja nude širok spektar finansijskih instrumenata, omogućava određivanje cene na osnovu odnosa ponude i tražnje. Tržišna dinamika realnije određuje vrednost kapitala, i postiže njegovu fer (objektivnu) cenu. Dalji razvoj i širenje sekundarnog tržišta doprinosi povećanju sigurnosti u trgovanju. „Transparentnost u sprovođenju ekonomskih transakcija omogućava ravnopravan pristup informacijama za sve tržišne aktere, što smanjuje troškove transakcija. Kada se na sekundarnom tržištu uspostavi cena određenog finansijskog instrumenta, time se istovremeno određuje i njegov prinos“ smatraju (Alsayed & Kayadibi, 2025).

Sekundarno tržište prema (Florini, 2007). The right to know: transparency for an open world. Columbia University Press.) „ima ključnu ulogu u obezbeđivanju likvidnosti, time što omogućava da se finansijski instrumenti brzo i jednostavno pretvore u gotovinu. Služi kao mehanizam za prenos vlasništva sa jednog investitora na drugog, kao i prenos dohotka, bez direktnog uticaja na operacije ili proizvodne aktivnosti samih kompanija.“ Naime, investitori na ovom tržištu mogu ostvariti dobitke ili gubitke putem berzanskih transakcija, bez toga da se menja stvarna ekonomska efikasnost preduzeća čijim se hartijama trguje.

1.3. Značenje berze

Finansijska tržišta - prema (Bailey, 2005) „u najširem smislu mogu se podeliti na: organizovana i neorganizovana“:

- **Organizovano tržište** - podrazumeva uređeni prostor ili institucionalni okvir u kojem se susreću ponuda i tražnja, gde se formira cena i vrši trgovina finansijskim instrumentima.
- **Neorganizovana finansijska tržišta** - sa uređenim načinom funkcionisanja dele se na :berzanska i vanberzanska tržišta. Svaka berza jeste organizovano tržište, ali ne može svako organizovano tržište biti klasifikovano kao berza.

Postoji više pristupa u definisanju berze, u zavisnosti od ugla posmatranja. U suštini, „berza se definiše kao specijalizovano i trajno tržište“ (Teweles & Bradley, 1998) na kojem se u skladu sa unapred utvrđenim: pravilima, procedurama i vremenskim terminima obavlja

kupoprodaja finansijskih instrumenata. Prema (Cuthbertson & Nitzsche, 2005) „*na berzama se može trgovati: novcem, devizama, akcijama, obveznicama, pa čak i određenom robom (npr. energenti, metali, poljoprivredni proizvodi).*“

U institucionalnom smislu, berza predstavlja fizički ili virtuelni prostor gde se odvija organizovana razmena „berzanskog materijala“. Zahvaljujući svojoj specifičnoj organizaciji i pravilima poslovanja, „*berza je ključni element tržišne infrastrukture, i ima važnu ulogu u funkcionisanju tržišne privrede, jer efikasnost i stabilnost berzanskog sistema u velikoj meri utiču na ukupne performanse finansijskog tržišta*“ smatra (Khujamurodov, 2021).

Berza predstavlja centralnu instituciju ili jezgro oko kojeg su okupljeni ostali učesnici na berzanskom tržištu. Iako berza ne određuje direktno cenu hartija od vrednosti ili druge oblike „berzanskog materijala“, definiše pravila i mehanizme po kojima se trgovanje odvija. Sama tržišna cena formira se u okviru tog procesa razmene, kroz interakciju ponude i tražnje.

Berza se razlikuje od ostalih oblika tržišta na kojima se obavlja trgovina budući da je definišu sledeći elementi:

1. **Mesto trgovanja** – „*jasno određeno fizičko ili digitalno okruženje u kojem se odvija berzanska razmena*“ smatra (McNamara, 2018). Pitanje „gde“ se odvija berzansko trgovanje, u tradicionalnom smislu je berzu godinama posmatralo kao fizičku lokaciju. U prošlosti, ta mesta su često bila vezana za: tržnice, čajdžinice, kafane, hotele, a kasnije za posebno izgrađene objekte opremljene za trgovinu hartijama od vrednosti. „*Sa napretkom: informacionih tehnologija, računarskih sistema i telekomunikacija, savremene berze su doživele transformaciju od: statičnih, lokalizovanih prostora do sveobuhvatnih, globalno dostupnih elektronskih mreža*“ smatraju (Greenwood & Jovanovic, 1999). Prema (Rupert et al., 2000) „*ranije je berzansko poslovanje bilo vezano za strogo određeno vreme i lokaciju „uvek na istom mestu, u isto vreme“, a danas je to pravilo zamenjeno principom „stalno i svuda“, budući da se trgovina može odvijati 24 časa dnevno, zahvaljujući umreženim sistemima koji povezuju berze širom sveta.*“ Napredne berze povezuju se putem sofisticiranih kompjuterskih mreža kako bi članovima omogućile brzu i efikasnu razmenu informacija i realizaciju transakcija. Zahvaljujući ovakvom tehnološkom razvoju, članovi jedne berze koji su povezani sa drugim berzama mogu bez prepreka učestvovati u trgovanju na više tržišta istovremeno. Jedan od najpoznatijih primera takvog sistema prema (Qin, 2025) je „*CME Globex globalna*

elektronska platforma za trgovanje osnovana od strane berzi iz Čikaga, Pariza i Londona, ilustruje kako se tradicionalno shvatanje berze kao fizičkog mesta gotovo potpuno izgubilo u savremenom finansijskom sistemu i koliko je globalizacija uticala na finansijska tržišta“. U domenu deviznog tržišta, „MetaTrader se ističe kao najkorišćenija platforma, omogućava trgovinu u saradnji sa brojnim brokerima i predstavlja primer modernog pristupa trgovanju koji je nezavistan od fizičke lokacije korisnika“ smatraju (Prasetya & Fadila, 2025).

2. **Predmet trgovine** – „precizno definisani finansijski instrumenti ili robe kojima se trguje“ smatra (Parameswaran, 2022). Na berzama se trgovina obavlja bez fizičkog uvida u robu, odnosno bez uzorka. Da bi ovakva razmena bila moguća, neophodno je da roba ili finansijski instrument koji je predmet trgovine bude jasno tipiziran i standardizovan. Kod novca i hartija od vrednosti, proces standardizacije je relativno jednostavan i precizan, budući da su ti instrumenti već po svojoj prirodi definisani: tačnim nominalnim vrednostima, rokovima dospeća i ostalim karakteristikama. Međutim, kada je reč o berzanskoj robi, situacija je kompleksnija. Standardizacija je ostvariva pre svega kod sirovina i proizvoda niskog stepena obrade (npr. žitarice, nafta, metali), dok je kod proizvoda višeg stepena prerade proces tipizacije otežan ili nemoguć, zbog velike raznovrsnosti u: kvalitetu, karakteristikama i načinu upotrebe. „Robne berze ne obuhvataju svaku vrstu robe, već isključivo one koje se mogu definisati u jasno standardizovanim kategorijama“ smatraju (Nafik Hadi Ryandono, et al., 2023). Mnoge berze donose sopstvene tehničke i kvalitativne standarde koje roba mora da ispuni kako bi mogla da bude predmet trgovine na berzi. Na osnovu tih unapred utvrđenih specifikacija formira se berzanska cena, bez potrebe za fizičkim pregledom robe. Na berzi se ne trguje „na licu mesta“, već „na reč“, što je u prošlosti značilo da su se transakcije realizovale na osnovu poverenja među trgovcima koji su se međusobno poznavali. „Ugled, čast i lična pouzdanost igrali su ključnu ulogu u trgovanju“ smatra (Milne, 2023). Sa razvojem berzanskog sistema, i povećanjem broja učesnika i instrumenata, postalo je nemoguće osloniti se isključivo na lične odnose i poverenje. Zato su vremenom lični kriterijumi prema (Ahi et al., 2023) „zamenjeni formalnim pravilima trgovanja koja su jasno definisana, a čije poštovanje je obavezno za svakog učesnika“. Pristup berzanskom trgovanju danas podrazumeva saglasnost sa tim pravilima, čime se obezbeđuje jednak tretman i transparentnost za sve učesnike tržišta.

3. **Uslovi i pravila trgovanja** - unapred utvrđeni propisi koji uređuju način na koji se transakcije sprovode. Kako je berzansko trgovanje napredovalo, razvijala su se i pravila koja uređuju ovaj proces. Prema (Chikwira & Mohammed, 2023) „*pravila trgovanja na berzi usko su povezana sa razvojem opšteg trgovačkog prava*“. Danas je trgovanje na berzi skup normi koje se temelje na zakonima koji regulišu trgovinu, s jedne strane, i specifičnim pravilima koje svaka berza uspostavlja za svoje tržište, s druge strane. Iako pravila trgovanja nisu identična za sve berze, u osnovi ona obuhvataju nekoliko ključnih aspekata:

- a. regulišu sam proces trgovanja, tj. način na koji se transakcije obavljaju.
- b. obuhvataju i odnose među učesnicima u trgovanju, postupak prijema i odobravanja tržišnog materijala na berzi, kao i pravila u vezi sa izdavanjem naloga za kupovinu ili prodaju.

Pravila uređuju način uparivanja ponude i tražnje, postupke zaključivanja poslova, kao i način prenosa vlasništva i obavljanja isplata. S obzirom na to da je berza danas organizovana putem naprednih kompjuterskih sistema, „*pravila trgovanja takođe obuhvataju i tehničke aspekte, odnosno način na koji se trgovanje obavlja putem elektronskih mreža, a to omogućava: bržu, efikasniju razmenu, ali i postavljanje okvira koji obezbeđuju sigurnost i transparentnost u procesu trgovanja putem računarskih sistema*“ smatraju (Fang et al., 2025).

4. **Učesnici na tržištu** - jasno identifikovani i ovlašćeni subjekti koji imaju pravo učešća u trgovanju. „*Učesnici na berzanskom tržištu predstavljaju ključni element koji se odnosi na samu prirodu berzanskog trgovanja*“ smatra (Banyen, 2022). Berzansko trgovanje se ne odvija direktno između kupaca i prodavaca, već putem: posrednika, brokera ili diler. Posrednici omogućavaju da transakcije budu realizovane, pa kupci i prodavci učestvuju u trgovanju posredno, kroz posredovanje profesionalaca. Po (Kaur, 2023) „*brokeri su ovlašćena lica koja imaju pravo da trguju u ime svojih klijenata (kao zastupnici) ili u svoje ime, ali za račun svojih klijenata (kao komisionari) i njihov zadatak je da obavljaju trgovinu u najboljem interesu klijenata, što podrazumeva plasiranje hartija od vrednosti po najpovoljnijim cenama ili kupovinu po što nižim cenama*.“ Brokeri naplaćuju proviziju za svoje usluge, koja se obično unapred dogovara i zavisi od različitih faktora, kao što su: vrsta i kvalitet hartija od vrednosti, obim trgovanja, vrednost

transakcije i vrsta klijenta. Provizija se najčešće plaća nakon obavljene transakcije. Pored klasičnih brokerskih usluga, brokeri mogu imati i druge odgovornosti, kao što su: upravljanje portfoliom ili pružanje investicionih saveta. U tom slučaju, brokeri moraju ispuniti zakonske uslove i zaključiti odgovarajuće ugovore sa svojim klijentima. „*Brokerske kuće su pravno lice koje ispunjava sve propisane uslove i poseduje odgovarajuće dozvole za obavljanje brokerskih poslova, a fizička lica mogu obavljati brokerske poslove, pod uslovom da ispunjavaju zakonske uslove i poseduju potrebnu licencu*“ smatra (Andayani, (2023). Na berzanskom tržištu, pored brokera, pojavljuju se i dileri koji za razliku od brokera, trguju u svoje ime i za svoj račun. Postoji specifičan tip dilera prema (Schwartz & Peng, 2022) „*koji po analogu države ili same berze, obavezno kupuju ili prodaju hartije od vrednosti u svoje ime, za svoj račun i po unapred dogovorenoj ceni, a ovi dileri se nazivaju market mejkri*.“ Market mejkri su firme ili pojedinci koji aktivno učestvuju u trgovini hartijama od vrednosti, prepoznatljivi po tome što istovremeno učestvuju i na strani ponude i na strani tražnje. Njihov zadatak je da obezbede likvidnost i dubinu tržišta, a profitiraju od razlike u cenama između ponude i tražnje. Na različitim berzama, dileri mogu imati različite nazive i ovlašćenja. Na primer, na New York Stock Exchange (NYSE) specifičan tip market mejkera nazivaju se specijalisti. „*Specijalisti su odgovorni za trgovinu određenim akcijama, dok market mejkri mogu obavljati trgovinu na širem spektru hartija*“ smatra (Dutermé, 2023). Oba tipa dilera igraju ključnu ulogu u održavanju fer i urednog tržišta. U situacijama kada postoji velika neravnoteža između ponude i tražnje za određenim hartijama, market mejker ili specijalista preuzima odgovornost za prilagođavanje tržišta. Na primer, ako postoji velika tražnja, market mejker će prodavati svoje akcije; ako postoji velika ponuda, kupovaće akcije za svoj račun. U takvim slučajevima, market mejkri i specijalisti mogu se smatrati principalima.

- **Vrste trgovine** - različiti oblici razmene, koji se mogu razlikovati po: načinu izvršenja, vremenskom okviru ili vrsti instrumenta. **Vrste trgovine** na berzi obuhvataju **promptnu** i **terminsku** trgovinu. Prema (Yingyi, 2025) „*promptne transakcije su one koje se realizuju odmah, u vrlo kratkom vremenskom periodu, obično u roku od nekoliko dana, to je tip trgovine koji podrazumeva neposrednu isporuku i plaćanje predmeta trgovine. Termenske transakcije podrazumevaju da se isporuka i plaćanje obave u budućnosti, i to u roku koji je duži od nekoliko dana, obično do godinu dana*

od zaključenja trgovačkog posla, ovaj tip trgovine se često koristi kada se očekuje promena cena u budućnosti ili kao zaštita od rizika (kursni rizik)“. **Terminski poslovi** postaju sve popularniji iz dva glavna razloga:

- **Zaštita interesa učesnika u trgovini**, naročito kada se trguje robama koje imaju sezonski karakter, kao što je to slučaj na produktnim berzama.
- **Očekivanje promena cena** u narednom periodu, što omogućava učesnicima da se zaštite od potencijalnih gubitaka usled tih promena.

Vrste berzi prema različitim kriterijumima mogu se klasifikovati, iako sve berze funkcionišu prema sličnim pravilima, bez obzira na razlike u veličini, broju hartija od vrednosti koje se trguju i obimu trgovanja. Glavni kriterijumi prema kojima se vrši podela berzi su:

1. **Predmet trgovine** - berze se mogu klasifikovati prema vrsti proizvoda ili finansijskih instrumenata koji se na njima trguju, kao što su akcije, obveznice, roba ili devize.
2. **Način nastanka** - berze mogu biti organizovane na različite načine, bilo kao privatna preduzeća ili kao javne institucije.
3. **Cilj poslovanja** - berze se mogu klasifikovati prema ciljevima koje imaju, bilo da je reč o pružanju likvidnosti, stvaranju stabilnosti tržišta, ili omogućavanju pristupa kapitalu.
4. **Struktura vlasništva** - berze se mogu podeliti na one koje su u privatnom ili javnom vlasništvu, što može uticati na način njihove organizacije i upravljanja.
5. **Broj članova** - broj članova može varirati, a berze se mogu podeliti prema tome koliko brokera, banaka i drugih finansijskih institucija učestvuje u njihovom radu.
6. **Raznovrsnost predmeta** - razlikuju se prema tome sa koliko različitih vrsta finansijskih instrumenata i proizvoda se na njima trguje.

Robne ili produktne berze su berze „na kojima se trguje standardizovanim proizvodima, poput plemenitih metala (zlato, srebro), industrijskih metala (bakar, cink), poljoprivrednih proizvoda (žitarice, kafa, nafta) i finansijskih derivata“ prema (Baffes & Nagle, 2022). Specijalizovane berze za trgovanje robama koje su fungibilne, što znači da se pojedinačni proizvodi mogu zameniti ili smatrati međusobno ekvivalentnim bez potrebe za dodatnim proverama kvaliteta. „Fungibilnost omogućava trgovanje na osnovu oznaka i sertifikata, bez potrebe za fizičkim inspekcijama proizvoda“ po (Roston, 2025). Standardizacija

kvaliteta proizvoda na robnim berzama je ključna, jer se trgovina zasniva na sertifikatima koji potvrđuju karakteristike proizvoda.

„Robne berze su među prvim vrstama berzi po vremenu nastanka“ prema (Baffes & Nagle, 2022). Da bi se roba uključila u trgovanje na robnoj berzi, mora da ispunjava specifične minimalne standarde i mora biti registrovana u skladu sa pravilnicima koji obuhvataju sve relevantne tehničke i kvalitativne aspekte, kao što su mere i težine, koje moraju biti usklađene sa EU standardima.

Robne berze se mogu podeliti na specijalizovane i mešovite.

1. **Specijalizovane robne berze** su berze na kojima se trguje samo jednom vrstom robe, i fokusirane su na specifičan tip proizvoda. Na primer, „*Londonska berza metala* specijalizovana je za trgovinu obojenim metalima, kao što su bakar, kalaj, olovo, aluminijum, cink i nikel“ prema (Crowson, 2024). Berze specijalizovane na ovakav način, omogućavaju specifične standarde i pravila koja su vezana za pojedinačne proizvode, čineći ih efikasnim za trgovinu određenim vrstama roba.
2. **Mešovite robne berze** su berze na kojima se trguje različitim vrstama roba, odnosno kombinacijom proizvoda iz različitih sektora. „*Mešovite berze raspolazu, robnim grupama koje obuhvataju kako poljoprivredne proizvode (kao što su pšenica, kukuruz, kafu) i industrijske metale, naftu, energente i druge proizvode*“ smatraju (Daha et al., 2024). Mešoviti model, omogućava širi spektar trgovine i veću raznovrsnost za učesnike na tržištu.

Ključne karakteristike robnih berzi obuhvataju nekoliko standardizovanih elemenata koji čine ceo sistem efikasnim, a to uključuje:

- **Standardizaciju proizvoda:** „*svi proizvodi kojima se trguje na robnim berzama moraju biti jasno definisani u pogledu: kvaliteta, veličine, težine i drugih tehničkih karakteristika*“ po (Geman, 2005).
- **Sertifikaciju:** „*proizvodi na robnim berzama često moraju biti sertifikovani, kako bi potvrdili njihov kvalitet i usklađenost sa standardima*“ po (Thomson, et al., 2006).
- **Likvidnost:** „*zbog velikih količina robe kojom se trguje, robne berze omogućavaju visoku likvidnost i lakoću u obavljanju transakcija*“ prema (Varangis & Larson, 1996).

Na robnim berzama, kao i na drugim berzama, trgovina se obavlja putem promptnih i terminskih poslova.

Promptni poslovi - na robnim berzama prema (Pindyck, 2001) „obuhvataju prodaju robe koja se već nalazi na skladištu berze ili je na putu ka skladištu, a uobičajeni rok za izvršenje promptnih poslova je obično dva do tri dana kada se roba već nalazi na berzanskom skladištu“. Poslovi mogu biti različito definisani u zavisnosti od vrste dogovora i specifičnih uslova trgovine. Neki od najvažnijih tipova promptnih prema (Huang & Masulis, 2003; Hasbrouck, et al., 1993) poslova su:

- a. **Loko posao:** tip posla, koji podrazumeva da roba mora biti dostupna kupcu u vreme berzanskog sastanka. Trgovac mora osigurati da roba bude prisutna i spremna za prodaju u trenutku kada se trgovina obavlja.
- b. **Promptna isporuka:** posao podrazumeva, prodaju robe kupcu u kratkom roku, na primer, u roku od 10 dana od zaključivanja posla. Roba je obavezna da bude spremna za isporuku kupcu u ovom vremenskom okviru.
- c. **Prompt utovar:** kod ovog tipa posla, roba se mora utovariti u kratkom roku i kupcu se mora izdati teretni list u što kraćem vremenu, na primer, do 10 dana. Proces garantuje da roba bude spremna za prevoz i dalje distribuiranje.
- d. **Prompt/roba na putu:** prodaja se vrši uručenjem indeksiranog teretnog lista, što znači da kupac od tog trenutka može raspolagati „plovećom robom“ koja je već na putu, ali još nije stigla na skladište berze. Kupac stiče pravo da robu preuzme ili prodaje čim se roba nalazi na putu ka berzi.
- e. **Oročeni prompt posao:** utvrđuje oročeni datum isporuke. Datum isporuke mora biti, jasno definisan u trgovinskoj zaključnici, što omogućava veću preciznost i kontrolu u vezi s vremenom izvršenja posla.

Terminski poslovi - za razliku od promptnih poslova prema (Ostroy & Starr, 1990) „obuhvataju transakcije u kojima se plaćanje i isporuka vrše u budućem vremenskom periodu (obično do godine dana). Trgovina omogućava učesnicima na tržištu da se zaštite od potencijalnih rizika ili fluktuacija cena.“

Robne berze koriste ove različite oblike trgovine kako bi omogućile fleksibilnost u poslovanju i pružile mogućnost za prilagođavanje specifičnim potrebama i strategijama učesnika tržišta.

Finansijske ili efektne berze - prema (Minier, 2009) „predstavljaju organizovana tržišta na kojima se trguje hartijama od vrednosti, kao što su akcije, obveznice, sertifikati, valute i devize. Investitorima i izdavaocima hartija od vrednosti omogućava se ostvarenje različitih finansijskih ciljeva.“

Karakteristike finansijskih berzi:

1. **Trgovina kapitalom:** Finansijske berze omogućavaju trgovinu kapitalom, a to znači prema (Salokhiddinov, 2024) „da se na njima susreću ponuda i tražnja za dugoročnim hartijama od vrednosti, jer tržište omogućava kompanijama, organizacijama i vladama da izdaju hartije od vrednosti (kao što su akcije i obveznice) i dobiju likvidna sredstva, dok investitori kupovinom ovih hartija stiču vlasnička prava ili prinos.“

2. **Uloga emitenta i investitora:**

a. Emitenti (kompanije, vlade ili druge institucije) koriste finansijske berze prema (Wójcik, 2011) „kao način za prikupljanje sredstava koja im omogućavaju dalje poslovanje ili razvoj.“

b. „Investitori, kupovinom hartija od vrednosti, dobijaju mogućnost za ostvarivanje prihoda u vidu dividendi (za akcije) ili kamata (za obveznice)“ smatra (Omerhodžić, 2013). Takođe, diverzifikacija portfolija je važan cilj jer omogućava smanjenje rizika .

3. **Motiv trgovanja:** Osnovni motiv za trgovanje na finansijskim berzama je „ostvarivanje najpovoljnijih cena“ po (Mayall, 2010). Prodajni nalozi nastoje da obezbede najvišu moguću cenu, dok kupovni nalozi nastoje da osiguraju najnižu moguću cenu. „Tržišna cena se formira na osnovu interakcije ponude i tražnje“ smatra (Musa, 2025).

„Glavni cilj finansijske berze je da se na tržištu kapitala obavi transakcija tako da formira tržišnu cenu koja odražava stvarnu vrednost imovine, a kapital bude što dostupniji i jeftiniji“ smatra (Essel, 2024). Jeftiniji kapital olakšava kompanijama dalje investiranje i doprinosi njihovom: prosperitetu, rastu i razvoju.

Prednosti trgovine na finansijskim berzama prema (Pirrong, 1999) su:

- Likvidnost: Berze omogućavaju lakšu kupovinu i prodaju hartija od vrednosti, čime povećavaju likvidnost tržišta.

- Transparentnost: Trgovanje na berzi omogućava transparentnost u vezi sa cenama i transakcijama, što pomaže svim učesnicima da donesu informisane odluke.
- Rizik i povrat: Investitori mogu da biraju hartije koje odgovaraju njihovim strategijama rizika i povrata.
- Pristup kapitalu: Kompanijama se omogućava da dođu do kapitala koji im je potreban za investicije i proširenje poslovanja.
- Vrste hartija od vrednosti kojima se trguje:
 - Akcije: Akcija predstavlja vlasnički udeo u preduzeću, što daje pravo na dividende i glasačko pravo na skupštinama akcionara.
 - Obveznice: Obveznice su dugoročne obaveze koje izdaje država, preduzeće ili druga institucija, a investitorima donose kamatne prihode.
 - Sertifikati: Sertifikati predstavljaju prava na određene vrste imovine ili prihoda.

Mešovite berze - su berze na kojima se trguje i robama i hartijama od vrednosti. U savremenim uslovima su manje česte i obično su vezane za manje razvijena finansijska tržišta. Prema (Lukić, 2023) „*Beogradska berza prilikom svog osnivanja imala je karakter mešovite berze*“.

Prema načinu nastanka, berze se dele na:

- **Spontane berze**: berze koje su nastale spontano bez prethodnog planiranja „*kroz slučajne susrete trgovaca*“ (Ansari, et al., 2022). Nisu imale nikakve regulative, niti su postojala precizna pravila. Trgovci su se jednostavno okupljali i trgovali u opuštenoj atmosferi.
- **Osnovane zakonom**: kako je trgovina rasla, a broj trgovaca se povećavao, postojala je potreba za formalizovanjem trgovinskih aktivnosti. Počela je da raste potreba za uspostavljanjem pravila koja bi regulisala trgovinu, kako bi se izbegli nesporazumi i nesigurnosti. Vremenom su se ta pravila formalizovala i regulisala zakonom (berze su postale institucionalizovane i počele su da funkcionišu prema pravilima koja su postepeno postavljana zakonskim aktima.)

Prema ciljevima rada berze se dele na:

- **Profitne berze:** koje ostvareni profit od svog poslovanja dele među svojim članovima i primarno teže generisanju profita. „*Nemačke berze su primer profitnih berzi, gde članovi mogu ostvariti finansijsku dobit kroz udeo u profitima berze*“ prema (Karan, 2025).
- **Neprofitne berze:** „*ne dele ostvareni profit među svojim članovima*“ po (MacQuillin et al., 2024). Umesto toga, članovi berze ostvaruju prihod kroz provizije koje naplaćuju za obavljeni posao, tj. kroz naknade za obavljene trgovinske transakcije. Iako ove berze ne dele profit, provizija koju članovi plaćaju pruža im podsticaj za učešće, što takođe doprinosi širenju i rastu berzanskog poslovanja. Velike berze (kao što su NYSE ili Londonska berza) su uglavnom neprofitne, jer „*njihov osnovni cilj nije deljenje profita među članovima, već omogućavanje efikasne trgovine i likvidnosti na tržištu*“ smatraju (Sharma et al., 2025).

Prema strukturi vlasništva, berze mogu biti:

- **Javne berze:** javni vlasnici berze su obično institucije, a berze su regulisane zakonima i pravilnicima koji osiguravaju transparentnost i ravnotežu u poslovanju. Javne berze često imaju javnu ponudu akcija.
- **Privatne berze:** su u vlasništvu privatnih firmi ili grupacija. Imaju, manje regulacija u poređenju sa javnim berzama, a vlasnici imaju veći stepen kontrole nad poslovanjem berze.
- **Mešovite berze:** kombinuju karakteristike javnih i privatnih berzi, jer su u vlasništvu i privatnih i javnih entiteta i omogućavaju fleksibilnost i diverzifikaciju.

Prema raznovrsnosti predmeta, berze se mogu podeliti na:

- **Opšte berze:** su one „*na kojima se trguje različitim vrstama tržišnog materijala, uključuju berze efekata (gde se trguje hartijama od vrednosti) i produktne berze (gde se trguje različitim robama)*“ smatra (Miladinović, 2006). Njihova prednost je veća raznovrsnost u ponudi i tražnji na tržištu.
- **Specijalizovane berze:** na kojima se „*trguje samo specifičnim tržišnim materijalima*“ smatra (Brummer, 2008). Berze se fokusiraju na jedan ili nekoliko proizvoda, čime omogućavaju trgovinu samo određenim vrstama robe ili hartija. Najčešće su to produktne berze koje se specijalizuju za trgovinu određenim

proizvodima, kao što su: berze nafte, pamuka, plemenitih metala i drugi specifični proizvodi. Trgovci na ovim berzama mogu biti stručniji i bolje upućeni u specifične aspekte tih tržišta.

1.4. Ključne funkcije berze

Kroz istoriju, „berze su se razvile kao odgovor na neravnotežu između viška i manjka kapitala, ali i iz potrebe za trgovanjem raznim finansijskim instrumentima bez fizičke prisutnosti učesnika i bez uzoraka robe“ po (Yang, 2017). Danas bi **se ključne funkcije berzi** mogle iskazati kao:

- Omogućavanje postojanja tržišta sa visokom likvidnošću;
- Obezbeđivanje neprekidnog odvijanja trgovinskih aktivnosti;
- Kreiranje uslova za formiranje realne i pravedne tržišne cene;
- Određivanje vrednosti finansijskih instrumenata koji se nalaze u prometu;
- Davanje mogućnosti za prenos vlasničkih i upravljačkih prava u okviru preduzeća;
- Posredno učestvovanje u finansiranju ekonomskih aktivnosti; i
- Informisanje tržišta i pružanje zaštite investitorima;

Stvaranje likvidnog tržišta - da bi berza mogla da ispuni svoju ulogu u obezbeđivanju likvidnosti, neophodno je da se na njoj trguje velikim brojem različitih hartija od vrednosti. Likvidno tržište karakteriše česta realizacija berzanskih poslova uz minimalne razlike između kupovne i prodajne cene iste hartije poznato kao cenovni raspon (engl. *spread*). „Obezbeđivanje likvidnosti je od ključnog značaja za efikasno funkcionisanje berze i privrednih subjekata, jer omogućava brzo i jednostavno pretvaranje novca u hartije od vrednosti i obrnuto“ smatraju (Foucault et al., 2023). Da bi ovakva fleksibilnost zaista postojala, tržište mora raspolagati širokim spektrom hartija od vrednosti.

Obezbeđivanje tržišnog kontinuiteta - neprekidno prisustvo hartija od vrednosti na berzi omogućava stabilnost i doslednost u trgovanju. Prema (Teweles & Bradley, 1998) „kontinuitet tržišta se postiže redovnim kotiranjem tih hartija, što znači da su stalno dostupne za kupovinu i prodaju.“ Dostupnost omogućava emisionim kompanijama lakše prikupljanje novčanih sredstava, dok investitorima pruža priliku da investiraju višak kapitala u investicije koje su relativno sigurne.

Uslovi za određivanje realne tržišne cene - jedna od ključnih funkcija berze jeste *„formiranje što objektivnije cene hartija od vrednosti, jer berza nije potpuno savršeno tržište, pa uvek postoji prostor za moguće manipulacije od strane pojedinih učesnika“* smatraju (Sheth & Shah, 2023). Zbog toga berza ima odgovornost da nadgleda aktivnosti učesnika, prepoznaje i eliminiše pokušaje manipulacije, i sankcioniše one koji narušavaju fer i transparentno poslovanje.

Određivanje tržišne cene finansijskih instrumenata - cena hartija od vrednosti se formira kroz njihovo svakodnevno kotiranje na berzi, a u uslovima stalnog trgovanja, to se može dešavati i više puta u toku dana. Prema (Gorton & Ordonez, 2022). The supply and demand for safe assets. Journal of Monetary Economics, 125, 132-147.) *„kada tražnja za određenim hartijama premaši njihovu ponudu, dolazi do rasta njihove cene. Suprotno tome, ako je ponuda veća od tražnje, cena pada, što može negativno uticati na vrednovanje same firme.“*

Mogućnost prenosa vlasničkih i upravljačkih prava - trgovanje akcijama na berzi ne znači samo razmenu finansijskih instrumenata, već i promenu vlasničke strukture. Budući da akcije predstavljaju vlasnički udeo u kompaniji, njihova kupoprodaja dovodi do prenosa i vlasničkih i upravljačkih prava. Ukoliko kompanija želi da podstakne trgovinu svojim akcijama ili da prikupi dodatna finansijska sredstva, može sniziti njihovu cenu, čime povećava interesovanje investitora. Investitori mogu iskoristiti nižu cenu da kupe značajan deo akcija, čime mogu steći odlučujući uticaj ili potpuno preuzeti kontrolu nad firmom.

Neposredna podrška privrednom finansiranju - berzansko tržište indirektno doprinosi finansiranju privrednog sektora, jer omogućava investitorima da brzo realizuju svoju investiciju kroz kapitalnu dobit i ostvarene prinose. Po (Vasista, 2022) *„kada se hartije od vrednosti jedne kompanije nađu u berzanskoj kotaciji, to predstavlja potvrdu da postoji interesovanje tržišta za te hartije. Ukoliko je tražnja izražena, to može biti jasan signal da postoji prostor za nove emisije.“*

Informisanje i zaštita ulagača - jedna od ključnih funkcija berze jeste *„pružanje relevantnih informacija javnosti radi zaštite investitora“* smatraju (Zhou & Ding, 2023). Kada kompanija odluči da emituje hartije od vrednosti i uđe na berzansko tržište, dužna je da objavi sve relevantne podatke o svom poslovanju, kako bi potencijalni investitori imali jasan uvid u njenu finansijsku situaciju. Tokom kotacije hartija, berza redovno nadzire rad i izveštavanje kompanije, osiguravajući da su informacije tačne i pravovremene. Jedna od važnih funkcija

berze jeste da omogući preusmeravanje kapitala iz sektora sa slabijom profitabilnošću ka sektorima koji ostvaruju veći prinos. „Kompanije koje posluju sa manjom dobiti mogu putem prodaje svojih akcija prikupiti sredstva i usmeriti ih ka investicijama u profitabilnije delatnosti, što doprinosi većoj fleksibilnosti i mobilnosti kapitala u okviru privrede“ po (Damodaran, 2024). Istovremeno, država ostvaruje svoju funkciju efikasne alokacije resursa bez potrebe za direktnim mešanjem u tržišne tokove, jer tržišni mehanizmi sami usmeravaju sredstva tamo gde mogu doneti najbolji rezultat.

1.5. Pojam berzanskih poslova

Pojam berzanskih poslova odnosi se na „aktivnosti koje se obavljaju na berzi, predstavljaju ugovore o kupoprodaji finansijskih instrumenata, koji se zaključuju uz posredstvo berzanskih posrednika“ prema (Fleckner, 2006). Poslovi se, zaključuju na berzi i obavljaju ih posrednici u ime emitenta i investitora, zbog čega se smatraju indirektnim poslovima a realizuju se u skladu sa: specifičnim pravilima koja je postavila sama berza, kao i zakonodavstvom zemlje u kojoj berza funkcioniše. Berzanski poslovi imaju javni karakter, a mogu biti zaključeni:

- direktno na berzi (uz prisustvo na berzanskom pultu) i kroz komunikacione mreže. Ako je berza organizovana na način da se trgovanje vrši direktno na berzi (za berzanskim pultom) samo oni poslovi koji su sklopljeni u takvim uslovima smatraju se berzanskim poslovima.
- u slučaju da je berza organizovana kao komunikaciona i informatička mreža, što je slučaj sa većinom savremenih berzi, tada se poslovi zaključeni putem tih mreža takođe tretiraju kao berzanski poslovi.

Bez obzira na to da li se berzanski poslovi zaključuju direktno na berzanskom pultu ili putem telekomunikacijskih sistema, njihov proces sklapanja mora biti u skladu sa zakonima i pravilima konkretne berze, kao i zakonodavstvom države u kojoj berza funkcioniše.

„Berzanski poslovi predstavljaju specifičan oblik trgovine i sklapanja ugovora, poslove mogu da obavljaju isključivo ovlašćena lica, koja se nazivaju berzanski posrednici (brokери i dileri)“ smatraju (Wang & Xu, 2023). Da bi neko pravno ili fizičko lice moglo da obavlja funkciju berzanskog posrednika, mora da ispunjava sve zakonske uslove i interne propise koje određuje specifična berza.

Berzanski poslovi su, u suštini, ugovori o kupoprodaji finansijskih instrumenata. Ono što ovu vrstu trgovine čini specifičnom jesu dve glavne karakteristike:

- Strane u ugovoru se ne poznaju međusobno - trgovina je anonimna;
- Strane u ugovoru nemaju neposredni kontakt, jer kupovinu i prodaju obavljaju berzanski posrednici.

Klijenti, odnosno ugovorne strane, izdaju nalog berzanskim posrednicima da kupe ili prodaju određene hartije od vrednosti. Nakon što klijent izda nalog, on nema dalje učešće u procesu kupoprodaje, osim ako ne odluči da povuče ili izmeni svoj nalog. Berzanski posrednici su obavezni da izvrše nalog u skladu sa uputstvima klijenta.

„Berza stalno prati aktivnosti svih učesnika u trgovini kako bi osigurala pravilno funkcionisanje tržišta“ po (Ekundayo, 2024). Glavni cilj berzanske kontrole je da se spreče tržišni poremećaji i krize. Nadzorni organi berze *„prate poštovanje propisa o trgovini, a ukoliko uoče nepravilnosti, mogu obustaviti izvršenje naloga i primeniti sankcije prema prekršiocima“* po (Shavshukov & Zhuravleva, 2023).

Jedna od osnovnih karakteristika berzanskih poslova je njihova javnost, koja se manifestuje kroz nekoliko ključnih elemenata:

- način na koji se zaključuju ugovori;
- objavljivanje informacija o izvršenim transakcijama; i
- objavljivanje kursnih listi.

Ugovori zaključeni na berzi imaju javni karakter *„jer se objavljuju podaci o obimu i vrednosti transakcija“* smatraju (Chikwira & Mohammed, 2023). Berza je obavezna da sve izvršene transakcije objavi putem javnih medija, a u današnjem digitalnom dobu i na svom zvaničnom sajtu. Ovaj pristup omogućava visoki nivo transparentnosti u trgovanju, dok identitet kupaca i prodavaca ostaje zaštićen.

1.7. Vrste berzanskih poslova

Berzanski poslovi - mogu se klasifikovati prema različitim kriterijumima. Najčešća i najvažnija podela je prema vremenskoj dospelosti ugovora. Na osnovu tog kriterijuma, berzanski poslovi se dele na:

- **Promptne ili kasa poslove** - poslovi na berzi odnose se na transakcije kod kojih se prava i obaveze iz kupoprodajnih ugovora ostvaruju odmah nakon njihovog zaključivanja. Pod „odmah“ se podrazumeva da se transakcija mora realizovati odmah po zaključivanju ugovora ili najkasnije nekoliko dana nakon toga. *„Promptni poslovi podrazumevaju vrlo kratke rokove za realizaciju, pa su uglavnom bez rizika“* smatra (Topić-Pavković, 2024).
- **Terminske poslove** - na berzi odnose se na *„transakcije koje se ne realizuju odmah nakon zaključenja ugovora, već u nekom budućem periodu. Taj period može biti precizno definisan tačnim datumom ili može biti određen samo krajnjim rokom za izvršenje, bez tačno određenog dana“* smatra (Yingyi, 2025) Terminski poslovi podrazumevaju da se isporuka kupljenih hartija od vrednosti i njihovo plaćanje obavi u budućnosti, bilo na tačno određeni dan (u slučaju безусловnih ugovora), ili u okviru nekog budućeg perioda sa preciznim krajnjim rokom (u slučaju uslovnih ugovora). Terminske berzanske poslove možemo podeliti:
 - **Obične ili безусловne terminske poslove** - podrazumevaju da se ugovori moraju realizovati tačno na dan koji je naveden u ugovoru, bez dodatnih uslova
 - **Uslovne terminske poslove** - podrazumevaju realizaciju ugovora u određenom budućem periodu, sa precizno utvrđenim krajnjim rokom, ali takođe uključuju mogućnost izmene ili otkazivanja ugovora. Bez obzira na vrstu berzanskog posla, osnovna svrha terminskih poslova je *„smanjenje rizika, odnosno zaštita od promena cena, kao i mogućnost ostvarivanja profita usled očekivane promene cena koja će biti povoljnija od one koja je bila prisutna u trenutku zaključenja ugovora“* po (Mishra, 2023).

Razlozi ekspanzije terminskih poslova uključuju:

- zaštitu interesa učesnika u trgovini, naročito na produktnim berzama koje se bave robama sezonskog karaktera; i
- očekivanja o promenama cena u budućem periodu, poput obezbeđenja kursnog rizika, i drugi faktori.

1.8. Principi trgovanja

Uočavamo berze koje koriste klasične metode trgovanja (kao što su berzanski prostori nazvani ring, pit ili parket, gde se trgovina obavlja aukcijama i izvikivanjem), ali i elektronske berze koje omogućavaju potpuno kompjuterizovanu trgovinu u tišini i uz punu automatizaciju. Elektronske berze rade bezličnom metodom i u tišini, neki teoretičari smatraju da takve berze nemaju dugoročnu budućnost, jer im nedostaje specifičan „tržišni šarm“ koji je prisutan na tradicionalnim berzama. Pravila trgovanja na berzi - su nastala spontano, a kako su berze postajale sve razvijenije, ta pravila su postupno prešla u zakonske norme i principe.

Berzansko trgovanje - karakteriše brzina i efikasnost. Zbog toga, prema (Olorunnimbe & Viktor, 2023) *„savremene berze precizno definišu koje vrste roba i koje količine mogu biti predmet trgovanja, a proces, poznat kao standardizacija, ima za cilj obezbeđivanje potpune sigurnosti svih transakcija koje se obavljaju na berzanskom tržištu“*. U savremenim uslovima, mnogi proizvodi su već standardizovani.

Prema (Al-Sherman, 2024) *„poverenje i sigurnost predstavljaju ključne komponente berzanskog poslovanja, a vezuju se za sam nastanak berzi“*. Početni oblik berzanskog trgovanja bazirao se na apsolutnom poverenju između učesnika, gde se trgovalo na reč. Poverenje je bilo izuzetno, jer su svi trgovci bili u međusobnim prijateljskim odnosima. Međutim, kako je broj učesnika na berzi rastao, prirodno je došlo do opadanja ličnog poverenja, što je dovelo do potrebe za formalizovanjem pravila trgovanja. Formalna pravila koja su tada nastajala bila su odraz realnih odnosa, tako je nastao proces institucionalizacije poverenja, koji se odvija kroz primenu postojećih trgovačkih normi i usvajanje novih, nužnih pravila koja obezbeđuju sigurnost i pouzdanost trgovanja. Proces je uslovljen kako razvojem tržišta i povećanjem broja učesnika i obima trgovine, što je podstaklo potrebu za formalnim regulisanjem odnosa među učesnicima.

Berza se temelji na principima poverenja i sigurnosti i može da funkcioniše samo ukoliko postoje principi. Ukoliko bi se jedan od ovih elemenata uklonio iz procesa berzanskog trgovanja, došlo bi do urušavanja same berze kao institucije. *„Poverenje i sigurnost, čine temelj na kojem berza počiva, berza ne može da funkcioniše na tržištima gde nije moguće osigurati elementarne postulate poverenja i sigurnosti“* smatra (Stout, 2010).

Principi poverenja i sigurnosti - postaju još važniji kada se uzme u obzir da berzansko trgovanje podrazumeva indirektnu trgovinu, jer berzanski posrednici (brokeri ili dileri)

obavljaju transakcije u ime svojih klijenata. „*Sigurnost na berzi znači obavezu da se transakcije koje su obavljene, realizuju na način kako je to dogovoreno*“ po (Enow, 2023). Proces sigurnosti je, dakle, usmeren prema okruženju berze, a ne prema samoj berzi. Učesnici berzanskog tržišta realizuju **proces izgradnje sigurnosti i poverenja** u dva pravca:

- **Prvi pravac** odnosi se na berzanske posrednike sa ciljem minimizacije tržišnih rizika. Berzanski posrednici proveravaju kvalitet hartija od vrednosti, kvalitet i kvantitet robe, ili dokumentaciju o kvalitetu robe, kao i definišu pravila berze. Razvijaju instrumente koji omogućavaju svim učesnicima na berzi da posluju u skladu sa pravilima berze, čime se isključuju netržišni oblici ponašanja i tako se održava stabilnost i poverenje u berzanskom poslovanju, što je ključno za njegov nesmetan rad i dalje širenje.
- **Drugi proces** koji je ključan za sigurnost trgovanja na berzi odnosi se na aktivnost države prema berzi. Iako su berze autonomne finansijske institucije, devijantna ponašanja u prošlosti, kao što su pronevere, krize i slomovi, pokazala su potrebu za državnim uticajem na berzansko poslovanje.

Uticaj države na berzu - u kontekstu sigurnosti trgovanja ogleda se u konstituisanju nezavisnog regulatornog tela, kao što je Komisija za hartije od vrednosti i Centralni registar hartija od vrednosti, a ovaj oblik državnog uticaja je osetljiv i ima dve ključne uloge:

- **Obezbeđenje validnog tržišnog materijala:** Država kroz regulatorna tela osigurava da se na berzi trguje validnim tržišnim materijalom, tržišni materijali moraju imati: stvarnu vrednost, odgovarajući kvalitet i kvantitet proizvoda, ili druge oblike vrednosti, što je ključno za sprečavanje prevara i lažnih transakcija na berzi.
- **Očuvanje autonomije berze:** Iako država ima regulatornu ulogu, ona ne sme da ometa tržišnu funkciju berze. Berza treba da ostane autonomna tržišna institucija, a država svojim aktima, procedurama i pravilima treba da doprinosi sigurnosti berzanskog poslovanja. Balans između državnog nadzora i autonomije berze omogućava tržištima da ostanu stabilna, sigurna i efikasna, čime se povećava poverenje svih učesnika u berzansko poslovanje.

Berza „*jeste nezavisna institucija, ali država ima direktan i indirektan uticaj na berzansko poslovanje, posebno u domenu trgovine državnim obveznicama, koje su jedan od ključnih instrumenata na tržištu kapitala*“ smatra (Lütz, 1998). Kako se na berzi trguje i sa državnim hartijama od vrednosti, država svakako ima mogućnost da utiče na tokove trgovine.

Takođe, na berzi se pojavljuju mnogi državni ili paradržavni subjekti, čime se država uključuje u trgovinske aktivnosti, bilo direktno ili indirektno. Država može uticati na:

- **Vrednost hartija od vrednosti:** Država svojim emisijama, politikama i ekonomskim merama može promeniti vrednost hartija od vrednosti kojima se trguje na berzi.
- **Vreme trgovanja:** Država može odlučiti kada i kako će izvršiti prodaju ili kupovinu državnih hartija od vrednosti, čime se direktno utiče na dinamiku tržišta.
- **Cena hartija od vrednosti:** Politike koje država implementira (npr. kamatne stope, fiskalne mere) mogu imati veliki uticaj na cenu hartija od vrednosti na tržištu.

Iako država ima značajan uticaj prilagođava se pravilima koja su rezultat volje same berze i njenih članova, tako da *„berza iako pod državnim uticajem, zadržava svoju autonomiju i slobodu u određivanju pravila čime je potencijalni uticaj države na berzanske tokove trgovanja smanjen“* prema (Gadinis & Jackson, 2007).

Država ne sme da pređe određeni prag u svom uticaju na berzu. Može se uključiti u regulaciju samo onih odnosa koji se realizuju izvan berze, odnosno u širem ekonomskom okruženju, ali njena uloga mora biti više pomoćna. Berza zadržava svoju autonomnost u regulisanju tržišta i pravila trgovanja, dok država, kroz regulatorne mehanizme i ulogu u širem ekonomskom okruženju, osigurava da tržište funkcioniše efikasno, ali ne narušava tržišnu slobodu i samoregulaciju koja je ključna za berzansko poslovanje.

Prema (Gadinis, 2008) *„režim u kojem funkcionišu država i berza mora biti izuzetno pažljivo usklađen, jer država je širi i složeniji sistem sa brojnim ulogama i funkcijama, berza je specifična i precizno definisana institucija koja funkcioniše prema jasno postavljenim principima tržišta i prava.“* Ako bi jedan sistem postao hijerarhijski nadređen drugom, to bi ugrozilo njegovu suštinsku funkcionalnost i efikasnost.

Berza se zasniva na autonomiji, tržišnoj samoregulaciji i poštovanju principa poverenja, sigurnosti i efikasnosti, jer ako bi država previše direktno kontrolisala pravila trgovanja, to bi moglo dovesti do narušavanja slobode tržišta i smanjenja njegove efikasnosti. S druge strane, prema (Musostova et al., 2024) *„država ima ključnu ulogu u obezbeđivanju sigurnosti tržišta, sprečavanju devijacija i podršci stabilnosti kroz regulativne mehanizme, ali njen uticaj mora biti pažljivo postavljen, kako bi država i berza funkcionisale paralelno i ravnotežno.“*

1.9. Tržište hartija od vrednosti

Sekundarno tržište kapitala predstavlja prostor na kojem se odvija trgovina finansijskim instrumentima sa dugoročnim dospećem. Razvoj savremenih finansijskih tržišta, zajedno sa napretkom informacionih tehnologija *„omogućio je velikim investitorima da međusobno obavljaju direktnu kupoprodaju, pri čemu se ti poslovi naknadno prijavljuju berzi radi evidentiranja ponude i potražnje, naziva se i četvrto tržište (Fourth Market)“* smatra (Goldstein, 2023).

U stručnoj literaturi često se pominje i termin „drugo tržište“ (Second Market), kojim se *„označavaju berze na kojima se trguje hartijama od vrednosti manje poznatih ili ekonomski slabijih kompanija“* prema (Vasista, 2022). Postoji i „treće tržište“ (Third Market), koje se odnosi na *„OTC trgovinu hartijama tehnološki naprednih i manjih preduzeća, najznačajnije sekundarno tržište unutar jedne zemlje je svakako berza, koja predstavlja institucionalno uređeno tržište na kome učestvuju specijalizovani finansijski posrednici“* po (Priem, 2026).

1.10. Zona fluktuacije i njena primena u trgovanju

Pri prvom trgovanju određenim hartijama od vrednosti, uobičajena praksa je da se primeni **zona fluktuacije** - fluktuacioni opseg od -20% do +50% u odnosu na referentnu cenu, dok se za naredne trgovinske dane taj opseg najčešće smanjuje na -20% do +20%. Ipak, važno je napomenuti da to nije standard koji važi univerzalno, jer *„svaka berza ima pravo da samostalno definiše pravila u skladu sa svojim specifičnostima“* prema (Fleckner, 2006).

Kako bi se podstakla likvidnost i povećala efikasnost trgovanja, zone fluktuacije se mogu povremeno revidirati. Prema (Shyshkov, 2020) *„berze uvode cenovne limite za finansijsku imovinu kao oblik preventivne zaštite tržišta, ti limiti služe da spreče nagle i drastične promene u cenama, koje bi mogle narušiti stabilnost tržišta i njegovu sposobnost da objektivno formira cene.“*

Pored ograničenja kretanja cena *„berze primenjuju i mehanizam privremenog prekida trgovanja, poznatog kao trading halt, a do takvog prekida može doći usled objave važnih informacija, neravnoteže između kupovne i prodajne strane ili kada cene izađu van dozvoljenog raspona, najčešći razlog ovakvog zastoja je objava vesti koje bi mogle značajno uticati na tržišnu vrednost određene hartije od vrednosti“* po (Abad & Pascual, 2013).

Postoje dve vrste prekida trgovanja:

- **Regulatorni prekid** - se primenjuje kada hartija od vrednosti više ne ispunjava kriterijume za uvrštene na berzu.
- **Neregulatorni zastoj**- nastaje kada dođe do izražene neravnoteže između ponude i tražnje, odnosno između naloga za kupovinu i prodaju. Cilj je da se svim učesnicima na tržištu pruži prilika da se informišu o novonastaloj situaciji, kao i da se omogući ponovno uspostavljanje ravnoteže u trgovanju, čime se čuva integritet i funkcionalnost tržišta.

Kada je reč o **zoni fluktuacije**, u stručnoj javnosti postoje dva suprotna stava.

- **Pristalice prvog mišljenja** - smatraju da *„ograničavanje cenovnih kretanja kroz definisanje zone fluktuacije, naročito na duži vremenski period, usporava trgovinski proces i otežava formiranje realne tržišne cene, čime se umanjuje i likvidnost samog tržišta“* po (Westerhoff, 2003). Zastupnici mišljenja ističu pojavu tzv. „magnetnog efekta“, gde se cene prirodno kreću ka granicama zone, a ponekad ih i potpuno dosegnu, što se objašnjava osnovnim principom tržišta da je tržišna cena upravo ona koju je neko spreman da plati. Pored toga, smatraju da je tržište efikasnije, ako se tokom dana organizuje više aukcija, umesto da se ograničava cenovni prostor kroz fluktuacione zone.
- **Pristalice drugog mišljenja** - smatraju da *„kada cena dostigne granicu zone fluktuacije, često dolazi do korekcije u suprotnom smeru, sa ciljem da se spreče preteranih reakcija tržišnih učesnika, što je poznato kao hipoteza preuveličane reakcije“* prema (Caporale et al., 2018). Još jedan ključan argument u prilog postojanju ovih zona jeste vreme koje se dobija obustavljanjem trgovanja investitorima i brokerima se daje mogućnost da do narednog trgovinskog dana analiziraju promene i donesu informisane odluke i bolje razlikuju stvarne tržišne promene od mogućih spekulacija i manipulacija. Zone fluktuacije karakteristične su za manje stabilna i nerazvijena tržišta kapitala.

Zona fluktuacije predstavlja raspon između minimalne i maksimalne dozvoljene cene koju berza postavlja za određenu imovinu – bilo da su u pitanju deonice, indeksi ili druge hartije. Trgovanje se može obavljati samo unutar tog cenovnog okvira. Ako cena neke imovine dosegne gornju ili donju granicu, trgovanje se automatski obustavlja za tu konkretnu hartiju ili indeks.

1.11. Berzanski indeksi

Investitori su najčešće fokusirani na promene cena i obim trgovine konkretnim akcijama, ne manje značajno je i praćenje opšteg trenda na tržištu da li ono beleži: rast, stagnaciju ili pad? Ovakvi trendovi su, u stvari, odraz šire ekonomske situacije u zemlji. Prema (Pedersen, 2019) „*investitori bez obzira na tržišne uslove, uvek teže istom cilju: kupiti po nižoj, a prodati po višoj ceni.*“ Međutim, s obzirom na to da je berza dinamično i neprekidno aktivno tržište, gde se cene formiraju i menjaju svakodnevno, osnovni princip trgovanja se prilagođava i najčešće se formuliše kao: „*kupovina kada cena dostigne minimum, a prodaja kada dosegne maksimum*“ prema (Butters, 1977). Da bi se što preciznije procenilo kada nastupaju takvi ključni momenti za trgovinu, neophodno je analizirati istorijsko kretanje cena hartija od vrednosti, te analize predstavljaju osnovu za donošenje investicionih odluka.

Berzanski indeksi - predstavljaju po (Poncet & Portait, 2022) „*ponderisane prosečne vrednosti cena odabranih hartija od vrednosti i često se koriste kao glavni pokazatelji tržišnih trendova. Njihova svrha je da odraze dugoročna kretanja cena na tržištu i daju uvid u opšte stanje tržišnih aktivnosti.*“

„*Primarna uloga indeksa jeste da numerički prikaže dnevne oscilacije u cenama hartija od vrednosti u odnosu na neki unapred određen referentni (bazni) period*“ smatra (Dutermé, 2023). Sam iznos indeksa, izražen kao apsolutna vrednost, ne daje mnogo informacija ako se posmatra izolovano. Znatno korisnije je pratiti relativne promene indeksa kroz vreme, što omogućava dublje razumevanje tržišnih tokova.

Indeksi imaju svoje prednosti i ograničenja. Njihova glavna vrednost ogleda se u tome što omogućavaju pregled kretanja tržišta u širem kontekstu, kroz određeni vremenski okvir. Analiza istorijskih vrednosti indeksa koristi se kao osnova za procenu opštih trendova na tržištu i donošenje investicionih strategija.

Reakcije indeksa na ekonomska dešavanja mogu poslužiti investitorima kao koristan alat za bolje prilagođavanje aktuelnoj tržišnoj situaciji. Bazni indeksi „*se formiraju pomoću matematičkih modela koji nose sa sobom određena ograničenja i zbog toga postoji rizik da indeks bude pogrešno interpretiran ili da neuspešno odrazi sve aspekte tržišta za koje je prvobitno bio namenjen*“ po (Pant et al., 2022).

„*Indeksi imaju zadatak da pruže odgovor na pitanje šta se trenutno događa na tržištu kapitala*“ po (Ausat et al., 2023). Zasnivaju na tzv. indeksnoj korpi, tj. odabiru određenih hartija

od vrednosti koje indeks prati. Korpa predstavlja hipotetički portfolio akcija koji oslikava stanje određenog tržišta, i simulira prinos koji bi investitor ostvario da je sredstva uložio baš u te konkretne hartije.

Postoji više **vrsta berzanskih indeksa**, u zavisnosti od toga koje segmente tržišta obuhvataju. Neki od najčešćih tipova indeksa su:

- **Indeks celokupnog tržišta** (*all share indeks*) – prati kretanje svih cena hartija od vrednosti na određenom tržištu.
- **Sektorski indeks** - fokusira se isključivo na hartije koje pripadaju određenom privrednom sektoru, kao što su energetika, finansije, tehnologija itd.
- **Indeks najlikvidnijih akcija** - u njegovoj osnovi su akcije kompanija koje se najčešće trguju, prema kriterijumu likvidnosti.
- **Regionalni indeks** - obuhvata hartije od vrednosti preduzeća koja potiču iz određenog geografskog područja, uz primenu precizno definisanih kriterijuma selekcije.

Prilikom formiranja berzanskih indeksa, neophodno je pažljivo razmotriti nekoliko ključnih aspekata:

- veličina uzorka
- reprezentativnost,
- ponderisanje, i
- praktičnost izražavanja.

Pored berzanskih indeksa, u analizi tržišta često se koriste i drugi pokazatelji, među kojima su:

- tržišna kapitalizacija akcija, i
- pokazatelji strukture investitora.

1.12. Metodologija trgovanja na finansijskim tržištima

Finansijska tržišta – „predstavljaju kompleksni sistem u kojem investitori, trgovci i druge finansijske institucije, razmenjuju različite instrumente u cilju ostvarivanja profita ili zaštite od rizika“ prema (Fabozzi, 2025). Finansijska tržišta, kao dinamičan prostor za trgovanje, omogućavaju protok kapitala i resursa. Fokus je na trgovini, pri čemu učesnici kupuju i prodaju različite finansijske instrumente. Transakcije služe za povezivanje štediša i

zajmoprimaca, onih koji preuzimaju rizik i onih koji izbegavaju rizik, pojedinaca i institucija (Herring & Santomero, 1995), što omogućava investitorima da efikasno alociraju kapital, upravljaju rizikom i ostvare ciljne prinose. Izbor optimalne alokacije sredstava između raspoloživih investicija je jedan od glavnih ciljeva trgovanja na finansijskim tržištima (Fabozzi & Markowitz, 2011). Svaka investicija nosi određeni rizik, pa je, stoga, od presudne važnosti koristiti odgovarajuće metodologije za donošenje informisanih odluka.

Trgovanje na finansijskim tržištima - zahteva dobro razvijenu metodologiju, koja omogućava analizu tržišta, donošenje odluka i upravljanje rizikom. Svet finansijskih tržišta je vođen stalnom potragom za informacijama i analitičkim okvirima za generisanje profitabilnih trgovina ili odluka o ulaganju (Adewale et al., 2023). Osnovne metodologije trgovanja na finansijskim tržištima, odnosno analitički okviri, uključuju: tehničku analizu, fundamentalnu analizu, algoritamsko trgovanje i upravljanje rizikom. Iako, sve četiri metodologije pružaju vredne perspektive, često se razlikuju u svojim procenama i generišu suprotne signale. Odluka između: tehničke, analize, fundamentalne analize, algoritamskog trgovanja i upravljanja rizikom, ne bi trebalo da bude apsolutni izbor ili/ili. Relativna efikasnost svakog pristupa zavisi od faktora, kao što su: klasa imovine, kojom se trguje, investitorova tolerancija na rizik, horizont ulaganja i tržišni uslovi. Temeljno razumevanje prema (Haidari, 2023) „*svakog od navedenih pristupa, omogućava investitorima da donose informisane odluke prilagođene njihovim individualnim ciljevima.*“

Tehnička analiza - je metodologija, koja se bazira na proučavanju prošlih kretanja cena i volumena trgovanja, kako bi se predvideli budući trendovi. Osnovni principi tehničke analize uključuju pretpostavku da svi tržišni faktori od ekonomskih do političkih, već odražavaju cenu na tržištu. Tehnička analiza je kratkoročna investiciona strategija koja nastoji da identifikuje trendove i donese odluke o trgovanju na osnovu tih trendova (Edwards et al., 2018). Analitičari koriste grafikone, pokazatelje i obrasce da bi identifikovali potencijalne tačke ulaska i izlaska iz tržišta.

Tehnička analiza se zasniva na tri osnovne pretpostavke (Edwards et al., 2018):

- **Cena već odražava sve informacije:** Tehnički analitičari veruju da su, sve relevantne informacije (ekonomske, političke, ili bilo koje druge), već reflektovane u tržišnoj ceni.
- **Cena se kreće u trendovima:** Tehnička analiza se zasniva na tome da se cena ne kreće nasumično, već ima određene obrasce, odnosno trendove. Tehnička analiza koristi alate i tehnike za analizu tržišta.

- **Grafikon cena (chart):** Jedan od osnovnih alata tehničke analize je grafikon, koji predstavlja istorijski pregled cena za određeni vremenski period.
- **Indikatori i oscilatori:** Indikatori se koriste za identifikovanje trenutnih tržišnih uslova, detekciju divergencija i tačaka preokreta u trendovima.

Prednosti tehničke analize su: objektivnost, univerzalnost, fokus na tržišne podatke i prilagodljivost. Nedostaci tehničke analize su: ignorisanje fundamentalnih faktora, psihološki faktori, prekomerna upotreba alata i mogućnost pogrešnih interpretacija.

Tehnička analiza je važan alat u rukama trgovaca na finansijskim tržištima, koji im omogućava da donesu informisane odluke na temelju tržišnih podataka. Iako postoje određena ograničenja, njena primena je široko rasprostranjena, pre svega, zbog njene efikasnosti u prepoznavanju tržišnih trendova i obrazaca. U kombinaciji sa fundamentalnom analizom i upravljanjem rizikom, *„tehnička analiza može biti veoma korisna metodologija za uspešno trgovanje na globalnim finansijskim tržištima“* smatraju (Eiamkanitchat et al., 2017).

Fundamentalna analiza - je tehnika *„koja se primenjuje na finansijskim tržištima, za procenu inherentne vrednosti imovine, bilo da se radi o akciji, obveznici ili valuti, kroz ispitivanje različitih fundamentalnih faktora“* po (Drakopoulou, 2016). Faktori obuhvataju: finansijske izveštaje, ekonomske pokazatelje, uslove u industriji i informacije specifične za kompaniju. Prema (Wafi, et al., 2015) *„sveobuhvatni koncept fundamentalne analize je poznavanje pravila i fiksni koraci pristupa svojim ciljevima utvrđivanja suštinske vrednosti akcija na berzama, kroz opšti okvir za proučavanje očekivanih ekonomskih prognoza, što dovodi do sektora koji generišu povećanje prodaje i profita, stoga mere snagu finansijskih kompanija, efikasnost upravljanja i poslovne mogućnosti zasnovane na istorijskim finansijskim izveštajima i trenutnim uslovima.“* Primarni cilj fundamentalne analize je *„da utvrdi da li je neko sredstvo precenjeno ili potcenjeno, olakšavajući donošenje investicionih odluka na osnovu dobrog informisanja“* prema (Chen et al., 2017).

Fundamentalna analiza se zasniva na proceni osnovnih faktora, koji mogu uticati na ekonomski razvoj i tržišne cene, kao što su ekonomski pokazatelji, politika, inflacija, kamatne stope, prihodi i profitabilnost kompanija, kao i globalni ekonomski trendovi. Osnovni princip fundamentalne analize je prema (Eiamkanitchat, et al., 2017) *„da tržišna cena sredstva, treba da bude u skladu sa njegovom unutrašnjom vrednošću, a ako unutrašnja vrednost premašuje tržišnu cenu, sredstvo se smatra potcenjeno, potencijalno signalizirajući povoljnu priliku za kupovinu.“* Fundamentalna analiza je instrumentalna u vođenju trgovačkih odluka u vezi sa kupovinom i prodajom finansijskih sredstava. *„Jedan od ključnih elemenata fundamentalne*

analize na tržištu kapitala je procena bilansa stanja i bilansa uspeha organizacije“ po (Suresh, 2013).

Makroekonomski faktori poput: bruto domaćeg proizvoda (BDP), kamatne stope, inflacije i nezaposlenosti, imaju ključnu ulogu u temeljnim analizama na finansijskim tržištima. Prema (Hussain et al., 2022) *„BDP je najvažniji pokazatelj ekonomske aktivnosti u zemlji, i, često, je korišćen za predviđanje kretanja tržišta.“*

Kamatne stope, koje postavlja centralna banka, *„direktno utiču na troškove zaduživanja i investiranja, te, samim tim, i na investicione odluke“* smatra (Rosa, 2024).

Inflacija, kao merilo rasta cena u ekonomiji prema (Halim et al., 2022) *„utiče na kupovnu moć potrošača, i može biti signal za banke da promene kamatne stope.“*

Učesnici na finansijskom tržištu, koji koriste fundamentalnu analizu, takođe prate: političke događaje, trgovinske sporazume i regulativne promene, koje mogu uticati na poslovanje preduzeća i kretanje valuta.

Prema (Chaboud et al., 2023) *„na deviznim tržištima, fundamentalna analiza ima značajnu primenu, jer cene valuta zavise od ekonomskih performansi zemalja, kao i od politike centralnih banaka.“* Učesnici na finansijskim tržištima pažljivo prate odluke centralnih banaka, kao što su: promena kamatnih stopa ili kvantitativno olakšanje, jer imaju veliki uticaj na: likvidnost valuta i smanjenje ili povećanje vrednosti određenih valuta. *„Na tržištu obveznica fundamentalna analiza se koristi za ocenu kreditnog rizika emitenta i predviđanje kretanja kamatnih stopa. Investitori analiziraju fiskalne politike država i korporacija, kao i njihovu sposobnost da servisiraju dug, što je od presudne važnosti za sigurnost ulaganja u obveznice“* smatraju (Jarrow & Turnbull, 2000). *„Kamatne stope koje centralna banka postavlja mogu značajno uticati na tržište obveznica, budući da se sa promenom kamatnih stopa, menja i povrat, koji investitori očekuju od obveznica“* smatraju (Biefang-Frisancho Mariscal & Howells, 2002). Fundamentalna analiza ima i svoje slabosti, jer tržišta nisu uvek racionalna, pa, iako, fundamentalni pokazatelji sugerišu određeni pravac, tržište može reagovati na druge načine, što može dovesti do grešaka u predviđanju.

1.13. Strategije stvaranja tržišta

Strategije stvaranja tržišta (market-making strategies) – prema (Aldridge, 2013) *„čine kamen temeljac visokofrekventnog trgovanja, uključujući kontinuirano kotiranje naloga za kupovinu i prodaju kako bi se obezbedila likvidnost tržištu.“* Algoritmi imaju za cilj da profitiraju od širenja ponude i potražnje, tako što *„istovremeno postavljaju narudžbine za*

kupovinu i prodaju, čime se olakšava otkrivanje cena i povećava efikasnost tržišta“ smatraju (Cartea et al., 2015).

Strategije stvaranja tržišta oslanjaju se na *„brzo izvršenje naloga i sofisticirane modele određivanja cena za dinamičko prilagođavanje ponuda, kao odgovor na tržišne fluktuacije, dok istovremeno upravljaju rizicima zaliha“* prema (Das, 2008) i to:

- *„Jedna od najpoznatijih HFT strategija je **arbitraža** - na osnovu vremenskih razlika koja koristi minimalna kašnjenja u prenosu podataka između različitih tržišta ili između različitih instrumenata“* po (Aldridge, 2013). Strategije arbitraže u HFT-u koriste razlike u cenama na više tržišta ili instrumenata, tako što kapitaliziraju trenutnu neefikasnost. Algoritmi brzo identifikuju i kapitalizuju razlike u cenama, često koristeći napredne statističke modele ili tehnike arbitraže sa kašnjenjem, kako bi profitirali od prolaznih anomalija cena.
- **Strategije trgovanja zamahom** (momentum) uključuju kapitalizaciju kratkoročnih kretanja cena, na osnovu tržišnih trendova ili momentuma cena. Algoritmi imaju za cilj da identifikuju i iskoriste obrasce u kretanju cena, koristeći tehničke indikatore, momentum cene ili signale zasnovane na obimu za izvršenje brzih trgovina. *„Strategije zamaha često koriste mašinsko učenje i tehnike prepoznavanja obrazaca, a da bi se uočile promene tržišnog momenta i delovalo na njih“* po (Wood, 2021).
- **Strategije izvršenja u HFT-u** – prema (Sun, 2014) *„fokusiraju se na optimizaciju izvršenja trgovine minimiziranjem uticaja na tržište i troškova transakcije“*. Algoritmi imaju za cilj da razdvoje velike porudžbine na manjih, oportunistički izvrše trgovine i iskoriste tehnike usmeravanja naloga, radi postizanja optimalne cene i ublažavanja negativnog uticaja na tržište.

Pored navedenih, HFT obuhvata i druge strategije, prema (Linton & Mahmoodzadeh, 2018) poput: arbitraže sa kašnjenjem (koriste razlike u vremenu izvršenja naloga na različitim mestima trgovanja) zasnovanog na vestima (brzo obrađuju i reaguju na informacije koje se kreću na tržištu) i tehnike analize knjige naloga (analiziraju dubinu tržišta i dinamiku toka naloga, kako bi se predvidela kratkoročna kretanja cena).

Razumevanje raznovrsnog spektra algoritamskih strategija, koje se koriste u visokofrekventnom trgovanju je ključno za: razumevanje njihovog uticaja na dinamiku tržišta, obezbeđivanje likvidnosti i otkrivanje cena.

Efekti algoritamskog i visokofrekventnog trgovanja mogu biti po (Goldstein et al., 2014; Nahar et al., 2024; Cooper et al., 2016):

- **Pozitivni efekti** su: **Povećana likvidnost:** Algoritamsko i visokofrekventno trgovanje mogu značajno povećati likvidnost na tržištima, čineći kupovinu i prodaju lakšim i jeftinijim. **Niže transakcione naknade:** Automatsko trgovanje omogućava smanjenje troškova trgovanja kroz bolje korišćenje tržišne infrastrukture i brže izvršenje naloga. **Veća efikasnost tržišta:** Brza reakcija na promene tržišnih uslova doprinosi bržem usklađivanju cena i boljoj efikasnosti tržišta (Cartea et al., 2015).
- **Negativni efekti** algoritamskog i visokofrekventnog trgovanja su: **Volatinitet i manipulacija tržištem:** Visokofrekventno trgovanje može izazvati nagle oscilacije cena, poznate kao *flash crashes* (brze i kratkotrajne promene u ceni), što može narušiti stabilnost tržišta. Osim toga, postoji zabrinutost zbog mogućnosti manipulacije tržištem, korišćenjem brzine izvršenja naloga za stvaranje lažnih signala (Hendershott et al., 2011). **Etika i tržišna pravičnost:** Postavlja se pitanje pravičnosti u odnosu na tradicionalne trgovce, jer oni nemaju pristup, ili imaju, ali se ne snalaze sa visokom tehnologijom, zbog čega mogu biti u nepovoljnom položaju.

Algoritamsko i visokofrekventno trgovanje su postali prema (Gang, 2024) „*ključni faktori na savremenim finansijskim tržištima, donoseći brojne prednosti u pogledu likvidnosti, efikasnosti i smanjenja troškova.*“

1.14. Karakteristike tržišta kapitala u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju

Kako bi se razumeo značaj i posledica nesavršenosti tržišta kapitala potrebno je sagledavanje u okviru stepena razvijenosti nacionalne ekonomije. Ograničenja i neefikasnosti tržišta kapitala utiču na: investicione odluke ekonomskih subjekata, posledično, i na makroekonomsku stabilnost, privredni rast i razvoj nacionalne ekonomije.

Makroekonomski uslovi i privredni ambijent, oblikuju: ulogu, funkcije i karakteristike tržišta kapitala. Razvijenost tržišta kapitala predstavlja odraz ukupnog nivoa ekonomskog razvoja jedne zemlje. „*Razvijene zemlje i zemlje u razvoju često posmatraju kao dve odvojene kategorije, među njima postoje značajne razlike u pogledu razvijenosti, efikasnosti i kvaliteta funkcionisanja tržišta kapitala*“ po (Mirjanić, 2021).

Tržišta kapitala razvijenih ekonomija karakterišu izražena širina i dubina, koje se ogledaju u velikom broju likvidnih hartija od vrednosti kojima se aktivno trguje, kao i u velikom broju učesnika na tržištu. Suprotno, tržišta kapitala zemalja u razvoju odlikuju se manjim obimom trgovanja, ograničenim brojem finansijskih instrumenata i manjim brojem

tržišnih učesnika. Takva tržišta su podložnija većim cenovnim oscilacijama i višem nivou volatilnosti.

Pored navedenog, tržišta kapitala zemalja u razvoju se suočavaju i sa brojnim strukturnim ograničenjima, među kojima se izdvajaju : niska tržišna kapitalizacija i nedovoljna likvidnost. Prema (Malinić et al., 2013) *„tržišta karakteriše i niži nivo transparentnosti informacija, kao i sporije prilagođavanje cena novim informacijama, što umanjuje efikasnost procesa formiranja tržišnih cena i negativno utiče na optimalnu alokaciju kapitala“*.

Zemlje u razvoju dele određene zajedničke karakteristike svojih tržišta kapitala, ali se ne mogu posmatrati kao jedinstvena i homogena grupa. Svaka nacionalna ekonomija poseduje specifične institucionalne, regulatorne i makroekonomske karakteristike koje utiču na način funkcionisanja finansijskog tržišta. Zbog toga svako uopštavanje karakteristika tržišta kapitala zemalja u razvoju treba prihvatiti sa određenom dozom opreza.

Zemlje u razvoju međusobno se razlikuju prema nivou ekonomskog razvoja i izraženosti makroekonomskih neravnoteža, što razlikuje i način na koji makroekonomski pokazatelji utiču na kretanja na tržištu kapitala, kao i obrnuto.

Prema rezultatima (Xue, 2020) *„viši stepen ekonomske razvijenosti uglavnom je povezan sa većom makroekonomskom stabilnošću, dok manje razvijene ekonomije karakteriše izraženija volatilnost i neizvesnost“*. Pored toga *„reakcije tržišta kapitala na makroekonomske promene u velikoj meri zavise od očekivanja investitora i njihove procene budućih ekonomskih kretanja, što dodatno usložnjava odnos između ovih varijabli“* kažu (Zou et al., 2020).

Tržišta kapitala zemalja u razvoju ne predstavljaju homogenu grupu pored: ograničenog broja finansijskih instrumenata, niže likvidnosti i izražene volatilnosti, karakterišu ih i druge specifične osobine, kao što je: ograničena mobilnost kapitala, ali i slabija integrisanost ovih zemalja u međunarodne tokove kapitala.

Uprkos navedenim ograničenjima, tržišta kapitala zemalja u razvoju su tokom poslednjih nekoliko decenija postala značajna alternativa za međunarodne investitore. *„Njihova privlačnost proizlazi iz činjenice da često nude više premije za rizik, uz istovremeno niži stepen povezanosti sa razvijenim tržištima kapitala, što ih čini pogodnim instrumentom za međunarodnu diversifikaciju investicionih portfolija“* smatra (Mirjanić, 2021).

Početkom 1990-ih godina prošlog veka ekonomisti i nosioci ekonomske politike očekivali su značajan napredak u razvoju tržišta kapitala u zemljama u razvoju, ali ostvareni rezultati nisu u potpunosti opravdali ta očekivanja. Iako su pojedine zemlje u razvoju ostvarile određeni napredak u pogledu razvoja tržišta kapitala, intenzitet tog razvoja bio je znatno skromniji u poređenju sa razvijenim ekonomijama. Određen broj zemalja beleži pogoršanje

pojedinih pokazatelja tržišne razvijenosti, što se pre svega ogleda u smanjenju broja kompanija čije se akcije kotiraju na berzama, kao i pad nivoa tržišne likvidnosti. Berzanska tržišta ovih zemalja i dalje karakteriše nizak nivo aktivnosti, izražena segmentiranost i koncentracija trgovanja na mali broj najzastupljenijih hartija od vrednosti.

Tržište obveznica u zemljama u razvoju često je ograničeno na kraće rokove dospeća, dok su brojni dužnički instrumenti denominovani u stranim valutama. Takva struktura finansiranja povećava izloženost država i privrednih subjekata riziku promene valutnog kursa, kao i riziku refinansiranja dospelih obaveza.

Nezadovoljavajući rezultati u razvoju tržišta kapitala, izazvali su neizvesnost u pogledu budućeg pravca regulatornih i institucionalnih promena. Zbog kreatori ekonomske politike izražavaju *„oprez u pogledu perspektiva daljeg razvoja domaćih tržišta kapitala u zemljama u razvoju“* prema (Mirjanić & Karić, 2022).

Nivo ekonomske aktivnosti - predstavlja jedan od osnovnih pokazatelja razvijenosti nacionalne ekonomije i ukupnog nivoa društvenog blagostanja. Promene u obimu ekonomske aktivnosti, koje se najčešće izražavaju kroz stopu privrednog rasta, predstavljaju ključnu osnovu dugoročnog ekonomskog razvoja i unapređenja životnog standarda stanovništva. *„Empirijska istraživanja ukazuju da i relativno male razlike u stopama ekonomskog rasta tokom dužeg vremenskog perioda mogu proizvesti značajne razlike u nivou dostignutog životnog standarda između zemalja“* smatraju (Radivojević et al., 2022).

Ekonoski rast, ne mora nužno rezultirati ekonomskim razvojem i povećanjem blagostanja građana, budući da ostvareni efekti zavise od brojnih ekonomskih, institucionalnih i društvenih faktora, kao i od njihovog međusobnog delovanja. Složenost procesa privrednog rasta je usloвила razvoj različitih teorijskih pristupa i modela koji nastoje da objasne njegove mehanizme.

Sa stanovišta tržišta kapitala, zaključujemo da viši nivo ekonomske aktivnosti pozitivno utiče na razvoj tržišta kapitala. Povećanje nivoa ekonomske aktivnosti dovodi do rasta nacionalnog dohotka, što povećava potrošnju i nivo štednje. *„Nacionalni dohodak se raspoređuje kroz osnovne komponente potrošnje, odnosno ličnu potrošnju, neto investicije i javnu potrošnju, veći nivo ekonomske aktivnosti podrazumeva i veći potencijal za investiranje, kao i povećanje raspoloživih sredstava štednje koja mogu predstavljati izvor finansiranja investicija“* prema (Ignjatijević, 2011).

Veza između nivoa ekonomske aktivnosti i razvoja tržišta kapitala nije u potpunosti linearna i ne može se objasniti samo navedenim mehanizmom. Kompleksnost ovog odnosa

potvrđuju i brojna empirijska istraživanja čiji rezultati nisu u potpunosti usaglašeni u pogledu pravca i intenziteta međusobne povezanosti ekonomskog rasta i tržišta kapitala.

Rezultati istraživanja koja se odnose na zemlje u razvoju pokazuje prema (Abina & Lemea, 2019) „*potvrđuju pozitivan uticaj nivoa ekonomske aktivnosti na razvoj tržišta kapitala*“, dok druga istraživanja prema (Milošević Avdalović, 2018a) ukazuju na to „*da ovaj faktor nema statistički značajan uticaj na razvoj tržišta kapitala*.“

Navedeni odnos između nivoa ekonomske aktivnosti i tržišta kapitala može se sagledati kroz analizu uticaja bruto domaćeg proizvoda (BDP) na tržište kapitala, odnosno na segment tržišta dugoročnih obveznica. Promene u nivou ekonomske aktivnosti, se izražavaju putem promena bruto domaćeg proizvoda. BDP predstavlja jednu od najznačajnijih makroekonomskih agregatnih veličina. Pri tome, njegova nominalna vrednost obuhvata kretanje realnog BDP-a i nivoa cena, odnosno inflacije.

Odnos ekonomskog rasta i tržišta kapitala nije direktan i može imati suprotan efekat od očekivanog. Povećanje novčane mase usled ubrzanja ekonomske aktivnosti može podstaći monetarne vlasti da primene restriktivniju monetarnu politiku kroz povećanje kamatnih stopa. Rast kamatnih stopa negativno utiče na vrednost hartija od vrednosti sa fiksnim prinosom. Kada kamatne stope rastu, investitori nastoje da svoja sredstva usmere ka novim obveznicama koje nude više prinose, dok istovremeno prodaju postojeće obveznice sa nižim kamatnim stopama.

Prema (Olawale, 2024) „*ekonomski rast uvek pozitivno utiče na tržište kapitala, jer određeni segmenti ovog tržišta mogu povoljnije reagovati u uslovima usporavanja privredne aktivnosti ili recesije*.“ Efekti ekonomskog rasta mogu se razlikovati u zavisnosti od vrste finansijskih instrumenata, karakteristika tržišta i šireg makroekonomskog okruženja

1.15. Karakteristike tržišta kapitala Republike Srbije

Prema (Mijatović & Zavadžil, 2023) „*tržište kapitala Republike Srbije ima dugu tradiciju koja datira još od 1895. godine, kada je osnovana Beogradska berza*.“ U periodu osnivanja, Beogradska berza je prema organizacionoj strukturi, načinu funkcionisanja i stepenu razvijenosti bila uporediva sa tadašnjim evropskim berzama. Danas, savremeno tržište kapitala Republike Srbije odlikuje se relativno ograničenim brojem finansijskih instrumenata kojima se trguje, niskim nivoom likvidnosti i izraženom volatilnošću.

„*Razvoj tržišta kapitala u Republici Srbiji odvijao se sporo i bio je često prekidan usled različitih političkih, ekonomskih i društvenih okolnosti, uključujući ratne periode i ozbiljne*

ekonomske poremećaje“ (Stojković et al., 2019). Posledica takvog razvoja jeste nedovoljna efikasnost tržišta kapitala, kao i njegova ograničena uloga u procesu finansiranja privrednog razvoja.

Jedna od osnovnih karakteristika finansijskog sistema Republike Srbije jeste dominantna uloga banaka i kreditnih institucija u odnosu na druge oblike finansiranja i investiranja. Bankarski sektor predstavlja primarni izvor finansiranja poslovnih subjekata, dok su tržišni oblici prikupljanja kapitala i dalje nedovoljno razvijeni.

Značajnu ulogu u ograničenom razvoju tržišta kapitala ima i ponašanje stanovništva, koje svoju štednju uglavnom plasira kroz depozite kod banaka, dok je njegovo učešće u investiranju putem tržišta kapitala i dalje na relativno niskom nivou. Dominantan položaj banaka i njihova stabilna tržišna pozicija smanjuju podsticaje za intenzivniji razvoj alternativnih oblika finansiranja, uključujući tržište kapitala.

Doprinos drugih institucija, kao što su: investicioni fondovi, alternativni investicioni fondovi i brokersko-dilerska društva, u razvoju tržišta kapitala Republike Srbije je ograničen. „U ukupnoj finansijskoj aktivnosti ostaje na zanemarljivo niskom nivou, što ukazuje na nedovoljnu razvijenost institucionalne investicione strukture domaćeg tržišta kapitala“ prema (Vlada Republike Srbije, 2022).

Inicijative za unapređenje tržišta kapitala najčešće potiču iz privatnog sektora prema (Vlada Republike Srbije, 2019) „zato odgovornost za razvoj ovog segmenta finansijskog sistema ostaje na nosiocima ekonomske politike.“ Imajući u vidu proces evropskih integracija Republike Srbije i potrebu usklađivanja domaćeg finansijskog tržišta sa standardima i zahtevima jedinstvenog tržišta Evropske unije, potrebno je razmotriti mogućnosti unapređenja postojećeg regulatornog okvira. Efikasnija regulativa predstavlja jedan od ključnih preduslova za stvaranje stabilnog i funkcionalnog tržišta kapitala.

Dodatni izazov u razvoju tržišta kapitala Republike Srbije predstavlja odsustvo jedinstvenog stava u vezi sa pitanjem potpune liberalizacije kretanja kapitala. Mogu se izdvojiti dva dominantna pristupa:

- prema neoliberalnom stanovištu, ograničenja u slobodnom kretanju kapitala nisu opravdana, jer mogu negativno uticati na neravnoteže u odnosima domaće ekonomije sa međunarodnim okruženjem.
- „intervencionistički pristup naglašava potencijalne rizike nekontrolisanog priliva i odliva kapitala, ukazujući da potpuna liberalizacija može povećati ranjivost nacionalne ekonomije i dovesti do ozbiljnih finansijskih problema, uključujući rizik od dužničke i ekonomske krize“ (Vlada Republike Srbije, 2020).

U periodu od 2007. do 2021. godine „tržište kapitala Republike Srbije karakterisale su izražene oscilacije u pogledu obima trgovanja i ukupne tržišne kapitalizacije“ po (Labudović & Stanković, 2023). Posebno značajan pad zabeležen je nakon 2008. godine, kako u pogledu broja realizovanih transakcija i u pogledu ukupne vrednosti tržišne kapitalizacije. Istovremeno, smanjivao se i broj hartija od vrednosti kojima se aktivno trgovalo, što ukazuje na postepeno smanjenje dubine i likvidnosti domaćeg tržišta kapitala.

Za razliku od pojedinih tržišta kapitala u regionu, tržište kapitala Republike Srbije i dalje zaostaje, a to ukazuje da model razvoja tržišta kapitala zasnovan na procesu privatizacije, koji je bio pokrenut Zakonom o privatizaciji Republike Srbije, nije obezbedio dugoročno održiv razvoj .

Primena Zakona o privatizaciji Republike Srbije (<https://www.paragraf.rs>, 2026) „uslovljava je obavezno velikog broja javnih (otvorenih) akcionarskih društava da se uključe u tržište kapitala.“ Kao posledica takvog pristupa, došlo je do značajnog povećanja broja kompanija čijim se akcijama trgovalo na Beogradskoj berzi. Početkom 2008. godine na berzi je bilo registrovano gotovo 2.000 akcija različitih kompanija.

Nakon 2008. godine dolazi do kontinuiranog smanjenja broja kotiranih akcija, što je prvenstveno bilo posledica dva procesa: pokretanja stečajnih postupaka nad određenim privrednim društvima i gubitka statusa javnog akcionarskog društva kod pojedinih kompanija. Zaduživanje kod banaka je dominantan oblik finansiranja domaćih privrednih subjekata, zbog nedovoljne razvijenosti tržišta kapitala. Nizak nivo likvidnosti tržišta kapitala u Republici Srbiji posledica je, između ostalog, nedovoljnog poverenja investitora u berzansko poslovanje, kao i ograničene spremnosti individualnih ulagača da značajnije investiraju u akcije kompanija koje se kotiraju na Beogradskoj berzi.

Dodatni faktor koji utiče na nestabilnost tržišta jeste činjenica da se akcijama velikih kompanija trguje znatno intenzivnije. Izražena uloga države u funkcionisanju Beogradske berze uslovljava veću osetljivost tržišta kapitala na promene mera makroekonomske politike. Promene u fiskalnoj i monetarnoj politici, kao i druge odluke ekonomskih vlasti, mogu imati značajan uticaj na ponašanje učesnika na tržištu i kretanje cena finansijskih instrumenata.

1.16. Uticaj geopolitičkih rizika na berzansko tržište

„Berza je jedan od glavnih stubova finansijske i ekonomske dobrobiti svake zemlje, sa naglašenim značajem za razvijene ekonomije, a kao takva, odraz je ekonomskih uslova u zemlji“ smatraju (Mahanama et al., 2024). Na duži rok, berza ima tendenciju da raste. Međutim,

„na kratak rok, suočava se sa mnogim padovima usled velikih: finansijskih, ekonomskih i geopolitičkih događaja kao što su : azijska finansijska kriza, finansijska kriza 2008. godine, 2021. godine kao rezultat COVID-19 pandemije i poslednji rusko/ukrajinski konflikt 2022. godine“ prema (Shore & Wright, 2024) Geopolitički rizici produkuju neizvesnost na berzama, odliv kapitala, volatilnost cena i pad vrednosti akcija. Geopolitički događaj smatra se „incidentom“ koji posledično ugrožava ekonomije zemalja, i regionalnu stabilnost.

Geopolitika svoj uticaj na finansijska tržišta i berze ostvaruje kroz nekoliko pravaca i mehanizama. *„Ratovi i sukobi investitore usmeravaju u „sigurna utočišta“ poput zlata, stabilnih valuta državnih obveznica razvijenih zemalja što vodi rastu volatilnosti, a volatilnost je ključni faktor na finansijskim tržištima“* prema (Mahfoodh & Naser, 2026).

Trgovinska ograničenja kao posledica ratova i kriza uvek posledično vode promeni cene nafte i naftnih derivata smatraju (Moshiri & Kheirandish, 2024), a što ugrožava profitabilnost finansijskih tržišta i finansijskih učesnika. Prema (Kumar, 2023) *„oraničenja pri investiranju i kreditiranju usporavaju ekonomski rast i dovode u pitanje efikasnost monetarnih politika zemalja.“* „Geopolitičke tenzije ugrožavaju finansijsku stabilnost, namećući finansijska ograničenja“ smatra (Topić-Pavković, 2024). „Geopolitički rizici produkuju visoku inflaciju pri čemu intenzitet ovog efekta zavisi od zemlje i vremenskog perioda“ po (Caldara et al., 2025).

Geopolitički rizik je definisan kao *„pretnja, realizacija i eskalacija nepovoljnih događaja povezanih sa ratovima, terorizmom i bilo kakvim tenzijama među državama i političkim akterima koje utiču na miran tok međunarodnih odnosa“* i predstavlja se korišćenjem dnevnog GPR indeksa“ (Darwiche et al., (2026).

„Geopolitički rizici ključno utiču na performanse finansijskih tržišta i na odluke koje donose ekonomski agenti u vezi sa ulaganjima, što utiče na performanse finansijske imovine“ smatraju (Asadollah et al., 2024). Zato se geopolitički rizici smatraju ključnim faktorima koji određuju finansijske odluke na nacionalnom i međunarodnom nivou.

Indeks geopolitičkog rizika potvrđuje pad cena akcija kao odgovor na geopolitički rizik (Agoraki et al., 2022). Prema (Li et al., 2024) ističu da *„u istraživanju uticaja geopolitičkog rizika na tržište akcija BRICS-a rizik ne utiče na prinos na akcije BRICS-a, ali uzrokuje značajnu volatilnost cena. Prema (Fianto et al., 2026) „indeks geopolitičkog indeksa utiče na volatilnost cena akcija i islamskih tržišta i volatilnost obveznica na islamskim berzama“.*

Generalno geopolitički rizici menjaju očekivanja investitora u pogledu tržišnih uslova i utiču na njihove podsticaje za ulaganje.

Geopolitički šokovi uticajem na finansijska tržišta „*rezultiraju i fluktuacijama cena nafte, poremećaju u snabdevanju i uslovljavaju nagle promene u ponudi i tražnji u budućnosti*“ smatra (Khan, 2025). Sa teorijskog aspekta povećani geopolitički rizik u zemljama proizvođačima nafte smanjuje ponudu nafte što vodi rastu njene cene i rastu cena energenata.

Dana 24. februara, ruska vlada je najavila da će započeti posebnu vojnu operaciju protiv Ukrajine (Aljazeera, 2022), iako mnoge zemlje to tretiraju kao rat zbog Ukrajine. „*Od početka vojnog konflikta, berze mnogih zemalja su počele negativno da reaguju zbog opšte nesigurnosti makroekonomskih faktora i rasta sistemskih rizika. Sukobi podstiču inflaciju ,poskupljuju energente*“ prema (Boussetta et al., (2026). Studije pokazuju da se vrednost akcija kao posledice ovakvih događaja na globalnom nivou smanjuju i do 5 % mesečno. „Berzanski indeksi Japana i Južne Koreje pali su za 2 procenta, tržišta u Sidneju i Hong Kongu pala su za 3 procenta, nakon što je ruska vlada objavila početak vojne operacije“ po (Singh, 2022).

Konflikt između Rusije i Ukrajine prema (Ben Hassen & El Bilali, 2022) „*vodi ka mnogim negativnim reperkusijama u budućnosti, kao što su: nestašica hrane, inflacija, energetska nesigurnost, turbulencije u cenama nafte i mnoge druge. Ti sistemski negativni događaji, zajedno sa snažnim jačanjem dolara osim uticaja na razvijene zemlje imaju još pogubnije posledice za zemlje u razvoju*“.

Analizom događaja za procenu kratkoročnih efekata pokazano je da je za sve uzorke sistemski rizik porastao. Baek et al. (2020) smatraju da je „*volatilnost na evropskom tržištu veoma osetljiva*. Prema Zhang (2020), koji je proučavao kako je COVID-19 uticao na rizik na svetskim finansijskim tržištima, „*objašnjeno je da je rizik porastao kao rezultat samog događaja*. Boubaker et al., (2022) su istraživali da li je rat Rusije i Ukrajine uticao na globalnu berzu . Ahmed et al, (2022) su analizirali „*da je kriza rata Rusije i Ukrajine dovela do negativnog prinosa akcija za evropske akcije i nakon perioda događaja*.

Analiza po (Ty, 2023) je pokazala „*da specijalna vojna operacija imala najveći uticaj na dan samog događaja*“. Sektorski akcijski indeksi su pali na dan događaja. Može biti zbog panike koju je situacija izazvala u umovima investitora i nesigurnosti u vezi sa budućim kretanjima tržišta. Nakon dana događaja, došlo je do velikih oscilacija kao posledica sankcija koje su SAD i druge zemlje uvele ruskoj vladi. Sektor bankarstva nije mogao da povrati svoju poziciju u danima nakon događaja i održao je negativan položaj. Ograničenje snabdevanja naftom je podiglo cene sirove nafte na vrlo visoke nivoe. Pozitivan signal za investitore u ovom sektoru i pomoglo je bržem oporavku sektora energije. „*SWIFT zabrana bi mogla biti razlog*

za slabiji performans sektora bankarstva zbog nemogućnosti transakcija sa ruskim partnerima“ po (McKee & Whittaker, 2022).

Dana 24. februara 2022 godine, Rusija je izvršila invaziju na Ukrajinu. Moskovski MOEX indeks pao je skoro 9% u nedelji nakon invazije (Financial Times, 2022). Indeksi na berzama su takođe zabeležili značajne gubitke. Dalekosežni efekti u Evropi, i u svetu, tek počinju da se razvijaju. Poremećaji u lancima snabdevanja pojačavaju porast cena roba, dok se razvija masovan priliv izbeglica, sa skoro 7 miliona Ukrajinaca koji beže iz svoje zemlje.

„Ekonomske sankcije koje su uvedene u SAD, Evropi i drugde sugerišu da će ruska ekonomija značajno opasti“ prema (Pestova; Mamonov; & Ongena, 2022) i to je najveći udarac svetskoj ekonomiji od globalne finansijske krize (GFK) 2008. godine; a mogao bi premašiti uticaj Covid-19 s obzirom na značajnu poziciju izvoznika ove dve zemlje.

Zemlje u Evropi, Centralnoj Aziji, Bliskom istoku i Africi *„uvoze 75% svoje pšenice iz Rusije i Ukrajine“* prema (World Bank, 2022b). *„Ukrajinski izvoz uljanih semena čini 40% svetskog izvoza, više od 13% izvoza kukuruza i 5% izvoza pšenice dolazi iz Ukrajine, Rusija čini 25% globalnog izvoza prirodnog gasa, 18% izvoza uglja, 11% izvoza sirove nafte, 18% izvoza pšenice i 14% izvoza đubriva“* po (World Bank, 2022b). Sa zemljama koje su još u fazi oporavka od Covid-19, naknadni efekti ruske invazije verovatno će imati kumulativni finansijski efekat a .uticaj na inflaciju zavisice od odgovora monetarnih politika zemalja i još uvek nije realizovan.

Nakon invazije, nekoliko studija je istraživalo *„uticaj sankcija na globalna finansijska tržišta“* kao što su (Berner et al., 2022) (Deng et al., 2022). Međutim, sankcije variraju među zemljama, poslovnim sektorima i korporacijama. Prema (Izzeldin et al., 2023). The impact of the Russian-Ukrainian war on global financial markets. International Review of Financial Analysis, 87, 102598.) *„Globalna finansijska kriza iz 2008, pandemija Covid-19 i rusko-ukrajinski sukob čine glavne šokove za globalnu ekonomiju u poslednjih petnaest godina.“*

Rezultati su pokazali trenutnu reakciju svetskih berzi na rusko-ukrajinski rat, ali se vreme reakcije razlikuje od reakcija tokom GFK-a ili krize izazvane Covid-19, gde je evidentiran vremenski interval od sedam dana. Na taj način je ozbiljnost rusko-ukrajinskog rata bila umanjena u poređenju sa GFK-om ili Covid-19 krizom, sto se može objasniti očekivanjem da rat neće biti dugotrajan, i da su investitori pogrešno interpretirali ovaj događaj. Prošla ratna iskustva su bila značajno različita; uglavnom su se odnosila na jedinstvene terorističke napade, dešavala su se van evropskog kontinenta i nisu bila praćena širokim sankcijama.

„Ratovi generalno imaju snažan uticaj na finansijska tržišta poput Izraela, USA i Irana“ kaže (Saad, 2026). Wisniewski, (2016), *„zaključuje da ratovi dovode do široke*

destrukcije ljudskog i fizičkog kapitala, a tržišta akcija padaju. Berkman et al., (2011) istražuju „međunarodne političke krize, ali nisu sve krize bili ratovi i zaključuju da bi globalni prinosi na berzama bili veći za 3,6% godišnje da nije bilo ovih događaja. Frey i Kucher (2000), proučavaju cene državnih obveznica pet evropskih zemalja. „rezultat je da su gubitak i dobitak nacionalnog suvereniteta uticali na cene obveznica tih zemalja, što pokazuje da se ratni događaji jasno odražavaju na cene državnih obveznica.

Analiza tržišta akcija sugerise prema (Shaik, et al., 2023) „da je njihov odgovor na volatilnost tokom rusko-ukrajinske ratne krize bio trenutni i drugačiji je od Covid-19 krize kada je primećeno izvesno zakašnjenje. Intenzitet krize, međutim, sugerise da je ozbiljnost rusko-ukrajinskog rata bila, na globalnom nivou, ublažena u poređenju sa GFC ili Covid-19 sto je zbunjujuće s obzirom na ozbiljnost samog incidenta.“ Prošle ratne situacije bile su u velikoj meri različite, jer su uključivale uglavnom terorističke napade i/ili su bile udaljene od evropskog kontinenta. Produženi sukob je doveo do toga da su banke smanjile svoje prognoze rasta (JP Morgan, 2022).

U kratkoročnom periodu, rusko-ukrajinski rat se očekuje da dovede do nižeg ekonomskog rasta i rastuće inflacije. Prema (Macchiarelli et al., 2022; OECD, 2022) „procenjeni godišnji rast BDP-a za 2023 god. se usporio sa 2,25% na globalnom nivou, na 0,5% u SAD-u i na 0,25% u evrozoni, što je daleko ispod predviđanja pre rata.“ Nakon postepenog globalnog ekonomskog oporavka od pandemije Covid-19, inflacioni pritisci su u porastu. Ipak, rusko-ukrajinski rat, sa svojim uticajem na cene energenata i hrane, ubrzao je inflacione pritiske širom sveta.

Dugoročne posledice rata u Ukrajini zavisice od trenutnih odgovora politika zemalja. Na tržištu hrane, pad proizvodnje, prekidi u trgovini i povećani troškovi inputa podižu cene roba, naročito pšenice. „Ukrajinski izvozi pšenice, koji čine skoro 10% globalnih izvoza, obustavljeni su nakon zatvaranja ukrajinskih luka na Crnom moru“ prema (Vladislav, 2022).

Makroekonomski uticaj kroz tržišta roba i rastući inflacioni pritisci mogu uputiti globalne ekonomije u recesiju. Akteri na tržištu su zabrinuti zbog efekata prenosa krize , koji bi mogli imati značajan uticaj na finansijska tržišta i realnu ekonomiju (Financial Times, 2022e). Ostaće da se vidi koje će se korektivne mere preduzeti da bi se rešila globalna recesija..

1.17. Reakcija tržišta akcija G20+ na sukob Rusija - Ukrajina

Rusija pokretanjem „specijalne vojne operacije“ označava početak vojnog sukoba između Rusije i Ukrajine. Ruske vlasti nikada formalno nisu objavile rat Ukrajini, ali je ruska

„ofanziva“ pokrenula najbržu i najveću izbegličku krizu u Evropi i imala je raznolike negativne efekte na tržišta i globalnu ekonomiju.

Rat uz: finansijske, zdravstvene krize, prirodne katastrofe, najznačajnije utiče na tržište kapitala globalno. „*Vojni sukobi povećavaju nesigurnost investitora u pogledu buduće profitabilnosti što posledično vodi promeni cena akcija.*“ (Leigh et al., 2023; Rigobon et al., 2022; Hudson & Urquhart, 2015).

Potrošnja namenjena vojnoj odbrani raste što vrši negativan uticaj na druge sektore ekonomije. Remete se „*odnosi izvoza i uvoza između zemalja u ratu i zemalja koje nisu u ratu, koje su takođe pogođene vojnim sukobima izazivajući negativne efekte na proizvodnju, očekivane novčane tokove i prevashodno na tržištima kapitala na cenu akcija*“ prema (Harrison, 2023). Uticaj ratova na tržište kapitala privlači najveću pažnju investitora, menadžera i regulatornih tela. Značajan uticaj na pad cena akcija posebno u obližnjim ekonomijama zemalja koje su najbliže Rusiji i Ukrajini što implicira da je geografska lokacija geopolitičkih događaja važan indikator uticaja geopolitičkog rizika na cene akcija. Treba uzeti u obzir i da je literatura o uticaju vojnih operacija Rusija Ukrajina još uvek relativno oskudna.

Tosun i Eshraghi, (2022) upoređuju uticaj sukoba Rusije i Ukrajine na dve vrste kompanija i dolaze do zaključka „*da portfoliji kompanija koje ostaju u Rusiji beleže slabije performanse u poređenju sa kompanijama koje Rusiju napuštaju.*“ Kumar, (2022) dokazuje da „*postoji porast prinosa na tržištima obnovljivih izvora energije zbog rusko-ukrajinskog sukoba.*“ Umar et al., (2022) ispituju *uticaj sukoba na turizam u Evropi, Bliskom istoku i Africi ukazujući da je sukob negativno uticao na turizam.*“ Uticaj rusko ukrajinskog sukoba odražava se i na G20 i posebno na tržišta koja su brže i ozbiljnije reagovala u kratkom roku.

Ruska ekonomija je snažno povezana sa ostatkom sveta kroz trgovinu robom i uslugama. Rusija je treći najveći izvoznik nafte i najveći izvoznik gasa u Evropu i susedne zemlje. Glavni trgovinski partneri Rusije su: Kina, evropske zemlje i SAD.

Analiza uticaja ratnog konflikta ukazuje: negativnu reakciju berzi na sam događaj, pri čemu je reakcija ruske berze najsnažnija, berze određenih zemalja beleže negativnu reakciju pre i posle dana samog događaja, dok deo berzi (Francuska, Nemačka, Italija i Japan) pokazuju negativnu reakciju samo nakon dana samog događaja i evropski i azijski regioni pokazuju najveću pogođenost početkom vojne operacije Rusije na Ukrajinu.

Ekonomije G20 predstavljaju najveće ekonomije sveta, uključujući industrijalizovane i razvijene zemlje, koje cine oko 90% bruto svetskog proizvoda, 75-80% međunarodne trgovine i 2/3 svetske populacije.

Zbog rusko-ukrajinskog konflikta trpe i berze susednih zemalja (Rumunije, Mađarske, Belorusije i Moldavije) na način na koji negativan uticaj uočavamo i na berzama zemalja G20. Uticajem rusko ukrajinskog sukoba na berze uočavamo promenu cena akcija na svim berzama nakon objave „specijalne vojne operacije“. *„Najveći gubitak evidentiran je na ruskoj berzi, a berze Poljske, Mađarske i Turske beleže gubitak veći od 10%“* prema (Yousaf et al., 2022).

Berza Ukrajine nije bila posebno negativno pogođena na dan izbijanja konflikta, iako je Ukrajina zemlja najviše pogođena vojnim akcijama. Mogući razlog je vrlo retka promena u ukrajinskom indeksu tokom dužeg vremenskog perioda. Najviše pogođene zemlje pripadaju evropskoj regiji. Razlog je što je Rusija bila važan trgovinski partner mnogim evropskim zemljama i da su trgovinske veze sa Rusijom pogođene ekonomskim sankcijama.

„Rat je oremetio odnos između geopolitičkog rizika i cena imovine. Sva imovina je bila osetljiva na porast neizvesnosti, ali svaka u različitim razmerama“ prema (Adnan et al., 2025). Prema (Ben Ameer et al., 2025) *„konflikt je praćen jačom koherentnošću između geopolitičkog rizika i obveznica, akcija, evro valute i kripto valuta sa srednjom frekvencijom od 16-32 dana; uočena je povećana koherentnost na višim frekvencijskim podacima za zlato, srebro i valute; obveznice, zlato, srebro, švajcarski franak i nekretnine bili su najotporniji na fluktuacije geopolitičkog rizika na različitim skalama, od visokih do niskih frekvencija.“* Kao takvi, čini se da služe kao najbolja zaštita tokom perioda geopolitičke nesigurnosti.

1.18. Globalni geopolitički rizik i cene akcija u Evropskoj uniji

„Savremena tržišta kapitala funkcionišu u okruženju koje karakteriše visok stepen međusobne povezanosti nacionalnih ekonomija, intenzivni međunarodni tokovi kapitala i snažna integracija finansijskih tržišta“ smatraju (Raddant & Kenett, 2017). U takvim uslovima geopolitički događaji predstavljaju jedan od najznačajnijih izvora sistemskog rizika koji prevazilazi granice pojedinačnih država i direktno utiče na formiranje cena finansijske aktive. Za razliku od tradicionalnih ekonomskih rizika, koji se uglavnom mogu proceniti na osnovu makroekonomskih pokazatelja, geopolitički rizik nastaje kao posledica: međunarodnih političkih sukoba, vojnih konflikata, trgovinskih ratova, ekonomskih sankcija, diplomatskih tenzija i drugih događaja koji stvaraju visok nivo neizvesnosti u globalnom ekonomskom sistemu. Posledično, prema (Jawadi et al., 2024) *„tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije postaju izuzetno osetljiva na promene geopolitičkog okruženja, pri čemu se efekti ovih promena najpre manifestuju kroz promene cena akcija.“*

Globalni geopolitički rizik može se definisati kao verovatnoća nastanka međunarodnih političkih događaja koji imaju potencijal da ugroze stabilnost međunarodnog ekonomskog sistema i utiču na ponašanje investitora na finansijskim tržištima. U poslednjih nekoliko godina značaj ovog oblika rizika dodatno je povećan usled rata u Ukrajini, poremećaja u globalnim lancima snabdevanja, energetske krize, rastućih trgovinskih tenzija između vodećih svetskih ekonomija, kao i intenziviranja geopolitičkog rivalstva između velikih sila. Sve navedene okolnosti dovele su do toga da geopolitički faktori postanu jedan od dominantnih determinanti kretanja cena akcija na evropskim tržištima kapitala.

Prva dimenzija ove varijable polazi od pretpostavke da globalne geopolitičke tenzije, poput velikih međunarodnih sukoba ili trgovinskih ratova, imaju direktan i brz uticaj na pad cena akcija na razvijenim tržištima Evropske unije. Razlog tome leži u činjenici da „*investitori u uslovima povećane neizvesnosti nastoje da smanje izloženost rizičnoj aktivi, što dovodi do povećane ponude akcija i njihovog pada na tržištu*“ po (Pan, 2024). Reakcije posebno su izražene kod institucionalnih investitora koji upravljaju velikim investicionim fondovima i čije odluke mogu izazvati nagle promene tržišne ravnoteže i kada fundamentalni pokazatelji poslovanja kompanija ostanu stabilni, sama percepcija povećanog geopolitičkog rizika može biti dovoljan razlog za masovnu prodaju akcija.

Druga dimenzija odnosi se na povećanje tržišne volatilnosti usled rasta globalnog geopolitičkog rizika. Volatilnost predstavlja intenzitet promena tržišnih cena u određenom vremenskom periodu i jedan je od osnovnih pokazatelja rizika na finansijskim tržištima. U uslovima geopolitičkih kriza povećava se broj nepredvidivih informacija koje svakodnevno utiču na očekivanja investitora. Kao posledica toga prema (Tiwari et al., 2024) „*dolazi do učestalijih i izraženijih oscilacija cena akcija, pri čemu vodeći evropski berzanski indeksi pokazuju znatno veću nestabilnost nego u periodima političke i ekonomske sigurnosti.*“ Takvo ponašanje tržišta potvrđuje činjenicu da volatilnost nije isključivo posledica ekonomskih faktora, već predstavlja rezultat kompleksne interakcije ekonomskih i političkih događaja.

Posebno značajna karakteristika savremenih geopolitičkih šokova jeste njihova sposobnost da destabilizuju tržište i onda kada kompanije ostvaruju izuzetno dobre finansijske rezultate. U teoriji finansija pretpostavlja se da bi tržišna vrednost akcije trebalo da odražava fundamentalnu vrednost kompanije zasnovanu na: profitabilnosti, prihodima, likvidnosti i budućim novčanim tokovima. Međutim, prema (Helmiet al., 2024) „*u periodima izraženih geopolitičkih poremećaja investitori često zanemaruju fundamentalne pokazatelje i odluke donose prvenstveno na osnovu procene ukupnog tržišnog rizika, a time geopolitički rizik*

postaje dominantan faktor formiranja cena akcija, dok kvalitet poslovanja pojedinačnih kompanija privremeno gubi značaj.“

Povećanje globalne političke neizvesnosti dodatno podstiče pojavu takozvanog „bektstva u sigurnost“ (flight to quality), koje predstavlja jedno od najpoznatijih ponašanja investitora tokom finansijskih i političkih kriza. U takvim okolnostima *„investitori masovno prodaju akcije i raspoloživa sredstva usmeravaju ka sigurnijim oblicima imovine, poput zlata, američkog dolara ili državnih obveznica najrazvijenijih ekonomija“* smatraju (Omar et al., 2017). Preraspodela kapitala izaziva pad tražnje za akcijama evropskih kompanija, čime se dodatno pojačava silazni trend njihovih tržišnih cena. Efekat je posebno izražen na tržištima koja imaju visok stepen međunarodne integracije, kakva su upravo razvijena tržišta kapitala Evropske unije.

Globalni geopolitički događaji ne utiču na tržišta kapitala isključivo kroz psihološke reakcije investitora, već i preko realnih makroekonomskih mehanizama. Ratovi, međunarodne sankcije, prekidi transportnih ruta i poremećaji u lancima snabdevanja dovode do povećanja troškova proizvodnje, smanjenja industrijske aktivnosti, rasta inflacije i usporavanja privrednog rasta. Posledično dolazi do pogoršanja očekivanih finansijskih rezultata kompanija, što investitori ugrađuju u svoje procene tržišne vrednosti akcija. *„Mehanizam pokazuje da geopolitički rizik ima dvostruki efekat neposredno utiče na investiciona očekivanja, ali istovremeno menja i fundamentalne ekonomske pokazatelje koji određuju dugoročnu vrednost preduzeća“* smatraju (Sasin et al., (2023).

Važna karakteristika savremenih evropskih tržišta jeste njihova znatno veća osetljivost na geopolitičke promene u odnosu na period od pre jedne decenije. Razvoj informacionih tehnologija, algoritamskog trgovanja, visokofrekventnih transakcija i globalnih informacionih mreža omogućava gotovo trenutni prenos informacija između svih finansijskih centara sveta. Kao rezultat toga, po (Talbi et al., (2022) *„politički događaj koji nastane u jednom delu sveta može izazvati gotovo istovremene reakcije investitora na berzama u: Frankfurtu, Parizu, Amsterdamu ili Milanu, a time se povećava brzina prenosa rizika između tržišta i smanjuje mogućnost izolovanja pojedinačnih ekonomija od spoljašnjih geopolitičkih šokova.“*

Dugoročno prognoziranje kretanja cena akcija na tržištima Evropske unije više nije moguće zasnivati isključivo na tradicionalnim ekonomskim indikatorima poput bruto domaćeg proizvoda, inflacije, kamatnih stopa ili korporativne profitabilnosti. *„Savremeni investicioni modeli sve više uključuju pokazatelje geopolitičkog rizika kao sastavni deo procesa procene*

tržišnih očekivanja, a politička stabilnost, međunarodni odnosi, bezbednosne pretnje i globalne strateške promene postaju faktori koji značajno utiču na procenu budućih prinosa i rizika ulaganja“ smatraju (Khalid & Qureshi, 2025). Zbog toga analiza geopolitičkog okruženja predstavlja neophodan element svakog ozbiljnog modela za predviđanje dugoročnih trendova na tržištima kapitala razvijenih zemalja Evropske unije.

Varijabla „**Globalni geopolitički rizik i cene akcija u Evropskoj uniji**“ predstavlja složen konstrukt koji objedinjuje međunarodne političke događaje, reakcije investitora, promene tržišne volatilnosti i makroekonomske posledice geopolitičkih kriza. Sve njene dimenzije ukazuju da geopolitički rizik predstavlja jedan od ključnih determinanti formiranja cena akcija na savremenim evropskim tržištima kapitala. Polazeći od ovakvog teorijskog okvira, opravdano je očekivati da povećanje globalnog geopolitičkog rizika proizvodi statistički značajan uticaj na stanje i kretanje cena akcija na razvijenim tržištima Evropske unije, što predstavlja teorijsku osnovu za testiranje posebne hipoteze H_{a1} u empirijskom delu istraživanja.

1.19. Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u Evropskoj uniji

Tržišna kapitalizacija predstavlja jedan od najznačajnijih pokazatelja razvijenosti i snage tržišta kapitala, budući da odražava ukupnu tržišnu vrednost svih kompanija čijim se akcijama trguje na organizovanim berzama. Njena veličina nije rezultat isključivo poslovnih performansi pojedinačnih kompanija, već predstavlja odraz poverenja investitora u buduće ekonomske perspektive, institucionalnu stabilnost i ukupni investicioni ambijent određene zemlje ili regiona. Na tržištima kapitala razvijenih zemalja Evropske unije *„tržišna kapitalizacija predstavlja važan indikator finansijske stabilnosti, sposobnosti privlačenja investicija i efikasnosti alokacije kapitala, a savremene geopolitičke promene pokazuju da se ukupna vrednost evropskih tržišta kapitala sve intenzivnije oblikuje pod uticajem međunarodnih političkih rizika, čime geopolitički faktori postaju jednako važni kao i tradicionalni makroekonomski pokazatelji“* po (Gucciardi, 2022)

Globalni geopolitički rizik utiče na tržišnu kapitalizaciju prvenstveno preko promena u očekivanjima investitora. Kada međunarodno političko okruženje postane nestabilno usled vojnih sukoba, ekonomskih sankcija, trgovinskih ratova ili ozbiljnih diplomatskih konflikata, investitori menjaju procenu budućih prinosa i povećavaju očekivanu stopu rizika. „*Kao*

posledica toga dolazi do smanjenja tržišne vrednosti akcija velikog broja kompanija, što se neposredno odražava na ukupnu tržišnu kapitalizaciju evropskih berzi. Efekat posebno je izražen u uslovima globalne finansijske integracije, kada se promene u percepciji rizika gotovo trenutno prenose između vodećih svetskih finansijskih centara“ smatra (Zhifang, 2023).

Jedna od najznačajnijih posledica eskalacije globalnih geopolitičkih kriza jeste povlačenje stranog kapitala sa evropskih tržišta kapitala. Strani institucionalni investitori, poput investicionih fondova, penzionih fondova i osiguravajućih društava, upravljaju ogromnim količinama finansijskih sredstava i svoje investicione odluke zasnivaju na proceni odnosa očekivanog prinosa i rizika. *„Povećanje geopolitičke neizvesnosti često dovodi do smanjenja njihove izloženosti evropskim tržištima, pri čemu dolazi do preusmeravanja kapitala prema sigurnijim investicionim destinacijama. Povlačenje kapitala izaziva pad cena akcija velikog broja kompanija, što direktno umanjuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju evropskih berzi“* smatraju (Forbes & Warnock, F. (2020).

Pored negativnog uticaja na postojeću tržišnu vrednost kompanija, geopolitički rizik značajno utiče i na mogućnost prikupljanja novog kapitala putem tržišta akcija. Inicijalne javne ponude akcija (IPO) predstavljaju jedan od osnovnih mehanizama finansiranja privrednog razvoja, jer omogućavaju kompanijama da obezbede sredstva za nove investicione projekte, tehnološki razvoj i međunarodnu ekspanziju. Međutim, prema (Jhavar & Seal, 2023) *„u uslovima izraženih geopolitičkih tenzija kompanije često odlažu izlazak na berzu zbog nepovoljnih tržišnih uslova, dok investitori pokazuju znatno manju spremnost za ulaganje u nove emisije hartija od vrednosti. Posledično dolazi do usporavanja rasta tržišne kapitalizacije, budući da se broj novih listiranih kompanija smanjuje, a mogućnosti finansiranja putem tržišta kapitala postaju ograničene.“*

Poseban značaj u okviru ove varijable imaju evropska finansijska čvorišta, kao što su: Frankfurt, Pariz, Amsterdam i Milano, koja predstavljaju ključne centre međunarodnog finansijskog sistema. Upravo zbog visokog stepena međunarodne povezanosti, ova tržišta vrlo brzo reaguju na promene u globalnom geopolitičkom okruženju. *„U momentima izraženih međunarodnih turbulencija dolazi do značajnog smanjenja tržišne kapitalizacije upravo na ovim berzama, jer investitori nastoje da ograniče izloženost regionima za koje procenjuju da mogu biti indirektno pogođeni geopolitičkim krizama“* prema (Alwadeai et al., 2024). Time se potvrđuje da razvijenost tržišta kapitala ne znači nužno i veću otpornost na međunarodne političke poremećaje, već često podrazumeva veću izloženost globalnim tokovima kapitala.

Pad tržišne kapitalizacije tokom geopolitičkih kriza nije isključivo rezultat pogoršanja ekonomskih pokazatelja, već je u velikoj meri uslovljen psihološkim reakcijama investitora. Savremena bihevioralna finansijska teorija ukazuje da investitori u uslovima povećane neizvesnosti često donose odluke pod uticajem emocija, pre svega straha, pesimizma i averzije prema riziku. Takve reakcije prema (Torales et al., 2026) *„mogu dovesti do masovne rasprodaje akcija i onda kada ne postoje neposredni fundamentalni razlozi za značajniji pad njihove vrednosti, a psihološki efekti geopolitičkih događaja zbog toga predstavljaju važan mehanizam putem kojeg se međunarodne političke krize prenose na tržišnu kapitalizaciju evropskih berzi.“*

Pored psiholoških faktora, geopolitički rizik utiče i na dugoročnu likvidnost tržišta kapitala. Likvidnost podrazumeva mogućnost brzog kupovanja i prodavanja finansijske aktive bez značajnijih promena njene tržišne cene. *„U uslovima povećane međunarodne neizvesnosti smanjuje se broj tržišnih učesnika spremnih da preuzmu dodatni rizik, dok investitori sve češće odlažu donošenje novih investicionih odluka. Posledično opada obim trgovanja, povećavaju se transakcioni troškovi, a tržišta postaju manje efikasna“* smatraju (Banerje et al., 2024). Dugotrajan pad likvidnosti dodatno umanjuje tržišnu kapitalizaciju jer smanjuje atraktivnost evropskih berzi za domaće i međunarodne investitore.

„Makroekonomske posledice globalnih geopolitičkih promena predstavljaju još jedan važan kanal kroz koji dolazi do smanjenja tržišne kapitalizacije“ smatraju (Ayadi & Ben Mbarek, 2025). Međunarodni sukobi, trgovinska ograničenja i poremećaji u lancima snabdevanja utiču na usporavanje: privrednog rasta, rast inflacije, povećanje troškova finansiranja i smanjenje investicione aktivnosti. Makroekonomska kretanja negativno utiču na očekivane profite kompanija, što investitori ugrađuju u procenu njihove tržišne vrednosti. Kada se ovaj proces istovremeno odvija kod velikog broja listiranih kompanija, ukupna tržišna kapitalizacija evropskih berzi beleži kontinuirani pad.

Jedna od karakteristika savremenih tržišta kapitala jeste i izražena percepcija dugotrajnih trgovinskih sukoba kao ozbiljne pretnje tržišnoj vrednosti evropskih kompanija. *„Evropska unija predstavlja jednu od najotvorenijih ekonomskih celina na svetu, zbog čega njena tržišta kapitala snažno zavise od međunarodne trgovine i globalnih investicionih tokova“* po (Marčeta & Bojnec, 2023). Produženi trgovinski sukobi između vodećih svetskih ekonomija mogu dovesti do: smanjenja izvoza, rasta proizvodnih troškova i pogoršanja poslovnih rezultata evropskih kompanija, što se neposredno reflektuje na smanjenje njihove tržišne

kapitalizacije. Investitori zbog toga dugotrajne geopolitičke tenzije sve češće posmatraju kao sistemski rizik koji može trajno promeniti vrednovanje evropskih tržišta kapitala.

Varijabla „**Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u Evropskoj uniji**“ predstavlja višedimenzionalni koncept koji obuhvata međusobno povezane efekte međunarodnih političkih događaja na vrednost: tržišta kapitala, investicione tokove, likvidnost, mogućnost prikupljanja novog kapitala i ukupnu finansijsku stabilnost evropskih berzi. Njena teorijska utemeljenost proizlazi iz činjenice da globalni geopolitički događaji istovremeno utiču na očekivanja investitora, makroekonomske pokazatelje i funkcionisanje finansijskih tržišta, čime tržišna kapitalizacija postaje jedan od najosetljivijih pokazatelja geopolitičkih promena.

Na osnovu navedenih teorijskih postavki može se zaključiti da postoji snažno teorijsko uporište za pretpostavku da povećanje globalnog geopolitičkog rizika dovodi do smanjenja tržišne kapitalizacije i pogoršanja likvidnosti tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije. Upravo zbog toga ova varijabla predstavlja teorijsku osnovu za empirijsko testiranje posebne alternativne hipoteze H_{a3} , kojom se pretpostavlja da globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u Evropskoj uniji imaju statistički značajan uticaj na stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.

1.20. Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija

Globalni geopolitički događaji predstavljaju jedan od najvažnijih izvora sistemskog rizika na savremenim tržištima kapitala, njihov uticaj nije jednak u svim državama članicama Evropske unije. Razlike u geografskoj poziciji, političkoj stabilnosti, institucionalnom kvalitetu, energetske zavisi, fiskalnoj održivosti i spoljnom političkoj orijentaciji pojedinačnih država stvaraju različite nivoe izloženosti geopolitičkom riziku. Zbog toga se prema (Xu & Shi, 2025) „*sve veća pažnja u savremenoj finansijskoj literaturi posvećuje analizi geopolitičkog rizika na nacionalnom nivou, odnosno proceni načina na koji specifične političke i bezbednosne okolnosti pojedinačne zemlje utiču na ponašanje investitora i kretanje cena akcija na domaćim tržištima kapitala.*“

Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države može se definisati kao skup: političkih, bezbednosnih i međunarodnih okolnosti koje utiču na ekonomsku stabilnost konkretne zemlje i menjaju percepciju investicionog rizika kod domaćih i stranih investitora. Za razliku od

globalnog geopolitičkog rizika, koji istovremeno zahvata veliki broj država, nacionalni geopolitički rizik proizlazi iz specifičnih karakteristika pojedinačne ekonomije. Prema (Bondarenko et al., 2024) „*njegovi izvori mogu biti unutrašnja politička nestabilnost, promene vlada, institucionalne krize, pogoršanje međunarodnih odnosa, regionalni sukobi, energetska zavisnost, kao i različiti oblici političkih konflikata sa međunarodnim organizacijama ili drugim državama.*“ Upravo zbog svoje specifičnosti, nacionalni geopolitički rizik često proizvodi snažnije posledice na domaćem tržištu kapitala nego što ih izazivaju opšti međunarodni događaji.

Jedna od osnovnih determinanti nacionalnog geopolitičkog rizika jeste geografski položaj države. „*Zemlje koje se nalaze u neposrednoj blizini kriznih područja ili ratnih zona izložene su većem stepenu investicione neizvesnosti u odnosu na države koje su geografski udaljenije od potencijalnih bezbednosnih pretnji*“ smatra (Federle et al., 2026). Investitori geografski položaj često posmatraju kao indikator mogućnosti preliva geopolitičkih konflikata na ekonomsku aktivnost, što dovodi do povećanja premije rizika koju zahtevaju prilikom ulaganja. Posledično, cene akcija kompanija registrovanih u geografski izloženijim državama mogu beležiti izraženiji pad i kada neposredni ekonomski pokazatelji ostanu relativno stabilni. Ponašanje investitora potvrđuje da se percepcija rizika ne zasniva isključivo na ekonomskim faktorima, već i na proceni bezbednosnog okruženja u kojem posluju kompanije.

Poseban značaj ima unutrašnja politička stabilnost države. Česte promene: vlada, političke krize, institucionalni sukobi, vanredni izbori ili dugotrajna politička neizvesnost stvaraju nepovoljno investiciono okruženje koje povećava neizvesnost u pogledu buduće ekonomske politike. Investitori u takvim okolnostima teže procenjuju buduće: regulatorne uslove, poresku politiku, fiskalnu održivost i pravnu sigurnost, što povećava zahtevanu stopu prinosa na ulaganja u akcije domaćih kompanija. „*Posledica povećane premije rizika jeste smanjenje tržišne vrednosti akcija i povećana volatilnost lokalnog tržišta kapitala. Empirijska istraživanja pokazuju da politička stabilnost predstavlja jedan od ključnih faktora koji određuju atraktivnost nacionalnog tržišta kapitala za međunarodne investitore*“ smatra (Arisoy, 2010).

Energetska zavisnost pojedinačne države predstavlja dodatni kanal putem kojeg geopolitički rizik utiče na tržište akcija. „*Evropske ekonomije u velikoj meri zavise od međunarodnih energetske tokova, pri čemu poremećaji u snabdevanju prirodnim gasom, naftom ili električnom energijom mogu značajno povećati troškove proizvodnje i umanjiti konkurentnost domaćih kompanija*“ po (Filijovic & Obrenović, 2021). Posebno su pogođeni:

energetski intenzivni sektori, poput hemijske industrije, metalurgije, transporta i proizvodnje električne energije, ali i bankarski sektor koji finansira privredu suočenu sa rastućim troškovima poslovanja. Investitori ovakve rizike veoma brzo ugrađuju u tržišne cene akcija, zbog čega energetska zavisnost postaje važna komponenta procene nacionalnog geopolitičkog rizika.

„Karakteristika tržišta kapitala unutar Evropske unije jeste njihova heterogenost, dok razvijena tržišta poput nemačkog ili francuskog raspolažu: velikom dubinom tržišta, visokom likvidnošću i značajnim učešćem međunarodnih investitora, manja i perifernija tržišta kapitala pokazuju znatno veću osetljivost na domaće političke događaje“ smatraju (Debortoli & Galí, 2025). Na takvim tržištima lokalni geopolitički rizik često proizvodi intenzivnije reakcije nego globalni politički događaji, budući da investitori procenjuju da institucionalna otpornost i kapacitet za upravljanje krizama nisu jednaki kao u najrazvijenijim članicama Evropske unije. Zbog manje tržišne dubine i ograničenog broja učesnika i relativno mali odliv kapitala može izazvati značajan pad cena akcija i povećanje tržišne volatilnosti.

Posebnu dimenziju nacionalnog geopolitičkog rizika predstavljaju političko-pravni odnosi između pojedinačnih država članica i institucija Evropske unije. Sporovi koji se odnose na poštovanje: principa vladavine prava, primenu evropskog zakonodavstva, budžetsku disciplinu ili spoljnospolitičke odluke mogu značajno narušiti poverenje investitora. *„Tržišta kapitala veoma brzo reaguju na informacije koje ukazuju na mogućnost finansijskih sankcija, ograničenja pristupa evropskim fondovima ili pogoršanja političkih odnosa između nacionalnih vlada i institucija Evropske unije“* po (Alwadeai et al., 2024). U takvim okolnostima povećava se percepcija političkog rizika, što se neposredno odražava na pad cena akcija kompanija čije poslovanje zavisi od domaćeg ekonomskog i regulatornog okruženja.

Geopolitičke krize često zahtevaju donošenje vanrednih ekonomskih mera od strane nacionalnih vlada. Mere mogu obuhvatiti promene poreske politike, ograničenja cena energenata, subvencije pojedinim sektorima, povećanje javne potrošnje ili uvođenje posebnih regulatornih mehanizama. Iako su takve mere usmerene ka ublažavanju posledica krize, njihovi efekti na tržište kapitala nisu uvek pozitivni. *„Investitori pažljivo procenjuju dugoročnu održivost ekonomskih politika i njihov uticaj na profitabilnost kompanija“* po (Challoumis, 2025). Posebno su osetljive akcije banaka i energetskih kompanija, budući da upravo ovi sektori najčešće trpe najveće regulatorne promene tokom geopolitičkih poremećaja. Time nacionalna ekonomska politika postaje važan posredni mehanizam preko kojeg geopolitički rizik utiče na tržišne vrednosti kompanija.

Jedna od najznačajnijih posledica povećanog nacionalnog geopolitičkog rizika jeste rast premije rizika koju investitori zahtevaju prilikom ulaganja u akcije kompanija iz određene države. Premija rizika predstavlja dodatni prinos koji investitori očekuju kao kompenzaciju za povećanu neizvesnost ulaganja. Što je percepcija geopolitičkog rizika veća, investitori zahtevaju višu stopu prinosa, automatski dovodi do nižeg vrednovanja akcija na tržištu. Mehanizam predstavlja osnovni finansijski kanal preko kojeg geopolitički rizik utiče na tržišne cene akcija. Istovremeno, smatra (Chang, 2023) „*povećana premija rizika može smanjiti konkurentnost domaćih kompanija u odnosu na preduzeća iz politički stabilnijih zemalja Evropske unije, jer im povećava troškove finansiranja i otežava pristup međunarodnom kapitalu.*“

Važno je naglasiti da nacionalni geopolitički rizik ne deluje izolovano od globalnih geopolitičkih procesa. Naprotiv, smatraju (Sommerer et al., 2022) „*međunarodne političke krize često pojačavaju postojeće slabosti pojedinačnih država, stvarajući sinergijski efekat koji dodatno povećava nestabilnost domaćih tržišta kapitala.*“ Zemlje sa razvijenim institucijama, stabilnim političkim sistemom i visokim stepenom poverenja investitora uglavnom uspešnije apsorbuju spoljne geopolitičke šokove, dok države sa izraženijim unutrašnjim političkim Problemima beleže znatno intenzivnije negativne reakcije tržišta. Iz tog razloga nacionalni geopolitički rizik predstavlja važnu dopunu analizi globalnih geopolitičkih promena, jer omogućava preciznije razumevanje razlika u ponašanju pojedinačnih tržišta kapitala unutar Evropske unije.

Posmatrano u celini, varijabla „**Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija**“ obuhvata kompleksnu interakciju političkih, institucionalnih, ekonomskih i bezbednosnih faktora koji određuju način na koji investitori vrednuju akcije kompanija na nacionalnim tržištima kapitala. Njena teorijska utemeljenost proizlazi iz savremenih koncepata finansijske ekonomije, teorije političkog rizika i međunarodnih finansija, koji ukazuju da specifične karakteristike pojedinačnih država predstavljaju značajan izvor sistemskog investicionog rizika.

Polazeći od navedenih teorijskih postavki, može se zaključiti da postoji snažno teorijsko uporište za pretpostavku da geopolitički rizik na nivou pojedinačne države proizvodi statistički značajan uticaj na stanje i kretanje cena akcija na domaćim tržištima kapitala država članica Evropske unije. Upravo ova teorijska razmatranja predstavljaju osnov za empirijsko testiranje posebne alternativne hipoteze **H_{a2}**, kojom se pretpostavlja da geopolitički rizik na nivou

pojedinačne države i cene akcija imaju statistički značajan uticaj na stanje i kretanje cena akcija.

1.21. Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija

Tržišna kapitalizacija predstavlja jedan od najvažnijih pokazatelja razvijenosti, stabilnosti i investicione atraktivnosti nacionalnog tržišta kapitala. Njena vrednost odražava ne samo tržišnu cenu listiranih kompanija, već i ukupno poverenje investitora u ekonomske, političke i institucionalne kapacitete određene države. U savremenim uslovima globalne finansijske integracije tržišna kapitalizacija sve manje zavisi isključivo od korporativnih performansi, a sve više od percepcije ukupnog rizika zemlje u kojoj kompanije posluju. Među brojnim determinantama koje oblikuju investicione odluke, *„geopolitički rizik na nivou pojedinačne države zauzima posebno mesto, jer neposredno utiče na tokove kapitala, ponašanje investitora, kreditni rejting zemlje i sposobnost nacionalnog tržišta da privlači domaće i strane investicije“* smatraju (Yu & Wang, 2023).

Geopolitički rizik na nivou države predstavlja skup političkih, bezbednosnih i međunarodnih faktora koji utiču na ekonomsku stabilnost određene zemlje i menjaju procenu investicionog rizika. U kontekstu tržišne kapitalizacije njegov značaj proizlazi iz činjenice da investitori prilikom procene tržišne vrednosti kompanija ne analiziraju samo njihove finansijske rezultate, već i političko okruženje u kojem te kompanije posluju. Prema (Stevanović et al., 2023) *„ukoliko investitori procene da: je politička stabilnost ugrožena, postoji mogućnost regionalnih konflikata ili je spoljnopolitička pozicija zemlje neizvesna, oni često smanjuju izloženost tom tržištu, što neposredno utiče na pad tržišne kapitalizacije.“*

Jedan od osnovnih mehanizama putem kojeg geopolitički rizik utiče na tržišnu kapitalizaciju jeste odliv kapitala sa domaće berze. Investitori nastoje da svoja sredstva usmere ka tržištima koja pružaju: veću sigurnost, predvidljivost i institucionalnu stabilnost. *„Kada se poveća percepcija političkog ili bezbednosnog rizika u određenoj državi, dolazi do povlačenja kako domaćeg i stranog kapitala“* smatraju (Von Borzyskowski & Vabulas, 2023). Ponašanje investitora izaziva smanjenje tražnje za akcijama domaćih kompanija, što dovodi do pada njihovih tržišnih vrednosti i posledično do smanjenja ukupne tržišne kapitalizacije nacionalne berze. Efekat je naročito izražen na manjim tržištima kapitala koja raspolažu ograničenom likvidnošću i manjim brojem institucionalnih investitora.

Posebno su ranjiva tržišta kapitala zemalja koje su prošle kroz tranzicione procese ili se još uvek suočavaju sa određenim institucionalnim slabostima. U takvim ekonomijama percepcija regionalnog rizika često ima snažniji efekat nego realni ekonomski pokazatelji i kada makroekonomski parametri ostaju relativno stabilni, povećana politička neizvesnost može dovesti do dugoročnog pada tržišne kapitalizacije. *„Investitori u ovim slučajevima često procenjuju da potencijalni budući rizici prevazilaze očekivane prinose, zbog čega se kapital usmerava prema razvijenijim i politički stabilnijim tržištima Evropske unije“* smatraju (Kelemen & McNamara, 2022).

Važan element u analizi nacionalnog geopolitičkog rizika predstavlja kreditni, odnosno suvereni rejting države. Kreditni rejting predstavlja procenu sposobnosti države da uredno izvršava svoje finansijske obaveze i jedan je od ključnih pokazatelja investicione sigurnosti. Prema (Topić-Pavković, 2024) *„geopolitičke tenzije, politička nestabilnost i pogoršanje međunarodnih odnosa često dovode do snižavanja kreditnog rejtinga zemlje i takve promene povećavaju troškove zaduživanja države, ali istovremeno utiču i na percepciju rizika privatnog sektora.“* Investitori negativne promene kreditnog rejtinga često tumače kao signal povećane političke i ekonomske neizvesnosti, što dovodi do pada vrednosti akcija i smanjenja ukupne tržišne kapitalizacije.

Međutim, uticaj geopolitičkog rizika nije identičan u svim državama članicama Evropske unije. Zemlje koje raspolažu: snažnim institucijama, razvijenim pravnim sistemom, visokim stepenom transparentnosti i stabilnim političkim okruženjem pokazuju znatno veću otpornost na geopolitičke šokove. *„Institucionalni kvalitet predstavlja svojevrsni zaštitni mehanizam koji ublažava negativne posledice političkih poremećaja“* smatraju (Kim et al., 2026). Investitori takve zemlje percipiraju kao sposobne da efikasno upravljaju krizama i očuvaju ekonomsku stabilnost i u uslovima povećanih geopolitičkih tenzija. Zbog toga njihova tržišna kapitalizacija uglavnom beleži manje oscilacije u poređenju sa državama koje karakterišu institucionalne slabosti i politička neizvesnost.

Geopolitički rizik utiče i na strukturu međunarodnih investicionih tokova unutar Evropske unije. *„U uslovima povećane političke neizvesnosti investitori često restrukturiraju svoje portfolije preusmeravajući sredstva sa tržišta koja smatraju rizičnijim ka finansijskim centrima koji se percipiraju kao sigurniji, a proces poznat je kao relokacija kapitala ka tržištima „jezgra“ Evropske unije“* smatraju (Beck et al., 2024). Posledica takvog ponašanja jeste koncentracija kapitala u razvijenim finansijskim centrima poput Frankfurta, Pariza ili Amsterdama, dok tržišta zemalja sa povećanim geopolitičkim rizikom beleže smanjenje tržišne

kapitalizacije i likvidnosti. Time se dodatno produbljuju razlike između centralnih i perifernih tržišta kapitala unutar Evropske unije.

Jedan od najvažnijih izvora rasta tržišne kapitalizacije po (Destek et al., 2023) „*jesu strane direktne investicije i portfolio investicije, investicije povećavaju raspoloživi kapital, podstiču razvoj kompanija i doprinose rastu tržišne vrednosti listiranih preduzeća.*“ Međutim, odluke međunarodnih investitora u velikoj meri zavise od procene spoljnopolitičke stabilnosti zemlje domaćina. Države koje održavaju stabilne međunarodne odnose, predvidivu spoljnopolitičku strategiju i visok nivo političke sigurnosti privlače znatno veći obim investicija od zemalja koje se nalaze u zoni pojačanih geopolitičkih tenzija. Zbog toga spoljnopolitička stabilnost postaje jedan od ključnih preduslova za dugoročni rast tržišne kapitalizacije.

„*Savremena istraživanja tržišta kapitala ukazuju da dugoročni razvoj nacionalnih berzi nije moguće posmatrati odvojeno od geopolitičkog okruženja*“ smatra (Ji, 2025). Zemlje koje se nalaze u regionima opterećenim: političkim konfliktima, bezbednosnim izazovima ili dugotrajnim međunarodnim sporovima suočavaju se sa ozbiljnim ograničenjima u pogledu razvoja tržišta kapitala. Investitori u takvim okolnostima zahtevaju veće prinose kao kompenzaciju za povećani rizik, što povećava cenu kapitala i smanjuje tržišne vrednosti kompanija. Posledično, mogućnosti za povećanje tržišne kapitalizacije postaju ograničene bez obzira na pojedinačne uspehe određenih kompanija ili sektora.

Pored direktnih efekata na investicione tokove, geopolitički rizik utiče i na očekivanja investitora u pogledu budućeg ekonomskog rasta. „*Tržišna kapitalizacija predstavlja refleksiju budućih očekivanih prihoda kompanija, a ne samo njihovog trenutnog finansijskog položaja. Kada geopolitičke okolnosti stvaraju neizvesnost u vezi sa budućim privrednim kretanjima, investitori koriguju svoja očekivanja, što se neposredno odražava na tržišne vrednosti kompanija*“ smatraju (Kirilchuk et al., 2022). Efekat je posebno izražen kod međunarodno orijentisanih kompanija čije poslovanje zavisi od stabilnosti međunarodne trgovine i globalnih investicionih tokova.

Varijabla „**Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija**“ predstavlja složen teorijski konstrukt koji povezuje političku stabilnost, institucionalni kvalitet, kreditni rejting, međunarodne investicione tokove i ukupnu vrednost nacionalnog tržišta kapitala. Njena teorijska osnova proizlazi iz savremenih teorija političkog rizika, međunarodnih finansija i tržišta kapitala koje ukazuju da investitori prilikom procene tržišne

vrednosti kompanija ne vrednuju samo njihove poslovne performanse, već i političke i geopolitičke karakteristike zemlje u kojoj posluju.

Na osnovu izloženih teorijskih razmatranja može se zaključiti da postoji snažno teorijsko uporište za pretpostavku da geopolitički rizik na nivou pojedinačne države ima značajan uticaj na stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti nacionalnih tržišta kapitala unutar Evropske unije. Upravo zbog toga ova varijabla predstavlja teorijsku osnovu za empirijsko testiranje posebne alternativne hipoteze H_{a4} , kojom se pretpostavlja da geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija imaju statistički značajan uticaj na stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.

1.22. Stanje i kretanje cena akcija na tržištima kapitala razvijenih zemalja Evropske unije

Prema (Aayale et al., 2022) „*cene akcija predstavljaju jedan od najznačajnijih pokazatelja funkcionisanja tržišta kapitala, budući da odražavaju kolektivna očekivanja investitora o: budućem poslovanju kompanija, makroekonomskim kretanjima i ukupnoj stabilnosti finansijskog sistema.*“ Na razvijenim tržištima kapitala Evropske unije formiranje cena akcija rezultat je istovremenog delovanja velikog broja: ekonomskih, finansijskih, političkih i psiholoških faktora, pri čemu savremene geopolitičke promene imaju sve izraženiji uticaj na tržišna očekivanja. Za razliku od tradicionalnog pristupa, prema kojem su cene akcija prvenstveno određene fundamentalnim pokazateljima poslovanja kompanija, savremena finansijska teorija ukazuje da politička neizvesnost, međunarodni konflikti i geopolitičke turbulencije predstavljaju značajne determinante tržišnih vrednosti akcija.

Na efikasnim tržištima kapitala prema (Goldstein, 2023) „*svaka nova informacija trenutno se ugrađuje u tržišnu cenu akcije i upravo zbog toga berzanska tržišta predstavljaju jedan od najosetljivijih segmenata finansijskog sistema, budući da veoma brzo reaguju na promene u ekonomskom i političkom okruženju.*“ Savremena digitalizacija finansijskih tržišta, razvoj algoritamskog trgovanja i visoka međunarodna povezanost berzi dodatno su povećali brzinu prenosa informacija, zbog čega i događaji koji nastanu izvan Evropske unije mogu u veoma kratkom roku izazvati značajne promene cena akcija evropskih kompanija.

Jedna od osnovnih karakteristika savremenih evropskih tržišta kapitala jeste izražena volatilnost cena akcija. Volatilnost predstavlja intenzitet i učestalost promena tržišnih cena u

određenom vremenskom periodu i smatra se jednim od osnovnih pokazatelja tržišnog rizika. U poslednjih nekoliko godina evropske berze karakteriše povećana učestalost snažnih dnevnih oscilacija, što predstavlja posledicu kombinovanog delovanja inflacionih pritisaka, promena monetarne politike Evropske centralne banke, energetske krize, geopolitičkih sukoba i usporavanja privrednog rasta, a takve okolnosti značajno otežavaju procenu buduće vrednosti akcija i povećavaju neizvesnost investicionih odluka.

Kretanje vodećih evropskih berzanskih indeksa predstavlja pouzdan pokazatelj opšteg stanja tržišta kapitala. „*Indeksi poput nemačkog DAX-a, francuskog CAC 40, italijanskog FTSE MIB ili panevropskog STOXX Europe 600 objedinjuju tržišnu vrednost najvećih evropskih kompanija i predstavljaju svojevrsan barometar investicionog raspoloženja*“ smatra (Bruzze, 2025). U periodima izraženih geopolitičkih i ekonomskih turbulencija ovi indeksi često beleže negativne trendove, što ukazuje na smanjenje tržišnog optimizma i rast averzije prema riziku. Pad vodećih indeksa istovremeno odražava pogoršanje očekivanja u pogledu buduće profitabilnosti kompanija i povećanu zabrinutost investitora za ukupnu stabilnost evropske privrede.

Promene cena akcija ne predstavljaju samo reakciju na trenutno stanje poslovanja kompanija, već prvenstveno odražavaju očekivanja o njihovim budućim rezultatima. Investitori kontinuirano procenjuju mogućnost ostvarivanja: budućih prihoda, profitabilnosti i rasta kompanija, pri čemu svaka promena spoljnog okruženja može značajno izmeniti njihovu procenu tržišne vrednosti. „*Geopolitičke promene povećaju rizik poslovanja ili ugroze buduće privredne aktivnosti, očekivani novčani tokovi kompanija bivaju revidirani naniže, što neposredno utiče na pad tržišnih cena njihovih akcija*“ smatraju (McCaffre et al., 2024). Tržište kapitala postaje mehanizam koji veoma brzo reflektuje promene u ekonomskim očekivanjima.

Posebno značajan indikator stanja tržišta kapitala predstavljaju očekivanja investitora u pogledu budućih kretanja cena akcija. Ukoliko tržišni učesnici procene da će: geopolitičke tenzije, inflacija, visoke kamatne stope ili usporavanje privrednog rasta trajati duži vremenski period, raste verovatnoća nastavka negativnog trenda na tržištu akcija. Očekivanja mogu dodatno pojačati silazna kretanja, budući da investitori odlažu nove investicije ili smanjuju postojeću izloženost tržištu akcija. „*Tržišna očekivanja postaju samostalni faktor koji utiče na dalje promene cena akcija*“ smatraju (Meher & Mishra, 2026).

Važan pokazatelj stanja tržišta akcija predstavljaju i ostvareni prinosi investitora. U uslovima stabilnog ekonomskog razvoja tržišta kapitala omogućavaju ostvarivanje prinosa koji

nadmašuju prinose na konzervativnije finansijske instrumente. Međutim, smatraju (Salisu et al., 2022) „tokom perioda izraženih geopolitičkih i ekonomskih poremećaja prinosi na akcije često značajno opadaju, dok se povećava neizvesnost njihovog budućeg kretanja a smanjenje prinosa dodatno umanjuje atraktivnost ulaganja u akcije, što može izazvati dodatni odliv kapitala sa tržišta i produbiti negativna kretanja.“

Savremena tržišta kapitala karakteriše i izrazita osetljivost na objavljivanje makroekonomskih pokazatelja. „Informacije o stopi inflacije, nezaposlenosti, industrijskoj proizvodnji, bruto domaćem proizvodu, kamatnim stopama ili poslovnom poverenju često izazivaju trenutne reakcije investitora“ po (Mazikana, 2023). U uslovima povećane geopolitičke neizvesnosti značaj ovih informacija dodatno raste, jer investitori nastoje da procene sposobnost privrede da apsorbuje spoljne šokove i manje promene makroekonomskih pokazatelja mogu izazvati intenzivne reakcije tržišta ukoliko se tumače kao signal mogućeg pogoršanja ekonomskih izgleda.

„Posebnu pažnju zaslužuje pojava dugotrajnih negativnih tržišnih trendova, poznatih kao medveđe tržište (bear market), pojam označava period u kojem cene akcija beleže dugotrajan pad praćen: smanjenim poverenjem investitora, nižim obimom novih ulaganja i povećanom sklonošću ka sigurnijim oblicima finansijske aktive“ po (Zabrowski, 2025). Za razliku od kratkotrajnih tržišnih korekcija, medveđe tržište predstavlja dugoročniji proces koji može trajati više meseci ili godina. U takvim okolnostima tržište kapitala karakterišu smanjena likvidnost, niži investicioni optimizam i povećana volatilnost, što dodatno otežava oporavak tržišnih cena akcija.

Na stanje i kretanje cena akcija ne utiču isključivo objektivni ekonomski pokazatelji, već i psihološki faktori koji oblikuju ponašanje investitora. „Bihevioralne finansije ukazuju da investitori često donose odluke pod uticajem: emocija, kolektivnog ponašanja i očekivanja drugih tržišnih učesnika“ smatra (Padmavathy, 2024). U uslovima izražene geopolitičke neizvesnosti povećavaju se strah, pesimizam i averzija prema riziku, što može izazvati intenzivne tržišne reakcije koje prevazilaze efekte realnih ekonomskih promena. Upravo zbog toga savremena analiza tržišta kapitala podrazumeva istovremeno razmatranje fundamentalnih ekonomskih pokazatelja i psiholoških determinanti tržišnog ponašanja.

Može se zaključiti da stanje i kretanje cena akcija predstavljaju rezultat složene interakcije: makroekonomskih pokazatelja, poslovnih performansi kompanija, monetarne politike, međunarodnih finansijskih tokova i geopolitičkih okolnosti. Prema (Chaudhary, 2024)

„u savremenim uslovima globalne međuzavisnosti geopolitički događaji postaju jedan od najvažnijih faktora koji određuju dinamiku tržišnih cena akcija, njihov stepen volatilnosti i očekivane prinose investitora.“ Iz tog razloga analiza stanja i kretanja cena akcija predstavlja nezaobilazan element proučavanja stabilnosti tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije.

Posmatrano iz perspektive ovog istraživanja, varijabla „**Stanje i kretanje cena akcija**“ predstavlja zavisni konstrukt koji objedinjuje trenutni nivo tržišnih cena, njihov trend, volatilnost, očekivane prinose i investiciona očekivanja. Njena vrednost oblikovana je zajedničkim delovanjem globalnog geopolitičkog rizika i nacionalnog geopolitičkog rizika, zbog čega predstavlja odgovarajuću teorijsku osnovu za empirijsko testiranje alternativnih hipoteza H_{a1} , H_{a2} i H_{a5} , kojima se pretpostavlja da globalni i nacionalni geopolitički rizici, pojedinačno i integrisano, ostvaruju statistički značajan uticaj na stanje i kretanje cena akcija na tržištima kapitala razvijenih zemalja Evropske unije.

1.23. Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti na tržištima kapitala razvijenih zemalja Evropske unije

Prema (Cui et al., 2024) *„tržišna kapitalizacija i likvidnost predstavljaju dva međusobno povezana i fundamentalna pokazatelja: razvijenosti, stabilnosti i efikasnosti tržišta kapitala, dok tržišna kapitalizacija odražava ukupnu tržišnu vrednost svih kompanija čijim se akcijama trguje na organizovanim berzama, likvidnost pokazuje sposobnost tržišta da omogući brzo i efikasno izvršavanje transakcija uz minimalne promene tržišnih cena.“* Zajedničkim posmatranjem ova dva pokazatelja moguće je steći celovitu sliku o finansijskoj snazi, atraktivnosti i otpornosti tržišta kapitala na spoljne ekonomske i geopolitičke poremećaje. U savremenim uslovima globalne finansijske integracije upravo tržišna kapitalizacija i likvidnost predstavljaju jedne od najosetljivijih indikatora promena u međunarodnom političkom i ekonomskom okruženju.

Razvoj tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije tokom poslednjih decenija karakterisala je kontinuirana ekspanzija: tržišne kapitalizacije, povećanje broja listiranih kompanija, rast međunarodnih investicionih tokova i unapređenje tržišne likvidnosti. Međutim, intenziviranje: geopolitičkih promena, energetska kriza, poremećaji u globalnim lancima snabdevanja, rast inflacije, promene monetarne politike i povećana međunarodna politička neizvesnost značajno su promenili uslove funkcionisanja evropskih finansijskih tržišta. „U

takvom okruženju tržišna kapitalizacija i likvidnost postaju pokazatelji koji veoma brzo reflektuju promene u investicionom raspoloženju i ukupnom nivou poverenja investitora“ prema (Jagirdar & Gupta, 2024).

Jedan od osnovnih pokazatelja stanja tržišta kapitala jeste ukupna tržišna kapitalizacija berzi razvijenih zemalja Evropske unije. Prema (Phan & To, 2025) *„kontinuirani rast tržišne kapitalizacije ukazuje na: povećanje vrednosti kompanija, rast investicionog optimizma i povoljna očekivanja u pogledu budućeg ekonomskog razvoja, a nasuprot tome, dugotrajan pad tržišne kapitalizacije signalizira: smanjenje tržišnog poverenja, povećanje investicionog rizika i pogoršanje ekonomskih očekivanja.“* U savremenim uslovima upravo geopolitičke promene predstavljaju jedan od najvažnijih faktora koji mogu izazvati dugoročno smanjenje ukupne tržišne vrednosti evropskih berzi.

„Važnu komponentu tržišne kapitalizacije predstavlja prisustvo stranog institucionalnog kapitala“ smatraju (Ellimäki et al. 2023). Međunarodni investicioni fondovi, penzioni fondovi, osiguravajuće kompanije i druge institucionalne finansijske institucije učestvuju sa značajnim udelom u prometu na evropskim tržištima kapitala. Njihove investicione odluke zasnivaju se na: proceni prinosa, rizika i političke stabilnosti regiona u koji ulažu. U uslovima povećane geopolitičke neizvesnosti institucionalni investitori često smanjuju izloženost evropskim tržištima i sredstva preusmeravaju ka finansijskim instrumentima koji se smatraju sigurnijim, a takvo povlačenje kapitala utiče na smanjenje tržišne kapitalizacije, pad obima trgovanja i pogoršanje ukupne likvidnosti tržišta.

„Likvidnost predstavlja jednu od osnovnih pretpostavki efikasnog funkcionisanja tržišta kapitala, jer visoko likvidno tržište omogućava investitorima da brzo kupe ili prodaju hartije od vrednosti bez značajnog uticaja na njihovu tržišnu cenu“ smatraju (Foucault et al., 2023). Takva tržišta privlače veći broj investitora, omogućavaju efikasniju alokaciju kapitala i smanjuju troškove finansiranja kompanija. Međutim, u uslovima povećane geopolitičke neizvesnosti dolazi do smanjenja broja tržišnih učesnika spremnih na preuzimanje rizika, što neposredno utiče na smanjenje obima trgovanja i pogoršanje tržišne likvidnosti. Dugotrajan pad likvidnosti dodatno povećava volatilnost tržišta i otežava normalno funkcionisanje finansijskog sistema.

Jedan od važnih pokazatelja vitalnosti tržišta kapitala jeste interesovanje kompanija za finansiranje putem inicijalnih javnih ponuda akcija (IPO). Razvijena tržišta kapitala predstavljaju značajan izvor finansiranja privrednog razvoja upravo zahvaljujući mogućnosti

prikupljanja kapitala emisijom novih akcija. Međutim, u periodima povećane geopolitičke neizvesnosti kompanije često odlažu izlazak na berzu zbog nepovoljnih tržišnih uslova, dok investitori pokazuju znatno manju spremnost za ulaganje u nove emisije hartija od vrednosti. Posledično dolazi do smanjenja IPO aktivnosti, usporavanja razvoja tržišta kapitala i ograničavanja mogućnosti finansiranja investicionih projekata putem organizovanih berzi.

„Položaj evropskih tržišta kapitala potrebno je posmatrati i u kontekstu globalne konkurencije, dok američka i pojedina azijska tržišta poslednjih godina beleže dinamičniji rast tržišne kapitalizacije, veću tehnološku razvijenost i intenzivnije investicione tokove“ prema (Novak et al., 2022). Ukoliko evropske berze beleže stagnaciju ili pad ukupne tržišne vrednosti u poređenju sa vodećim svetskim finansijskim centrima, može se zaključiti da dolazi do relativnog slabljenja njihove međunarodne konkurentnosti, a takav trend može predstavljati posledicu ne samo ekonomskih faktora već i povećane geopolitičke neizvesnosti koja negativno utiče na investicionu atraktivnost evropskog finansijskog prostora.

Likvidnost tržišta može se procenjivati i preko svakodnevnog obima trgovanja. Visok promet na berzi ukazuje na veliki broj: tržišnih učesnika, razvijenu investicionu aktivnost i efikasno funkcionisanje tržišnog mehanizma. Nasuprot tome, smatraju (Huang et al., 2022) *„smanjenje dnevnog obima trgovanja često predstavlja prvi signal opadanja investicionog poverenja, a u uslovima geopolitičkih turbulencija investitori neretko odlažu donošenje novih investicionih odluka, povećavaju učešće gotovine u portfoliju ili sredstva preusmeravaju prema manje rizičnim oblicima ulaganja.“* Kao posledica takvog ponašanja smanjuje se promet na berzama, pogoršava tržišna likvidnost i povećavaju transakcioni troškovi.

Dugoročno posmatrano, smanjenje tržišne kapitalizacije i likvidnosti može proizvesti ozbiljne posledice po razvoj realne ekonomije. Tržište kapitala predstavlja važan mehanizam finansiranja investicija, inovacija i tehnološkog razvoja kompanija. Ukoliko tržišna kapitalizacija stagnira ili opada, smanjuje se mogućnost prikupljanja kapitala putem emisije akcija, dok istovremeno rastu troškovi finansiranja privrede. *„Nedovoljna likvidnost dodatno ograničava: efikasnost tržišta, smanjuje interesovanje investitora i usporava razvoj novih investicionih projekata, time negativni trendovi na tržištu kapitala postaju faktor koji može ograničiti dugoročni privredni rast i konkurentnost evropske ekonomije“* po (Luck & Schempp, 2023).

Posebno je važno naglasiti da tržišna kapitalizacija i likvidnost predstavljaju pokazatelje koji integrišu efekte velikog broja ekonomskih i političkih determinanti. Njihovo

stanje prema (Nikiforov et al., 2022) „*nije rezultat delovanja jednog izolovanog faktora, već posledica istovremenog uticaja: monetarne politike, fiskalne stabilnosti, makroekonomskih pokazatelja, međunarodnih investicionih tokova i geopolitičkih okolnosti.*“ Upravo zbog toga analiza tržišne kapitalizacije i likvidnosti omogućava sveobuhvatnu procenu otpornosti finansijskog sistema na spoljne šokove i predstavlja jedno od najvažnijih područja savremenih istraživanja u oblasti finansijske ekonomije.

U kontekstu razvijenih zemalja Evropske unije dodatni značaj ima visok stepen međusobne povezanosti nacionalnih tržišta kapitala. Finansijska integracija omogućava: efikasnu alokaciju kapitala, ali istovremeno povećava mogućnost prenosa negativnih efekata sa jednog tržišta na drugo. Prema (Bellos et al., 2026) „*geopolitički događaji koji utiču na jednu ili nekoliko država članica mogu se vrlo brzo reflektovati na čitav evropski finansijski sistem kroz smanjenje tržišne kapitalizacije, pad likvidnosti i povećanje investicione neizvesnosti, a time tržišna kapitalizacija i likvidnost postaju ne samo pokazatelji nacionalnog finansijskog razvoja već i indikatori ukupne stabilnosti evropskog tržišta kapitala.*“

Posmatrano iz perspektive ovog istraživanja, varijabla „**Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti**“ predstavlja zavisni konstrukt koji integriše ukupnu tržišnu vrednost listiranih kompanija, intenzitet trgovanja, nivo tržišne likvidnosti, investicionu aktivnost i sposobnost tržišta kapitala da obezbedi efikasnu alokaciju finansijskih resursa. Na njeno stanje neposredno utiču globalni geopolitički rizici, geopolitički rizici na nivou pojedinačnih država, međunarodni tokovi kapitala i institucionalna stabilnost finansijskog sistema. Upravo zbog toga ova varijabla predstavlja odgovarajuću teorijsku osnovu za empirijsko testiranje alternativnih hipoteza H_{a3} , H_{a4} i H_{a6} , kojima se pretpostavlja da globalni i nacionalni geopolitički rizici, pojedinačno i integrisano, ostvaruju statistički značajan uticaj na stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije.

1.24. Teorijska utemeljenost istraživačkog modela i konceptualni odnosi između istraživačkih varijabli

Savremena istraživanja u oblasti finansijske ekonomije ukazuju da tržišta kapitala više ne mogu biti posmatrana kao sistemi na koje utiču isključivo ekonomski pokazatelji i finansijske performanse kompanija. Proces intenzivne: globalizacije, razvoj međunarodnih finansijskih tokova, digitalizacija trgovanja i rastuća međuzavisnost nacionalnih ekonomija doveli su do toga da politički i geopolitički događaji postanu jedan od najvažnijih faktora koji

oblikuju ponašanje investitora i dinamiku tržišta kapitala. Zbog toga prema (Agbede et al., 2024) „savremeni istraživački modeli sve češće integrišu geopolitičke determinante u analizu funkcionisanja finansijskih tržišta, pri čemu se tržišne promene posmatraju kao rezultat istovremenog delovanja ekonomskih, institucionalnih i političkih faktora.“

Polazeći od navedenih teorijskih pretpostavki, istraživački model primenjen u disertaciji zasniva se na konceptu prema (Bellos et al., 2026) da „globalni i nacionalni geopolitički rizici predstavljaju ključne spoljne determinante razvoja tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije.“ Model pretpostavlja da različiti nivoi geopolitičkog rizika menjaju očekivanja investitora, utiču na: tokove kapitala, povećavaju neizvesnost poslovnog okruženja i neposredno oblikuju stanje cena akcija, tržišne kapitalizacije i likvidnosti evropskih berzi. Time se geopolitički rizik posmatra kao sistemski faktor koji istovremeno utiče na ponašanje tržišnih učesnika i na fundamentalne karakteristike tržišta kapitala.

Teorijsku osnovu istraživačkog modela čini prema (Liu et al., 2022) pre svega „teorija efikasnih tržišta (Efficient Market Hypothesis), prema kojoj tržišne cene finansijske aktive u svakom trenutku odražavaju sve raspoložive informacije relevantne za investitore, svaka nova informacija koja povećava neizvesnost uključujući međunarodne političke sukobe, ratove, sankcije, trgovinske konflikte ili diplomatske krize vrlo brzo biva ugrađena u tržišne cene akcija.“ Savremeni razvoj informacionih tehnologija dodatno je povećao brzinu prenosa informacija, zbog čega evropske berze danas gotovo trenutno reaguju na geopolitičke događaje koji nastaju bilo gde u svetu. Posmatrano iz ove teorijske perspektive, globalni geopolitički rizik predstavlja novu tržišnu informaciju koja neposredno utiče na proces određivanja tržišne vrednosti finansijske aktive.

Međutim, brojna empirijska istraživanja kao što je (Khare & Kapoor, 2024) „pokazala su da tržišni učesnici ne donose investicione odluke isključivo racionalno, zbog toga istraživački model uključuje i postavke bihejvioralnih finansija, koje objašnjavaju da psihološki faktori, emocije i percepcija rizika značajno utiču na ponašanje investitora.“ U uslovima povećane geopolitičke neizvesnosti raste averzija prema riziku, povećava se sklonost ka sigurnijim oblicima ulaganja i dolazi do masovne preraspodele investicionih portfolija. Reakcije često prevazilaze objektivne promene ekonomskih pokazatelja, što objašnjava zašto tržišta kapitala ponekad beleže izražene padove iako fundamentalni finansijski pokazatelji kompanija ostaju relativno stabilni. „Bihejvioralna finansijska teorija na taj način dopunjuje teoriju efikasnih tržišta objašnjavajući psihološke mehanizme koji povezuju geopolitičke događaje sa promenama tržišnih vrednosti“ smatra (Padmavathy, 2024).

Značajnu teorijsku osnovu istraživačkog modela predstavlja i teorija političkog rizika, prema (Ullah et al., 2024) „*politička stabilnost predstavlja jedan od osnovnih preduslova za privlačenje kapitala i razvoj finansijskih tržišta.*“ Teorija polazi od pretpostavke da investitori procenjuju ne samo finansijske performanse kompanija već i kvalitet političkog okruženja u kojem one posluju. Promene vlasti, međunarodni konflikti, regulatorna neizvesnost, institucionalne slabosti i spoljnopolitičke tenzije povećavaju percepciju rizika ulaganja, što dovodi do rasta zahtevane stope prinosa i smanjenja tržišne vrednosti finansijske aktive. U skladu sa tim po (Yu & Wang, 2023) „*nacionalni geopolitički rizik postaje važna determinanta ponašanja investitora na pojedinačnim tržištima kapitala država članica Evropske unije.*“

Istraživački model istovremeno se oslanja i na teoriju međunarodnog kretanja kapitala, koja objašnjava prema (Obstfeld & Taylor, 2003) „*da se kapital u savremenoj ekonomiji veoma brzo preusmerava između različitih finansijskih tržišta u zavisnosti od procene rizika i očekivanog prinosa.*“ Investitori kontinuirano optimizuju strukturu svojih portfolija nastojeći da ostvare što povoljniji odnos između prinosa i rizika. Kada geopolitički događaji povećaju neizvesnost u određenoj zemlji ili regionu, dolazi do odliva kapitala prema tržištima koja se smatraju sigurnijim. „*Reraspodela investicija utiče ne samo na cene akcija već i na: ukupnu tržišnu kapitalizaciju, likvidnost i mogućnosti finansiranja kompanija putem tržišta kapitala, jer međunarodni tokovi kapitala predstavljaju jedan od osnovnih mehanizama preko kojih se geopolitički rizik prenosi na finansijski sistem*“ smatraju (Amihud & Levi, 2023).

Pored navedenih teorija, istraživački model zasniva se prema (Krysovatty et al., 2024) na „*principima institucionalne ekonomije.*“ Teorijska perspektiva naglašava da: kvalitet institucija, efikasnost pravnog sistema, politička stabilnost i kredibilitet državnih politika predstavljaju ključne faktore razvoja finansijskih tržišta. Države koje raspolazu stabilnim institucijama uspešnije privlače investicije, održavaju veću tržišnu kapitalizaciju i efikasnije apsorbuju spoljne geopolitičke šokove. Zemlje sa izraženijim institucionalnim slabostima pokazuju veću osetljivost na političke poremećaje i intenzivnije reakcije tržišta kapitala. Zbog toga institucionalni kvalitet predstavlja važan posredni faktor koji određuje intenzitet uticaja geopolitičkog rizika na finansijsko tržište.

Na osnovu ovih teorijskih postavki razvijen je konceptualni model istraživanja koji uključuje četiri nezavisne i dve zavisne varijable (Slika 1).

Prvu grupu nezavisnih varijabli čine:

- globalni geopolitički rizik i cene akcija u Evropskoj uniji, i

- globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u Evropskoj uniji,

kojima se ispituju efekti međunarodnih političkih događaja na funkcionisanje evropskih tržišta kapitala.

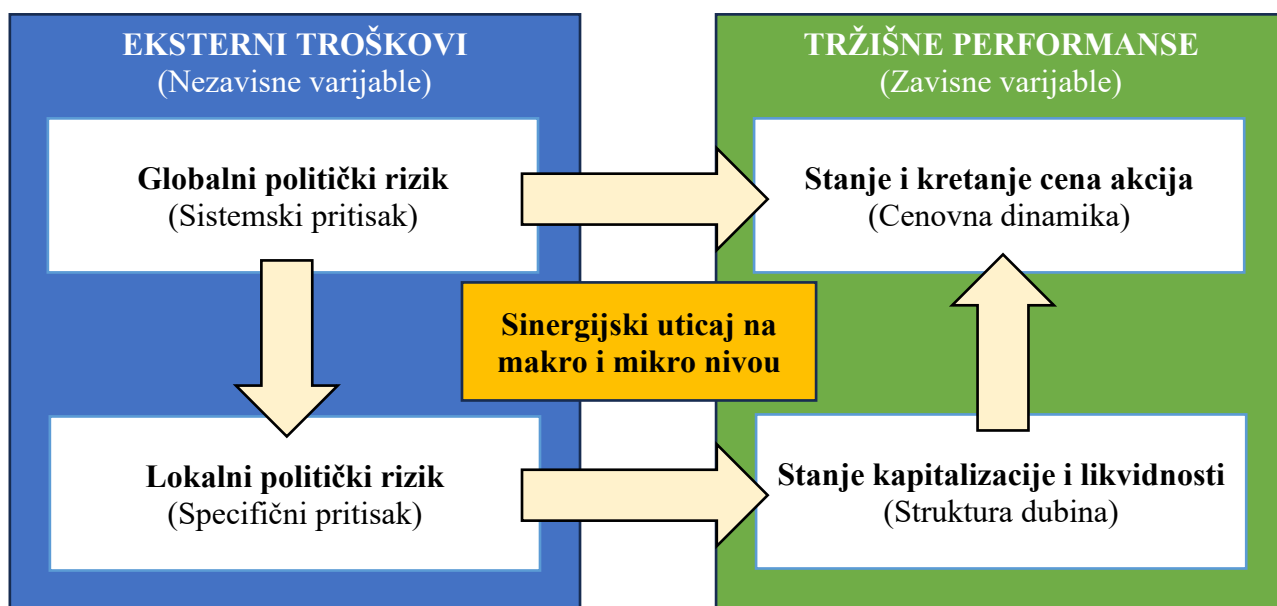
Drugu grupu čine varijable:

- geopolitički rizik na nivou pojedinačne države, i
- cene akcija i geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija, koje omogućavaju analizu specifičnih nacionalnih političkih i institucionalnih faktora.

Kao zavisne varijable posmatraju se:

- stanje i kretanje cena akcija, i
- stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti,

koje predstavljaju osnovne indikatore funkcionisanja tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije.



Slika 1. Konceptualni model istraživanja

Izvor: Autorski proračun

Posebna vrednost predloženog istraživačkog modela ogleda se u činjenici da istovremeno analizira efekte globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika. Većina dosadašnjih istraživanja fokusirala se ili na međunarodne geopolitičke događaje ili na političke

karakteristike pojedinačnih država, dok je njihovo zajedničko delovanje znatno ređe analizirano. U disertaciji polazi se od pretpostavke (Weinhardt et al., (2022) „*da investitori prilikom donošenja investicionih odluka istovremeno procenjuju globalno geopolitičko okruženje i specifične karakteristike pojedinačnih država članica Evropske unije.*“ Upravo zbog toga uvedene su integrisane hipoteze **H₀₅** i **H₀₆**, kojima se ispituje kombinovani efekat globalnih i nacionalnih geopolitičkih determinanti na funkcionisanje tržišta kapitala.

Konceptualni model pretpostavlja da između istraživačkih varijabli postoji uzročno-posledični odnos. Povećanje globalnog geopolitičkog rizika dovodi do rasta neizvesnosti na: međunarodnim finansijskim tržištima, povećanja volatilnosti, odliva kapitala i pogoršanja investicionih očekivanja. Istovremeno, povećanje nacionalnog geopolitičkog rizika dodatno utiče na percepciju sigurnosti pojedinačnih tržišta, povećava premiju rizika i smanjuje atraktivnost ulaganja u određene države članice Evropske unije. Kombinovano delovanje ova dva nivoa geopolitičkog rizika očekivano proizvodi promene u: cenama akcija, tržišnoj kapitalizaciji i tržišnoj likvidnosti, što predstavlja osnovnu logiku istraživačkog modela.

U metodološkom smislu istraživački model omogućava istovremenu analizu pojedinačnih i zajedničkih efekata različitih dimenzija geopolitičkog rizika. Na taj način moguće je utvrditi ne samo da li geopolitički faktori utiču na tržišta kapitala, već i koja dimenzija geopolitičkog rizika ostvaruje najveći intenzitet uticaja na pojedine segmente evropskog finansijskog sistema. Pristup doprinosi razumevanju kompleksnih odnosa između političkog okruženja i tržišta kapitala, ali istovremeno pruža praktične implikacije za investitore, kreatore ekonomskih politika i regulatorne institucije.

Predloženi istraživački modeli nastali iz Konceptualnog modela poseduju čvrstu teorijsku utemeljenost u: savremenim teorijama finansijske ekonomije, međunarodnih finansija, političkog rizika i institucionalne ekonomije. Integracijom teorijskih pristupa razvijen je sveobuhvatan konceptualni okvir koji omogućava sistematsko ispitivanje uticaja geopolitičkih promena i turbulencija na tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije. Takva teorijska osnova predstavlja polaznu tačku za empirijsku proveru posebnih hipoteza **H₀₁** - **H₀₆**, kao i opšte istraživačke hipoteze, čime se ostvaruje logička povezanost između teorijskog i empirijskog dela doktorske disertacije.

2. METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA

2.1. Problem istraživanja

Savremena finansijska tržišta razvijenih zemalja Evropske unije danas funkcionišu u duboko izmenjenom, kompleksnom i visoko volatilnom ambijentu permanentnih geopolitičkih promena, tenzija i strukturalnih poremećaja. Tradicionalne finansijske teorije, poput Hipoteze o efikasnom tržištu (EMH) ili Moderno portfolio teorije (MPT), decenijama su se primarno oslanjale na pretpostavku da se cene finansijske imovine formiraju isključivo pod uticajem fundamentalnih makroekonomskih indikatora, odluka monetarnih vlasti (poput Evropske centralne banke) i internih korporativnih performansi izveštenih kroz fundamentalnu analizu. Geopolitički rizici su u tim konvencionalnim postavkama tretirani kao: „egzogeni šokovi“ izolovani, nepredvidivi eksterni događaji koji tek privremeno destabilizuju tržišne tokove, nakon čega se sistem relativno brzo vraća u stanje ravnoteže.

Međutim, serija sistemskih kriza u prve dve decenije 21. veka, a naročito eskalacija krupnih vojnih i političkih sukoba na tlu Evrope: poput rusko-ukrajinskog konflikta, energetski i trgovinski ratovi između vodećih ekonomskih sila, procesi deglobalizacije, prekid globalnih lanaca snabdevanja, te rastući populizam i unutrašnje institucionalne tenzije unutar same Evropske unije, jasno su pokazali da je takav tradicionalni pristup zastareo i nepotpun. Geopolitika više ne predstavlja povremeni, eksterni faktor; postala je endogena determinanta koja svakodnevno i dugoročno modelira: investicione strategije, utiče na kretanje i stabilnost cena akcija, menja psihološke obrasce ponašanja aktera na berzi i suštinski transformiše obim i strukturu tržišne kapitalizacije i likvidnosti.

Naučni Problem istraživanja u doktorskoj disertaciji - proističe iz evidentnog teorijskog i empirijskog jaza koji postoji između: visoke frekvencije i intenziteta savremenih geopolitičkih promena i nedostatka sveobuhvatnog, sistemskog i integrisanog modela koji bi precizno kvantifikovao mehanizme prenosa ovih rizika na ključne performanse razvijenih tržišta kapitala EU. Finansijska tržišta razvijene Evrope predstavljaju izuzetno osetljiv seizmograf globalnih političkih potresa, ali se istovremeno suočavaju sa dubokom unutrašnjom asimetrijom. Uticaj geopolitičkog rizika nije uniforman; on drastično varira u zavisnosti od toga da li se posmatra globalni nivo pretnje ili specifični rizik na nivou pojedinačne države članice. Specifični rizici država članica obuhvataju faktore kao što su geografska bliskost aktivnim kriznim zonama, stepen energetske zavisnosti od nestabilnih regiona, spoljnopolitički

kurs nacionalnih vlada, te potencijalni politički i pravni konflikti suverenih država sa centralnim institucijama u Briselu.

Problem istraživanja - se ogleda i u nedostatku empirijskih istraživanja koja primarne podatke, dobijene na osnovu strukturiranih i proverenih stavova: vrhunskih finansijskih stručnjaka, analitičara i portfolio menadžera, transformišu u: kvantitativne, multivarijantne statističke modele podobne za precizno predviđanje i upravljanje rizicima. Bez adekvatnog razumevanja ovih prenosnih mehanizama, institucionalni investitori se suočavaju sa prevelikom volatilnošću i neadekvatnom diverzifikacijom portfolija, dok su regulatorna tela i kreatori ekonomske politike onemogućeni da pravovremeno prilagode berzanske mehanizme zaštite (kao što su zone fluktuacije) radi očuvanja likvidnosti celokupnog finansijskog sistema

2.2. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja doktorske disertacije - postavljen je široko i dubinski, kako bi obuhvatio sve aspekte kauzalnih odnosa između političke i finansijske sfere. Fokusiran je na detaljno: naučno istraživanje, teorijsko utemeljenje i sveobuhvatnu empirijsku verifikaciju intenziteta, smera i dinamike uticaja geopolitičkih promena i turbulencija na performanse tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije.

Uže posmatrano, predmet istraživanja obuhvata:

- Analizu prenosnih mehanizama globalnog geopolitičkog rizika na kretanje i volatilnost cena akcija, kao i na formiranje dugoročnih trendova berzanskih indeksa unutar Evropske unije.
- Ispitivanje uticaja globalnih geopolitičkih pritisaka na makro-indikatore berzi, prvenstveno na ukupni obim tržišne kapitalizacije, dinamiku priliva i odliva stranog institucionalnog kapitala, kao i na spremnost kompanija za sprovođenje novih emisija akcija (Inicijalne javne ponude - IPO).
- Identifikaciju i izolaciju specifičnih geopolitičkih rizika na nivou pojedinačnih država članica EU (kao što su regionalni vojni konflikti, energetska ranjivost, unutrašnje političke krize i institucionalni nesporazumi sa Briselom) i merenje njihovog pojedinačnog i sinergijskog uticaja na stabilnost lokalnih berzanskih indeksa.

- Istraživanje refleksije nacionalnih geopolitičkih pretnji na procese restrukturiranja portfolija i migraciju kapitala sa periferije EU ka finansijski stabilnijim i sigurnijim čvorištima u okviru zemalja „jezgra“ Evropske unije (tzv. flight-to-safety i flight-to-liquidity efekti).
- Evaluaciju trenutnog stanja tržišne kapitalizacije, cena akcija i opšte likvidnosti na evropskim berzama kroz prizmu profesionalne percepcije ključnih aktera na tržištu.

Predmet istraživanja - se operativno realizuje kroz: prikupljanje, obradu i analizu primarnih podataka o stavovima i percepcijama odabrane, visoko stručne ciljne grupe ispitanika koju čine: finansijski analitičari, portfolio menadžeri, investicioni bankari, brokari i akademski istraživači koji svakodnevno: prate, analiziraju i operišu na tržištima kapitala razvijenih zemalja Evropske unije.

2.3. Ciljevi i zadaci istraživanja

Naučni cilj istraživanja doktorske disertacije - sastoji se u tome da se na bazi dubinske teorijske analize i primenom rigoroznih statističko-ekonometrijskih metoda kao što su: Cronbach's Alpha, Pirsonova korelacija, ANOVA i višestruka regresiona analiza, konstruišu, validiraju i verifikuju više originalnih, sveobuhvatnih sistemskih modela koji objašnjavaju ponašanje tržišta kapitala u uslovima visoke geopolitičke neizvesnosti:

- **Prvi višestruki sistemski model:** Kvantifikuje i objašnjava kako Globalni geopolitički rizik i kretanje cena akcija u Evropskoj uniji utiču na: opšte, dugoročno stanje i dinamiku cena akcija (volatilnost, trendovi).
- **Drugi višestruki sistemski model:** Analizira i dokazuje kako Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u Evropskoj uniji, u interakciji sa specifičnim geopolitičkim rizicima na nivou pojedinačnih država, determinišu: ukupno stanje tržišne kapitalizacije i nivo likvidnosti na posmatranim berzama.

Društveni i praktični cilj istraživanja - usmeren je ka aplikativnoj sferi savremenih finansija. Cilj je ponuditi: egzaktne naučne dokaze, empirijske zaključke i strateške smernice menadžmentu investicionih i penzionih fondova, bankarskom sektoru, korporativnim liderima, ali i državnim regulatornim telima za kreiranje efikasnijih mehanizama zaštite i strategija upravljanja rizicima u ambijentu krize.

Krajnji društveni cilj jeste - minimizacija investicionih gubitaka, očuvanje stabilnosti i likvidnosti tržišta kapitala, kao i prepoznavanje implikacija i kreiranje komparativne platforme za tržište kapitala Republike Srbije, koje se kao tržište u tranziciji i razvoju suočava sa sopstvenim specifičnim geopolitičkim i finansijskim izazovima.

Za uspešno ostvarivanje ovako postavljenih ciljeva, definisani su sledeći zadaci istraživanja:

- Izvršiti sistematsku i detaljnu teorijsku analizu: pojma kapitala, evolucije berzanskih institucija, vrsta berzanskih poslova (promptnih i terminskih) i savremenih elektronskih platformi za trgovanje.
- Detaljno istražiti: funkcionisanje bezbednosnih mehanizama na berzama, sa posebnim osvrtom na zonu fluktuacije (cenovne limite) i teorijske debate u vezi sa njihovim uticajem na tržišnu likvidnost (magnetni efekat naspram hipoteze preuveličane reakcije).
- Teorijski klasifikovati: savremene metodologije berzanskog trgovanja (fundamentalnu analizu, tehničku analizu i njene bazične pretpostavke, algoritamsko trgovanje i strategije market-making-a) i analizirati njihovu ranjivost na geopolitičke šokove.
- Konceptualizovati i operativno definisati: ključne istraživačke varijable i formirati validan, standardizovan merni instrument (strukturirani upitnik sa trostepenim skalama).
- Prikupiti reprezentativan uzorak primarnih podataka od strane relevantnih finansijskih profesionalaca u zemlji i inostranstvu tokom 2026. godine.
- Sprovesti deskriptivnu statističku analizu: kako pojedinačnih demografskih i profesionalnih karakteristika uzorka i svih pojedinačnih tvrdnji unutar istraživačkih blokova.
- Izračunati koeficijente interne konzistentnosti (Cronbach's Alpha) kako bi se potvrdila naučna pouzdanost i metrička valjanost konstruisanih mernih skala.
- Primeniti Pirsonovu korelacionu analizu radi mapiranja smera i snage povezanosti između nezavisnih i zavisnih varijabli u modelima.

- Izgraditi jednostavne i višestruke regresione modele (SEM), te primenom jednofaktorske i višefaktorske analize varijanse (ANOVA) dokazati njihovu ukupnu statističku značajnost, prediktivnu moć i adekvatnost za praktičnu primenu.

2.4. Hipoteze istraživanja

U skladu sa: uočenim Problemom, definisanim predmetom i postavljenim ciljevima istraživanja, formulisana je jedna opšta naučna hipoteza i četiri posebne (radne) hipoteze, koje iz nje logički proističu i koje se u radu empirijski testiraju:

- **Posebne hipoteze su:**

- **H₀₁:** Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU nema uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.
- **H_{a1}:** Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU ima uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.
- **H₀₂:** Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija nema uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.
- **H_{a2}:** Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija ima uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.
- **H₀₃:** Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU nema uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.
- **H_{a3}:** Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU ima uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.
- **H₀₄:** Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija nema uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.
- **H_{a4}:** Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija ima uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.

- Nove **izvedene hipoteze** kombinacija po dve nezavisne varijable:
 - **H₀₅**: Integrirani set globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika nema uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.
 - **H_{a5}**: Integrirani set globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika ima uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.
 - **H₀₆**: Integrirani set globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika fokusiran na kapitalizaciju nema uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.
 - **H_{a6}**: Integrirani set globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika fokusiran na kapitalizaciju ima uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.
- **Generalne hipoteze** su:
 - **H₀**: Geopolitičke prilike i turbulencije su značajna determinanta tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije.
 - **H_a**: Geopolitičke prilike i turbulencije su značajna determinanta tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije.

2.5. Opravdanost istraživanja

Naučna opravdanost doktorske disertacije - ogleda se u originalnom teorijskom i empirijskom doprinosu domaćoj i međunarodnoj literaturi iz oblasti: finansija, ekonometrije i makroekonomije. Postojeći istraživački radovi često tretiraju geopolitiku kroz deskriptivne analize studija slučaja ili je posmatraju parcijalno, kroz istorijsku retrospektivu pojedinačnih kriza. Ova disertacija ide korak dalje: vrši strukturnu integraciju geopolitičkih indeksa i percepciju rizika u savremene modele vrednovanja dugoročnih finansijskih instrumenata u specifičnom kontekstu razvijenih zemalja EU. Transformisanjem subjektivnih procena i stavova visoko kvalifikovanih tržišnih aktera u kvantitativne parametre podobne za: parametarsku statistiku, rad uspostavlja novu metodološku platformu za empirijsku validaciju finansijskih modela u uslovima krize.

Društveno-praktična opravdanost istraživanja - je izuzetno visoka i direktno primenljiva u savremenom poslovnom i regulatornom okruženju. U uslovima kada geopolitičke turbulencije prete da: izazovu sistemski kolaps ili dramatične gubitke na finansijskim tržištima, rezultati istraživanja pružaju dragocen alat investicionim menadžerima za napredno upravljanje rizicima i pravovremenu re-alokaciju kapitala u „sigurna utočišta“ poput: zlata, dolara ili instrumenata sa fiksnim prihodom.

Takođe, rad pruža jasne smernice i donosiocima makroekonomskih politika i berzanskim regulatorima u pogledu: opravdanosti implementacije i modifikacije zona fluktuacije i privremenih prekida trgovanja (trading halts) tokom ekstremnih geopolitičkih šokova, čime se direktno doprinosi: očuvanju likvidnosti i stabilnosti nacionalnih ekonomija, uključujući i ekonomske interese Republike Srbije.

2.6. Tok istraživanja

Naučno-istraživački proces u disertaciji - je strogo: strukturiran, linearan i podeljen na pet sukcesivnih, hronoloških faza koje obezbeđuju metodološku rigidnost i naučnu opravdanost konačnih rezultata:

1. **Faza teorijskog uobličavanja** - obuhvatila je: detaljno, dubinsko pretraživanje, selekciju i analizu: domaće i strane naučne literature, akademskih članaka i empirijskih studija iz oblasti: berzanskog poslovanja, međunarodnih finansija i geopolitike. U ovoj fazi je identifikovan: istraživački jaz, definisan naučni Problem i postavljen bazični teorijski koncept koji povezuje političke turbulencije sa finansijskim indikatorima.
2. **Faza dizajna istraživanja i mernog instrumenta** - tokom ove faze precizno su: definisane zavisne i nezavisne varijable istraživanja, formulisane su: generalne, posebne i izvedene hipoteze i konstruisan je merni instrument strukturirani upitnik.
3. **Faza empirijskog prikupljanja primarnih podataka** - faza je realizovana tokom 2026. godine. Strukturirani upitnik je distribuiran elektronskim putem: specijalizovanih profesionalnih mreža i direktnog targetiranja ciljanoj populaciji finansijskih stručnjaka koji poseduju specifična znanja i višegodišnje iskustvo u analizi i operacijama na berzama razvijenih zemalja Evropske unije.

4. **Faza statističke obrade i ekonometrijskog modeliranja** - prikupljeni sirovi podaci su: očišćeni, kodirani i uneti u specijalizovani softverski paket za statističku analizu SAS JMP Pro 19. Prvo je sprovedena deskriptivna analiza i testiranje pouzdanosti mernih skala (Cronbach's Alpha). Zatim je primenjena Pirsonova korelaciona matrica, nakon čega su izgrađeni regresioni modeli i izvršeno ANOVA testiranje značajnosti modela i SEM modelovanje.

2.7. Izrada upitnika kao mernog instrumenta istraživanja

Primarni merni instrument - korišćen u istraživanju jeste: strukturirani, visoko standardizovani i namenski konstruisan anketni upitnik, koji je u potpunosti prilagođen IMRAD standardima i specifičnim zahtevima postavljenih sistemskih modela. Upitnik je dizajniran tako da minimizira kognitivno opterećenje ispitanika, a da istovremeno maksimizira metrički kvalitet prikupljenih podataka. Sproveden je u periodu od oktobra 2025. godine do marta 2026. godine.

Struktura upitnika je podeljena u dve velike celine:

1. **DEO: Demografsko-profesionalni profil ispitanika** - deo sadrži pitanja zatvorenog tipa sa ponuđenim višestrukim odgovorima, a njegov cilj je precizno mapiranje strukture uzorka i utvrđivanje kompetentnosti ispitanika. Pitanja obuhvataju:
 - a. **Trenutna profesionalna pozicija:** finansijski analitičar / ekonomski istraživač, portfolio menadžer / fondovski menadžer, broker / diler / investicioni savetnik, profesor / akademski istraživač.
 - b. **Godine radnog iskustva u finansijskom sektoru:** do 5 godina, 5 - 10 godina, 11 - 20 godina, preko 20 godina.
 - c. **Tip institucije zaposlenja:** banka / sektor za upravljanje rizicima ili investicije, investicioni / dobrovoljni penzioni fond, brokersko-dilersko društvo, fakultet / naučni institut.
 - d. **Primarni fokus investiranja/analize:** tržišta kapitala zemalja „jezgra“ EU, tržište kapitala CIE i periferije EU, globalna tržišta podjednako.

2. **II. DEO: Istraživački blokovi** (Varijable modela) - deo predstavlja srž mernog instrumenta i sastoji se od pažljivo formulisanih tvrdnji koje operativno mere stavove ispitanika o uzročno-posledičnim vezama unutar definisanog teorijskog okvira. Tvrdnje su grupisane u šest distinktivnih istraživačkih blokova, gde svaki blok predstavlja jednu varijablu u regresionim modelima:

- a. **Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU** (Nezavisna varijabla 1) - sadrži tvrdnje koje se odnose na: refleksiju opštih globalnih tenzija na kratkoročnu volatilnost berzanskih indeksa, pad vrednosti akcija fundamentalno stabilnih kompanija, tendenciju investitora da prelaze u sigurne aktive (zlato, devize) tokom geopolitičkih kriza, kao i percepciju da su cene akcija danas znatno osetljivije na geopolitiku u poređenju sa periodom od pre jedne decenije.
- b. **Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU** (Nezavisna varijabla 2) - obuhvata tvrdnje usmerene na: merenje uticaja globalnog rizika na dugoročne strukturne promene na berzi: odliv stranog institucionalnog kapitala, destimulaciju i odlaganje novih inicijalnih javnih ponuda (IPO), pad značaja evropskih berzi kao globalnih finansijskih čvorišta i ulogu psiholoških faktora kod masovnih panika investitora.
- c. **Geopolitički rizik pojedinačne države i cene akcija** (Nezavisna varijabla 3) - fokusira se na: specifične nacionalne pretnje i meri u kojoj meri geografska bliskost države članice kriznoj zoni, njena stopa energetske zavisnosti, unutrašnja politička nestabilnost (izbori, krize vlada) i institucionalni/pravni konflikti sa Briselom direktno utiču na oscilacije cena akcija na toj lokalnoj berzi.
- d. **Geopolitički rizik pojedinačne države i tržišna kapitalizacija** (Nezavisna varijabla 4) - analizira stavove o tome kako specifični nacionalni rizici utiču na: suvereni kreditni rejting zemlje, da li podstiču beg kapitala sa lokalne berze i u kojoj meri uslovljavaju da menadžeri fondova svesno sele kapital iz perifernih zemalja EU ka stabilnijim berzanskim centrima (Nemačka, Francuska).
- e. **Stanje i kretanje cena akcija** (Zavisna varijabla modela 1) - tvrdnje koje evaluiraju trenutni status cena na evropskom tržištu kapitala: nivo

volatilnosti u tekućoj godini, smer kretanja vodećih indeksa (DAX, CAC 40), poređenje trenutnih cenovnih trendova sa istorijskim prosecima i profesionalna očekivanja u pogledu razvoja situacije (bikovsko ili medveđe tržište) u narednih 12 do 18 meseci.

- f. **Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti** (Zavisna varijabla modela 2) - tvrdnje koje mere ukupno zdravlje tržišne infrastrukture: prisustvo kontinuiranog pada ukupne tržišne kapitalizacije, trendove u pogledu obima svakodnevnog trgovanja (prometa), nivo likvidnosti pojedinačnih blue-chip akcija i stepen stagnacije evropskih berzi u poređenju sa tržištima SAD ili Azije.

Za sve tvrdnje u drugom delu upitnika primenjena je trostepena skala, koja predstavlja standard u društvenim i ekonomskim istraživanjima za merenje intenziteta stavova i percepcija. Skala je metrički gradirana na sledeći način:

1. Ne slažem se,
2. Neutralan sam, i
3. Slažem se.

Primenom Likertove skale, ordinarni podaci se u statističkoj obradi tretiraju kao intervalni (agregiranjem tvrdnji), što omogućava primenu visoko pouzdanih parametarskih statističkih testova i napredno multivarijantno modeliranje.

2.8. Primenjene metode i tehnike istraživanja

Teorijski deo doktorske disertacije - postavlja rigidnu naučnu platformu kroz primenu skupa: fundamentalnih naučnih metoda koje omogućavaju sistematičnost, logičku doslednost i objektivnost u interpretaciji ekonomske teorije i empirije:

- **Metoda analize i sinteze** - predstavlja bazični kognitivni alat u radu. Primenjena je za analizu - raščlanjivanje: složenih, višedimenzionalnih ekonomskih fenomena, kao što su: funkcije berze, mehanizmi formiranja cena akcija, zone fluktuacije i geopolitički indeksi, na njihove sastavne elemente i varijable. Nakon detaljnog proučavanja svakog elementa posebno, metodom sinteze svi ti delovi su ponovo

integrisani u jedinstven, koherentan naučni narativ i teorijski model koji objašnjava ponašanje finansijskog sistema u celini.

- **Komparativna metoda** - imala je ključnu ulogu u upoređivanju i suprotstavljanju različitih nivoa razvijenosti tržišta kapitala. Kroz ovu metodu napravljena je jasna distinkcija između: visoko likvidnih, efikasnih i institucionalno razvijenih tržišta kapitala zemalja Evropske unije i plitkih, manje likvidnih tržišta u tranziciji i razvoju. Poseban fokus stavljen je na komparaciju sa: karakteristikama, strukturnim Problemima i performansama tržišta kapitala Republike Srbije, čime je rad dobio i lokalnu naučnu i praktičnu upotrebnu vrednost.
- **Istorijsko-deskriptivna metoda** - korišćena je za hronološko mapiranje evolucije: berzanskih institucija, transformacije berzanskih poslova od fizičkih parketa do algoritamskog i visokofrekventnog elektronskog trgovanja. Takođe, metoda je omogućila deskriptivnu analizu istorijskih presedana - reakcija berzanskih indeksa na ranije velike geopolitičke krize (poput izbijanja rusko-ukrajinskog sukoba), čime je postavljen empirijski i istorijski kontekst za aktuelno istraživanje.
- **Metoda apstrakcije i generalizacije** - omogućila je da se iz mnoštva svakodnevnih, nasumičnih informacija i šumova sa finansijskih tržišta izoluju suštinske, zakonomerne veze između geopolitičkih pretnji i tržišnih kretanja, te da se iz pojedinačnih stavova finansijskih stručnjaka izvedu opšti naučni zaključci primenljivi na širi ekonomski prostor.

Empirijska faza doktorske disertacije - zasniva se na primeni savremenih kvantitativnih metoda i naprednih multivarijantnih statističkih tehnika. Ključni metodološki iskorak predstavlja napuštanje klasičnih, izolovanih regresionih modela i implementacija Strukturnog modeliranja jednačina (SEM) kao primarnog ekonometrijskog alata. SEM metodologija omogućava simultano testiranje kompleksnih mreža uzročno-posledičnih odnosa između više nezavisnih i zavisnih varijabli, uspešno integrišući postupke faktorske analize i jednostruke i višestruke regresije u: jedinstven, koherentan statistički okvir.

- **Deskriptivna statistička analiza:** - predstavlja polaznu tačku u obradi primarnih podataka. Korišćena je za izračunavanje osnovnih statističkih parametara uzorka: frekvencija i procenata (za demografsko-profesionalni profil), kao i aritmetičkih sredina, standardnih devijacija, standardnih greški i varijansi za svaku pojedinačnu tvrdnju iz upitnika. Visoka aritmetička sredina (bliža vrednosti 3) ukazuje na visok

stepen slaganja struke sa tvrdnjom, dok niska standardna devijacija svedoči o visokom stepenu konsenzusa među ispitanicima.

- **Cronbach's Alpha analiza pouzdanosti** (Test interne konzistentnosti) - pre sprovođenja bilo kakvih naprednih testova, neophodno je bilo naučno dokazati da je merni instrument (upitnik) pouzdan i da dosledno meri ono za šta je namenjen. U tu svrhu primenjen je Cronbach's Alpha koeficijent za svaki od šest konstruisanih istraživačkih varijabli.
- **Pirsonova korelaciona analiza** - multivarijantna tehnika koristi se za: ispitivanje postojanja, smeru (pozitivan ili negativan) i intenziteta linearne povezanosti između konstruisanih varijabli istraživanja.
- **Višestruka regresiona analiza** - predstavlja: centralnu, najmoćniju ekonometrijsku metodu primenjenu u disertaciji. Njen cilj je utvrđivanje uzročno-posledičnih odnosa (kauzaliteta), odnosno ispitivanje u kojoj meri skup nezavisnih varijabli (prediktora) objašnjava i predviđa varijansu zavisnih varijabli (kriterijuma). U istraživanju se specifikuju i testiraju više regresionih modela koji direktno odgovaraju postavljenim sistemskim modelima.
- **Analiza varijanse (ANOVA)** - direktno je integrisana u okviru višestruke regresione analize. Svrha ANOVA testiranja u regresiji jeste provera statističke značajnosti celokupnog izgrađenih regresionih modela.
- **Strukturni model i analiza putanja (SEM)** - predstavlja drugu fazu u kojoj se vrši simultano testiranje i verifikacija više sistemskih modela postavljenih u istraživanju. Strukturni modeli omogućavaju da se istovremeno izračunaju direktni uticaji nezavisnih varijabli (globalni i nacionalni geopolitički rizici) na zavisne varijable (stanje cena akcija, tržišna kapitalizacija i likvidnost), ali i potencijalni indirektni (medijatorski) efekti. Putem strukturnih koeficijenata putanja, koji su analogni standardizovanim β koeficijentima u regresiji, precizno se utvrđuje intenzitet i statistička značajnost prenosnih mehanizama geopolitike na berzu.

Implementacijom navedene metodologije, završno testiranje posebnih i izvedenih hipoteza doktorske disertacije dobija najviši nivo ekonometrijske egzaktnosti, omogućavajući formiranje naučnih zaključaka koji uspešno modeliraju ponašanje razvijenih tržišta kapitala EU u uslovima geopolitičkih turbulencija. Generalne hipoteze su dokazivane kvalitativno.

3. EMPIRIJSKA ISTRAŽIVANJA

3.1. Deskriptivna analiza strukture uzorka i demografsko - profesionalnog profila ispitanika

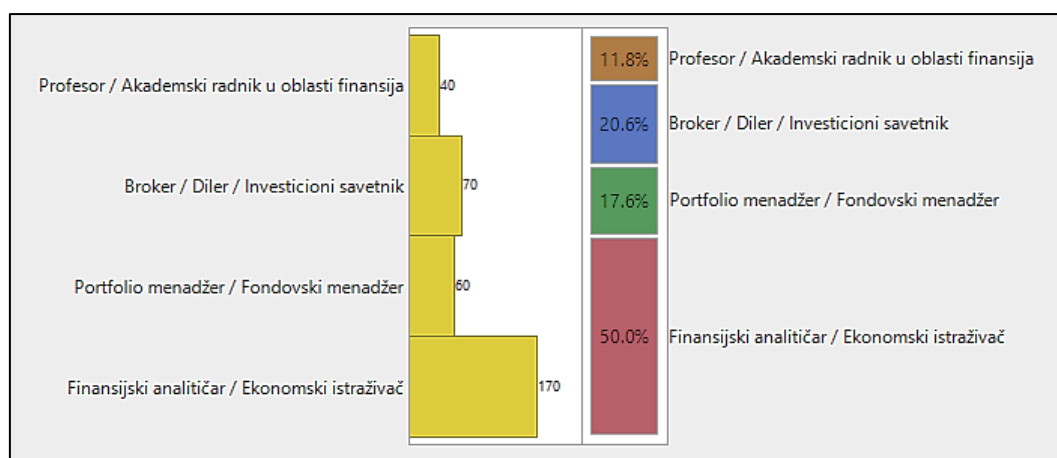
Empirijska osnova istraživanja oslanja se na primarni uzorak od ukupno 340 ispitanika, koji po svom profilu pripadaju krugu visokokvalifikovanih stručnjaka, donosilaca odluka i analitičara u finansijskom i akademskom sektoru. Postavljen obim uzorka obezbeđuje neophodnu statističku snagu za sprovođenje složenih multivarijantnih analiza (ANOVA i višestruka linearna regresija) i omogućava validno uopštavanje zaključaka o percepciji geopolitičkog rizika na razvijenim tržištima kapitala Evropske unije.

Analiza primarnih deskriptivnih pokazatelja ukazuje na specifičnu, ali izbalansiranu strukturu uzorka u pogledu profesionalnih uloga i institucija u kojima su ispitanici angažovani. Kvantitativni uvid u strukturu trenutnih pozicija i institucionalne pripadnosti otkriva potpunu strukturnu podudarnost kohorti, što svedoči o visokom stepenu unutrašnje konzistentnosti uzorka (Tabela 1) i (Slika 2).

Tabela 1. Trenutna profesionalna pozicija/uloga

Trenutna profesionalna pozicija/uloga	Frek.	Verov.
Finansijski analitičar / Ekonomski istraživač	170	0.50000
Portfolio menadžer / Fondovski menadžer	60	0.17647
Broker / Diler / Investicioni savetnik	70	0.20588
Profesor / Akademski radnik u oblasti finansija	40	0.11765
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 2. Trenutna profesionalna pozicija/uloga

Izvor: Autorski proračun

Tačno polovinu ukupnog uzorka (50.00%, odnosno 170 ispitanika) čine finansijski analitičari i ekonomski istraživači, koji su zaposleni u bankarskom sektoru, primarno u odeljenjima za upravljanje rizicima ili investicije, grupa predstavlja ključni stub istraživanja, s obzirom na to da je njihova svakodnevna profesionalna aktivnost usmerena upravo na kvantifikaciju tržišnih potresa i modeliranje rizika.

Preostali deo praktičnog sektora raspoređen je između stručnjaka operativno angažovanih na samom tržištu kapitala:

- Brokersko-dilerska društva obuhvataju 20.59% (70 ispitanika) koji deluju kao brokeri, dileri ili investicioni savetnici, donoseći u istraživanje perspektivu neposrednog tržišnog sentimenta i reakcija na likvidnost.
- Investicioni i dobrovoljni penzioni fondovi zastupljeni su sa 17.65% (60 ispitanika) kroz stavove portfolio i fondovskih menadžera, čiji je fokus na dugoročnoj alokaciji kapitala i zaštiti imovine od sistemskih šokova.

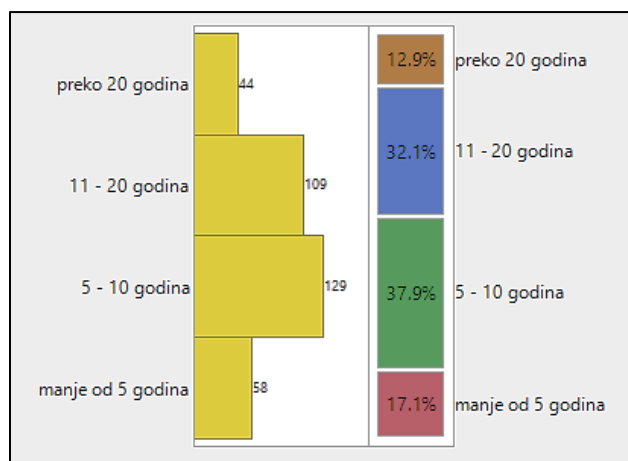
Naučnu i teorijsku dimenziju Problema obezbeđuje kohorta od 11.76% (40 ispitanika) koji dolaze sa ekonomskih fakulteta i naučnih instituta, a čija je ekspertiza vezana za oblast finansija. Uključivanje ove grupe neutrališe potencijalnu pristrasnost čisto operativnog sektora i pruža uravnoteženu, metodološki distanciranu ocenu geopolitičkih kretanja.

Da bi procene geopolitičkih turbulencija imale naučni samoodrživost, neophodno je da ispitanici poseduju adekvatno institucionalno pamćenje i iskustvo u navigaciji kroz tržišne cikluse. Struktura uzorka prema godinama radnog iskustva potvrđuje da je reč o zrelom i kompetentnom telu ispitanika (Tabela 2) i (Slika 3).

Tabela 2. Godine radnog iskustva u finansijskom/ekonomskom sektoru

Godine radnog iskustva u finansijskom/ekonomskom sektoru	Frek.	Verov.
manje od 5 godina	58	0.17059
5 - 10 godina	129	0.37941
11 - 20 godina	109	0.32059
preko 20 godina	44	0.12941
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 3. Godine radnog iskustva u finansijskom/ekonomskom sektoru

Izvor: Autorski proračun

Najveći ponder unutar uzorka ima grupa stručnjaka sa 5 do 10 godina radnog staža (37.94%, odnosno 129 ispitanika), praćena kohortom sa 11 do 20 godina iskustva (32.06%, odnosno 109 ispitanika). Činjenica da više od trećine uzorka aktivno posluje duže od jedne decenije ukazuje na to da su ovi stručnjaci prošli kroz različite faze monetarne politike i regionalnih nestabilnosti.

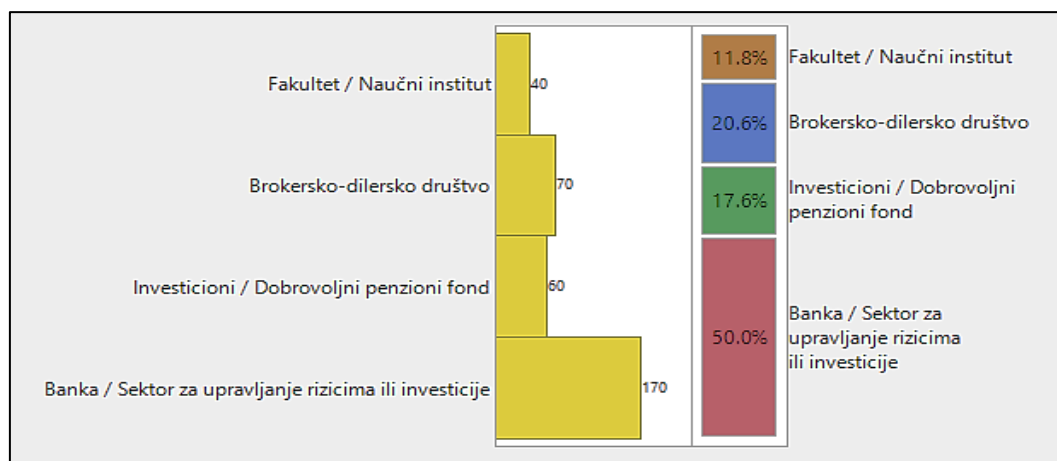
Dodatnu težinu istraživanju daje prisustvo 12.94% (44 ispitanika) najiskusnijih profesionalaca sa preko 20 godina staža, koji u svojim procenama mogu napraviti komparaciju sa velikom finansijskom krizom iz 2008. godine. Najmanji udeo čine mlađi kadrovi sa manje od 5 godina iskustva (17.06%, odnosno 58 ispitanika), što je opravdano s obzirom na visoke zahteve struke na pozicijama upravljanja fondovima i analize rizika. Može se konstatovati da preko 80.00% uzorka čine medior i senior praktičari, što značajno podiže pouzdanost dobijenih odgovora.

Kontekstualizacija empirijskih rezultata zahteva i detaljan osvrt na institucionalno okruženje unutar kojeg ispitanici donose profesionalne odluke i formiraju stavove. Tip institucije u kojoj je stručnjak zaposlen u velikoj meri determiniše njegovu informacionu bazu, ali i nivo averzije prema riziku u uslovima geopolitičkih promena (Tabela 4) i (Slika 4).

Tabela 3. Institucija u kojoj ste zaposleni

Institucija u kojoj ste zaposleni	Frek.	Verov.
Banka / Sektor za upravljanje rizicima ili investicije	170	0.50000
Investicioni / Dobrovoljni penzioni fond	60	0.17647
Brokersko-dilersko društvo	70	0.20588
Fakultet / Naučni institut	40	0.11765
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 4. Institucija u kojoj ste zaposleni

Izvor: Autorski proračun

Dominantni segment uzorka alociran je u bankarskom sektoru, gde je tačno polovina ispitanika (50.00%, odnosno 170 učesnika) angažovana u okviru sektora za upravljanje rizicima ili investicije. S obzirom na to da moderne komercijalne i investicione banke u EU posluju pod strogim regulatornim okvirima i prve reaguju na sistemske geopolitičke šokove, ovi ispitanici donose ključne podatke o institucionalnoj otpornosti finansijskog sistema.

Nakon bankarskog sektora, najznačajniju stopu participacije beleže stručnjaci iz brokersko-dilerskih društava sa 20.59% (70 ispitanika). Kohorta je od izuzetne važnosti za istraživanje jer se njihove institucije nalaze na prvoj liniji fronta kada je reč o likvidnosti i dnevnim fluktuacijama na berzanskom parketu.

Segment institucionalnih investitora, koji oličavaju investicioni i dobrovoljni penzioni fondovi, obuhvata 17.65% (60 anketiranih). Stavovi stručnjaka iz ovih institucija pružaju uvid u dugoročne strategije očuvanja vrednosti kapitala, s obzirom na to da su penzioni i investicioni fondovi po svojoj prirodi manje skloni spekulativnim, a više strateškim odlukama u turbulentnim vremenima.

Stabilan naučni korektiv unutar uzorka obezbeđen je kroz učešće stručnjaka sa fakulteta i naučnih instituta (11.76%, odnosno 40 ispitanika). Njihova institucionalna pozicija

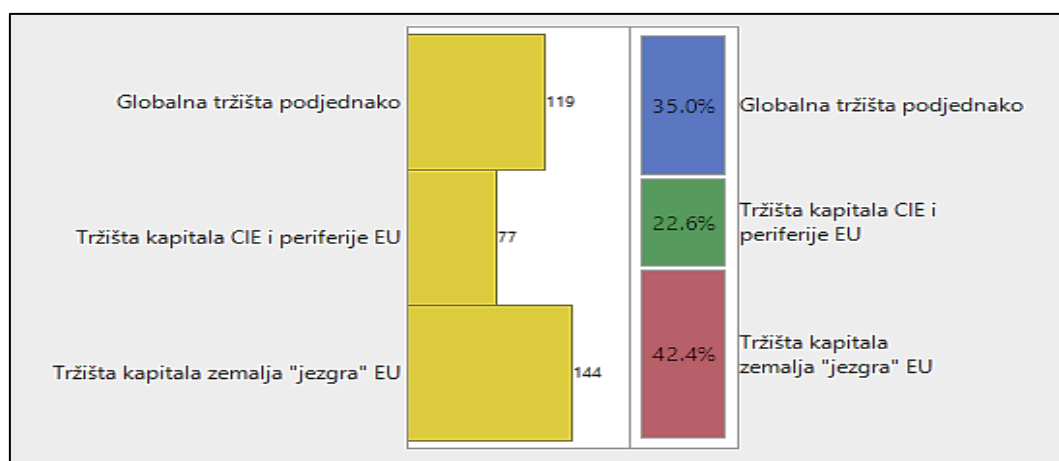
omogućava teorijsku distancu i objektivno sagledavanje makro-trendova, čime se stvara neophodan balans u odnosu na pretežno profitno orijentisane aktore sa samog tržišta kapitala. Podaci jasno sugerišu da uzorak pokriva sve ključne institucionalne tačke unutar finansijskog ekosistema.

Konačan element deskriptivne profilacije odnosi se na primarni fokus praćenja i investiranja subjekata na tržištima kapitala (Tabela 4) i (Slika 5). Parametar je ključan jer direktno opredeljuje nivo izloženosti ispitanika informacijama sa različitih berzanskih segmenata unutar i van granica Evropske unije.

Tabela 4. Primarni fokus Vašeg praćenja/investiranja na tržištima kapitala

Primarni fokus Vašeg praćenja/investiranja na tržištima kapitala	Frek.	Verov.
Tržišta kapitala zemalja „jezgra“ EU	144	0.42353
Tržišta kapitala CIE i periferije EU	77	0.22647
Globalna tržišta podjednako	119	0.35000
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 5. Primarni fokus Vašeg praćenja/investiranja na tržištima kapitala

Izvor: Autorski proračun

Najveći deo uzorka (42.35%, odnosno 144 ispitanika) primarno je fokusiran na tržišta kapitala zemalja „jezgra“ EU. S obzirom na to da ove ekonomije predstavljaju bazu evropske finansijske stabilnosti, visoka koncentracija ispitanika na ovom segmentu pruža odličnu osnovu o prelivanju globalnih rizika na najnaprednije berze.

S druge strane, 22.65% (77 ispitanika) primarni fokus drži na tržištima Centralne i Istočne Evrope (CIE) i periferije EU. Tržišta po pravilu pokazuju drugačiji nivo kretanja i ranjivosti u poređenju sa jezgrom, što će u fazi inferencijalne statistike (ANOVA) omogućiti

precizno utvrđivanje razlika u stavovima između onih koji prate stabilnija i onih koji prate volatilnija, geografski izloženija tržišta.

Konačno, 35.00% (119 ispitanika) posmatra globalna tržišta podjednako, bez izražene regionalne diferencijacije. Prisustvo ove makro-orijentisane grupe obezbeđuje širu perspektivu, neophodnu za razumevanje korelacije između transatlantskih, azijskih i evropskih finansijskih tokova u uslovima savremenih geopolitičkih turbulencija.

Sumarno posmatrano, profil ispitanika u potpunosti zadovoljava stroge akademske kriterijume u pogledu: stručnosti, dužine profesionalnog iskustva i tržišne diverzifikacije, čime su ispunjeni svi preduslovi za prelazak na fazu testiranja pouzdanosti mernih skala i postavljanje regresionih modela.

3.2. Deskriptivna analiza varijable Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU

Značajan segment empirijskog dela istraživanja posvećen je evaluaciji percepcije eksperata o mehanizmima preko kojih se globalni geopolitički rizik preliva na kretanje i stabilnost cena akcija na razvijenim tržištima kapitala Evropske unije. Analiza odgovora unutar ovog bloka svedoči o postojanju diferenciranog, ali dominantno konvergentnog stava stručne javnosti o tome da makro-političke turbulencije narušavaju bazične berzanske postulate i unose sistemsku nesigurnost u evropski finansijski ekosistem.

U nastavku je dat detaljan analitički osvrt na svaku od sedam postavljenih tvrdnji, sa posebnim fokusom na njihove ekonomske implikacije.

Prva tvrdnja „Globalne geopolitičke tenzije (npr. veliki međunarodni sukobi, trgovinski ratovi) imaju direktan i brz uticaj na pad cena akcija na razvijenim tržištima EU“ testirala je stav o tome da li globalne tenzije (poput međunarodnih sukoba i trgovinskih ratova) vrše neposredan i dinamičan pritisak na pad cena akcija na razvijenim tržištima EU (Tabela 5) i (Slika 6). Relativna većina ispitanika (47.65%, odnosno 162 stručnjaka) izrazila je slaganje sa ovom tezom, dok je trećina uzorka (32.94%) ostala neutralna, a svega 19.41% smatra da uticaj nije niti toliko brz, niti direktan.

Distribucija frekvencija sugerise da unutar evropskog finansijskog prostora preovladava svest o visokom stepenu integrisanosti globalnih rizika u lokalne cene imovine. Finansijska tržišta razvijenih zemalja EU ne funkcionišu u izolaciji; asimetrične informacije i

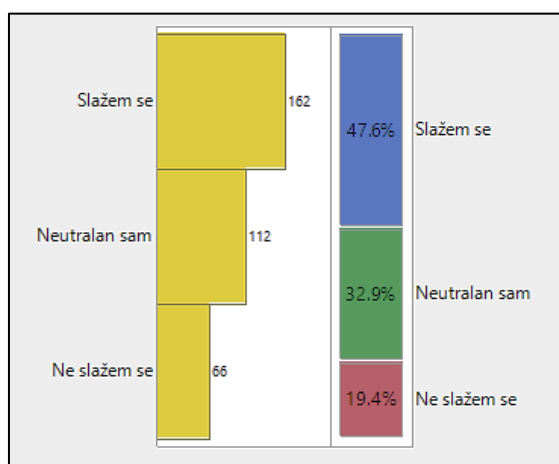
geopolitički šokovi se kroz kanale trgovinske povezanosti i psihologiju investitora gotovo trenutno kapitalizuju u tržišne cene, generišući trenutne korekcije naniže.

Tabela 5. Globalne geopolitičke tenzije (npr. veliki međunarodni sukobi, trgovinski ratovi) imaju direktan i brz uticaj na pad cena akcija na razvijenim tržištima EU

Izvor: Autorski proračun

Globalne geopolitičke tenzije (npr. veliki međunarodni sukobi, trgovinski ratovi) imaju direktan i brz uticaj na pad cena akcija na razvijenim tržištima EU	Frek.	Verov.
Ne slažem se	66	0.19412
Neutralan sam	112	0.32941
Slažem se	162	0.47647
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 6. Globalne geopolitičke tenzije (npr. veliki međunarodni sukobi, trgovinski ratovi) imaju direktan i brz uticaj na pad cena akcija na razvijenim tržištima EU

Izvor: Autorski proračun

Kada je reč o uticaju „Rast globalnog geopolitičkog rizika značajno povećava volatilnost (oscilacije cena) na vodećim berzanskim indeksima razvijenih zemalja EU“, (Tabela 6) i (Slika 7) zabeležen je izuzetno visok stepen konsenzusa među ispitanicima, čak 60.88% (207 eksperata) podržava ovu tvrdnju, dok je udeo onih koji se ne slažu sveden na marginalnih 7.94% (ostatak od 31.18% čine neutralni odgovori).

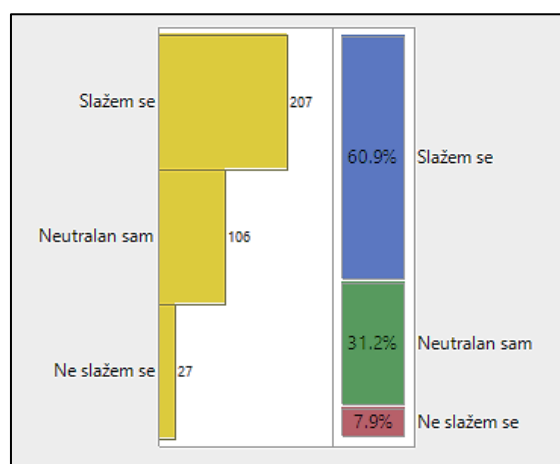
Ishod jasno ukazuje da finansijski praktičari geopolitiku prepoznaju kao primarnog generatora tržišnog šuma i endogene nestabilnosti. Visoka volatilnost je direktna refleksija nesposobnosti tržišnih aktera da u uslovima geopolitičke magle precizno kvantifikuju buduće novčane tokove, što dovodi do oštarih, oscilatornih fluktuacija berzanskih indeksa i u odsustvu bazičnih korporativnih vesti.

Tabela 6. Rast globalnog geopolitičkog rizika značajno povećava volatilnost (oscilacije cena) na vodećim berzanskim indeksima razvijenih zemalja EU

Izvor: Autorski proračun

Rast globalnog geopolitičkog rizika značajno povećava volatilnost (oscilacije cena) na vodećim berzanskim indeksima razvijenih zemalja EU	Frek.	Verov.
Ne slažem se	27	0.07941
Neutralan sam	106	0.31176
Slažem se	207	0.60882
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 7. Rast globalnog geopolitičkog rizika značajno povećava volatilnost (oscilacije cena) na vodećim berzanskim indeksima razvijenih zemalja EU

Izvor: Autorski proračun

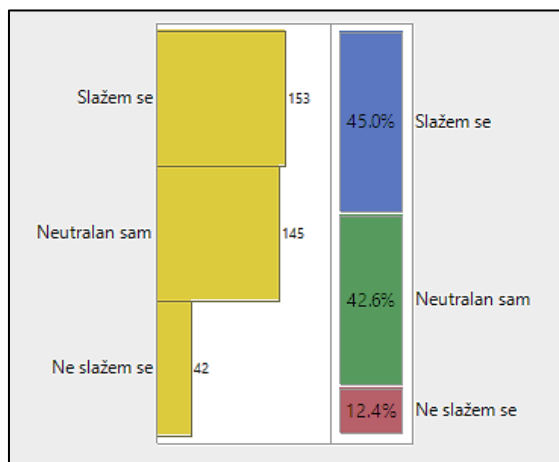
Jedan od ključnih teorijskih Problema u analizi tržišnih rizika jeste pitanje „Globalni geopolitički šokovi destabilizuju cene akcija i kod kompanija sa izvrsnim fundamentalnim finansijskim rezultatima“ (Tabela 7) i (Slika 8). Rezultati pokazuju da 45.00% (153 ispitanika) smatra da geopolitički šokovi destabilizuju cene akcija i kod kompanija sa izvrsnim fundamentalnim finansijskim rezultatima. Značajan udeo neutralnih odgovora (42.65%) svedoči o oprezu stručnjaka, dok svega 12.35% veruje u apsolutnu odbranu putem fundamentalne vrednosti.

Podaci pružaju snažan empirijski dokaz u prilog tezi da sistemski rizik (systematic risk), u trenucima globalnih turbulencija, nadvladava specifični, idiosinkratični rizik preduzeća. Kada nastupi geopolitička kriza, raste opšta premija za rizik na celom tržištu, što automatski obara cene akcija kroz diskontnu stopu, bez obzira na individualnu profitabilnost ili zdravlje bilansa stanja konkretne kompanije.

Tabela 7. Globalni geopolitički šokovi destabilizuju cene akcija čak i kod kompanija sa izvrsnim fundamentalnim finansijskim rezultatima

Globalni geopolitički šokovi destabilizuju cene akcija čak i kod kompanija sa izvrsnim fundamentalnim finansijskim rezultatima	Frek.	Verov.
Ne slažem se	42	0.12353
Neutralan sam	145	0.42647
Slažem se	153	0.45000
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 8. Globalni geopolitički šokovi destabilizuju cene akcija čak i kod kompanija sa izvrsnim fundamentalnim finansijskim rezultatima

Izvor: Autorski proračun

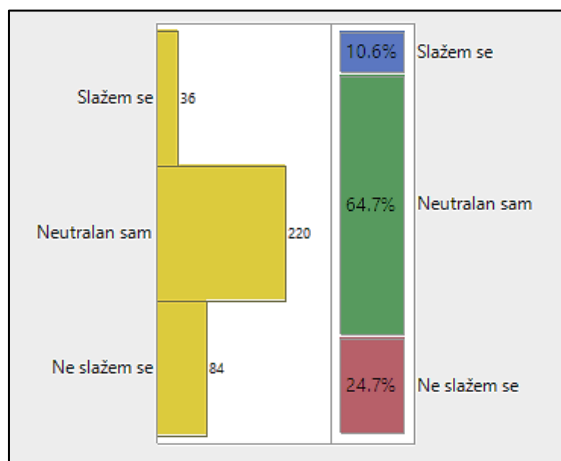
Četvrta tvrdnja je „Povećanje globalne političke neizvesnosti primorava investitore da masovno rasprodaju akcije u EU i prelaze u sigurnije aktive (zlato, američki dolar)“ (Tabela 8) i (Slika 9). Dominantan udeo ispitanika zauzeo je neutralan stav (64.71%, odnosno 220 stručnjaka), dok se svega 10.59% složilo, a četvrtina uzorka (24.71%) izrazila neslaganje.

Naizgled kontraintuitivan podatak zapravo otkriva visok nivo analitičke zrelosti uzorka. Finansijski stručnjaci u EU očigledno ne posmatraju svaku geopolitičku krizu kroz šablon automatskog i masovnog napuštanja evropskih akcija. Neutralnost i umereni skepticizam impliciraju da realokacija kapitala prema zlatu i dolaru zavisi od prirode, geografskog porekla i intenziteta same krize, kao i da razvijena tržišta EU i dalje poseduju visok nivo kredibiliteta i unutrašnje likvidnosti koja sprečava panične i stihijske rasprodaje.

Tabela 8. Povećanje globalne političke neizvesnosti primorava investitore da masovno rasprodaju akcije u EU i prelaze u sigurnije aktive (zlato, američki dolar)

Povećanje globalne političke neizvesnosti primorava investitore da masovno rasprodaju akcije u EU i prelaze u sigurnije aktive (zlato, američki dolar)	Frek.	Verov.
Ne slažem se	84	0.24706
Neutralan sam	220	0.64706
Slažem se	36	0.10588
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 9. Povećanje globalne političke neizvesnosti primorava investitore da masovno rasprodaju akcije u EU i prelaze u sigurnije aktive (zlato, američki dolar)

Izvor: Autorski proračun

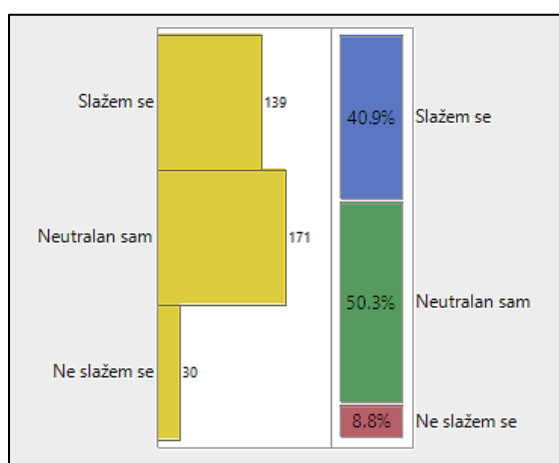
Peta tvrdnja „Makroekonomski pritisci izazvani globalnom geopolitikom (npr. prekidi u lancima snabdevanja) ključni su pokretač pada vrednosti akcija kako na razvijenim, tako i na perifernim tržištima EU“ (Tabela 9) i (Slika 10). Slaganje sa ovom tvrdnjom izrazilo je 40.88% ispitanika (139 stručnjaka), dok je polovina uzorka (50.29%) ostala neutralna. Procenat neslaganja iznosi svega 8.82%.

Ishod potvrđuje da stručna javnost prepoznaje kauzalni niz u kojem geopolitika prvo transformiše realne ekonomske tokove (rast cena energenata, inflatorni pritisci, logistički zastoji), da bi se te promene potom odrazile na pad profitnih margina kompanija, a krajnji ishod je neminovan pad cena akcija na berzanskom parketu.

Tabela 9. Makroekonomski pritisci izazvani globalnom geopolitikom (npr. prekidi u lancima snabdevanja) ključni su pokretač pada vrednosti akcija kako na razvijenim, tako i na perifernim tržištima EU

Makroekonomski pritisci izazvani globalnom geopolitikom (npr. prekidi u lancima snabdevanja) ključni su pokretač pada vrednosti akcija kako na razvijenim, tako i na perifernim tržištima EU	Frek.	Verov.
Ne slažem se	30	0.08824
Neutralan sam	171	0.50294
Slažem se	139	0.40882
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 10. Makroekonomski pritisci izazvani globalnom geopolitikom (npr. prekidi u lancima snabdevanja) ključni su pokretač pada vrednosti akcija kako na razvijenim, tako i na perifernim tržištima EU

Izvor: Autorski proračun

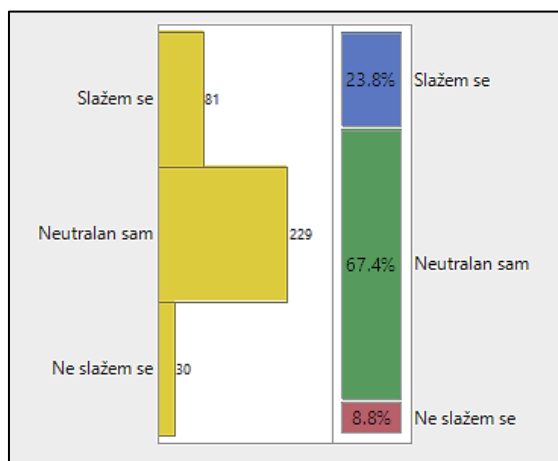
Tvrdnja da su „Savremena tržišta akcija u EU su danas znatno osjetljivija na globalne geopolitičke promene nego što su bila pre deset godina“ (Tabela 10) i (Slika 11) ponovo je pokrenula visok nivo neutralnosti (67.35%). Sa ovom konstatacijom se slaže 23.82% anketiranih, dok je 8.82% odbacuje.

Visoka koncentracija odgovora u neutralnoj zoni implicira da finansijski eksperti prepoznaju kompleksnost istorijske komparacije. Iako su današnje tenzije tehnološki i medijski vidljivije, stručnjaci su svesni da su i pre jedne decenije (npr. u periodu nakon krize u Evrozoni i ranih regionalnih konflikata) tržišta pokazivala visok nivo ranjivosti, te da se osjetljivost pre transformisala u svom obliku nego što je linearno porasla.

Tabela 10. Savremena tržišta akcija u EU su danas znatno osetljivija na globalne geopolitičke promene nego što su bila pre deset godina

Savremena tržišta akcija u EU su danas znatno osetljivija na globalne geopolitičke promene nego što su bila pre deset godina	Frek.	Verov.
Ne slažem se	30	0.08824
Neutralan sam	229	0.67353
Slažem se	81	0.23824
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 11. Savremena tržišta akcija u EU su danas znatno osetljivija na globalne geopolitičke promene nego što su bila pre deset godina

Izvor: Autorski proračun

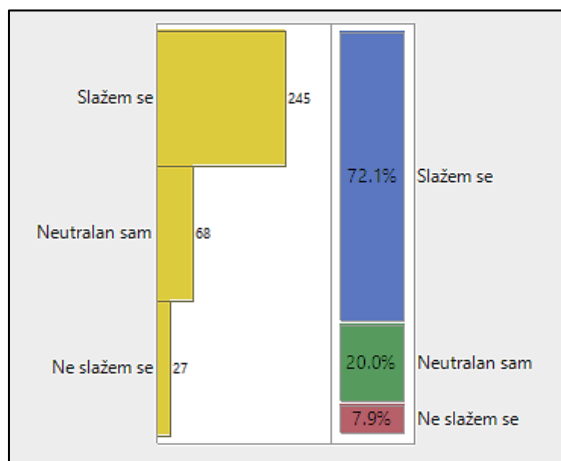
Sedma tvrdnja „Dugoročni trend kretanja cena akcija u EU ne može se uspešno prognozirati bez detaljne analize globalnih političkih rizika“ donosi najsnažniji i najhomogeniji stav (Tabela 11) i (Slika 12). Naime, 72.05% ispitanika (245 stručnjaka) eksplicitno se složilo sa stavom da se dugoročni trend kretanja cena akcija u EU ne može uspešno prognozirati bez detaljne analize globalnih političkih rizika. Procenat onih koji odbacuju ovu tezu iznosi tek 7.94%, uz 20.00% neutralnih.

Podatak predstavlja krucijalni teorijsko-empirijski nalaz ove sekcije disertacije. Dokazuje da je u savremenom finansijskom menadžmentu nastupila paradigma u kojoj tradicionalni modeli procene vrednosti imovine (zasnovani isključivo na istorijskim finansijskim pokazateljima, stopama rasta i diskontnim faktorima) više nisu dovoljni. Geopolitička analiza je iz statusa „egzotične“ ili sekundarne varijable prešla u status fundamentalne i nezaobilazne determinante u procesu strateškog planiranja i predviđanja dugoročnih berzanskih kretanja u Evropskoj uniji.

Tabela 11. Dugoročni trend kretanja cena akcija u EU ne može se uspešno prognozirati bez detaljne analize globalnih političkih rizika

Dugoročni trend kretanja cena akcija u EU ne može se uspešno prognozirati bez detaljne analize globalnih političkih rizika	Frek.	Verov.
Ne slažem se	27	0.07941
Neutralan sam	68	0.20000
Slažem se	245	0.72059
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 12. Dugoročni trend kretanja cena akcija u EU ne može se uspešno prognozirati bez detaljne analize globalnih političkih rizika

Izvor: Autorski proračun

Sumirajući rezultate za varijablu Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU, može se konstatovati da poseduje izuzetan eksplanatorni potencijal u kontekstu cena akcija. Eksperti su potvrdili da se uticaj primarno kanališe kroz eksploziju tržišne volatilnosti i prodiranje sistemskog rizika kroz fundamentalne barijere preduzeća. Činjenica da stručnjaci u ovolikom procentu (preko 72%) akcentuju geopolitičku analizu kao uslov sine qua non za prognoziranje trendova, daje puni naučni legitimitet postavljanju hipoteza i njenom daljem testiranju kroz modele višestruke linearne regresije.

3.3. Deskriptivna analiza varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU

Prethodni segment bavio se dinamikom i oscilacijama samih cena akcija, ovaj deo empirijskog istraživanja fokusira se varijablu „Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU“ tj. na strukturne efekte geopolitičkog rizika kroz prizmu agregatne tržišne

kapitalizacije razvijenih zemalja Evropske unije. Tržišna kapitalizacija, kao ključni indikator dubine, veličine i razvijenosti finansijskog tržišta, u uslovima makro-političkih turbulencija trpi pritiske koji prevazilaze kratkoročne fluktuacije.

Analiza dobijenih frekvencija odgovora unutar ove varijable ukazuje na izraženu svest eksperata o strukturnoj ranjivosti ukupne vrednosti evropskog korporativnog sektora kada je izložen globalnim šokovima.

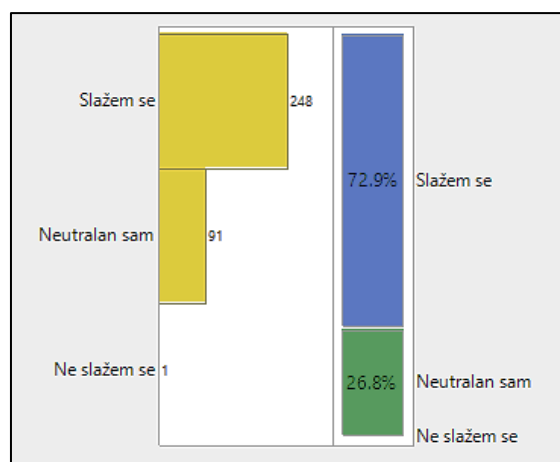
Prva tvrdnja „Eskalacija globalnih geopolitičkih kriza dovodi do trajnog povlačenja stranog kapitala, što smanjuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU berzi“ (Tabela 12) i (Slika 13) analizirala je stav o tome da li eskalacija globalnih geopolitičkih kriza uzrokuje trajnije odlive inostranog kapitala, što konsekventno smanjuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju u EU. Rezultati otkrivaju izuzetno visok nivo saglasnosti: 72.94% (248 ispitanika) podržava ovu tezu, dok je neutralnih 26.76%, a procenat neslaganja je na nivou statističke zanemarljivosti (0.29%, odnosno samo jedan ispitanik).

Rezultat pruža snažnu potvrdu teoriji međunarodnih tokova kapitala u uslovima krize. Strani portfolio investitori locirani van EU, a pre svega veliki institucionalni fondovi, pokazuju najviši stepen osetljivosti na geopolitičke potrese. U trenucima eskalacije rizika, ovi akteri pokreću procese prekogranične realokacije sredstava, što dovodi do permanentnijeg smanjenja likvidne baze i kontrakcije ukupne tržišne vrednosti kompanija koje kotiraju na evropskim berzama.

Tabela 12. Eskalacija globalnih geopolitičkih kriza dovodi do trajnog povlačenja stranog kapitala, što smanjuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU berzi

Eskalacija globalnih geopolitičkih kriza dovodi do trajnog povlačenja stranog kapitala, što smanjuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU berzi	Frek.	Verov.
Ne slažem se	1	0.00294
Neutralan sam	91	0.26765
Slažem se	248	0.72941
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 13. Eskalacija globalnih geopolitičkih kriza dovodi do trajnog povlačenja stranog kapitala, što smanjuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU berzi
Izvor: Autorski proračun

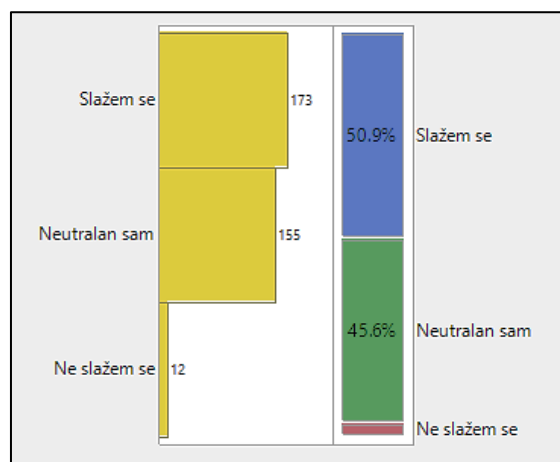
Druga tvrdnja „Visok nivo globalnog rizika destimuliše kompanije da prikupljaju kapital putem novih emisija akcija (IPO) na evropskim berzama“ (Tabela 13) i (Slika 14) bavila se uticajem geopolitičkog rizika na primarno tržište, odnosno na spremnost kompanija da prikupljaju svež kapital putem inicijalnih javnih ponuda (IPO). Nešto više od polovine uzorka (50.88%, odnosno 173 eksperta) slaže se da visok nivo rizika blokira ovakve poslovne odluke, dok je 45.59% neutralno. Svega 3.53% smatra da geopolitika ne destimuliše IPO aktivnosti.

Distribucija svedoči o prepoznavanju „prozora mogućnosti“ (IPO windows) u korporativnim finansijama. Geopolitička neizvesnost podiže cenu kapitala i stvara nepovoljan tržišni sentiment. Kompanije koje su planirale izlazak na berzu radije odlažu emisije akcija kako bi izbegle rizik podcenjenosti (underpricing). Geopolitički rizik ne samo da obara vrednost postojećih akcija, već direktno limitira priliv novih kompanija na berzu, ostavljajući tržišnu kapitalizaciju u stanju stagnacije.

Tabela 13. Visok nivo globalnog rizika destimuliše kompanije da prikupljaju kapital putem novih emisija akcija (IPO) na evropskim berzama

Visok nivo globalnog rizika destimuliše kompanije da prikupljaju kapital putem novih emisija akcija (IPO) na evropskim berzama	Frek.	Verov.
Ne slažem se	12	0.03529
Neutralan sam	155	0.45588
Slažem se	173	0.50882
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 14. Visok nivo globalnog rizika destimuliše kompanije da prikupljaju kapital putem novih emisija akcija (IPO) na evropskim berzama

Izvor: Autorski proračun

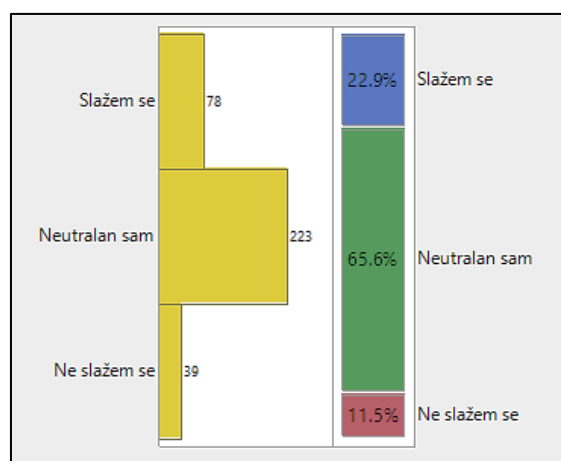
Treća tvrdnja „Specifična regionalna finansijska čvorišta u EU trpe značajno smanjenje obima tržišne kapitalizacije u momentima globalnih turbulencija“ (Tabela 14) i (Slika 15) apostrofirala je tezu da specifična regionalna finansijska čvorišta u EU (poput Frankfurta, Pariza ili Amsterdama) trpe selektivno, ali značajno smanjenje obima kapitalizacije tokom globalnih turbulencija. Zanimljivo je da je ovde zabeležen visok udeo neutralnih stavova (65.58%), dok se 22.94% slaže, a 11.47% ne slaže sa tvrdnjom.

Visoka koncentracija neutralnosti implicira da stručna javnost prepoznaje asimetrične efekte unutar same EU. Regionalna finansijska čvorišta poseduju različitu sektorsku strukturu (npr. visok udeo tehnoloških kompanija naspram energetske ili bankarske entiteta). Zbog toga, pad ukupne kapitalizacije u momentima krize ne pogađa sva čvorišta podjednako, već zavisi od prirode samog geopolitičkog šoka i njegove izloženosti pojedinačnim industrijama.

Tabela 14. Specifična regionalna finansijska čvorišta u EU trpe značajno smanjenje obima tržišne kapitalizacije u momentima globalnih turbulencija

Specifična regionalna finansijska čvorišta u EU trpe značajno smanjenje obima tržišne kapitalizacije u momentima globalnih turbulencija	Frek.	Verov.
Ne slažem se	39	0.11471
Neutralan sam	223	0.65588
Slažem se	78	0.22941
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 15. Specifična regionalna finansijska čvorišta u EU trpe značajno smanjenje obima tržišne kapitalizacije u momentima globalnih turbulencija

Izvor: Autorski proračun

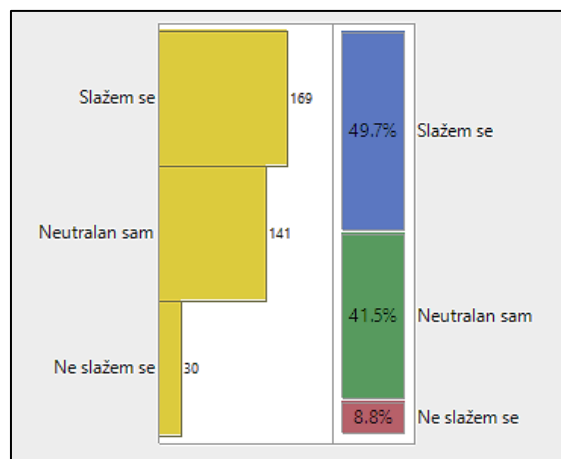
Četvrta tvrdnja „Pad tržišne kapitalizacije na razvijenim tržištima EU tokom kriza primarno je uzrokovan psihološkom reakcijom i strahom velikih institucionalnih investitora“ (Tabela 15) i (Slika 16) testirala je udeo biheviornalnih faktora, navodeći da je pad kapitalizacije prvenstveno uzrokovan psihološkom reakcijom i strahom velikih institucionalnih investitora. Skoro polovina ispitanika (49.71%) deli ovo mišljenje, dok je 41.47% zadržalo neutralan stav, a 8.82% se ne slaže.

Podaci naglašavaju značaj biheviornalne ekonomije o sentimentu investitora čak i kada su realni ekonomski pokazatelji stabilni, asimetrične informacije i medijski narativi o geopolitičkim pretnjama generišu kognitivne pristrasnosti i averziju prema riziku kod portfolio menadžera. Strah od potencijalnih gubitaka pokreće defanzivne strategije, čime se inicira talas prodaja koji mehanički urušava agregatnu tržišnu vrednost evropskih indeksa.

Tabela 15. Pad tržišne kapitalizacije na razvijenim tržištima EU tokom kriza primarno je uzrokovan psihološkom reakcijom i strahom velikih institucionalnih investitora

Pad tržišne kapitalizacije na razvijenim tržištima EU tokom kriza primarno je uzrokovan psihološkom reakcijom i strahom velikih institucionalnih investitora	Frek.	Verov.
Ne slažem se	30	0.08824
Neutralan sam	141	0.41471
Slažem se	169	0.49706
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 16. Pad tržišne kapitalizacije na razvijenim tržištima EU tokom kriza primarno je uzrokovan psihološkom reakcijom i strahom velikih institucionalnih investitora

Izvor: Autorski proračun

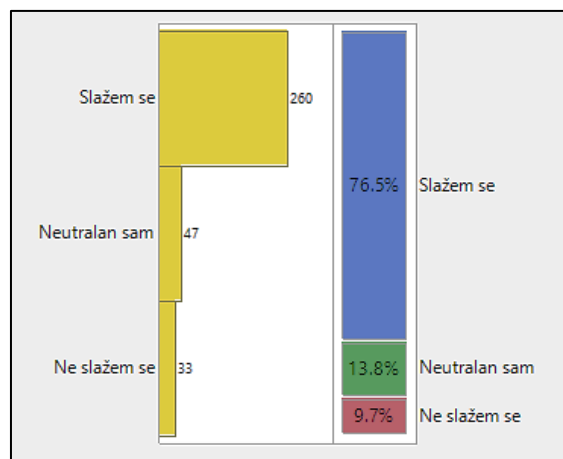
Peta tvrdnja „Globalni geopolitički rizik narušava dugoročnu likvidnost tržišta kapitala EU, što direktno utiče na pad njihove ukupne tržišne vrednosti“ (Tabela 16) i (Slika 17) donosi najviši stepen slaganja u celom bloku koji se odnosi na kapitalizaciju. Naime, 76.47% (260 stručnjaka) izričito smatra da globalni geopolitički rizik narušava dugoročnu likvidnost tržišta kapitala EU, što se direktno odražava na pad njihove ukupne vrednosti. Udeo neutralnih iznosi 13.82%, dok se 9.71% ne slaže sa tvrdnjom.

Ključni teorijski je rezultat ovog dela istraživanja. Stručnjaci prepoznaju opasnost od takozvane „premije za nelikvidnost“ (illiquidity premium). Kada geopolitičke tenzije postanu hronične, tržišna dubina slabi, rasponi između kupovnih i prodajnih cena (bid-ask spreads) se šire, a obimi trgovanja opadaju. Dugoročni investitori izbegavaju takva tržišta, što uzrokuje strukturni diskont na vrednost imovine i permanentno smanjuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju berzi u EU.

Tabela 16. Globalni geopolitički rizik narušava dugoročnu likvidnost tržišta kapitala EU, što direktno utiče na pad njihove ukupne tržišne vrednosti

Globalni geopolitički rizik narušava dugoročnu likvidnost tržišta kapitala EU, što direktno utiče na pad njihove ukupne tržišne vrednosti	Frek.	Verov.
Ne slažem se	33	0.09706
Neutralan sam	47	0.13824
Slažem se	260	0.76471
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 17. Globalni geopolitički rizik narušava dugoročnu likvidnost tržišta kapitala EU, što direktno utiče na pad njihove ukupne tržišne vrednosti
Izvor: Autorski proračun

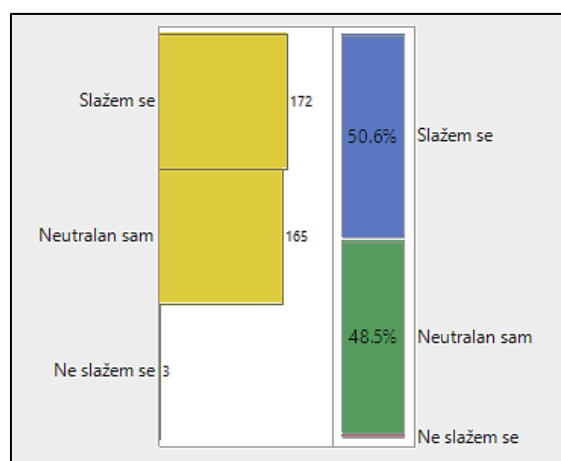
Šesta tvrdnja „Smanjenje ekonomske aktivnosti na nivou cele EU usled geopolitičkih promena direktno se reflektuje na kontinuirani pad tržišne kapitalizacije na vodećim evropskim berzama“ (Tabela 17) i (Slika 18) posmatrala je prelivanje geopolitičkog rizika kroz makroekonomski kanal, tvrdeći da se opšte smanjenje ekonomske aktivnosti na nivou EU direktno projektuje na kontinuirani pad kapitalizacije. Rezultati pokazuju podeljenost između onih koji se slažu (50.59%) i onih koji su neutralni (48.53%), dok je procenat neslaganja minimalan (0.88%).

Balans svedoči o svesti da geopolitika deluje kroz dvostruki mehanizam: direktno (kroz finansijski sentiment) i indirektno (kroz realnu ekonomiju). Pad BDP-a, energetske krize i usporavanje privrednog rasta koje izaziva globalna politika, sa određenim vremenskim pomakom ugrožavaju profitabilnost celokupne privrede. Pošto je tržišna kapitalizacija zapravo diskontovana vrednost budućih korporativnih profita, makroekonomska kontrakcija neizbežno vodi ka dugoročnom smanjenju berzanske vrednosti EU.

Tabela 17. Smanjenje ekonomske aktivnosti na nivou cele EU usled geopolitičkih promena direktno se reflektuje na kontinuirani pad tržišne kapitalizacije na vodećim evropskim berzama

Smanjenje ekonomske aktivnosti na nivou cele EU usled geopolitičkih promena direktno se reflektuje na kontinuirani pad tržišne kapitalizacije na vodećim evropskim berzama	Frek.	Verov.
Ne slažem se	3	0.00882
Neutralan sam	165	0.48529
Slažem se	172	0.50588
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 18. Smanjenje ekonomske aktivnosti na nivou cele EU usled geopolitičkih promena direktno se reflektuje na kontinuirani pad tržišne kapitalizacije na vodećim evropskim berzama

Izvor: Autorski proračun

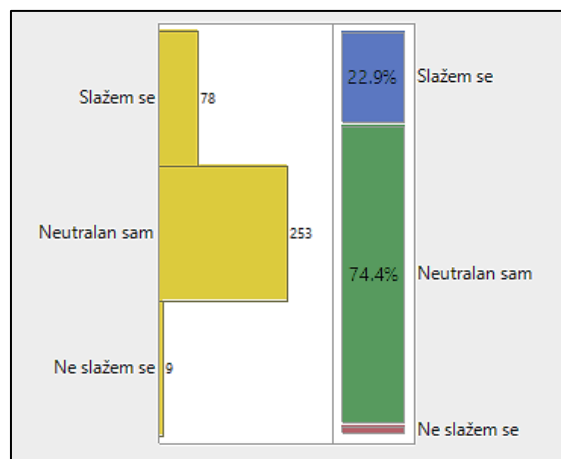
Poslednja tvrdnja „Investitori percipiraju ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU kao visoko ranjivu na dugotrajne globalne trgovinske sukobe“ (Tabela 18) i (Slika 19) fokusirala se na specifičan oblik geopolitičkog rizika dugotrajne trgovinske sukobe (npr. carinske ratove, protekcionizam). Izuzetno visok procenat ispitanika zauzeo je neutralnu poziciju (74.41%, odnosno 253 stručnjaka), dok se 22.94% slaže, a svega 2.65% izražava neslaganje.

Dominacija neutralnog stava ukazuje na to da stručnjaci prave razliku između različitih vrsta geopolitičkih manifestacija, dok vojni konflikti i nagli šokovi izazivaju brze reakcije, trgovinski ratovi su procesi dugog trajanja čiji se efekti manifestuju parcijalno. Neutralnost implicira da osetljivost kapitalizacije na trgovinske sukobe zavisi od sposobnosti evropskih kompanija da diversifikuju svoje lance snabdevanja i pronađu alternativna izvozna tržišta, te se efekat ne može posmatrati jednoznačno.

Tabela 18. Investitori percipiraju ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU kao visoko ranjivu na dugotrajne globalne trgovinske sukobe

Investitori percipiraju ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU kao visoko ranjivu na dugotrajne globalne trgovinske sukobe	Frek.	Verov.
Ne slažem se	9	0.02647
Neutralan sam	253	0.74412
Slažem se	78	0.22941
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 19. Investitori percipiraju ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU kao visoko ranjivu na dugotrajne globalne trgovinske sukobe

Izvor: Autorski proračun

Sumirajući dobijene deskriptivne podatke, varijabla „Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU“ u kontekstu globalnog geopolitičkog rizika pokazuje visoku strukturnu osjetljivost. Za razliku od cena akcija gde dominira kratkoročna volatilnost, kod tržišne kapitalizacije eksperti identifikuju dublje i dugoročnije konsekvence, pre svega kroz mehanizme narušavanja dugoročne likvidnosti (preko 76% slaganja) i trajnog odliva inostranog kapitala (preko 72% slaganja). Rezultati pružaju čvrsto naučno utemeljenje za postavljanje i validaciju hipoteza, sugerišući da geopolitički rizik deluje kao ekogeni kočničar rasta i razvoja ukupnog finansijskog potencijala Evropske unije.

3.4. Deskriptivna analiza varijable Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija

Prethodni istraživačke varijable tretirali globalne i agregatne manifestacije geopolitike, ovaj segment empirijske analize dekomponuje „Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija“. Reč je o tome da li unutrašnja geopolitička pozicija, energetska ranjivost i institucionalni status konkretne suverene države u EU imaju direktan, lokalizovan uticaj na cene akcija njenih preduzeća.

Uočena distribucija frekvencija svedoči o tome da finansijska struka pravi: jasnu distinkciju između homogenog uticaja globalnog tržišta i specifičnih, asimetričnih šokova koji pogađaju nacionalne berze.

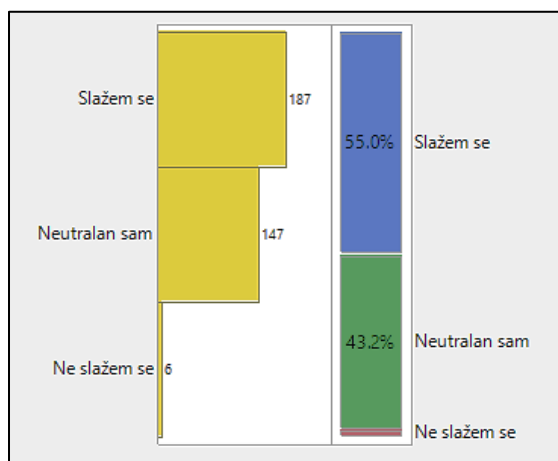
Prva tvrdnja „Specifična geopolitička pozicija pojedinačne zemlje (npr. geografska blizina kriznih i ratnih zona) ima presudan uticaj na cene akcija na njenoj domaćoj berzi“ (Tabela 19) i (Slika 20) bavila se uticajem geografske lociranosti pojedinačne države u odnosu na krizna i ratna žarišta. Većina ispitanika (55.00%, odnosno 187 stručnjaka) izrazila je slaganje sa stavom da specifična geografska pozicija ima presudan uticaj na lokalne cene akcija. Neutralnih je 43.24%, dok je neslaganje zabeleženo kod svega 1.76% uzorka.

Rezultat implicira postojanje takozvanog „efekta prelivanja kroz susedstvo“ (neighbourhood spillover effect). Geografska blizina konfliktu stvara opipljive logističke, bezbednosne i migratorne pritiske koji se direktno reflektuju na premiju osiguranja, troškove transporta i operativni rizik lokalnih kompanija, što investitori trenutno ugrađuju u cene akcija na toj konkretnoj berzi, nezavisno od opšteg stanja na nivou EU.

Tabela 19. Specifična geopolitička pozicija pojedinačne zemlje (npr. geografska blizina kriznih i ratnih zona) ima presudan uticaj na cene akcija na njenoj domaćoj berzi

Specifična geopolitička pozicija pojedinačne zemlje (npr. geografska blizina kriznih i ratnih zona) ima presudan uticaj na cene akcija na njenoj domaćoj berzi	Frek.	Verov.
Ne slažem se	6	0.01765
Neutralan sam	147	0.43235
Slažem se	187	0.55000
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 20. Specifična geopolitička pozicija pojedinačne zemlje (npr. geografska blizina kriznih i ratnih zona) ima presudan uticaj na cene akcija na njenoj domaćoj berzi

Izvor: Autorski proračun

Druga tvrdnja „Unutrašnja politička nestabilnost ili promene u spoljnopolitičkom kursu države članice EU brzo obaraju cene akcija na lokalnoj berzi“ (Tabela 20) i (Slika 21) testirala

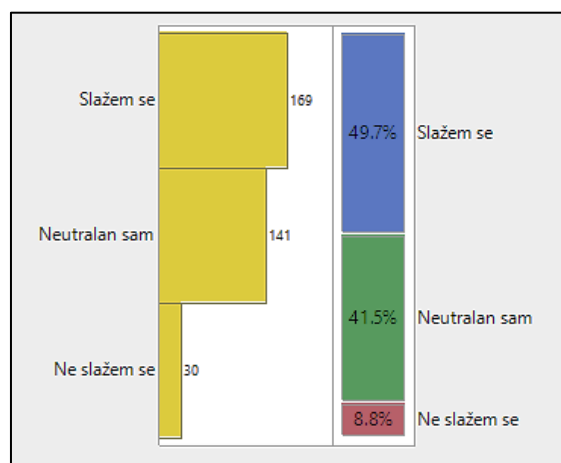
je brzinu reakcije domaćeg tržišta na unutrašnje političke potrese ili iznenadne modifikacije spoljnopolitičke orijentacije države članice. Skoro polovina ispitanika (49.71%) smatra da događaji brzo obaraju cene akcija, dok je 41.47% zadržalo neutralan stav. Neslaganje je iskazalo 8.82% anketiranih.

Distribucija frekvencija reflektuje teorijski postulat o političkom riziku zemlje (frek.ry-specific political risk). Promene u političkom kursu unutar EU prostora često impliciraju potencijalne regulatorne zaokrete, izmene poreza ili promenu odnosa prema stranim investicijama. Finansijska tržišta teže predvidljivosti, te svaka unutrašnja nestabilnost narušava stabilnost diskontnih stopa i generiše korekciju cena akcija naniže.

Tabela 20. Unutrašnja politička nestabilnost ili promene u spoljnopolitičkom kursu države članice EU brzo obaraju cene akcija na lokalnoj berzi

Unutrašnja politička nestabilnost ili promene u spoljnopolitičkom kursu države članice EU brzo obaraju cene akcija na lokalnoj berzi	Frek.	Verov.
Ne slažem se	30	0.08824
Neutralan sam	141	0.41471
Slažem se	169	0.49706
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 21. Unutrašnja politička nestabilnost ili promene u spoljnopolitičkom kursu države članice EU brzo obaraju cene akcija na lokalnoj berzi

Izvor: Autorski proračun

Kada je reč o tvrdnji „Energetska zavisnost pojedinačne države od nestabilnih regiona direktno utiče na pad cena akcija preduzeća koja primarno posluju na tom domaćem tržištu“ (Tabela 21) i (Slika 22), zabeležena je dominacija neutralnih odgovora (55.59%, odnosno 189

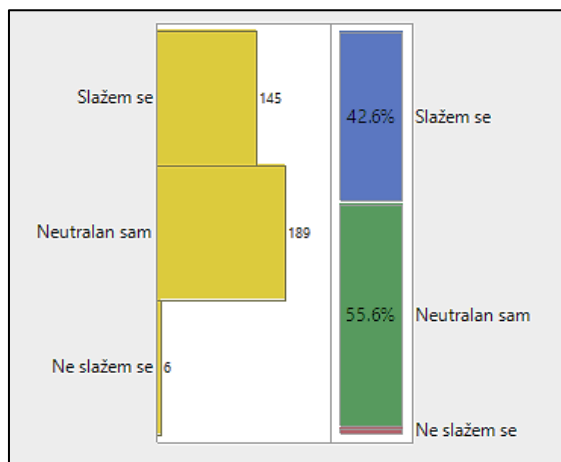
stručnjaka). Sa ovom tvrdnjom se slaže 42.65%, dok je udeo onih koji se ne slažu zanemarljiv (1.76%).

Visok nivo neutralnosti u ovom slučaju ukazuje na svest stručne javnosti o kompleksnosti energetske supstitucije. Iako energetska zavisnost predstavlja strukturnu ranjivost, njen direktan uticaj na cene akcija zavisi od državnih subvencija, diversifikacije izvora i sposobnosti kompanija da energetske troškove prevale na krajnje potrošače, zbog čega eksperti izbegavaju rigidnu generalizaciju.

Tabela 21. Energetska zavisnost pojedinačne države od nestabilnih regiona direktno utiče na pad cena akcija preduzeća koja primarno posluju na tom domaćem tržištu

Energetska zavisnost pojedinačne države od nestabilnih regiona direktno utiče na pad cena akcija preduzeća koja primarno posluju na tom domaćem tržištu	Frek.	Verov.
Ne slažem se	6	0.01765
Neutralan sam	189	0.55588
Slažem se	145	0.42647
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 22. Energetska zavisnost pojedinačne države od nestabilnih regiona direktno utiče na pad cena akcija preduzeća koja primarno posluju na tom domaćem tržištu

Izvor: Autorski proračun

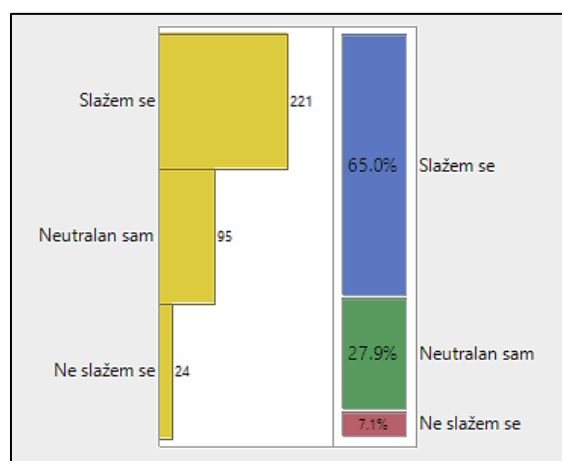
Četvrta tvrdnja „Lokalni berzanski indeksi na manjim i perifernim tržištima EU oštrije reaguju na sopstvene državne rizike nego na apstraktne globalne geopolitičke pretnje“ (Tabela 22) i (Slika 23) donosi jedan od najupečatljivijih empirijskih uvida u varijabli: 65.00% (221 ispitanik) slaže se da lokalni berzanski indeksi na manjim i perifernim tržištima EU oštrije reaguju na sopstvene državne rizike nego na apstraktne globalne pretnje. Neutralan stav zauzima 27.94%, dok se ne slaže samo 7.06%.

Podatak pruža snažnu potvrdu teoriji o asimetričnoj integrisanosti perifernih tržišta kapitala. Manja i manje likvidna tržišta (kakva su često na periferiji EU) nemaju dovoljnu dubinu da apsorbiraju lokalne političke šokove. Dok globalne pretnje za njih mogu delovati ekstrinzično i difuzno, domaći državni rizik ima direktan, razarajući efekat na poverenje lokalnih investitora, uzrokujući oštrije padove nego na razvijenim, sistemskim berzama.

Tabela 22. Lokalni berzanski indeksi na manjim i perifernim tržištima EU oštrije reaguju na sopstvene državne rizike nego na apstraktne globalne geopolitičke pretnje

Lokalni berzanski indeksi na manjim i perifernim tržištima EU oštrije reaguju na sopstvene državne rizike nego na apstraktne globalne geopolitičke pretnje	Frek.	Verov.
Ne slažem se	24	0.07059
Neutralan sam	95	0.27941
Slažem se	221	0.65000
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 23. Lokalni berzanski indeksi na manjim i perifernim tržištima EU oštrije reaguju na sopstvene državne rizike nego na apstraktne globalne geopolitičke pretnje

Izvor: Autorski proračun

Izuzetno visok nivo konvergentnosti zabeležen je kod pete tvrdnje „Kada pojedinačna država uđe u političko-pravni konflikt sa centralnim institucijama EU, to izaziva momentalan pad cena akcija na njenom nacionalnom tržištu kapitala“ (Tabela 23) i (Slika 24), koja navodi da političko-pravni konflikt pojedinačne države sa centralnim institucijama u Briselu izaziva momentalan pad cena akcija na njenom nacionalnom tržištu. 69.12% (235 stručnjaka) podržava ovu tezu, uz 30.00% neutralnih i svega 0.88% onih koji se ne slažu.

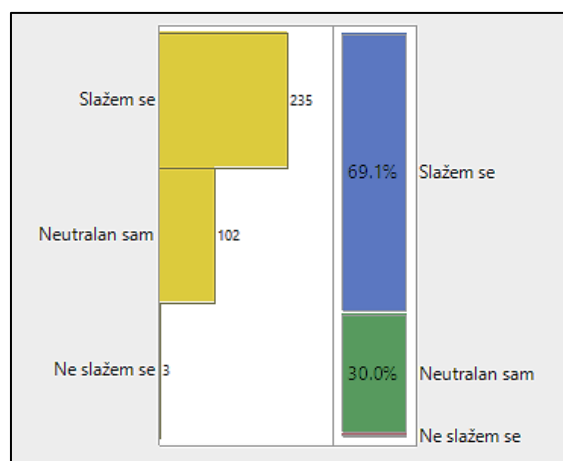
Iz ugla finansijskog prava i institucionalne ekonomije, ovaj nalaz je krucijalan. Sukob države članice sa institucijama EU (npr. pretnje uskraćivanjem sredstava iz kohezionih

fondova, pravne sankcije ili narušavanje vladavine prava) investitori percipiraju kao napad na institucionalni štit zemlje. To momentalno podiže suvereni rizik (sovereign risk), destabilizuje devizni i kamatni kanal, i rezultira trenutnim povlačenjem kapitala sa nacionalne berze.

Tabela 23. Kada pojedinačna država uđe u političko-pravni konflikt sa centralnim institucijama EU, to izaziva momentalan pad cena akcija na njenom nacionalnom tržištu kapitala

Kada pojedinačna država uđe u političko-pravni konflikt sa centralnim institucijama EU, to izaziva momentalan pad cena akcija na njenom nacionalnom tržištu kapitala	Frek.	Verov.
Ne slažem se	3	0.00882
Neutralan sam	102	0.30000
Slažem se	235	0.69118
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 24. Kada pojedinačna država uđe u političko-pravni konflikt sa centralnim institucijama EU, to izaziva momentalan pad cena akcija na njenom nacionalnom tržištu kapitala

Izvor: Autorski proračun

Šesta tvrdnja bavila se time da li ekonomske mere vlade „Specifični ekonomski potezi vlade pojedinačne države, izazvani geopolitičkom krizom, snažno determinišu cene akcija domaćih banaka i energetske kompanije“ (Tabela 24) i (Slika 25). Rezultati pokazuju ravnomernu podelu između onih koji se slažu (45.88%) i onih koji su neutralni (46.18%), dok se 7.94% ne slaže.

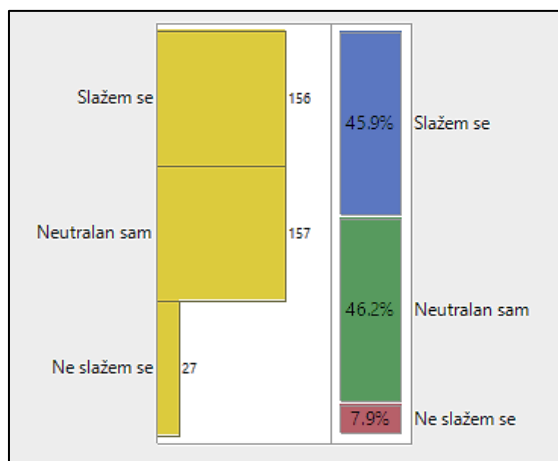
Ishod reflektuje realnost državnog intervencionizma u kriznim vremenima. Vladine mere poput zamrzavanja cena energenata, uvođenja poreza na ekstraprofit (windfall tax) ili restrikcija kapitala direktno pogađaju profitabilnost bankarskog i energetskog sektora. Eksperti

prepoznaju da ove mere jesu moćna determinanta kretanja cena akcija, ali da njihov konačni predznak (pad ili stabilizacija) zavisi od dizajna i trajanja same ekonomske politike.

Tabela 24. Specifični ekonomski potezi vlade pojedinačne države, izazvani geopolitičkom krizom, snažno determinišu cene akcija domaćih banaka i energetske kompanije

Specifični ekonomski potezi vlade pojedinačne države, izazvani geopolitičkom krizom, snažno determinišu cene akcija domaćih banaka i energetske kompanije	Frek.	Verov.
Ne slažem se	3	0.00882
Neutralan sam	102	0.30000
Slažem se	235	0.69118
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 25. Specifični ekonomski potezi vlade pojedinačne države, izazvani geopolitičkom krizom, snažno determinišu cene akcija domaćih banaka i energetske kompanije

Izvor: Autorski proračun

Poslednja tvrdnja „Investitori zahtevaju znatno veću premiju za rizik (što spušta cene akcija) kada ulažu u zemlje EU koje su geografski izložene konfliktima“ ponudila je najizbalansiraniju i najheterogeniju distribuciju odgovora (Tabela 25) i (Slika 26). Na stav da investitori zahtevaju znatno veću premiju za rizik (što spušta cene) kada ulažu u geografski izložene zemlje EU, uzorak se podelio na tri gotovo jednaka dela: 36.47% se ne slaže, 32.65% je neutralno, a 30.88% se slaže.

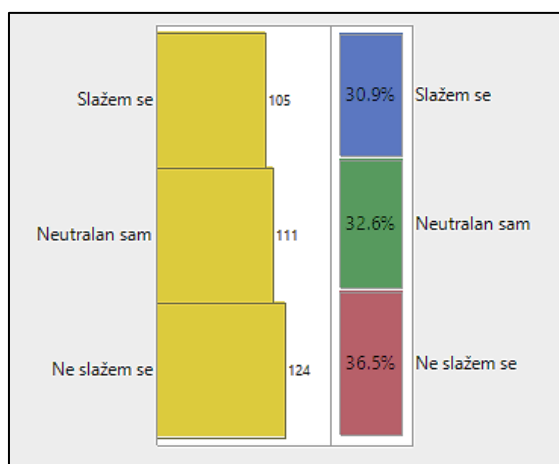
Statistička ujednačenost svedoči o dubokoj teorijskoj debati o fenomenu „geografskog determinizma“ u modernim finansijama. Deo stručnjaka očigledno smatra da samo članstvo u EU i Evrozoni pruža institucionalnu diversifikaciju koja neutrališe geografski faktor rizika (otuda visoko neslaganje). Sa druge strane, trećina eksperata ostaje pri stavu da u ekstremnim

geopolitičkim okolnostima geografija ponovo postaje faktor koji investitori moraju naplatiti kroz višu diskontnu stopu.

Tabela 25. Investitori zahtevaju znatno veću premiju za rizik (što spušta cene akcija) kada ulažu u zemlje EU koje su geografski izložene konfliktima

Investitori zahtevaju znatno veću premiju za rizik (što spušta cene akcija) kada ulažu u zemlje EU koje su geografski izložene konfliktima	Frek.	Verov.
Ne slažem se	124	0.36471
Neutralan sam	111	0.32647
Slažem se	105	0.30882
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 26. Investitori zahtevaju znatno veću premiju za rizik (što spušta cene akcija) kada ulažu u zemlje EU koje su geografski izložene konfliktima

Izvor: Autorski proračun

Sumirajući analizu varijablu „Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija“ (Tabela 26) i (Slika 26) pokazuje se kao izrazito validan i specifičan prediktor kretanja cena akcija. Ekspertska zajednica je potvrdila da unutar EU ne postoji savršena integrisanost rizika; lokalizovani šokovi, a naročito institucionalni sukobi sa centralom EU (preko 69% slaganja) i specifični državni rizici na periferiji (65% slaganja) imaju snažnu eksplanatornu snagu, to potvrđuje opravdanost uvođenja ove varijable u regresione modele, jer ona uspešno objašnjava onaj deo varijanse cena akcija koji se ne može pripisati isključivo globalnim kretanjima.

3.5. Deskriptivna analiza varijable Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija

Deskriptivne statističke varijable „Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija“ posvećen je ispitivanju kauzalnih veza između geopolitičkih specifičnosti pojedinačnih država članica i strukture njihove makro-ekonomske vrednosti izražene kroz agregatnu tržišnu kapitalizaciju domaćih berzi, dok se prethodni blok bavio volatilnošću i cenovnim performansama pojedinačnih finansijskih instrumenata, ovaj istraživački blok fokusira se na stabilnost i ekspanziju ukupne investicione baze nacionalnih tržišta. Distribucija dobijenih frekvencija svedoči o dubokom razumevanju eksperata u pogledu mehanizama realokacije kapitala unutar Evropske unije, sa jasnim naglaskom na asimetriju između zemalja „jezgra“ i zemalja „periferije“ u uslovima lokalizovanih političkih šokova.

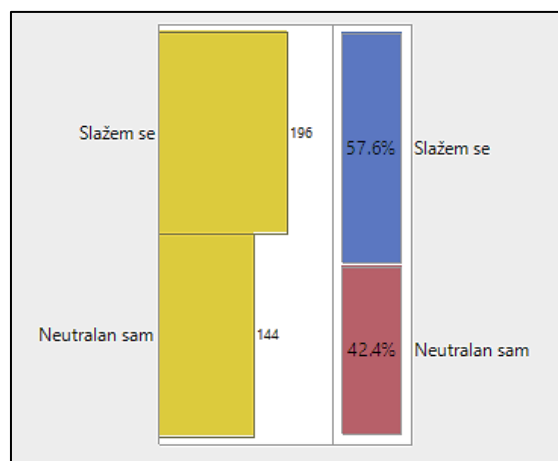
Prva tvrdnja unutar „Porast specifičnog geopolitičkog rizika jedne države uzrokuje beg domaćeg i stranog kapitala sa te lokalne berze, urušavajući njenu kapitalizaciju“ (Tabela 26) i (Slika 27) analizirala je bazični mehanizam kontrakcije tržišta, postulirajući da porast specifičnog geopolitičkog rizika jedne države uzrokuje simultani beg domaćeg i stranog kapitala sa te lokalne berze, direktno urušavajući njenu kapitalizaciju. Rezultati pokazuju odsustvo bilo kakvog neslaganja (0.00% odgovora u kategoriji „Ne slažem se“), pri čemu se jasna većina od 57.65% (196 stručnjaka) slaže sa tvrdnjom, dok je 42.35% ostalo neutralno.

Odsustvo negativnih odgovora pruža snažan empirijski konsenzus o odlivu kapitala (capital flight). Kada se suverena država suoči sa unutrašnjim ili eksternim geopolitičkim pritiskom, investitori bez obzira na njihovo geografsko poreklo redefinišu svoje udele. Domaći kapital teži internacionalizaciji kako bi izbegao lokalni sistemski slom, dok strani portfolio investitori likvidiraju pozicije radi zaštite prinosa, što rezultira mehaničkim smanjenjem agregatne vrednosti kotiranog korporativnog sektora na toj berzi.

Tabela 26. Porast specifičnog geopolitičkog rizika jedne države uzrokuje beg domaćeg i stranog kapitala sa te lokalne berze, urušavajući njenu kapitalizaciju

Porast specifičnog geopolitičkog rizika jedne države uzrokuje beg domaćeg i stranog kapitala sa te lokalne berze, urušavajući njenu kapitalizaciju	Frek.	Verov.
Neutralan sam	144	0.42353
Slažem se	196	0.57647
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 27. Porast specifičnog geopolitičkog rizika jedne države uzrokuje beg domaćeg i stranog kapitala sa te lokalne berze, urušavajući njenu kapitalizaciju

Izvor: Autorski proračun

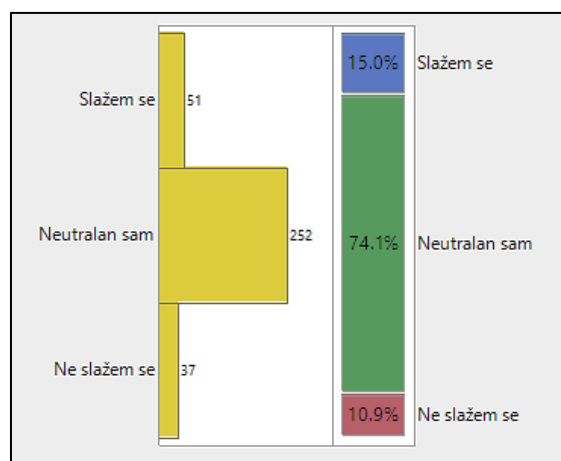
Druga tvrdnja „Lokalna tržišta kapitala u razvoju i tranziciji unutar EU beleže dugoročni pad kapitalizacije usled percepcije povećanog regionalnog rizika“ (Tabela 27) i (Slika 28) tretirala je dugoročne aspekte ove Problematike na manje razvijenim, tranzicionim tržištima unutar EU prostora, navodeći da ona beleže hronični pad kapitalizacije usled percepcije uvećanog regionalnog rizika. Podaci otkrivaju visoku koncentraciju odgovora u neutralnoj zoni (74.12%, odnosno 252 ispitanika), dok se 15.00% slaže, a 10.88% ne slaže sa iznesenim stavom.

Ishod ukazuje na analitičku uzdržanost eksperata i prepoznavanje činjenice da tržišta u razvoju unutar EU nisu homogena grupa. Visoka neutralnost sugerise da regionalni rizik jeste permanentna pretnja, ali da sam pad kapitalizacije zavisi od niza konjunkturnih faktora poput stepena realne ekonomske konvergencije, priliva sredstava iz evropskih strukturnih fondova i nivoa integrisanosti lokalnih kompanija u globalne lance vrednosti, koji mogu amortizovati negativne geopolitičke pritiske.

Tabela 27. Lokalna tržišta kapitala u razvoju i tranziciji unutar EU beleže dugoročni pad kapitalizacije usled percepcije povećanog regionalnog rizika

Lokalna tržišta kapitala u razvoju i tranziciji unutar EU beleže dugoročni pad kapitalizacije usled percepcije povećanog regionalnog rizika	Frek.	Verov.
Ne slažem se	37	0.10882
Neutralan sam	252	0.74118
Slažem se	51	0.15000
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 28. Lokalna tržišta kapitala u razvoju i tranziciji unutar EU beleže dugoročni pad kapitalizacije usled percepcije povećanog regionalnog rizika
Izvor: Autorski proračun

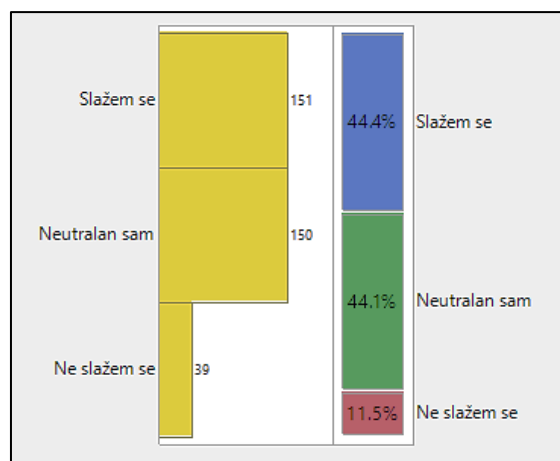
Treća tvrdnja „Suvereni rejting zemlje (kreditni rejting države), koji slabi pod uticajem lokalne geopolitike, direktno određuje ukupan obim kapitalizacije njenog domaćeg tržišta“ (Tabela 28) i (Slika 29) testirala je fundamentalnu makroekonomsku vezu: da li suvereni kreditni rejting zemlje, oslabljen pod uticajem lokalne geopolitike, direktno determiniše ukupan obim kapitalizacije njenog domaćeg tržišta. Odgovori ispitanika su podeljeni, sa blagom prevagom onih koji se slažu (44.41%, odnosno 151 stručnjak) u odnosu na one koji su neutralni (44.12%), dok 11.47% izražava neslaganje.

Rezultati potvrđuju teorijsku postavku o prenosu rizika preko državnog duga (sovereign debt channel). Geopolitička degradacija države vodi ka snižavanju njenog kreditnog rejtinga, što automatski podiže troškove zaduživanja za samu državu, ali i za sve korporativne emitente na njenoj teritoriji. Viša cena kapitala smanjuje neto sadašnju vrednost investicionih projekata, što se direktno projektuje kroz niže vrednovanje kompanija i posledični pad ukupne tržišne kapitalizacije.

Tabela 28. Suvereni rejting zemlje (kreditni rejting države), koji slabi pod uticajem lokalne geopolitike, direktno određuje ukupan obim kapitalizacije njenog domaćeg tržišta

Suvereni rejting zemlje (kreditni rejting države), koji slabi pod uticajem lokalne geopolitike, direktno određuje ukupan obim kapitalizacije njenog domaćeg tržišta	Frek.	Verov.
Ne slažem se	39	0.11471
Neutralan sam	150	0.44118
Slažem se	151	0.44412
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 29. Suvereni rejting zemlje (kreditni rejting države), koji slabi pod uticajem lokalne geopolitike, direktno određuje ukupan obim kapitalizacije njenog domaćeg tržišta
Izvor: Autorski proračun

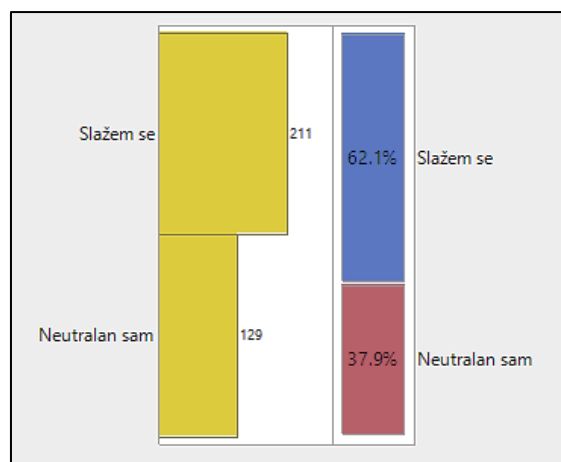
Jedan od najznačajnijih pozitivnih rezultata zabeležen je kod četvrte tvrdnje „Visok nivo razvijenosti institucija i opšta politička stabilnost pojedinih zemalja uspevaju da zaštite njihovu tržišnu kapitalizaciju od manjih lokalnih geopolitičkih potresa“ (Tabela 29) i (Slika 30), gde se 62.06% ispitanika (211 stručnjaka) usaglasilo sa stavom da visok nivo razvijenosti institucija i opšta politička stabilnost pojedinih zemalja uspevaju da efikasno zaštite njihovu tržišnu kapitalizaciju od manjih lokalnih geopolitičkih potresa. Neutralan stav zauzelo je 37.94% anketiranih, dok neslaganje ponovo iznosi 0.00%.

Podaci pružaju empirijski dokaz u prilog teoriji institucionalnog kvaliteta (institutional quality theory). Čvrst pravni okvir, vladavina prava, transparentnost i politička stabilnost funkcionišu kao amortizeri (buffers) ekogenih šokova. Investitori ispoljavaju viši prag tolerancije prema lokalnim geopolitičkim fluktuacijama ukoliko veruju u snagu institucija te države, što sprečava panične rasprodaje i održava stabilnost ukupne berzanske kapitalizacije.

Tabela 29. Visok nivo razvijenosti institucija i opšta politička stabilnost pojedinih zemalja uspevaju da zaštite njihovu tržišnu kapitalizaciju od manjih lokalnih geopolitičkih potresa

Visok nivo razvijenosti institucija i opšta politička stabilnost pojedinih zemalja uspevaju da zaštite njihovu tržišnu kapitalizaciju od manjih lokalnih geopolitičkih potresa	Frek.	Verov.
Ne slažem se	39	0.11471
Neutralan sam	150	0.44118
Slažem se	151	0.44412
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 30. Visok nivo razvijenosti institucija i opšta politička stabilnost pojedinih zemalja uspevaju da zaštite njihovu tržišnu kapitalizaciju od manjih lokalnih geopolitičkih potresa
Izvor: Autorski proračun

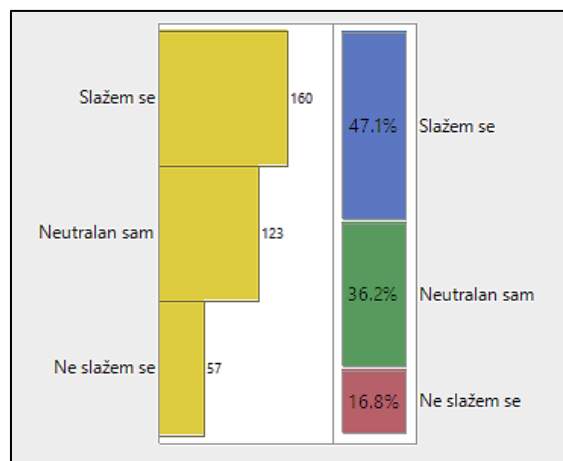
Peta tvrdnja „,, (Tabela 30) i (Slika 31) reflektovala je dinamiku unutar samih investicionih fondova, navodeći da investitori usled državnog geopolitičkog rizika često restrukturiraju portfolio, seleći kapital sa ekonomski i politički ranjivijih berzi na stabilnija tržišta „jezgra“ EU (poput Nemačke ili Francuske). Skoro polovina ispitanika (47.06%) prepoznaje ovaj obrazac ponašanja, dok je 36.18% neutralno, a 16.76% se ne slaže.

U kontekstu evropskih integracija, rezultat oslikava asimetričnu prirodu kretanja kapitala u kriznim uslovima. Finansijska tržišta „jezgra“ EU percipiraju se kao implicitni garanti sigurnosti. Kada lokalni geopolitički rizik na periferiji poraste, institucionalni investitori primenjuju taktiku minimiziranja rizika (flight-to-quality), povlačeći sredstva iz perifernih ekonomija i plasirajući ih u visokolikvidne, sistemske indekse razvijenih članica, čime se kapitalizacija jezgra održava ili raste na račun periferije.

Tabela 30. Investitori zbog državnog geopolitičkog rizika često restrukturiraju portfolio, seleći kapital sa ekonomski i politički ranjivijih berzi na stabilnija tržišta kapitala „jezgra“ EU

Investitori zbog državnog geopolitičkog rizika često restrukturiraju portfolio, seleći kapital sa ekonomski i politički ranjivijih berzi na stabilnija tržišta kapitala „jezgra“ EU	Frek.	Verov.
Ne slažem se	57	0.16765
Neutralan sam	123	0.36176
Slažem se	160	0.47059
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 31. Investitori zbog državnog geopolitičkog rizika često restrukturiraju portfolio, seleći kapital sa ekonomski i politički ranjivijih berzi na stabilnija tržišta kapitala „jezgra“ EU
Izvor: Autorski proračun

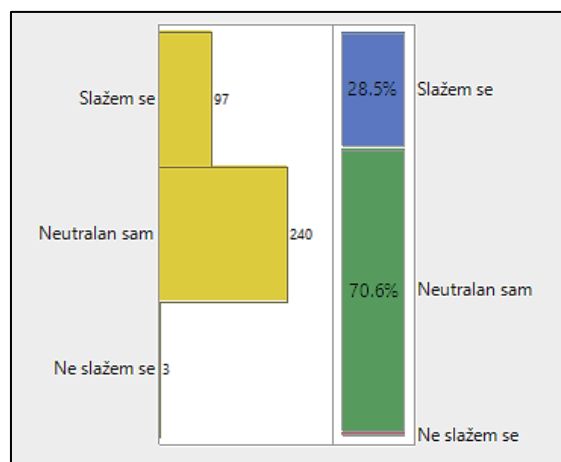
Šesta tvrdnja „Strane direktne i portfolio investicije, koje grade kapitalizaciju jedne berze, direktno su uslovljene stabilnošću spoljopolitičke pozicije te konkretne zemlje“ (Tabela 31) i (Slika 32) bavila se determinisanošću stranih direktnih i portfolio investicija (koje su ključni gradivni elementi tržišne kapitalizacije) stabilnošću spoljopolitičke pozicije konkretne zemlje. Zabeležena izrazito visoka koncentracija neutralnih odgovora (70.59%, odnosno 240 stručnjaka). Slaganje izražava 28.53%, dok neslaganje iznosi zanemarljivih 0.88%.

Visok procenat neutralnosti reflektuje teorijsku distinkciju između dve vrste stranog kapitala. Dok su portfolio investicije izuzetno fluidne i osetljive na spoljopolitičke fluktuacije, strane direktne investicije (SDI) su dugoročnog karaktera, bazirane na fundamentalnim determinantama poput troškova rada, infrastrukture i pristupa tržištima. Eksperti stoga izbegavaju unilateralnu ocenu, svesni da spoljopolitička nestabilnost može privremeno zaustaviti berzanski (portfolio) kapital, ali ne mora nužno i trajno blokirati realne investicione tokove.

Tabela 31. Strane direktne i portfolio investicije, koje grade kapitalizaciju jedne berze, direktno su uslovljene stabilnošću spoljopolitičke pozicije te konkretne zemlje

Strane direktne i portfolio investicije, koje grade kapitalizaciju jedne berze, direktno su uslovljene stabilnošću spoljopolitičke pozicije te konkretne zemlje	Frek.	Verov.
Ne slažem se	3	0.00882
Neutralan sam	240	0.70588
Slažem se	97	0.28529
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 32. Strane direktne i portfolio investicije, koje grade kapitalizaciju jedne berze, direktno su uslovljene stabilnošću spoljopolitičke pozicije te konkretne zemlje
Izvor: Autorski proračun

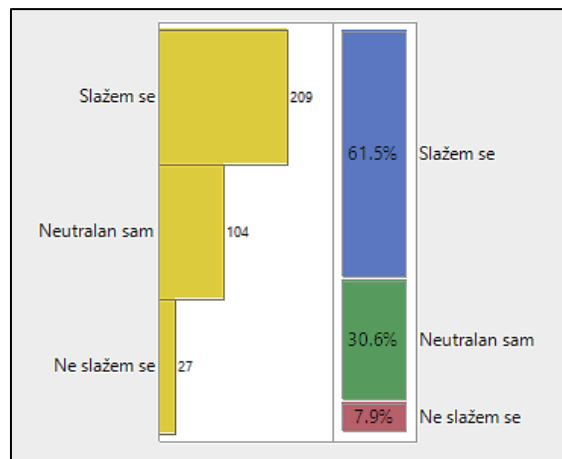
Sedma tvrdnja „Pojedinačna država ne može značajno da uveća vrednost svog tržišta kapitala (kapitalizaciju) ako se nalazi u zoni povišenih regionalnih političkih turbulencija“ (Tabela 32) i (Slika 33) donosi izuzetno jasan i homogen stav: 61.47% (209 stručnjaka) eksplicitno tvrdi da pojedinačna država ne može značajno da uveća vrednost svog tržišta kapitala (kapitalizaciju) ako se nalazi u zoni povišenih regionalnih političkih turbulencija. Neutralnih je 30.59%, dok se svega 7.94% ispitanika ne slaže sa ovom konstatacijom.

Rezultat predstavlja ključni zaključak ovog bloka istraživanja. Potvrđuje postojanje „regionalnog plafona“ za rast nacionalnih finansijskih tržišta i ako pojedinačna zemlja sprovodi optimalne unutrašnje ekonomske reforme i poseduje stabilne kompanije, lociranost u geopolitički nestabilnom regionu deluje kao eksterni limitator. Međunarodni kapital posmatra širi regionalni kontekst, te povišene regionalne turbulencije stvaraju negativan opšti narativ koji sprečava dugoročnu ekspanziju i dubinski rast tržišne kapitalizacije lokalne berze.

Tabela 32. Pojedinačna država ne može značajno da uveća vrednost svog tržišta kapitala (kapitalizaciju) ako se nalazi u zoni povišenih regionalnih političkih turbulencija

Pojedinačna država ne može značajno da uveća vrednost svog tržišta kapitala (kapitalizaciju) ako se nalazi u zoni povišenih regionalnih političkih turbulencija	Frek.	Verov.
Ne slažem se	27	0.07941
Neutralan sam	104	0.30588
Slažem se	209	0.61471
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 33. Pojedinačna država ne može značajno da uveća vrednost svog tržišta kapitala (kapitalizaciju) ako se nalazi u zoni povišenih regionalnih političkih turbulencija

Izvor: Autorski proračun

Sumirajući rezultate varijable „Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija“ se u odnosu na zavisnu varijablu „Tržišna kapitalizacija“ manifestuje kao snažan strukturalni i prostorni limitator. Ključni doprinos ove analize ogleda se u prepoznavanju mehanizma institucionalne zaštite (preko 62% slaganja) i fenomena regionalnog ograničenja rasta (preko 61% slaganja). Ekspertska zajednica jasno potvrđuje da lokalni geopolitički šokovi imaju moć da kroz kanale odliva kapitala i slabljenja suverenog rejtinga trajno deformišu ukupni investicioni potencijal pojedinačnih država članica, što daje potpun naučni i empirijski legitimitet testiranju hipoteza unutar postavljenog strukturnog modela.

3.6. Deskriptivna analiza varijable Stanje i kretanje cena akcija

Nakon identifikacije i evaluacije različitih modaliteta geopolitičkog rizika, empirijski fokus istraživanja se usmerava na analizu zavisne varijable koja reflektuje taksonomiju, trenutni status i prognozirane tendencije cena akcija na razvijenim berzama Evropske unije. Varijabla „Stanje i kretanje cena akcija“ operacionalizuje realne performanse tržišta kroz svest finansijskih stručnjaka o: volatilnosti, indeksnim trendovima, ostvarenim prinosima i bihevioralnim signalima koji oblikuju kratkoročne i srednjoročne horizonte investiranja.

Distribucija frekvencija svedoči o izrazito turbulentnom i kontrakcionom momentumu na evropskom berzanskom parketu.

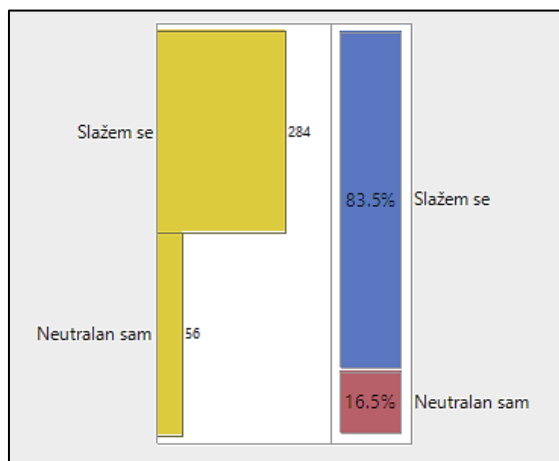
Prva tvrdnja „Cene akcija na razvijenim tržištima kapitala EU trenutno pokazuju izraženu i učestalu nestabilnost (volatilnost)“ (Tabela 33) i (Slika 34) pružila je najoštrij uvid u pogledu konsenzusa ispitanika. Naime, 83.53% (284 stručnjaka) eksplicitno se slaže sa konstatacijom da cene akcija na razvijenim tržištima kapitala EU trenutno pokazuju izraženu i učestalu nestabilnost. Ostatak uzorka od 16.47% zauzeo je neutralan stav, dok u celom uzorku (0.00%) ne postoji nijedan ispitanik koji negira prisustvo ove nestabilnosti.

Empirijski profil ukazuje na vanredno visoku endogenu napetost na tržištu imovine. Odsustvo negativnih odgovora i dominacija slaganja sugerišu da volatilnost nije sporadični incident, već sistemska karakteristika aktuelne faze u razvoju evropskog finansijskog tržišta. Visoka volatilnost reflektuje stalno rekalkibriranje investicionih pozicija i nemogućnost tržišta da uspostavi stabilnu ravnotežnu cenu usled neprekidnog priliva novih, često konfliktnih informacija.

Tabela 33. Cene akcija na razvijenim tržištima kapitala EU trenutno pokazuju izraženu i učestalu nestabilnost (volatilnost)

Cene akcija na razvijenim tržištima kapitala EU trenutno pokazuju izraženu i učestalu nestabilnost (volatilnost)	Frek.	Verov.
Neutralan sam	56	0.16471
Slažem se	284	0.83529
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 34. Cene akcija na razvijenim tržištima kapitala EU trenutno pokazuju izraženu i učestalu nestabilnost (volatilnost)

Izvor: Autorski proračun

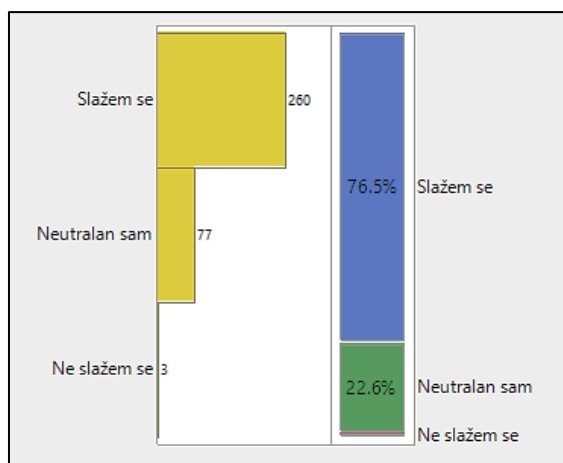
Druga tvrdnja „Opšti trend kretanja vodećih berzanskih indeksa u zemljama „jezgra“ EU u posljednjem periodu je pretežno negativan“ (Tabela 34) i (Slika 35) precizirala je smer kretanja tržišta u sistemski najvažnijim ekonomijama Unije (zemlje „jezgra“). Visok procenat ispitanika (76.47%, odnosno 260 stručnjaka) potvrdio je da je opšti trend kretanja vodećih berzanskih indeksa u posljednjem periodu pretežno negativan. Neutralnih je 22.65%, dok neslaganje iznosi zanemarljivih 0.88%.

Iz ugla teorije tržišnih ciklusa, ovi podaci potvrđuju prisustvo makro-korekcije koja je zahvatila same stubove evropske finansijske arhitekture (poput indeksa DAX ili CAC). Činjenica da stručnjaci u ovolikom obimu potvrđuju negativan trend implicira da pritisci nisu izolovani na perifernim ili manjim tržištima, već da su generisani duboki strukturni poremećaji koji direktno ugrožavaju vrednovanje blue-chip korporacija u samom ekonomskom centru Evrope.

Tabela 34. Opšti trend kretanja vodećih berzanskih indeksa u zemljama „jezgra“ EU u poslednjem periodu je pretežno negativan

Opšti trend kretanja vodećih berzanskih indeksa u zemljama „jezgra“ EU u poslednjem periodu je pretežno negativan	Frek.	Verov.
Ne slažem se	3	0.00882
Neutralan sam	77	0.22647
Slažem se	260	0.76471
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 35. Opšti trend kretanja vodećih berzanskih indeksa u zemljama „jezgra“ EU u poslednjem periodu je pretežno negativan

Izvor: Autorski proračun

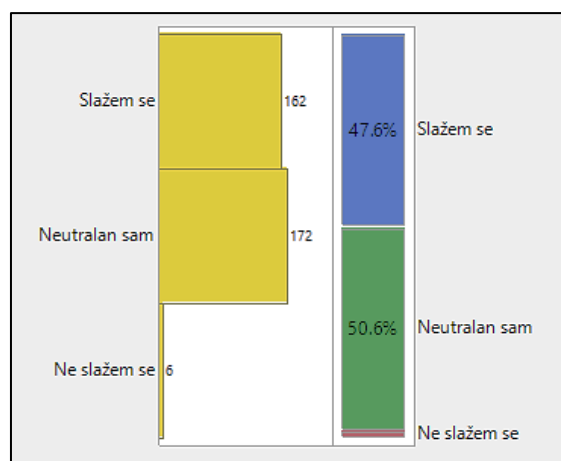
Treća tvrdnja „Akcije evropskih kompanija trenutno beleže primetan pad vrednosti u poređenju sa svojim istorijskim prosecima“ (Tabela 35) i (Slika 36) analizirala je trenutnu vrednost imovine u poređenju sa njenim istorijskim prosecima. Uzorak je pokazao relativnu podeljenost sa blagom prevagom neutralnih odgovora (50.59%, odnosno 172 ispitanika) u odnosu na one koji se slažu da akcije beleže primetan pad vrednosti u odnosu na istorijske proseke (47.65%). Neslaganje je ponovo minimalno (1.76%).

Distribucija ukazuje na metodološki oprez eksperata. Istorijski prosek je kategorija koja obuhvata različite ekonomske cikluse (i faze ekspanzije i faze recesije), dok skoro polovina uzorka prepoznaje da su trenutne cene ispod istorijskih standarda što može signalizirati podcenjenost tržišta i promenu racia cene i zarade (P/E ratio) polovina neutralnih sugerše da su cene, uprkos padu, i dalje blizu višegodišnjih medijana zbog prethodnih višegodišnjih faza rasta.

Tabela 35. Akcije evropskih kompanija trenutno beleže primetan pad vrednosti u poređenju sa svojim istorijskim prosecima

Akcije evropskih kompanija trenutno beleže primetan pad vrednosti u poređenju sa svojim istorijskim prosecima	Frek.	Verov.
Ne slažem se	6	0.01765
Neutralan sam	172	0.50588
Slažem se	162	0.47647
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 36. Akcije evropskih kompanija trenutno beleže primetan pad vrednosti u poređenju sa svojim istorijskim prosecima

Izvor: Autorski proračun

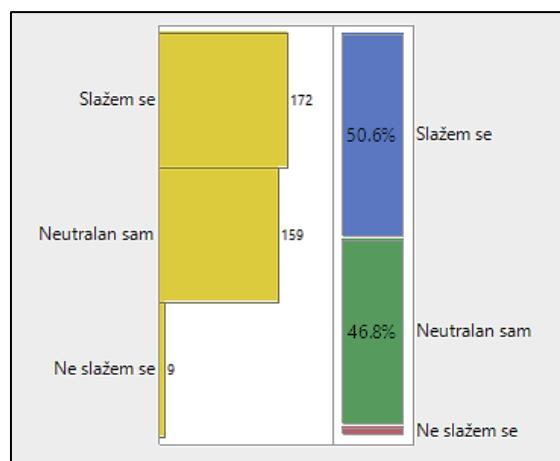
Četvrta tvrdnja „Na osnovu aktuelnih tržišnih signala, očekujem dalji pad cena akcija na evropskim berzama u narednih 12 do 18 meseci“ (Tabela 36) i (Slika 37) testirala je prediktivna očekivanja stručnjaka na osnovu aktuelnih tržišnih signala. Nešto više od polovine uzorka (50.59%, odnosno 172 stručnjaka) izrazilo je direktan pesimizam, očekujući dalji pad cena akcija na evropskim berzama u narednih 12 do 18 meseci. Visok procenat neutralnosti (46.76%) ukazuje na neizvesnost, dok dalji pad negira tek 2.65% ispitanika.

Rezultati imaju izuzetnu težinu za bihevioralne finansije, jer demonstriraju prisustvo dugoročnijeg negativnog investicionog sentimenta (bearish sentiment). Kada polovina profesionalnih učesnika na tržištu projektuje nastavak opadajućeg trenda u periodu dužem od godinu dana, ta očekivanja mogu postati samoispunjavajuće proročanstvo (self-fulfilling prophecy), jer podstiču investitore na dalje smanjenje izloženosti akcijama i akumulaciju gotovine.

Tabela 36. Na osnovu aktuelnih tržišnih signala, očekujem dalji pad cena akcija na evropskim berzama u narednih 12 do 18 meseci

Na osnovu aktuelnih tržišnih signala, očekujem dalji pad cena akcija na evropskim berzama u narednih 12 do 18 meseci	Frek.	Verov.
Ne slažem se	9	0.02647
Neutralan sam	159	0.46765
Slažem se	172	0.50588
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 37. Na osnovu aktuelnih tržišnih signala, očekujem dalji pad cena akcija na evropskim berzama u narednih 12 do 18 meseci

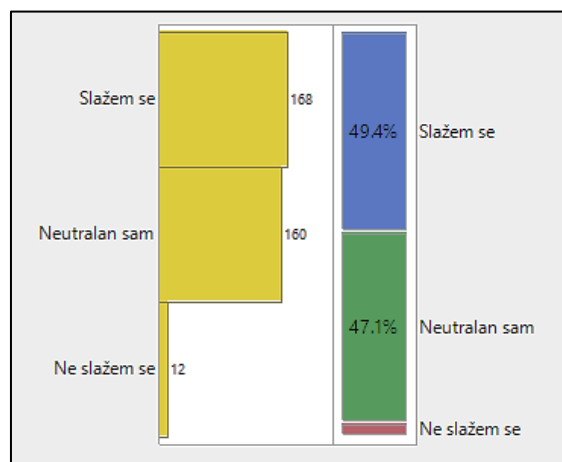
Izvor: Autorski proračun

Peta tvrdnja „Prinosi koje trenutno ostvaruju investitori na razvijenim evropskim tržištima akcija su osetno ispod ranijih tržišnih očekivanja“ (Tabela 37) i (Slika 38) bavila se evaluacijom realnih performansi portfolija, navodeći da su prinosi koje investitori trenutno ostvaruju na razvijenim evropskim tržištima akcija osetno ispod ranijih očekivanja. Rezultati su gotovo identični prethodnoj tvrdnji: 49.41% se slaže, 47.06% je neutralno, dok se svega 3.53% ne slaže. Rezultat svedoči o jazu u performansama (performance gap) na savremenom tržištu kapitala EU. Destrukcija očekivanih prinosa direktna je posledica porasta premije za rizik i neplaniranih operativnih troškova sa kojima se suočava korporativni sektor, što potvrđuje da trenutni tržišni ambijent ne uspeva da generiše istorijski projektovane stope rasta za vlasnike kapitala.

Tabela 37. Prinosi koje trenutno ostvaruju investitori na razvijenim evropskim tržištima akcija su osetno ispod ranijih tržišnih očekivanja

Prinosi koje trenutno ostvaruju investitori na razvijenim evropskim tržištima akcija su osetno ispod ranijih tržišnih očekivanja	Frek.	Verov.
Ne slažem se	12	0.03529
Neutralan sam	160	0.47059
Slažem se	168	0.49412
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 38. Prinosi koje trenutno ostvaruju investitori na razvijenim evropskim tržištima akcija su osetno ispod ranijih tržišnih očekivanja

Izvor: Autorski proračun

Šesta tvrdnja „Uočljiva je ekstremna osetljivost cena akcija na svakodnevne makroekonomske izveštaje na tržištima EU“ i (Tabela 37) i (Slika 39) ispitala je mikro-reaktivnost tržišta na dnevne vesti, postulirajući ekstremnu osetljivost cena akcija na

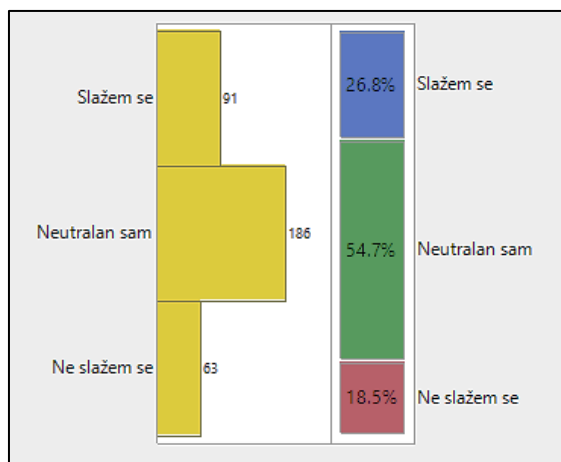
svakodnevne makroekonomske izveštaje u EU. Dominantan deo uzorka zauzeo je neutralan stav (54.71%, odnosno 186 stručnjaka), dok se 26.76% slaže, a 18.53% ne slaže sa tvrdnjom.

Struktura odgovora sugerise da, prema mišljenju stručnjaka, tržište ne reaguje panično i linearno na svaki dnevni statistički podatak (poput mesečne inflacije ili stope nezaposlenosti). Visoka neutralnost implicira da osetljivost cena zavisi od toga da li makroekonomski izveštaji donose radikalna iznenađenja u odnosu na već ugrađena očekivanja analitičara (market consensus), čime se potvrđuje poluefikasna forma evropskog tržišta.

Tabela 38. Uočljiva je ekstremna osetljivost cena akcija na svakodnevne makroekonomske izveštaje na tržištima EU

Uočljiva je ekstremna osetljivost cena akcija na svakodnevne makroekonomske izveštaje na tržištima EU	Frek.	Verov.
Ne slažem se	63	0.18529
Neutralan sam	186	0.54706
Slažem se	91	0.26765
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 39. Uočljiva je ekstremna osetljivost cena akcija na svakodnevne makroekonomske izveštaje na tržištima EU

Izvor: Autorski proračun

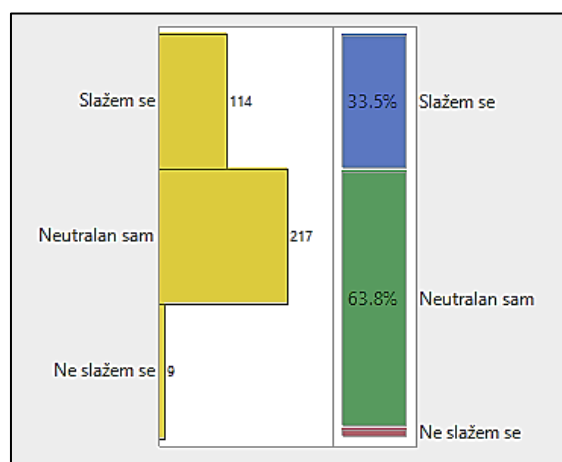
Sedma tvrdnja „Tržišta akcija u EU trenutno pokazuju izražene karakteristike dugotrajne „medvede“ faze (bear market - faza opadanja cena)“ (Tabela 39) i (Slika 40) testirala je da li se trenutno stanje može formalno okarakterisati kao dugotrajna faza opadanja cena („medvede“ tržište). Najveći deo uzorka odabrao je neutralnu poziciju (63.82%, odnosno 217 stručnjaka), dok trećina uzorka (33.52%) smatra da su odlike medvedeg tržišta izražene, a svega 2.65% se ne slaže sa tim.

Dominacija neutralnog stava kod svedoči o visokoj stručnoj rigoroznosti uzorka. U finansijskoj teoriji, „medveđa faza“ ima striktnu kvantitativnu definiciju (pad indeksa za više od 20% od prethodnog vrha u kontinuitetu). Visoka koncentracija neutralnosti ukazuje da eksperti prepoznaju elemente opadajućeg trenda, ali situaciju pre karakterišu kao produženu, visokovolatilnu stagnaciju i fazu konsolidacije, nego kao klasičan, paničan slom tržišta.

Tabela 39. Tržišta akcija u EU trenutno pokazuju izražene karakteristike dugotrajne „medveđe“ faze (bear market - faza opadanja cena)

Tržišta akcija u EU trenutno pokazuju izražene karakteristike dugotrajne „medveđe“ faze (bear market - faza opadanja cena)	Frek.	Verov.
Ne slažem se	9	0.02647
Neutralan sam	217	0.63824
Slažem se	114	0.33529
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 40. Tržišta akcija u EU trenutno pokazuju izražene karakteristike dugotrajne „medveđe“ faze (bear market - faza opadanja cena)

Izvor: Autorski proračun

Dobijeni rezultati za zavisnu varijablu „Stanje i kretanje cena akcija“ oslikava finansijsko tržište koje se nalazi pod snažnim strukturnim pritiskom. Ključni empirijski dokazi leže u izuzetno visokoj frekvenciji percepcije volatilnosti (preko 83% slaganja, bez ijednog glasa protiv) i jasnoj potvrdi negativnog trenda vodećih indeksa u ekonomskom jezgru EU (preko 76% slaganja). Kombinacija ovih faktora sa pretežno pesimističnim očekivanjima za narednih 12 do 18 meseci (preko 50% slaganja) čini ovu varijablu idealnim i visoko reaktivnim indikatorom za testiranje uticaja eksternih šokova, potvrđujući opravdanost njene uloge kao centralne zavisne varijable u istraživanom strukturnom modelu.

3.7. Deskriptivna analiza varijable Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti

U nastavku je data akademska interpretacija podataka za varijablu „Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti“. Varijabla u istraživačkom modeliranju obično ima ulogu ključnog strukturnog indikatora razvijenosti i dubine finansijskog tržišta, te njeni empirijski atributi pokazuju u kojoj meri su makro-struktura i likvidni tokovi unutar Evropske unije stabilni pod uticajem spoljnih šokova.

Segment deskriptivne statističke analize posvećen je dekonstrukciji strukturnih i likvidnosnih performansi evropskog finansijskog tržišta. Za razliku od prethodne varijable koja je merila cenovni momentum i volatilnost pojedinačnih instrumenata, varijabla „Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti“ agregira podatke o: dubini tržišta (market depth), dinamici primarnog tržišta kapitala kroz IPO aktivnosti, kao i o relativnoj poziciji EU u globalnoj alokaciji investicionih sredstava.

Distribucija dobijenih frekvencija otkriva duboku zabrinutost eksperata u pogledu dugoročne konkurentnosti i strukturnog smanjivanja relativnog pondera evropskih berzi na globalnoj mapi kapitala.

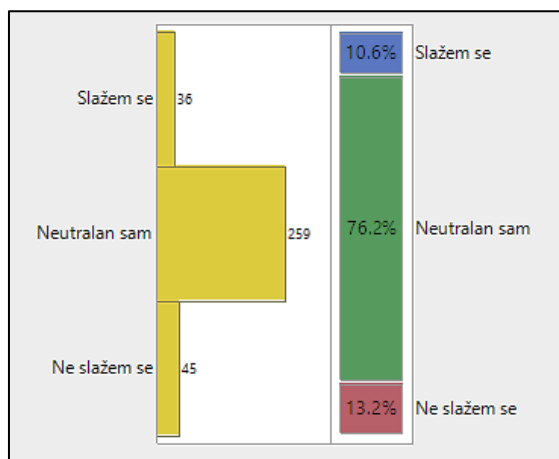
Prva tvrdnja „Ukupna tržišna kapitalizacija na berzama razvijenih zemalja EU u poslednjem periodu beleži kontinuiran pad“ (Tabela 40) i (Slika 41) testirala je postojanje jasnog i neprekidnog opadajućeg trenda ukupne tržišne kapitalizacije u poslednjem periodu. Podaci pokazuju izrazitu koncentraciju ispitanika u neutralnoj zoni 76.18% (259 stručnjaka) a sa tvrdnjom se slaže 10.59%, dok neslaganje izražava 13.24% anketiranih.

Distribucija frekvencija sugeriše da eksperti ne uočavaju linearan, mehanički i neprekidan pad apsolutnih vrednosti kapitalizacije. Tržišna kapitalizacija je funkcija kako broja listiranih kompanija i trenutnih kurseva akcija koji fluktuiraju. Visok procenat neutralnosti implicira da se tržišna kapitalizacija razvijenih ekonomija EU nalazi pre u stanju stagnacije i nestabilnog horizontalnog kretanja (range-bound trading), nego u stanju otvorenog i permanentnog strukturnog kolapsa.

Tabela 40. Ukupna tržišna kapitalizacija na berzama razvijenih zemalja EU u posljednjem periodu beleži kontinuiran pad

Ukupna tržišna kapitalizacija na berzama razvijenih zemalja EU u posljednjem periodu beleži kontinuiran pad	Frek.	Verov.
Ne slažem se	45	0.13235
Neutralan sam	259	0.76176
Slažem se	36	0.10588
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 41. Ukupna tržišna kapitalizacija na berzama razvijenih zemalja EU u posljednjem periodu beleži kontinuiran pad

Izvor: Autorski proračun

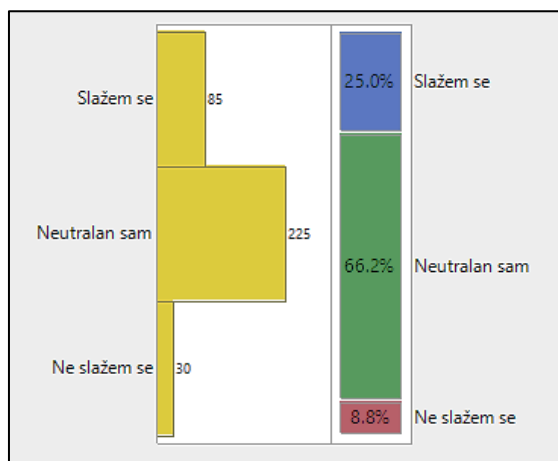
Druga tvrdnja „Na evropskim tržištima kapitala trenutno je jasno prisutan i vidljiv trend povlačenja stranog institucionalnog kapitala“ (Tabela 41) i (Slika 42) bavila se: bihevioralnim aspektom velikih investitora, odnosno ispitivanjem prisustva trenda povlačenja stranog institucionalnog kapitala. Ponovo dominira neutralan stav sa 66.18% (225 ispitanika), četvrtina uzorka (25.00%) potvrđuje postojanje ovog trenda, a 8.82% izražava neslaganje.

Dominacija neutralnosti reflektuje složenost praćenja institucionalnih tokova novca (smart money). Strani institucionalni investitori (poput velikih američkih ili azijskih penzionih i hedž fondova) retko vrše panična i potpuna povlačenja sa razvijenih tržišta poput EU. Umesto toga, sprovode taktičku realokaciju unutar sektora (npr. prelazak iz cikličnih u defanzivne sektore) ili prilagođavaju ročnost portfolija, što ekonomska struka opravdano interpretira sa analitičkim oprezom, izbegavajući donošenje jednostranih zaključaka o potpunom egzodusu kapitala.

Tabela 41. Na evropskim tržištima kapitala trenutno je jasno prisutan i vidljiv trend povlačenja stranog institucionalnog kapitala

Na evropskim tržištima kapitala trenutno je jasno prisutan i vidljiv trend povlačenja stranog institucionalnog kapitala	Frek.	Verov.
Ne slažem se	30	0.08824
Neutralan sam	225	0.66176
Slažem se	85	0.25000
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 42. Na evropskim tržištima kapitala trenutno je jasno prisutan i vidljiv trend povlačenja stranog institucionalnog kapitala

Izvor: Autorski proračun

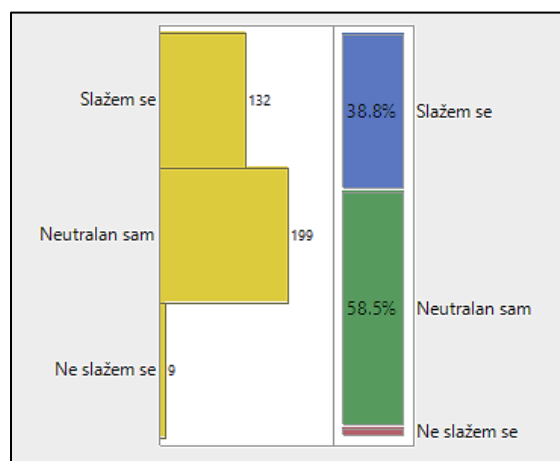
Treća tvrdnja „Opšti nivo likvidnosti (dostupnosti novca i obima trgovanja) na razvijenim berzama EU je trenutno na zabrinjavajuće niskom nivou“ (Tabela 42) i (Slika 43) tretirala je likvidnost kao krvotok finansijskog tržišta, postulirajući da je opšti nivo likvidnosti i obima trgovanja na zabrinjavajuće niskom nivou. Rezultati ukazuju na porast zabrinutosti unutar uzorka: dok je neutralnih i dalje najviše (58.53%), značajan procenat od 38.82% (132 stručnjaka) se eksplicitno slaže sa tvrdnjom, neslaganje izražava svega 2.65%.

U finansijskoj teoriji, likvidnost podrazumeva mogućnost brze kupovine ili prodaje finansijske imovine bez značajnog uticaja na njenu cenu. Činjenica da skoro 40% stručnjaka ocenjuje likvidnost kao zabrinjavajuće nisku ukazuje na sužavanje tržišne dubine. Pad likvidnosti često korelira sa porastom nesigurnosti; investitori postaju uzdržani, šire se rasponi između ponuđene i tražene cene (bid-ask spreads), što može pojačati volatilnost i učiniti tržište ranjivijim na eksterne šokove.

Tabela 42. Opšti nivo likvidnosti (dostupnosti novca i obima trgovanja) na razvijenim berzama EU je trenutno na zabrinjavajuće niskom nivou

Opšti nivo likvidnosti (dostupnosti novca i obima trgovanja) na razvijenim berzama EU je trenutno na zabrinjavajuće niskom nivou	Frek.	Verov.
Ne slažem se	9	0.02647
Neutralan sam	199	0.58529
Slažem se	132	0.38824
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 43. Opšti nivo likvidnosti (dostupnosti novca i obima trgovanja) na razvijenim berzama EU je trenutno na zabrinjavajuće niskom nivou

Izvor: Autorski proračun

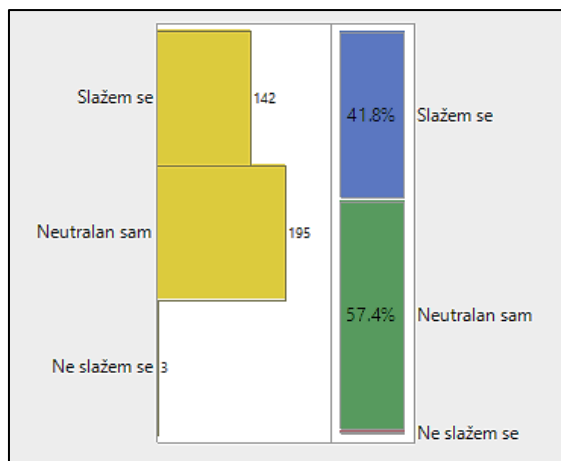
Četvrta tvrdnja „Interesovanje kompanija za prikupljanje svežeg kapitala putem inicijalnih javnih ponuda (IPO) na EU berzama drastično je opalo“ (Tabela 43) i (Slika 44) analizirala je funkciju berze kao instrumenta za prikupljanje svežeg korporativnog kapitala, navodeći da je interesovanje kompanija za IPO aktivnosti na EU berzama drastično opalo. Rezultati pokazuju da se 41.76% (142 stručnjaka) slaže sa ovom ocenom, neutralnih je 57.35%, neslaganje iznosi zanemarljivih 0.88%.

Visok stepen slaganja i odsustvo neslaganja potvrđuju prisustvo takozvane „suše“ na primarnom tržištu kapitala (IPO drought). U uslovima povišenih makroekonomskih i geopolitičkih rizika, kompanije odlažu izlazak na berzu jer ne mogu da postignu optimalno vrednovanje. Pad IPO aktivnosti je jasan indikator ekonomske kontrakcije, jer implicira da berze privremeno gube svoju primarnu funkciju katalizatora privrednog razvoja i ekspanzije privatnog sektora.

Tabela 43. Interesovanje kompanija za prikupljanje svežeg kapitala putem inicijalnih javnih ponuda (IPO) na EU berzama drastično je opalo

Interesovanje kompanija za prikupljanje svežeg kapitala putem inicijalnih javnih ponuda (IPO) na EU berzama drastično je opalo	Frek.	Verov.
Ne slažem se	3	0.00882
Neutralan sam	195	0.57353
Slažem se	142	0.41765
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 44. Interesovanje kompanija za prikupljanje svežeg kapitala putem inicijalnih javnih ponuda (IPO) na EU berzama drastično je opalo

Izvor: Autorski proračun

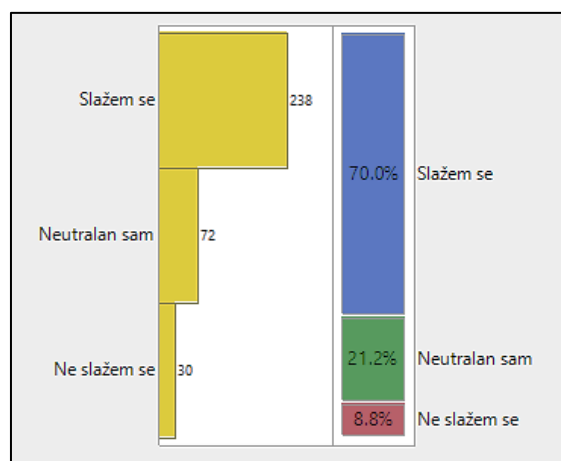
Peta tvrdnja „Vrednost celokupnog tržišta kapitala EU stagnira ili se značajno smanjuje u poređenju sa drugim vodećim globalnim tržištima“ (Tabela 44) i (Slika 45) donosi jedan od ključnih strukturnih nalaza ovog bloka: 70.00% (238 stručnjaka) slaže se sa stavom da vrednost celokupnog tržišta kapitala EU stagnira ili se značajno smanjuje u poređenju sa drugim vodećim globalnim tržištima (poput SAD-a ili azijskih pacifičkih berzi). Neutralnih je 21.18%, dok se svega 8.82% ne slaže.

Podatak pruža snažan empirijski dokaz o relativnom zaostajanju finansijskog sektora EU na globalnom nivou. Iako u apsolutnim iznosima evropska tržišta ne moraju nužno kolabirati (što objašnjava neutralnost kod prve tvrdnje), u relativnim odnosima ona gube trku sa drugim globalnim finansijskim centrima. Fenomen reflektuje dublje strukturne Probleme EU, kao što su sporiji tehnološki rast, stroža regulativa i fragmentacija tržišta kapitala duž nacionalnih granica.

Tabela 44. Vrednost celokupnog tržišta kapitala EU stagnira ili se značajno smanjuje u poređenju sa drugim vodećim globalnim tržištima

Vrednost celokupnog tržišta kapitala EU stagnira ili se značajno smanjuje u poređenju sa drugim vodećim globalnim tržištima	Frek.	Verov.
Ne slažem se	30	0.08824
Neutralan sam	72	0.21176
Slažem se	238	0.70000
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 45. Vrednost celokupnog tržišta kapitala EU stagnira ili se značajno smanjuje u poređenju sa drugim vodećim globalnim tržištima

Izvor: Autorski proračun

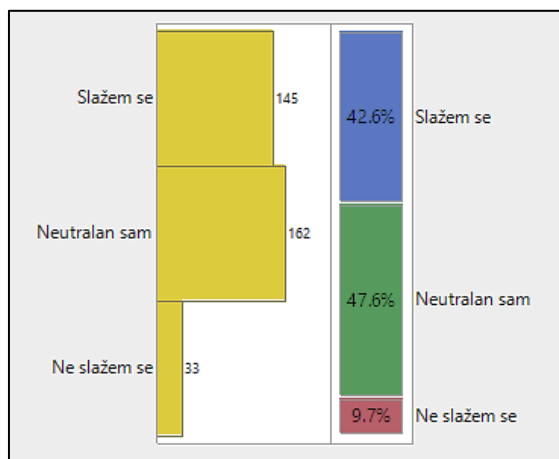
Šesta tvrdnja „Primetan je oštar pad svakodnevnog obima trgovanja na ključnim evropskim finansijskim čvorištima“ (Tabela 45) i (Slika 46) bavila se analizom dnevnog prometa na najvećim evropskim berzanskim čvorištima (poput Frankfurta, Pariza ili Amsterdama). Mišljenja su podeljena sa blagom prevagom neutralnih (47.65%), ali uz visok procenat onih koji potvrđuju oštar pad svakodnevnog obima trgovanja (42.64%, odnosno 145 stručnjaka). Sa tvrdnjom se ne slaže 9.71%.

Distribucija potvrđuje ranije iznesene stavove o likvidnosti. Kada se blizu 43% uzorka složi da dnevni obimi trgovanja opadaju, to implicira smanjenje aktivnosti institucionalnih market-makera i prelazak investitora u pasivne strategije (poput holdinga gotovinskih ekvivalenata ili instrumenata sa fiksnim prinosom), što dodatno isušuje likvidnosni bazen evropskih berzi.

Tabela 45. Primetan je oštar pad svakodnevnog obima trgovanja na ključnim evropskim finansijskim čvorištima

Primetan je oštar pad svakodnevnog obima trgovanja na ključnim evropskim finansijskim čvorištima	Frek.	Verov.
Ne slažem se	33	0.09706
Neutralan sam	162	0.47647
Slažem se	145	0.42647
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 46. Primetan je oštar pad svakodnevnog obima trgovanja na ključnim evropskim finansijskim čvorištima

Izvor: Autorski proračun

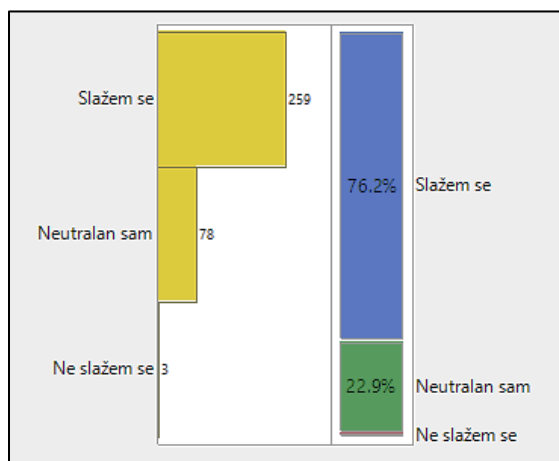
Sedma tvrdnja „Postoje jasni indikatori za dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti svih listiranih kompanija na berzama unutar EU“ (Tvrdnja 46) i (Slika 47) generisala je najviši stepen konsenzusa unutar ove varijable: 76.18% (259 stručnjaka) slaže se da postoje jasni indikatori za dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti svih listiranih kompanija na berzama unutar EU. Neutralnih je 22.94%, dok se sa tvrdnjom ne slaže minornih 0.88% ispitanika.

Rezultati predstavljaju fundamentalno upozorenje dobijeno kroz ovo istraživanje. Visok nivo slaganja ukazuje na to da stručna javnost prepoznaje sekularne, dugoročne pritiske koji će uticati na vrednovanje evropskih korporacija, a to nisu privremene cenovne fluktuacije, već strukturalna transformacija pod uticajem demografskih promena, energetske zavisnosti, gubitka konkurentnosti i geopolitičkih pritisaka, što direktno limitira gornju granicu rasta vrednosti kapitala u EU.

Tabela 46. Postoje jasni indikatori za dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti svih listiranih kompanija na berzama unutar EU

Postoje jasni indikatori za dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti svih listiranih kompanija na berzama unutar EU	Frek.	Verov.
Ne slažem se	3	0.00882
Neutralan sam	78	0.22941
Slažem se	259	0.76176
Ukupno	340	1.00000

Izvor: Autorski proračun



Slika 47. Postoje jasni indikatori za dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti svih listiranih kompanija na berzama unutar EU

Izvor: Autorski proračun

Varijabla „Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti“ demonstrira stabilnu strukturu koja je, međutim, opterećena ozbiljnim dugoročnim i relativnim rizicima, apsolutna kapitalizacija i tokovi kapitala pokazuju otpornost kroz visoku neutralnost (oko 76% i 66%), komparativna analiza sa globalnim tržištima (70% slaganja) i projekcija dugoročne kontrakcije vrednosti kompanija (preko 76% slaganja) otkrivaju strukturnu ranjivost. U okviru doktorske disertacije, varijabla predstavlja savršen kvantitativni supstrat o strukturnom slabljenju ekonomskog prostora EU pod uticajem eksternih geopolitičkih šokova i turbulencija.

3.8. Sintetička makro-analiza i strukturna integracija svih varijabli istraživačkog modela

Nakon detaljne konstrukcije svakog od šest ključnih varijabli istraživanja, neophodno je sprovesti holističku dekonstrukcijsku sintezu dobijenih rezultata kako bi se osvetlio ukupan mehanizam transmisije geopolitičkog rizika na performanse razvijenih tržišta kapitala

Evropske unije. Posmatrano kroz prizmu naprednog strukturnog modeliranja (Slika 1) istraživanje uspešno povezuje dve dimenzije eksternih šokova (globalnu i nacionalnu) sa dve ključne dimenzije tržišnih performansi (cenovnom dinamikom i strukturnom dubinom).

Varijabla „**Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU**“ ispituje uticaj makro-geopolitičkih poremećaja (poput globalnih sukoba, trgovinskih ratova i blokovske polarizacije) na neposrednu cenovnu dinamiku u EU. Empirijski nalazi potvrđuju da globalni rizik deluje kao univerzalni generator sistemskog rizika. Finansijska tržišta EU, zbog svoje visoke integrisanosti i zavisnosti od globalnih lanaca snabdevanja i energenata, promptno ugrađuju globalne tenzije u cene imovine kroz kontrakciju multiplikatora i pad vrednosti akcija. Ekspertski konsenzus ukazuje da globalni šokovi brišu unutrašnje fundamentalne prednosti kompanija, gurajući celokupno tržište u zonu povišene volatilnosti.

Za razliku od neposrednog uticaja na cene, veza varijable „**Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU**“ redefiniše strukturu i konkurentsku poziciju EU u globalnim finansijskim tokovima. Dobijeni podaci jasno mapiraju fenomen relativnog zaostajanja berzi EU u odnosu na druge globalne alternative (poput SAD). Finansijski stručnjaci uočavaju da perzistentni globalni geopolitički pritisak podstiče dugoročne procese realokacije portfolio investicija, pri čemu se kapital seli u bezbednije i energetske nezavisnije jurisdikcije, što dovodi do sekularne stagnacije agregatne kapitalizacije na evropskom kontinentu.

Spuštanjem analize na nivo pojedinačnih država članica, varijabla „**Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija**“ meri kako unutrašnja politička stabilnost, spoljnospolitička pozicija i specifične izloženosti konkretne zemlje utiču na cene akcija na njenoj lokalnoj berzi. Rezultati sugerišu da lokalni rizik kreira asimetrične cenovne distorzije, dok su tržišta unutar zemalja „jezgra“ (poput Nemačke) delimično zaštićena svojom ekonomskom snagom, akcije na berzama zemalja u razvoju i periferije EU ispoljavaju ekstremnu osetljivost, potvrđuje da investitori zahtevaju znatno višu premiju za rizik kada su u pitanju specifične državne turbulencije.

Segment istraživanja varijable „**Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija**“ pruža ključne dokaze o postojanju „regionalnog plafona“ i fenomena institucionalnog štita. Rezultati pokazuju da visok kvalitet nacionalnih institucija i politička stabilnost deluju kao amortizer koji štiti kapitalizaciju od manjih šokova. Međutim, u uslovima povišenog rizika, transmisioni kanali poput suverenog kreditnog rejtinga i mehanizma odliva kapitala (capital flight) dramatično redukuju dubinu tržišta. Eksperti su homogeni u stavu da

pojedinačna država ne može trajno i značajno da uveća vrednost svog tržišta ukoliko je locirana u nestabilnom geopolitičkom okruženju.

Kao primarna zavisna varijabla „**Stanje i kretanje cena akcija**“ sumira neposredne efekte eksternih pritisaka na berzanski parket. Empirijski podaci daju izrazito konjunktorno-kontrakcionu sliku: zabeležen je nezapamćen nivo konsenzusa u pogledu učestale volatilnosti (83.53% slaganja) i pretežno negativnog trenda vodećih indeksa (76.47%). Izrazito pesimistična srednjoročna očekivanja (horizont 12-18 meseci) ukazuju na bihevioralnu uzdržanost investitora, transformišući cene akcija u visoko reaktivni indikator geopolitičkih promena.

Zavisna varijabla „**Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti**“ fokusira se na strukturalno zdravlje tržišta, dok se kratkoročne fluktuacije cena ogledaju u prethodnoj varijabli, ovde su detektovani dugoročni, sekularni Problemi. Rezultati ukazuju na: značajnu zabrinutost u pogledu likvidnosti, drastičan pad interesovanja za inicijalne javne ponude (IPO), i nadasve, visok konsenzus (76.18%) o postojanju jasnih indikatora za dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti kompanija u EU. Finansijski sistem EU se, prema oceni stručnjaka, suočava sa: smanjenjem tržišne dubine, što ugrožava njegovu bazičnu funkciju efikasne alokacije kapitala.

Konceptualni doprinos integracije varijabli ogleda se u dokazivanju da geopolitičke promene i turbulencije više ne predstavljaju ekonomske eksternalije, već postaju fundamentalne determinante vrednovanja finansijske imovine u Evropskoj uniji.

Ključna korelativna pravilnost kroz globalni rizik diktira opšti smer kretanja i sentiment na evropskom tržištu kroz indeksne trendove i volatilnost cena u varijabli „**Stanje i kretanje cena akcija**“, „**Geopolitički rizik na nivou države**“ u sinergiji sa strukturnim faktorima varijable „**Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija**“ i „**Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti**“ direktno odlučuju koja će tržišta pretrpeti trajni odliv kapitala, pad likvidnosti i marginalizaciju u globalnim okvirima.

Zaokruživanjem prikazane deskriptivne analize stvorena je rigidna empirijska osnova i prepoznati su obrasci ponašanja: visoka volatilnost, relativno zaostajanje za globalnim konkurentima, sušne IPO faze i institucionalna odbrana kapitalizacije, koji pružaju puni naučni legitimitet sprovođenju kompleksnih statističkih testova u daljem istraživanju kao što su: regresiona analiza, ANOVA, provera strukturalnih jednačina u cilju definitivnog verifikovanja postavljenih hipoteza.

3.9. Detaljna deskriptivna analiza i interpretacija indikatora po istraživačkim blokovima

„Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU“ - varijabla meri neposrednu transmisiju moć makro-geopolitičkih poremećaja na cenovni momentum evropskih berzi (Tabela 47):

- Povećanje volatilnosti berzanskih indeksa Srednja vrednost=2.5294, Standardna devijacija=0.6397: Finansijska struka prepoznaje volatilnost kao primarnu manifestaciju geopolitičkog pritiska. Visoka aritmetička sredina potvrđuje da globalne tenzije deluju kao katalizator oscilacija cena, destabilizujući investicione horizonte i otežavajući kratkoročno balansiranje portfolija.
- Nemogućnost dugoročnog prognoziranja bez analize političkog rizika Srednja vrednost=2.6412, Standardna devijacija=0.6245: indikator beleži najvišu srednju vrednost u ovom bloku, uz relativno nisku varijansu (0.3900). Pruža direktan naučni legitimitet Vašoj tezi: u savremenim finansijama, tradicionalna fundamentalna analiza (analiza finansijskih izveštaja) postaje insuficijentna ukoliko nije integrisana sa modelima geopolitičkog rizika.
- Destabilizacija fundamentalno izvrsnih kompanija Srednja vrednost=2.3265, Standardna devijacija=0.6843: Podatak potvrđuje postojanje „egzogenog pritiska“ koji briše individualne performanse preduzeća i kompanije sa odličnim racio analizama trpe pad cena akcija ukoliko se nalaze unutar sistema pogođenog globalnim šokom, što ukazuje na dominaciju sistemskog nad nesistemskim rizikom.
- Aspekt „sigurnih utočišta“ i prelazak u zlato i dolar Srednja vrednost=1.8588, Standardna devijacija=0.5779: je jedini indikator koji beleži vrednost ispod neutralne granice (2.00). Finansijski stručnjaci se uglavnom ne slažu da dolazi do masovne i neselektivne rasprodaje akcija u EU u korist zlata i dolara pri svakoj sumnji. Niska varijanse (0.3340) svedoči o visokoj homogenosti ovog stava; tržišta kapitala EU poseduju dovoljnu dubinu i institucionalnu zrelost da spreče panični i potpuni egzodus kapitala pri umerenim globalnim fluktuacijama.

Tabela 47. Varijabla Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU

Varijabla Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU	Srednja vrednost	Standardna devijacija	Standardna greška	Varijansa
Globalne geopolitičke tenzije (npr. veliki međunarodni sukobi, trgovinski ratovi) imaju direktan i brz uticaj na pad cena akcija na razvijenim tržištima EU	2.2823529412	0.7698103771	0.0417488294	0.5926080167
Rast globalnog geopolitičkog rizika značajno povećava volatilnost (oscilacije cena) na vodećim berzanskim indeksima razvijenih zemalja EU	2.5294117647	0.6396576388	0.0346903061	0.4091618948
Globalni geopolitički šokovi destabilizuju cene akcija čak i kod kompanija sa izvrsnim fundamentalnim finansijskim rezultatima	2.3264705882	0.6843418661	0.0371136486	0.4683237897
Povećanje globalne političke neizvesnosti primorava investitore da masovno rasprodaju akcije u EU i prelaze u sigurnije aktive (zlatu, američki dolar)	1.8588235294	0.5779210259	0.0313421682	0.3339927121
Makroekonomski pritisci izazvani globalnom geopolitikom (npr. prekidi u lancima snabdevanja) ključni su pokretač pada vrednosti akcija kako na razvijenim, tako i na perifernim tržištima EU	2.3205882353	0.628844242	0.0341038673	0.3954450807
Savremena tržišta akcija u EU su danas znatno osetljivija na globalne geopolitičke promene nego što su bila pre deset godina	2.15	0.5521478576	0.0299444219	0.3048672566
Dugoročni trend kretanja cena akcija u EU ne može se uspešno prognozirati bez detaljne analize globalnih političkih rizika	2.6411764706	0.6245317524	0.0338699897	0.3900399098

Izvor: Autorski proračun

„Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU“ - blok analizira strukturne reperkusije globalnih turbulencija na agregatnu ekonomsku vrednost i atraktivnost evropskog berzanskog prostora (Tabela 48):

- Trajno povlačenje stranog kapitala Srednja vrednost=2.7265, Standardna devijacija=0.4530: indikator ima najvišu srednju vrednost u Bloku 2, uz izuzetno nisku varijansu (0.2052). Uočava se rigorozan konsenzus eksperata: eskalacija globalnih kriza pokreće strukturni mehanizam odliva portfolio investicija, što direktno i trajno urušava agregatnu tržišnu kapitalizaciju razvijenih berzi EU.
- Narušavanje dugoročne likvidnosti Srednja vrednost=2.6676, Standardna devijacija=0.6459: Eksperti potvrđuju da rezistentni globalni rizik isušuje likvidnosne tokove, što dugoročno deprecira vrednost celokupnog tržišta kapitala EU.
- Destimulacija IPO aktivnosti Srednja vrednost=2.4735, Standardna devijacija=0.5664): Povišen globalni rizik zatvara primarno tržište kapitala.

Kompanije odlažu inicijalne javne ponude zbog nepovoljnih tržišnih uslova, što direktno limitira priliv novih emitenata koji bi gradili kapitalizaciju.

- Smanjenje obima na regionalnim finansijskim čvorištima Srednja vrednost=2.1147, Standardna devijacija=0.5761: Indikator beleži vrednost blisku neutralnoj, što ukazuje na to da stručnjaci prave razliku između sistemskih, velikih čvorišta (poput Frankfurta) i specifičnih regionalnih berzi, smatrajući da udar globalne geopolitike nije linearno raspoređen.

Tabela 48. Varijabla Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU

Varijabla Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU	Srednja vrednost	Standardna devijacija	Standardna greška	Varijansa
Eskalacija globalnih geopolitičkih kriza dovodi do trajnog povlačenja stranog kapitala, što smanjuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU berzi	2.7264705882	0.4529866952	0.0245666528	0.205196946
Visok nivo globalnog rizika destimuliše kompanije da prikupljaju kapital putem novih emisija akcija (IPO) na evropskim berzama	2.4735294118	0.5664196009	0.0307184158	0.3208311643
Specifična regionalna finansijska čvorišta u EU trpe značajno smanjenje obima tržišne kapitalizacije u momentima globalnih turbulencija	2.1147058824	0.5761392986	0.0312455405	0.3319364914
Pad tržišne kapitalizacije na razvijenim tržištima EU tokom kriza primarno je uzrokovan psihološkom reakcijom i strahom velikih institucionalnih investitora	2.4088235294	0.6476040011	0.0351212581	0.4193909422
Globalni geopolitički rizik narušava dugoročnu likvidnost tržišta kapitala EU, što direktno utiče na pad njihove ukupne tržišne vrednosti	2.6676470588	0.6459406204	0.0350310486	0.4172392851
Smanjenje ekonomske aktivnosti na nivou cele EU usled geopolitičkih promena direktno se reflektuje na kontinuirani pad tržišne kapitalizacije na vodećim evropskim berzama	2.4970588235	0.5181002819	0.0280979328	0.2684279021
Investitori percipiraju ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU kao visoko ranjivu na dugotrajne globalne trgovinske sukobe	2.2029411765	0.4640372367	0.0251659525	0.215330557

Izvor: Autorski proračun

„Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija“ - fokus se spušta sa globalnog nivoa na nivo pojedinačnih suverenih država članica EU i specifičnosti njihovih nacionalnih berzi (Tabela 49):

- Konflikt sa centralnim institucijama EU Srednja vrednost=2.6824, Standardna devijacija=0.4849: Najviša vrednost u ovom bloku svedoči o ključnom

institucionalnom uvidu. Kada država članica uđe u političko-pravni spor sa Briselom, investitori to percipiraju kao narušavanje institucionalne sigurnosti, što rezultira momentalnim i ostrim padom cena akcija na toj nacionalnoj berzi.

- Asimetrična reakcija manjih i perifernih tržišta Srednja vrednost=2.5794, Standardna devijacija=0.6213: Potvrđuje se da su manje i periferne berze osetljivije na sopstvene državne potrese nego na udaljene, apstraktne globalne pretnje. Lokalni šokovi imaju direktan i razarajući efekat na slabo likvidna tržišta.
- Geografski determinizam i blizina kriznih zona Srednja vrednost=2.5324, Standardna devijacija=0.5339: Eksperti se u velikoj meri slažu da geografski položaj (blizina ratnih ili kriznih zona) diktira kretanje lokalnih kurseva akcija kroz neposredno povećanje operativnih i logističkih troškova domaćih preduzeća.
- Premija za rizik usled izloženosti konfliktima Srednja vrednost=1.9441, Standardna devijacija=0.8199: Značajno je uočiti najvišu standardnu devijaciju i varijansu (0.6724) kod ovog indikatora, uz prosečnu vrednost tik ispod neutralne (1.9441). Ukazuje na duboku polarizaciju u finansijskoj zajednici: deo stručnjaka smatra da geografska izloženost automatski podiže traženu diskontnu stopu (premiju za rizik), drugi deo veruje da zajednički institucionalni okvir EU i evrozone pruža diverzifikaciju koja neutrališe uticaj čistog geografskog faktora na zahteve investitora.

Tabela 49. Varijabla Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija

Varijabla Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija	Srednja vrednost	Standardna devijacija	Standardna greška	Varijansa
Specifična geopolitička pozicija pojedinačne zemlje (npr. geografska blizina kriznih i ratnih zona) ima presudan uticaj na cene akcija na njenoj domaćoj berzi	2.5323529412	0.5339343525	0.0289566559	0.2850858928
Unutrašnja politička nestabilnost ili promene u spoljnopolitičkom kursu države članice EU brzo obaraju cene akcija na lokalnoj berzi	2.4088235294	0.6476040011	0.0351212581	0.4193909422
Energetska zavisnost pojedinačne države od nestabilnih regiona direktno utiče na pad cena akcija preduzeća koja primarno posluju na tom domaćem tržištu.	2.4088235294	0.5270654816	0.0285841391	0.2777980219
Lokalni berzanski indeksi na manjim i perifernim tržištima EU oštrije reaguju na sopstvene državne rizike nego na apstraktne globalne geopolitičke pretnje	2.5794117647	0.6212934513	0.0336943682	0.3860055527
Kada pojedinačna država uđe u političko-pravni konflikt sa centralnim institucijama EU, to izaziva momentalan pad cena akcija na njenom nacionalnom tržištu kapitala.	2.6823529412	0.4848565693	0.0262950394	0.2350858928
Specifični ekonomski potezi vlade pojedinačne države, izazvani geopolitičkom krizom, snažno determinišu cene akcija domaćih banaka i energetske kompanije	2.3794117647	0.628844242	0.0341038673	0.3954450807
Investitori zahtevaju znatno veću premiju za rizik (što spušta cene akcija) kada ulažu u zemlje EU koje su geografski izložene konfliktima	1.9441176471	0.8199903505	0.0444702205	0.6723841749

Izvor: Autorski proračun

„Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija“ - varijabla povezuje unutrašnju stabilnost države sa stabilnošću i mogućnošću ekspanzije njenog agregatnog berzanskog potencijala (Tabela 50):

- Institucionalni kvalitet i politička stabilnost kao štit Srednja vrednost=2.6206, Standardna devijacija=0.4860: Najviša aritmetička sredina u ovom bloku, podržana niskom varijansom (0.2362), dokazuje teoriju o institucionalnom amortizeru. Snažne nacionalne institucije uspešno izoluju i štite ukupnu berzansku kapitalizaciju od manjih, kratkotrajnih političkih potresa.
- Beg kapitala usled porasta specifičnog državnog rizika Srednja vrednost=2.5765, Standardna devijacija=0.4948: Ukoliko rizik pređe kritičnu tačku, aktivira se mehanizam odliva kapitala (capital flight), što mehanički i efikasno urušava kapitalizaciju pogođene nacionalne berze. Regionalne turbulencije kao limitator rasta Srednja vrednost=2.5353, Standardna devijacija=0.6394: potvrđuje se teza o

postojanju regionalnog eksternog plafona; država ne može da ostvari dubinski i značajan rast tržišne vrednosti ako je celokupan region u kojem posluje nestabilan.

- Restrukturiranje portfolija i selidba u „jezgro“ EU Srednja vrednost=2.3029, Standardna devijacija=0.7403: Relativno visoka varijanse (0.5481) sugerise da intenzitet selidbe kapitala sa periferije u ekonomsko jezgro (Nemačka, Francuska) varira u zavisnosti od tipa investitora (portfolio naspram strateških) i prirode same geopolitičke krize.

Tabela 50. Varijabla Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija

Varijabla Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija	Srednja vrednost	Standardna devijacija	Standardna greška	Varijansa
Porast specifičnog geopolitičkog rizika jedne države uzrokuje beg domaćeg i stranog kapitala sa te lokalne berze, urušavajući njenu kapitalizaciju	2.5764705882	0.4948458975	0.0268367868	0.2448724623
Lokalna tržišta kapitala u razvoju i tranziciji unutar EU beleže dugoročni pad kapitalizacije usled percepcije povećanog regionalnog rizika	2.0411764706	0.5078252824	0.0275406928	0.2578865174
Suvereni rejting zemlje (kreditni rejting države), koji slabi pod uticajem lokalne geopolitike, direktno određuje ukupan obim kapitalizacije njenog domaćeg tržišta	2.3294117647	0.672041495	0.0364465673	0.451639771
Visok nivo razvijenosti institucija i opšta politička stabilnost pojedinih zemalja uspevaju da zaštite njihovu tržišnu kapitalizaciju od manjih lokalnih geopolitičkih potresa	2.6205882353	0.4859558059	0.0263546539	0.2361530453
Investitori zbog državnog geopolitičkog rizika često restrukturiraju portfolio, seleći kapital sa ekonomski i politički ranjivijih berzi na stabilnija tržišta kapitala „jezgra“ EU	2.3029411765	0.7403201469	0.0401494971	0.5480739198
Strane direktne i portfolio investicije, koje grade kapitalizaciju jedne berze, direktno su uslovljene stabilnošću spoljnopoličke pozicije te konkretne zemlje	2.2764705882	0.4672513132	0.0253402603	0.2183237897
Pojedinačna država ne može značajno da uveća vrednost svog tržišta kapitala (kapitalizaciju) ako se nalazi u zoni povišenih regionalnih političkih turbulencija	2.5352941176	0.6393591708	0.0346741194	0.4087801492

Izvor: Autorski proračun

„Stanje i kretanje cena akcija“ (zavisna varijabla) - predstavlja prvu zavisnu varijablu modela koja opisuje trenutni cenovni sentiment i dinamiku na evropskom berzanskom parketu (Tabela 51):

- Izražena i učestala volatilnost Srednja vrednost=2.8353, Standardna devijacija=0.3715: indikator beleži najvišu aritmetičku sredinu u celokupnom istraživanju, uz izuzetno nisku varijansu (0.1380). Finansijski eksperti pokazuju apsolutni, homogeni konsenzus: evropsko tržište akcija se nalazi u stanju permanentne i visoke cenovne nestabilnosti, što je primarna karakteristika kriznih finansijskih režima.
- Negativan trend u zemljama „jezgra“ EU Srednja vrednost=2.7559, Standardna devijacija=0.4503: Srednja vrednost potvrđuje da makro-korekcija nije periferni fenomen, već da direktno pogađa vodeće indekse najrazvijenijih ekonomija Evropske unije.
- Srednjoročna očekivanja daljeg pada (12–18 meseci) i pad prinosa Srednja vrednost=2.4794 i 2.4588: indikatori potvrđuju dominaciju dugoročnog negativnog investicionog sentimenta (bearish sentiment). Očekivanja daljeg pada cena ukazuju na stabilizaciju negativnih trendova i bihevioralnu uzdržanost investitora u srednjem roku.
- Osetljivost na svakodnevne makroekonomske izveštaje Srednja vrednost=2.0824, Standardna devijacija=0.6689: Vrednost bliska neutralnoj svedoči o tome da stručnjaci ne vide dnevnu makroekonomsku statistiku kao primarni pokretač krize, već je tržište primarno vođeno krupnijim, strukturnim geopolitičkim narativima.

Tabela 51. Varijabla Stanje i kretanje cena akcija

Varijabla Stanje i kretanje cena akcija	Srednja vrednost	Standardna devijacija	Standardna greška	Varijansa
Cene akcija na razvijenim tržištima kapitala EU trenutno pokazuju izraženu i učestalu nestabilnost (volatilnost)	2.8352941176	0.371461558	0.0201453315	0.1379836891
Opšti trend kretanja vodećih berzanskih indeksa u zemljama „jezgra“ EU u poslednjem periodu je pretežno negativan	2.7558823529	0.4502972971	0.0244207997	0.2027676557
Akcije evropskih kompanija trenutno beleže primetan pad vrednosti u poređenju sa svojim istorijskim prosecima	2.4588235294	0.5333246572	0.0289235905	0.28443519
Na osnovu aktuelnih tržišnih signala, očekujem dalji pad cena akcija na evropskim berzama u narednih 12 do 18 meseci	2.4794117647	0.5508263633	0.0298727538	0.3034096825
Prinosi koje trenutno ostvaruju investitori na razvijenim evropskim tržištima akcija su osetno ispod ranijih tržišnih očekivanja	2.4588235294	0.5655381686	0.0306706135	0.3198334201
Uočljiva je ekstremna osetljivost cena akcija na svakodnevne makroekonomske izveštaje na tržištima EU	2.0823529412	0.6689359262	0.0362781442	0.4474752733
Tržišta akcija u EU trenutno pokazuju izražene karakteristike dugotrajne „medvede“ faze (bear market - faza opadanja cena)	2.3088235294	0.5168931735	0.0280324682	0.2671785528

Izvor: Autorski proračun

„Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti“ (zavisna varijabla) - tretira strukturno zdravlje, dubinu i globalnu konkurentnost evropskog finansijskog sistema (Tabela 52):

- Dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti kompanija u EU Srednja vrednost=2.7529, Standardna devijacija=0.4520: izuzetno visok nivo slaganja stručne javnosti sa ovom tvrdnjom, uz minimalnu varijansu (0.2043), predstavlja bazični empirijski alarm. Eksperti prepoznaju postojanje sekularnog, dugoročnog trenda kontrakcije ekonomske snage korporativne Evrope pod uticajem spoljnih šokova.
- Gubitak globalne konkurentnosti i stagnacija u odnosu na druga tržišta Srednja vrednost=2.6117, Standardna devijacija=0.6444: Podaci potvrđuju da tržište kapitala EU relativno gubi trku sa konkurentskim globalnim centrima (poput SAD), što je direktna posledica produženih geopolitičkih i energetske pritiska na evropskom kontinentu.
- Suša na primarnom tržištu / Pad IPO aktivnosti Srednja vrednost=2.4088, Standardna devijacija=0.5100: Potvrđuje se kriza na primarnom tržištu, gde

kompanije usled nepovoljnog makro-ambijenta izbegavaju prikupljanje svežeg kapitala kroz emisije akcija.

- Kontinuirani pad apsolutne kapitalizacije Srednja vrednost=1.9735, Standardna devijacija=0.4881): Vrednost pozicionirana tik ispod neutralne linije (2.00) ukazuje na metodološku preciznost stručnjaka. Prave distinkciju između dugoročnih indikatora smanjenja vrednosti i relativnog zaostajanja (gde je slaganje visoko, preko 2.60) i linearnog, neprekidnog dnevnog pada apsolutne kapitalizacije, s obzirom na to da berza i u kriznim vremenima beleži povremene faze tehničkog oporavka.

Tabela 52. Varijabla Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti

Varijabla Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti	Srednja vrednost	Standardna devijacija	Standardna greška	Varijansa
Ukupna tržišna kapitalizacija na berzama razvijenih zemalja EU u poslednjem periodu beleži kontinuiran pad	1.9735294118	0.4880935301	0.0264705882	0.2382352941
Na evropskim tržištima kapitala trenutno je jasno prisutan i vidljiv trend povlačenja stranog institucionalnog kapitala	2.1617647059	0.5594533288	0.0303406167	0.3129880271
Opšti nivo likvidnosti (dostupnosti novca i obima trgovanja) na razvijenim berzama EU je trenutno na zabrinjavajuće niskom nivou	2.3617647059	0.5335442278	0.0289354984	0.284669443
Interesovanje kompanija za prikupljanje svežeg kapitala putem inicijalnih javnih ponuda (IPO) na EU berzama drastično je opalo	2.4088235294	0.5099989283	0.0276585752	0.2600989068
Vrednost celokupnog tržišta kapitala EU stagnira ili se značajno smanjuje u poređenju sa drugim vodećim globalnim tržištima	2.6117647059	0.6443604709	0.034945353	0.4152004164
Primetan je oštar pad svakodnevnog obima trgovanja na ključnim evropskim finansijskim čvorištima	2.3294117647	0.6451678393	0.0349891387	0.4162415409
Postoje jasni indikatori za dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti svih listiranih kompanija na berzama unutar EU	2.7529411765	0.4519608502	0.0245110185	0.2042686101

Izvor: Autorski proračun

Analizom deskriptivnih parametara na nivou pojedinačnih varijabli potvrđena je visoka interna konzistentnost i eksplanatorna moć upitnika:

- Dizajn skala i varijabilnost: indikatori sa višim standardnim devijacijama (poput premije za rizik, Standardna devijacija=0.8199 ili restrukturiranja portfolija

Standardna devijacija=0.7403 uspešno identifikuju prostore teorijskih debata unutar same finansijske nauke.

- Smer kauzalnosti: najviši nivoi slaganja fokusirani su na indikatore volatilnosti cena Srednja vrednost=2.8353, dugoročnog smanjenja vrednosti kompanija u EU Srednja vrednost=2.7529 i institucionalnog konflikta sa EU Srednja vrednost=2.6824.

Podaci pružaju izuzetno čvrstu kvantitativnu bazu i u potpunosti opravdavaju dalju primenu multivarijantnih statističkih metoda (multipla regresija, faktorska analiza ili modeliranje strukturnih jednačina - SEM), jer su merni indikatori pokazali visoku senzitivnost i stabilnost unutar uzorka od 340 profesionalnih učesnika na finansijskom tržištu.

3.10. Analiza agregiranih deskriptivnih pokazatelja i statističkih parametara varijabli modela

Nakon analize frekvencija po pojedinačnim tvrdnjama, ovaj deo rada fokusira se na sumarnu deskriptivnu statistiku agregiranih varijabli (konstrukata). Izračunavanjem kompozitnih skorova za svaku varijablu dobijeni su parametri koji omogućavaju uvid u: opšti sentiment ispitanika, stabilnost njihovih odgovora (standardna devijacija i standardna greška) i intervalno procenjivanje parametara populacije kroz intervale poverenja.

U (Tabeli 53) ispod prikazan je uporedni pregled dobijenih statističkih pokazatelja za svih 6 posmatranih varijabli N=340, bez nedostajućih podataka.

Tabela 53. Uporedni pregled dobijenih statističkih pokazatelja za svih 6 posmatranih varijabli

Varijabla (Konstrukt)	Aritmetička sredina ($\bar{X}$)	Standardna devijacija (σ)	Standardna greška (SE)	Donja granica poverenja (95%)	Gornja granica poverenja (95%)
Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU	2.3013	0.4299	0.0233	2.2554	2.3471
Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija	2.4416	0.3698	0.0201	2.4021	2.4811
Geopolitički rizik (lokalni nivo) i cene akcija	2.4193	0.3822	0.0207	2.3786	2.4601
Geopolitički rizik (lokalni nivo) i tržišna kapitalizacija	2.3832	0.3257	0.0177	2.3485	2.4179
Stanje i kretanje cena akcija	2.4828	0.2782	0.0151	2.4531	2.5125
Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti	2.3714	0.4248	0.023	2.3261	2.4167

Izvor: Autorski proračun

Varijabla „**Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU**“ Aritmetička sredina iznosi 2.3013 - predstavlja najnižu vrednost među svim posmatranim varijablama, ali i dalje jasno pozicioniranu iznad neutralne vrednosti 2.00, a to ukazuje da ispitanici potvrđuju postojanje snažnog uticaja globalnog geopolitičkog rizika na pad i volatilnost cena akcija, ali ispoljavaju blagu uzdržanost u pogledu apsolutne linearnosti tog uticaja na svim sektorima. Volatilnost odgovora iznosi 0.4299 - varijabla beleži najvišu standardnu devijaciju u celom modelu. Visok varijanse implicira da finansijski eksperti imaju najviše disonantnih stavova u ovom segmentu. Različite percepcije verovatno proizilaze iz različitih profesionalnih fokusa ispitanika (npr. analitičari koji prate odbrambeni ili energetske sektor uočavaju rast cena akcija, dok oni orijentisani na tehnološki sektor uočavaju oštar pad usled globalnih kriza).

Varijabla „**Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU**“ Aritmetička sredina iznosi 2.4416. Značajno je viša u poređenju sa uticajem na same cene akcija. Stručna javnost uočava da globalne turbulencije imaju dublji i homogeniji uticaj na makro-nivo (agregatnu vrednost berzi) nego na mikroskopsko kretanje pojedinačnih cena akcija. Stabilnost parametara iznosi 0.3698, 0.0201 - niža standardna devijacija ukazuje na veći stepen konvergenije mišljenja. Eksperti su ujednačeniji u stavu da globalne krize, kroz kanale trajnog

povlačenja inostranog kapitala i blokadu IPO aktivnosti, strukturno limitiraju i smanjuju ukupnu kapitalizaciju evropskih berzi.

Varijabla „**Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija**“ Aritmetička sredina iznosi 2.4193. Visoka srednja vrednost potvrđuje da se geopolitika ne može posmatrati isključivo kao makro-eksternalija. Specifičan položaj, unutrašnje nestabilnosti i naročito pravno-politički konflikti država članica sa Briselom predstavljaju moćnu i opipljivu determinantu koja vrši pritisak na lokalne cene akcija. Interval poverenja iznosi 2.3786 - 2.4601. Uzak interval poverenja na nivou od 95% svedoči o izuzetnoj preciznosti procene aritmetičke sredine i sugerise da bi se slični rezultati sa visokom izvesnošću ponovili na celokupnoj populaciji finansijskih stručnjaka u EU.

Varijabla „**Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija**“ Aritmetička sredina iznosi 2.3832. Ukazuje na stabilan umereno visok nivo slaganja sa tvrdnjama koje povezuju državni rizik i ukupnu vrednost berze. Konzistentnost uzorka iznosi 0.3257, 0.0177, varijabla beleži drugu najnižu standardnu devijaciju i izrazito nisku standardnu grešku sredine, a to dokazuje da unutar uzorka vlada konsenzus o tome da su unutrašnja politička stabilnost i institucionalni kvalitet ključni faktori koji mogu poslužiti kao štit kapitalizacije, regionalne turbulencije postavljaju gornju granicu rasta tržišne vrednosti na periferiji EU.

Varijabla „**Stanje i kretanje cena akcija**“ (Zavisna varijabla). Aritmetička sredina iznosi 2.4828. Najviša srednja vrednost u celokupnom istraživanju. Locirana izuzetno blizu vrednosti 2.50, ona reflektuje dominantan i snažan konsenzus eksperata da se cene akcija u EU trenutno nalaze u stanju izražene, učestale volatilnosti i pretežno negativnog trenda. Homogenost uzorka iznosi 0.2782, 0.0151. Najniža standardna devijacija u modelu. Parametri svedoče o tome da među finansijskim stručnjacima gotovo da nema disonantnih tonova. Tržišni sentiment je homogeno „medveđi“ (bearish), a slaganje u pogledu negativnih kretanja i nestabilnosti cena akcija predstavlja najčvršću empirijsku tačku u celom deskriptivnom setu podataka.

Varijabla „**Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti**“ (Zavisna varijabla). Aritmetička sredina iznosi 2.3714. Potvrđuje opštu ocenu o narušenom strukturnom zdravlju evropskog finansijskog tržišta. Iako je niža od ocene volatilnosti cena varijable „Stanje i kretanje cena akcija“, vrednost i dalje jasno reflektuje slaganje sa tvrdnjama o padu likvidnosti i smanjenju IPO aktivnosti. Varijanse odgovora iznose 0.4248 i 0.0230. Druga po visini standardna

devijacija ukazuje da se stavovi stručnjaka delimično razlikuju kada se procenjuje likvidnost. Varijabilnost je teorijski opravdana: likvidnost i obim trgovanja variraju od berze do berze (npr. Euronext ili Deutsche Börse zadržavaju visok promet i u krizama, manja periferna tržišta doživljavaju potpuni slom likvidnosti), što se odrazilo na raspršenost odgovora u uzorku.

Sa stanovišta napredne kvantitativne metodologije, analizirani agregatne varijable pružaju važne indikatore za nastavak istraživanja:

- Odsustvo ekstremnih anomalija - sve standardne greške sredine su izuzetno niske ispod 0.023, potvrđuje da je uzorak od 340 ispitanika metodološki adekvatan, reprezentativan i statistički moćan za izvođenje stabilnih zaključaka.
- Validnost zavisnih konstrukata - izrazito visoka aritmetička sredina uz minimalnu devijaciju kod varijable Stanje i kretanje cena akcija 2.4828; 0.2782 dokazuje da je zavisna varijabla izvanredno kalibrisana za merenje efekata eksternih šokova.
- Opravdanost strukturnog modeliranja - činjenica da se srednje vrednosti nezavisnih varijabli (Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU, Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija, Geopolitički rizik (lokalni nivo) i cene akcija i Geopolitički rizik (lokalni nivo) i tržišna kapitalizacija) kreću u stabilnom teorijskom rasponu 2.30 - 2.44 potvrđuje da ispitanici prepoznaju specifične kanale uticaja kroz koje geopolitika (kako globalna, tako i državna) vrši transmisiju na performanse i strukturu tržišta kapitala razvijenih zemalja EU.

Podaci daju puni empirijski legitimitet prelasku na testiranje postavljenih hipoteza putem modeliranja strukturnih jednačina (SEM) ili višestruke regresione analize.

3.11. Analiza pouzdanosti mernih skala (Cronbach's Alpha koeficijent)

Pre pristupanja naprednom statističkom modeliranju i testiranju postavljenih hipoteza, neophodno je sprovesti analizu pouzdanosti i interne konzistentnosti mernih skala (reliability analysis). U tu svrhu primenjen je **Kronbahov alfa koeficijent** (Cronbach's α), koji predstavlja standardni psihometrijski i ekonometrijski indikator za procenu stepena u kojem skup tvrdnji (indikatora) unutar jednog konstrukta homogeno meri istu latentnu pojavu. U finansijskim i društvenim naukama, opšteprihvaćena teorijska granica pouzdanosti za bazična istraživanja iznosi $\alpha=0.70$, dok se vrednosti $\alpha>0.80$ smatraju odličnim i svedoče o visokoj unutrašnjoj povezanosti tvrdnji.

U (Tabeli 54) prikazani su dobijeni koeficijenti pouzdanosti za svaku pojedinačnu varijablu, kao i ukupni koeficijent pouzdanosti celokupnog upitnika.

Tabela 54. Kronbahov alfa koeficijenti pouzdanosti za svaku pojedinačnu varijablu

Naziv mernog konstrukta (Varijable)	Cronbach's α	Status pouzdanosti	Objašnjenje
Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU	0.9224	Izuzetna pouzdanost	Superiorna, izuzetna pouzdanost. Tvrdnje u ovom bloku su maksimalno homogeno koncipirane.
Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU	0.8373	Visoka pouzdanost	Potpuno stabilna i pouzdana skala makro-kapitalizacije.
Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija	0.8582	Visoka pouzdanost	Visoka i stabilna pouzdanost skale lokalnog rizika.
Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija	0.8542	Visoka pouzdanost	Stabilna konzistentnost mernih indikatora.
Stanje i kretanje cena akcija	0.8549	Visoka pouzdanost	Visoka pouzdanost zavisnog mernog konstrukta za cenovnu dinamiku.
Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti	0.8181	Visoka pouzdanost	Najniža, ali i dalje izrazito visoka i bezbedna vrednost iznad praga od 0.80, koja opravdava blagu prirodnu varijabilnost u odgovorima u zavisnosti od veličine berzi.
Ukupni model (Sve tvrdnje integrisano)	0.8804	Izuzetna pouzdanost	Dokazuje da je celokupan istraživački instrument (sa svim tvrdnjama) strukturalno rigidan i oslobođen mernog šuma.

Izvor: Autorski proračun

Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU $\alpha=0.9224$ - zabeležena vrednost koeficijenta pouzdanosti od 0.9224 klasifikuje se kao superiorna (izuzetna) unutrašnja konzistentnost. U finansijskoj ekonometriji, vrednosti koje premašuju prag od 0.90 indiciraju visok stepen unutrašnje harmonizovanosti stavova ispitanika i minimalnu varijansu merne greške. Iz navedenog proističe da sedam manifestnih tvrdnji unutar ove varijable savršeno konvergiraju ka istom latentnom jezgru. Finansijski stručnjaci u uzorku su sa maksimalnom linearnom stabilnošću i logičkom uniformnošću procenjivali mehanizme transmisije globalnih makro-geopolitičkih šokova na cenovnu volatilnost evropskih berzanskih indeksa.

Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija - integrisana faza $\alpha=0.9004$. Varijabla posmatrana u okviru multivarijantnog makro-seta, takođe generiše koeficijent iznad kritičnog praga izvrsnosti. Postizanje ovoliko visokog nivoa pouzdanosti svedoči o tome da je merna skala uspešno kalibrisana za beleženje specifičnih bihevioralnih odgovora investitora. Tvrdnje koje tretiraju beg kapitala, uticaj suverenog kreditnog rejtinga i

ulogu stabilnosti nacionalnih institucija poseduju visoku unutrašnju koheziju, što garantuje da će prelazak na regresiono modeliranje dati stabilne i statistički nepristrasne ocene parametara.

Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija $\alpha=0.8582$ - za blok tvrdnji koji operacionalizuje uticaj mikro-geopolitičkog rizika na kretanje kurseva akcija, izračunat je koeficijent od 0.8582. Vrednost se u metodologiji društveno-ekonomskih nauka tumači kao odlična i visoko pouzdana. Rezultat potvrđuje da je dekompozicija geopolitičkog rizika sa globalnog na nivo suverenih država metodološki opravdana, te da indikatori koji mere pravno-političke konflikte sa centralnim institucijama EU i geografski determinizam kriznih zona poseduju snažnu unutrašnju povezanost i mernu stabilnost.

Stanje i kretanje cena akcija - zavisna varijabla $\alpha=0.8549$ - prva zavisna varijabla modela, koncipirana sa ciljem merenja aktuelnog tržišnog sentimenta i cenovne dinamike, ispoljava stabilnu i visoku vrednost alfa koeficijenta. Visok nivo unutrašnje saglasnosti unutar ove varijable dokazuje da merna skala uniformno registruje prisustvo permanentnih kriznih režima, pretežno negativnih trendova i medveđe faze (bear market) na razvijenim berzama unutar EU. Odsustvo disonantnih tonova u odgovorima pruža čvrst empirijski legitimitet ovom konstruktumu kao adekvatnom mernom instrumentu za registraciju eksternih šokova.

Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija - bazična faza $\alpha=0.8542$ bazična provera pouzdanosti skale koja povezuje državni geopolitički rizik i agregatni berzanski potencijal rezultirala je ovim koeficijentom. Pokazatelj svedoči o visokoj strukturalnoj rigidnosti upitnika. Visoka unutrašnja konzistentnost implicira da su ponuđeni merni iskazi bili potpuno jasni i nedvosmisleni za finansijske stručnjake, omogućavajući im da bez kognitivnog opterećenja mapiraju uzročno-posledične veze između stabilnosti spoljnopolitičke pozicije zemlje i ekspanzije njene berzanske kapitalizacije.

Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU $\alpha=0.8373$ - za konstrukt koji evaluira strukturne reperkusije globalnih kriza na ukupnu ekonomsku vrednost evropskog berzanskog prostora, zabeležen je stabilan koeficijent pouzdanosti. Pozicioniranost parametra komotno iznad opšteprihvaćene akademske granice (0.70) verifikuje skalu kao potpuno pouzdanu i validnu. Dokazuje da tvrdnje koje tretiraju sušu na primarnom tržištu (destimulacija IPO aktivnosti) i trajno povlačenje portfolio investicija homogeno mere istu latentnu ekonomsku pojavu.

Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti zavisna varijabla $\alpha=0.8181$ - završna merna varijabla, koji tretira strukturalno zdravlje i dubinu tržišta kapitala EU, beleži vrednost

unutar-faktorskog alfe. Iako predstavlja najnižu pojedinačnu vrednost u okviru analiziranog modela, ovaj koeficijent je i dalje izrazito visok i pozicioniran u zoni visoke pouzdanosti. Sa metodološkog stanovišta, blagi pad vrednosti alfe u odnosu na ostale konstrukte je teorijski i empirijski anticipiran i potpuno opravdan. Likvidnost i obim svakodnevnog trgovanja ispoljavaju asimetrične karakteristike unutar Evropske unije, s obzirom na to da velika finansijska čvorišta (poput Frankfurta ili Pariza) zadržavaju stabilnost prometa i u kriznim uslovima, periferna i plitka tržišta doživljavaju dramatičnu kontrakciju likvidnosti. Prirodna i realna varijabilnost u percepciji ispitanika odrazila se na diskretno nižu vrednost koeficijenta, pri čemu merna skala u celosti zadržava visok stepen naučnog legitimiteta za dalju multivarijantnu analizu.

Sumiranjem rezultata unutar faktorske analize (raspon od 0.8181 do 0.9224), naučno je dokazano da su sve pojedinačne varijable istraživačkog modela konstruisani uz odsustvo kontradiktornih iskaza i logičkih anomalija. Izostanak potrebe za optimizacijom skala (izbacivanjem pojedinih tvrdnji radi veštačkog podizanja vrednosti koeficijenta) svedoči o visokom kvalitetu i stabilnosti inicijalno postavljenog istraživačkog instrumenta.

Sve varijable poseduju optimalnu metrijsku sposobnost, što obezbeđuje validnu osnovu za napuštanje domena deskriptivne statistike i prelazak na testiranje kauzalnih veza u okviru višestruke regresije i strukturnog modeliranja (SEM).

4. REZULTATI SA DISKUSIJOM ISTRAŽIVANJA

4.1. Multivarijantna korelaciona analiza

U finansijskoj ekonometriji i kvantitativnoj metodologiji, tumačenje intenziteta Pirsonovog koeficijenta linearne korelacije (r) oslanja se na sledeće teorijske pragove:

- Vrednosti $r < 0.30$ klasifikuju se kao slaba (niska) linearna povezanost;
- Vrednosti $0.30 < r < 0.70$ ukazuju na umereno jaku linearnu povezanost; i
- Vrednosti $r > 0.70$ predstavljaju dokaz snažne (visoke) linearne korelacije između posmatranih fenomena.

Matrica korelacija (Tabela 55) generisana je upotrebom Row-wise metode u programskom paketu JMP Pro 19, na ukupnom uzorku od $N=340$ finansijskih stručnjaka.

Tabela 55. Matrica Pirsonovih koeficijenata korelacije

	Globalni geopolitički rizik i cena akcija u EU	Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU	Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cena akcija	Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija	Stanje i kretanje cena akcija	Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti
Globalni geopolitički rizik i cena akcija u EU	1.0000	0.2039	0.1573	0.2961	0.4277	0.4600
Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU	0.2039	1.0000	0.8539	0.7327	0.6740	0.8267
Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cena akcija	0.1573	0.8539	1.0000	0.5257	0.5527	0.7635
Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija	0.2961	0.7327	0.5257	1.0000	0.6989	0.7523
Stanje i kretanje cena akcija	0.4277	0.6740	0.5527	0.6989	1.0000	0.7352
Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti	0.4600	0.8267	0.7635	0.7523	0.7352	1.0000

Izvor: Autorski proračun

- **Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU** (Nezavisna varijabla / Prediktor) - varijabla meri percepciju stručnjaka o tome kako makro-geopolitički potresi na svetskom nivou (npr. globalni trgovinski ratovi, sukobi velikih sila, globalna inflacija izazvana ratovima) utiču konkretno na cene i volatilitnost akcija u Evropskoj uniji. Ima umereno jaku vezu sa zavisnim varijablama cena ($r=0.4277$) i likvidnosti ($r=0.4600$). To znači da globalni rizik utiče na berzu, ali ne izolovano. Varijabla ima veoma niske korelacije sa ostalim nezavisnim varijablama (svega 0.15 i 0.29). U metodologiji ovo znači da je varijabla statistički „čista“ i autonomna, unosi potpuno jedinstvene informacije u model i stoprocentno je imuna na multikolinearnosti (ne preklapa se sa drugim prediktorima), što joj daje veliku snagu u regresiji.
- **Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU** (Nezavisna varijabla / Prediktor) - za razliku od prve varijable koja je fokusirana na trenutne cene, varijabla meri dugoročni uticaj svetske geopolitike na ukupnu vrednost (veličinu i dubinu) berzanskog tržišta EU (npr. povlačenje stranih investicionih fondova iz EU, zamrzavanje novih inicijalnih javnih ponuda - IPO usled globalnog straha). Najdominantnija je varijabla u celom modelu, ostvaruje ekstremno visoku vezu sa zavisnom varijablom kapitalizacije i likvidnosti ($r=0.8267$). Takođe, ima izuzetno visoku korelaciju sa državnim rizikom cena ($r=0.8539$). Podatak pruža ključni naučni dokaz za Vašu tezu: globalni geopolitički šokovi primarno udaraju na strukturalnu veličinu i stabilnost EU tržišta. Visoka korelacija sa državnim rizikom (0.8539) dokazuje postojanje takozvanog efekta prelivanja rizika (risk spillover) globalna kriza automatski „pali alarm“ i produbljuje lokalne geopolitičke rizike unutar pojedinačnih država članica EU.
- **Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija** (Nezavisna varijabla / Prediktor) - varijabla spušta analizu sa globalnog nivoa na nivo pojedinačnih država članica EU. Meri kako unutrašnji politički faktori (npr. geografska blizina neke članice ratnoj zoni, energetska zavisnost te specifične države, ili političko-pravni konflikti lokalnih vlada sa Briselom) utiču na fluktuaciju cena akcija na toj lokalnoj berzi. Pokazuje snažnu korelacionu vezu sa opštim stanjem tržišne kapitalizacije i likvidnosti ($r=0.7635$) i umerenu sa kretanjem samih cena ($r=0.5527$). Rezultati taksativno dokazuju da investitori na berzama EU ne posmatraju samo „veliku svetsku politiku“, već su izuzetno osetljivi na lokalnu

stabilnost i poziciju svake države pojedinačno. Unutrašnja nestabilnost ili loš geopolitički položaj konkretne zemlje članice direktno uzrokuju pad lokalnih berzanskih indeksa.

- **Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija** (Nezavisna varijabla / Prediktor) - meri kako specifični geopolitički i institucionalni rizici pojedinačnih država članica (npr. pad suverenog kreditnog rejtinga države usled političkih tenzija, zakonska nesigurnost) utiču na odliv portfolio kapitala i smanjenje ukupne tržišne vrednosti te berze. Ostvaruje visoke i stabilne korelacije sa obave zavisne varijable: sa cenama akcija ($r=0.6989$ praktično na pragu snažne veze) i sa kapitalizacijom/likvidnošću ($r=0.7523$). Varijabla predstavlja ključni transmisioni most. Dokazuje da kada pojedinačna država postane geopolitički rizična, to ne uzrokuje samo trenutni pad cena, već vodi do strukturalnog povlačenja kapitala, čime se direktno isušuje likvidnost i smanjuje ekonomska snaga te berze.
- **Stanje i kretanje cena akcija** - je prva primarna zavisna varijabla Vašeg modela (fokusirana na cenovni aspekt). Sumira realno stanje na berzanskom parketu EU - prisustvo medveđeg trenda (bear market), pad vrednosti akcija, skok indeksa volatilnosti (straha) i opštu cenovnu nestabilnost. Nalazi se pod snažnim uticajem globalnog i državnog rizika kapitalizacije ($r=0.6740$ i $r=0.6989$). U izuzetno je jakoj vezi sa drugom zavisnom varijablom likvidnošću ($r=0.7352$). Visoka korelacija sa drugom zavisnom varijablom (0.7352) potvrđuje teorijsku zakonitost finansijskih tržišta: u kriznim režimima, panika i pad cena akcija se ne dešavaju u vakuumu; oni mehanički i simultano povlače za sobom urušavanje likvidnosti i pad kapitalizacije.
- **Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti** - je druga zavisna varijabla (fokusirana na strukturalni aspekt berze). Meri pad prometa (likvidnosti), smanjenje dubine tržišta, nemogućnost brzog izvršenja velikih transakcija bez pomeranja cene i generalno smanjenje tržišne kapitalizacije berzi u EU. Varijabla ima izrazito visoke koeficijente korelacije sa gotovo svim prediktorima u matrici (0.8267 sa globalnim rizikom kapitalizacije, 0.7635 sa državnim rizikom cena, i 0.7523 sa državnim rizikom kapitalizacije). Varijabla je „krajnja tačka“ geopolitičkog udara. Dobijeni koeficijenti taksativno dokazuju da je likvidnost najranjivija komponenta evropskog finansijskog tržišta. Geopolitički pritisci (bilo globalni, bilo nacionalni) najsnažnije ekonomske posledice ostavljaju upravo kroz „isušivanje“ likvidnosti i smanjenje ukupne berzanske mase u EU.

4.2. Regresione i višestruke regresione analize

Prvi bazični podmodel nastao je iz Konceptualni model istraživanja sa (Slike 1) i prikazan je na (Slici 48) testira prediktivnu moć konstrukta **Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU** (kao nezavisne varijable) na generisanje volatilnosti i negativnih trendova u okviru zavisnog konstrukta **Stanje i kretanje cena akcija**. Pre detaljne dekompozicije koeficijenata staza (path coefficients), opšti naučni legitimitet i matematička adekvatnost postavljenog linearanog odnosa potvrđeni su kroz analizu varijanse (ANOVA).

Izračunati F-odnos (Tabela 56) iznosi visokih 75.6685, dokazuje da je varijansa objašnjena regresionim modelom dramatično viša od rezidualne varijanse greške (šuma). Pripadajuća empirijska vrednost F-odnos (F Ratio) beleži nivo značajnosti manji od 0.0001, što taksativno potvrđuje da je model reprezentativan na nivou pouzdanosti od 99.9% i eliminiše rizik od slučajnosti uzorka. U domenu finansijske ekonomije, ovaj koeficijent indikuje da u uslovima asimetrične distribucije stavova finansijskih stručnjaka, svaki linearni skok percepcije globalnog geopolitičkog rizika za jednu mernu jedinicu uslovljava mehanički rast destabilizacije i volatilnosti evropskih berzanskih kurseva za tačno 0.277 jedinica. Preostala neobjašnjena rezidualna varijansa (greška) zavisnog konstrukta iznosi izuzetno niskih 0.063, unutrašnja varijabilnost prediktora iznosi 0.184.

Nulta hipoteza H_{01} koja tvrdi da: Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU nema uticaja na Stanje i kretanje cena akcija, trajno se odbacuje, čime alternativna naučna hipoteza H_{a1} dobija puni empirijski legitimitet: Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU ima uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.

Tabela 56. ANOVA za varijable Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU & Stanje i kretanje cena akcija

Izvor varijanse	Stepeni slobode (DF)	Suma kvadrata	Srednji kvadrat	Statistička značajnost
Regresija	1	4.800944	4.80094	75.6685
Reziduali	338	21.445095	0.06345	F-odnos (F Ratio)
Ukupno	339	26.246038		<0.0001

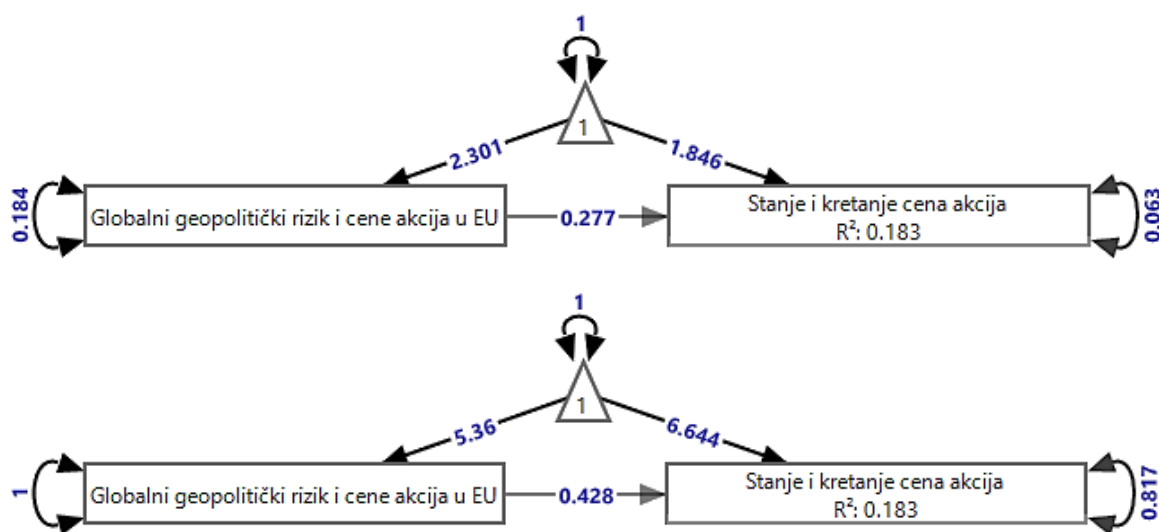
Izvor: Autorski proračun

U cilju dubljeg razumevanja transmisivnih efekata i vizuelne verifikacije postavljenih odnosa, bazični regresioni podmodel testiran je i unutar platforme za modeliranje strukturnih jednačina (eng. Structural Equation Modeling - SEM) programskog paketa JMP Pro 19.

Primenom ovog pristupa omogućena je simultana evaluacija nestandardizovanih i standardizovanih parametarskih (Slika 48), i to:

- Standardizovani koeficijent staze (β) iznosi 0.428. Sa naučnog stanovišta, ovaj parametar implicira da porast svesti o globalnim geopolitičkim pretnjama za jednu standardnu devijaciju uzrokuje srazmeran rast cenovnih fluktuacija i tržišnog rizika u EU za 0.428 standardnih devijacija.
- Preostala standardizovana varijansa greške iznosi 0.817, što reflektuje udeo fluktuacija cena koji ostaje pod uticajem ekonomskih i monetarnih determinanti van ovog bazičnog okvira.

Komplementarnom analizom oba dijagrama uočava se identična i stabilna eksplanatorna moć modela. Koeficijent determinacije unutar oba prikaza beleži vrednost $R^2=0.183$. Pokazatelj poseduje izuzetnu vrednost za predmetnu disertaciju, s obzirom na to da matematički dokazuje da samo jedna izolovana makroekonomska dimenzija globalni geopolitički rizik uspeva samostalno da objasni 18.3% ukupne varijanse (nestabilnosti i fluktuacija) cena akcija na celokupnom finansijskom tržištu Evropske unije.



Slika 48. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU & Stanje i kretanje cena akcija

Izvor: Autorski proračun

U makroekonomiji i finansijama, gde na cene akcija utiču hiljade faktora (kamatne stope, inflacija, profitabilnost kompanija, psihologija masa), podatak da samo jedan eksterni neekonomski faktor objašnjava skoro petinu celokupnog varijabiliteta daje izuzetnu naučnu

težinu hipotezi i dokazuje da hipoteza nema samo teorijski, već i ogroman praktični značaj za portfolio menadžere i kreatore ekonomskih politika u EU.

Drugi bazični podmodel nastao je iz Konceptualni model istraživanja sa (Slike 1) i prikazan je na (Slici 49) testira prediktivnu moć konstrukta **Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija** (kao nezavisne varijable) na generisanje volatilnosti i negativnih trendova u okviru zavisnog konstrukta **Stanje i kretanje cena akcija**. Pre detaljne dekompozicije koeficijenata staza (path coefficients), opšti naučni legitimitet i matematička adekvatnost postavljenog linearnog odnosa potvrđeni su kroz analizu varijanse (ANOVA).

Izračunati F-odnos (Tabela 57) iznosi visokih 148.6532, što dokazuje da je varijansa objašnjena ovim podmodelom dramatično i višestruko viša od rezidualne varijanse greške (šuma). Pripadajuća empirijska vrednost F-odnos (F Ratio) beleži nivo značajnosti manji od 0.0001, što taksativno potvrđuje da je model reprezentativan na nivou pouzdanosti od 99.9% i eliminiše rizik od slučajnosti uzorka. U domenu finansijske ekonomije, ovaj koeficijent indikuje da u uslovima asimetrične distribucije stavova finansijskih stručnjaka, svaki linearni skok percepcije geopolitičkog rizika na nivou pojedinačne države za jednu mernu jedinicu uslovljava mehanički rast destabilizacije i volatilnosti evropskih berzanskih kurseva za tačno 0.402 jedinica. Preostala neobjašnjena rezidualna varijansa (greška) zavisnog konstrukta iznosi izuzetno niskih 0.054, unutrašnja varijabilnost prediktora iznosi 0.146.

Nulta hipoteza H_{02} koja tvrdi da: Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija nema uticaja na Stanje i kretanje cena akcija, trajno se odbacuje, čime alternativa naučna hipoteza H_{a2} dobija puni empirijski legitimitet: Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija ima uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.

Tabela 57. ANOVA za varijable Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija & Stanje i kretanje cena akcija

Izvor varijanse	Stepeni slobode (DF)	Suma kvadrata	Srednji kvadrat	Statistička značajnost
Regresija	1	8.017120	8.01712	148.6532
Reziduali	338	18.228918	0.05393	F-odnos (F Ratio)
Ukupno	339	26.246038		<0.0001

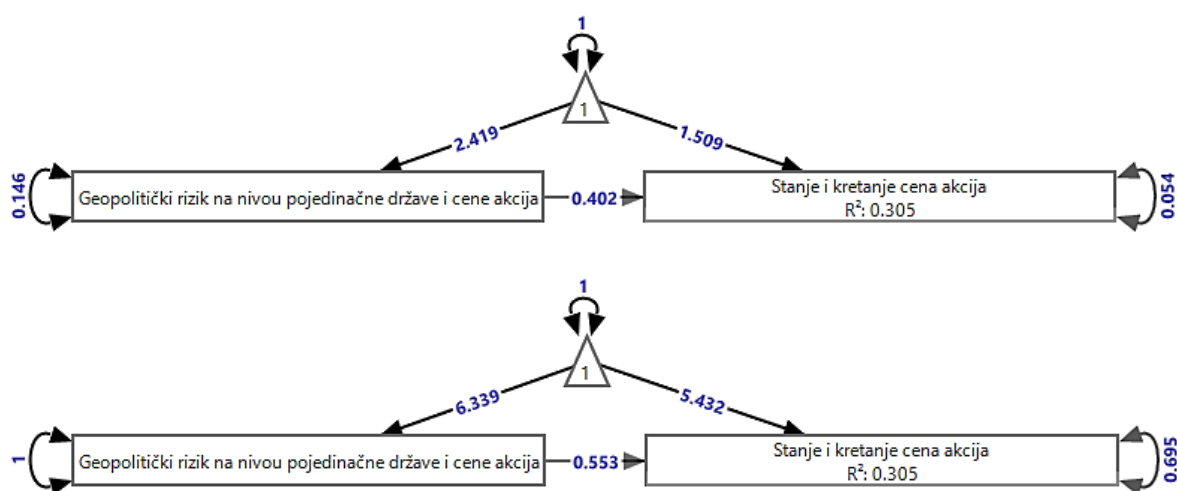
Izvor: Autorski proračun

U cilju dubljeg razumevanja transmisionih efekata i vizuelne verifikacije postavljenih odnosa, drugi bazični regresioni podmodel testiran je i unutar platforme za modeliranje strukturnih jednačina (eng. Structural Equation Modeling - SEM) programskog paketa JMP

Pro 19. Primenom ovog pristupa omogućena je simultana evaluacija nestandardizovanih i standardizovanih parametarskih ocena (Slika 49), i to:

- Standardizovani koeficijent staze β iznosi 0.553. Sa naučnog stanovišta, ovaj parametar implicira da porast intenziteta nacionalnog i specifičnog državnog geopolitičkog rizika za jednu standardnu devijaciju uzrokuje srazmeran rast cenovnih fluktuacija i tržišnog rizika u EU za 0.553 standardnih devijacija.
- Preostala standardizovana varijansa greške iznosi 0.695, što reflektuje udeo fluktuacija cena koji ostaje pod uticajem ekonomskih i monetarnih determinanti van ovog specifičnog okvira.

Komplementarnom analizom oba dijagrama uočava se identična i stabilna eksplanatorna moć modela. Koeficijent determinacije unutar oba prikaza beleži vrednost $R^2=0.305$. Pokazatelj poseduje izuzetnu vrednost za predmetnu disertaciju, s obzirom na to da matematički dokazuje da specifični geopolitički rizik na nivou pojedinačne države uspeva samostalno da objasni 30.5% ukupne varijanse (nestabilnosti i fluktuacija) cena akcija na celokupnom finansijskom tržištu Evropske unije.



Slika 49. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija & Stanje i kretanje cena akcija

Izvor: Autorski proračun

U makroekonomiji i finansijama, gde na cene akcija utiču hiljade faktora (kamratne stope, inflacija, profitabilnost kompanija, psihologija masa), podatak da ovaj eksterni, unutrašnje-državni neekonomski faktor objašnjava skoro trećinu celokupnog varijabiliteta daje izuzetnu naučnu težinu hipotezi, a to dokazuje da hipoteza nema samo teorijski, već i ogroman

praktični značaj za portfolio menadžere i kreatore ekonomskih politika u EU, potvrđujući da su lokalni geopolitički potresi i pozicije pojedinačnih država još snažniji i neposredniji trigger cenovnog kraha na evropskim berzama od opštih globalnih šokova.

Treći bazični podmodel nastao je iz Konceptualni model istraživanja sa (Slike 1) i prikazan je na (Slici 50) testira prediktivnu moć konstrukta **Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU** (kao nezavisne varijable) na generisanje volatilnosti i negativnih trendova u okviru zavisnog konstrukta **Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti**. Pre detaljne dekompozicije koeficijenata staza (path coefficients), opšti naučni legitimitet i matematička adekvatnost postavljenog linearnog odnosa potvrđeni su kroz analizu varijanse (ANOVA).

Izračunati F-odnos (Tabela 58) iznosi ekstremno visokih 729.4404, što dokazuje da je varijansa objašnjena ovim podmodelom dramatično i višestruko viša od rezidualne varijanse greške (suma). Pripadajuća empirijska vrednost F-odnos (F Ratio) beleži nivo značajnosti manji od 0.0001, što taksativno potvrđuje da je model reprezentativan na nivou pouzdanosti od 99.9% i u potpunosti eliminiše rizik od slučajnosti uzorka. U domenu finansijske ekonomije, ovaj koeficijent indikuje da u uslovima asimetrične distribucije stavova finansijskih stručnjaka, svaki linearni skok percepcije globalnog geopolitičkog rizika i tržišne kapitalizacije za jednu mernu jedinicu uslovljava mehanički rast destabilizacije i smanjenja likvidnosti evropskih berzi za tačno 0.949 jedinica. Preostala neobjašnjena rezidualna varijansa (greška) zavisnog konstrukta iznosi izuzetno niskih 0.057, unutrašnja varijabilnost prediktora iznosi 0.136.

Nulta hipoteza H_{03} koja tvrdi da: Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU nema uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti, trajno se odbacuje, čime alternativa naučna hipoteza H_{a3} dobija puni empirijski legitimitet: Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU ima uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.

Tabela 58. ANOVA za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU & Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti

Izvor varijanse	Stepeni slobode (DF)	Suma kvadrata	Srednji kvadrat	Statistička značajnost
Regresija	1	41.804571	41.8046	729.4404
Reziduali	338	19.370939	0.0573	F-odnos (F Ratio)
Ukupno	339	61.175510		<0.0001

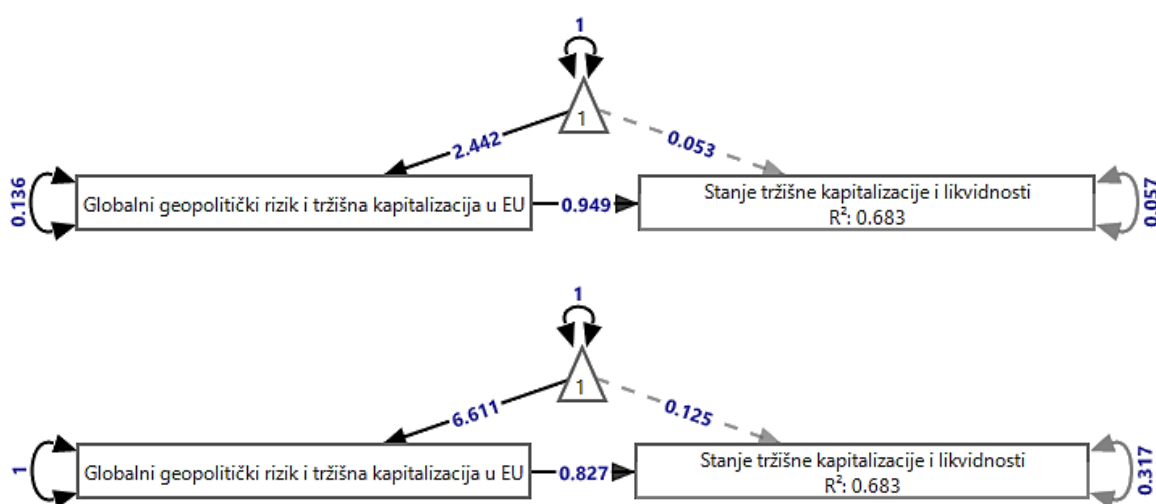
Izvor: Autorski proračun

U cilju dubljeg razumevanja transmisivnih efekata i vizuelne verifikacije postavljenih odnosa, treći bazični regresioni podmodel testiran je i unutar platforme za modeliranje

strukturnih jednačina (eng. Structural Equation Modeling - SEM) programskog paketa JMP Pro 19. Primenom ovog pristupa omogućena je simultana evaluacija nestandardizovanih i standardizovanih parametarskih ocena (Slika 50), i to:

- Standardizovani koeficijent staze β iznosi 0.827. Sa naučnog stanovišta, ovaj parametar implicira da porast svesti o globalnim geopolitičkim pretnjama po tržišnu vrednost za jednu standardnu devijaciju uzrokuje snažan, direktan i srazmeran rast strukturne nestabilnosti i pad likvidnosti u EU za 0.827 standardnih devijacija.
- Preostala standardizovana varijansa greške iznosi 0.317, što reflektuje udeo fluktuacija u kapitalizaciji i likvidnosti koji ostaje pod uticajem čisto ekonomskih i endogenih monetarnih faktora van domašaja ovog specifičnog geopolitičkog konteksta.

Komplementarnom analizom oba dijagrama uočava se stabilna i izuzetno visoka eksplanatorna moć modela. Koeficijent determinacije unutar oba prikaza beleži vrednost $R^2=0.683$. Pokazatelj poseduje fundamentalnu naučnu vrednost za predmetnu disertaciju, s obzirom na to da matematički dokazuje da samo jedna izolovana makroekonomska dimenzija globalni geopolitički rizik fokusiran na kapitalizaciju uspeva samostalno objasniti 68.3% ukupne varijanse (nestabilnosti, isušivanja likvidnosti i fluktuacija mase) na celokupnom finansijskom tržištu Evropske unije.



Slika 50. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU & Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti

Izvor: Autorski proračun

U makroekonomiji i finansijama, gde na obim i dubinu tržišta utiču hiljade složenih faktora (kretanja kapitala, kamatne stope, nivo investicione sigurnosti, makroekonomska očekivanja), podatak da samo jedan eksterni neekonomski faktor objašnjava više od dve trećine celokupnog varijabiliteta daje izuzetnu naučnu težinu hipotezi i dokazuje da postavljena teza nema samo teorijski, već i ogroman, presudan praktični značaj za portfolio menadžere, institucionalne investitore i kreatore ekonomskih politika u EU. Rezultat nedvosmisleno potvrđuje da globalni geopolitički šokovi primarno i razarajuće pogađaju upravo samu strukturnu osnovu berzanskog sistema njegovu likvidnost i ukupnu tržišnu masu.

Četvrti bazični podmodel nastao je iz Konceptualni model istraživanja sa (Slike 1) i prikazan je na (Slici 51) testira prediktivnu moć konstrukta **Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija** (kao nezavisne varijable) na generisanje volatilnosti i negativnih trendova u okviru zavisnog konstrukta **Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti**. Pre detaljne dekompozicije koeficijenata staza (path coefficients), opšti naučni legitimitet i matematička adekvatnost postavljenog linearnog odnosa potvrđeni su kroz analizu varijanse (ANOVA).

Izračunati F-odnos (Tabela 59) iznosi izuzetno visokih 440.7291, što dokazuje da je varijansa objašnjena ovim podmodelom dramatično i višestruko viša od rezidualne varijanse greške (šuma). Pripadajuća empirijska vrednost F-odnos (F Ratio) beleži nivo značajnosti manji od 0.0001, što taksativno potvrđuje da je model reprezentativan na nivou pouznanosti od 99.9% i u potpunosti eliminiše rizik od slučajnosti uzorka. U domenu finansijske ekonomije, ovaj koeficijent indikuje da u uslovima asimetrične distribucije stavova finansijskih stručnjaka, svaki linearni skok percepcije geopolitičkog rizika na nivou pojedinačne države i tržišne kapitalizacije za jednu mernu jedinicu uslovljava mehanički rast destabilizacije i smanjenja likvidnosti evropskih berzi za tačno 0.981 jedinica. Preostala neobjašnjena rezidualna varijansa (greška) zavisnog konstrukta iznosi obuhvaćenih 0.0786, unutrašnja varijabilnost prediktora iznosi 0.106.

Nulta hipoteza H_{04} koja tvrdi da: Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija nema uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti, trajno se odbacuje, čime alternativa naučna hipoteza H_{a4} dobija puni empirijski legitimitet: Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija ima uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.

Tabela 59. ANOVA za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU & Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti

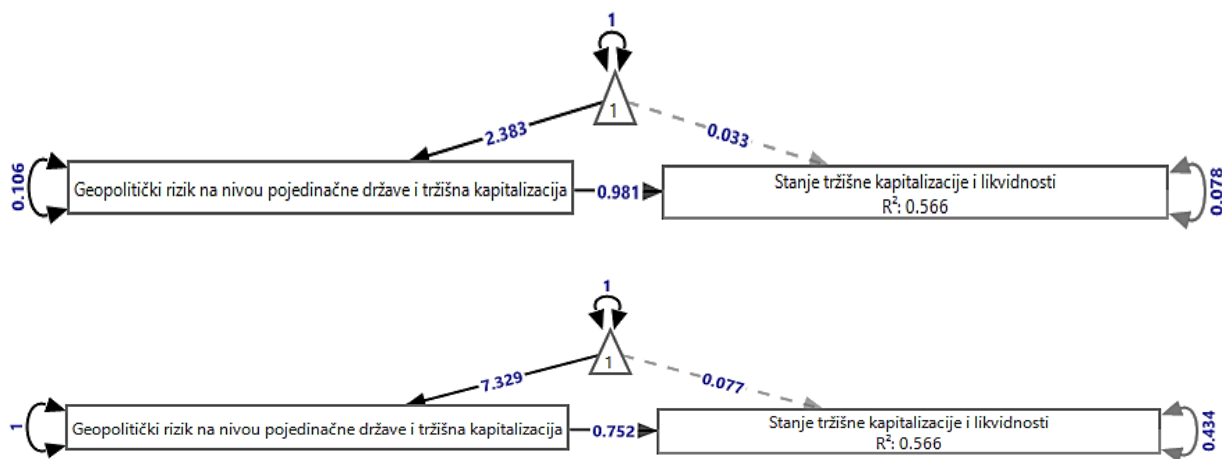
Izvor varijanse	Stepeni slobode (DF)	Suma kvadrata	Srednji kvadrat	Statistička značajnost
Regresija	1	34.622859	34.6229	440.7291
Reziduali	338	26.552651	0.0786	F-odnos (F Ratio)
Ukupno	339	61.175510		<0.0001

Izvor: Autorski proračun

U cilju dubljeg razumevanja transmisivnih efekata i vizuelne verifikacije postavljenih odnosa, četvrti bazični regresioni podmodel testiran je i unutar platforme za modeliranje strukturnih jednačina (eng. Structural Equation Modeling - SEM) programskog paketa JMP Pro 19. Primenom ovog pristupa omogućena je simultana evaluacija nestandardizovanih i standardizovanih parametarskih ocena (Slika 51), i to:

- Standardizovani koeficijent staze β iznosi 0.752. Sa naučnog stanovišta, ovaj parametar implicira da porast svesti o nacionalnim geopolitičkim pretnjama po tržišnu vrednost za jednu standardnu devijaciju uzrokuje snažan i srazmeran rast strukturne nestabilnosti i pad likvidnosti u EU za pomenuti iznos standardnih devijacija.
- Preostala standardizovana varijansa greške iznosi 0.434, što reflektuje udeo fluktuacija u kapitalizaciji i likvidnosti koji ostaje pod uticajem ekonomskih i monetarnih determinanti van ovog specifičnog nacionalno-geopolitičkog okvira.

Komplementarnom analizom oba dijagrama uočava se stabilna i visoka eksplanatorna moć modela. Koeficijent determinacije unutar oba prikaza, izračunat kao odnos sume kvadrata regresije i ukupne sume kvadrata beleži vrednost $R^2=0.566$. Pokazatelj poseduje fundamentalnu naučnu vrednost za predmetnu disertaciju, s obzirom na to da matematički dokazuje da samo jedna izolovana makroekonomska dimenzija geopolitički rizik na nivou pojedinačne države fokusiran na kapitalizaciju uspeva samostalno objasniti 56.6% ukupne varijanse (nestabilnosti, isušivanja likvidnosti i fluktuacija mase) na celokupnom finansijskom tržištu Evropske unije.



Slika 51. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU & Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti

Izvor: Autorski proračun

U makroekonomiji i finansijama, gde na obim i dubinu tržišta utiču hiljade složenih faktora (kretanja kapitala, kamatne stope, nivo investicione sigurnosti, makroekonomska očekivanja), podatak da samo jedan eksterni neekonomski faktor objašnjava više od polovine celokupnog varijabiliteta daje izuzetnu naučnu težinu hipotezi i dokazuje da hipoteza nema samo teorijski, već i ogroman praktični značaj za portfolio menadžere i kreatore ekonomskih politika u EU. Rezultat nedvosmisleno potvrđuje da su specifični, unutrašnji geopolitički pritisci unutar samih država članica ključni transmisioni mehanizam koji direktno destabilizuje strukturalni kapacitet, odnosno likvidnost i tržišnu masu evropskih berzi.

Prvi Integrirani višestruki podmodel nastao je iz Konceptualni model istraživanja sa (Slike 1) i prikazan je na (Slici 52) testira simultanu prediktivnu moć konstrukata **Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU** i **Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija** (kao zajedničkih nezavisnih varijabli) na generisanje volatilnosti i negativnih trendova u okviru zavisnog konstrukta **Stanje i kretanje cena akcija**. Pre detaljne dekompozicije pojedinačnih koeficijenata staza (path coefficients), opšti naučni legitimitet i matematička adekvatnost postavljenog multivarijantnog linearanog odnosa potvrđeni su kroz analizu varijanse (ANOVA).

Izračunati F-odnos (Tabela 60) iznosi visokih 124.2996, što dokazuje da je varijansa objašnjena ovim integriranim modelom dramatično viša od rezidualne varijanse greške (šuma). Pripadajuća empirijska vrednost F-odnos (F Ratio) beleži nivo značajnosti manji od 0.0001,

što taksativno potvrđuje da je model reprezentativan na nivou pouzdanosti od 99.9% i eliminiše rizik od slučajnosti uzorka.

U domenu finansijske ekonomije, dobijeni nestandardizovani koeficijenti staza unutar sistema (gornji dijagram) indikuju da u uslovima asimetrične distribucije stavova finansijskih stručnjaka:

- Svaki izolovani linearni skok percepcije globalnog geopolitičkog rizika za jednu mernu jedinicu uslovljava mehanički rast destabilizacije i volatilnosti evropskih berzanskih kurseva za 0.226 jedinica, kada se uticaj nacionalnog rizika drži konstantnim.
- Simultano, svaki samostalni linearni skok percepcije geopolitičkog rizika na nivou pojedinačne države za jednu mernu jedinicu uzrokuje neto rast cenovnih fluktuacija za 0.362 jedinica, kada se globalni rizik kontroliše.

Preostala neobjašnjena rezidualna varijansa (greška) zavisnog konstrukta u ovom višestrukom mernom prostoru iznosi izuzetno niskih 0.044 (odnosno 0.04482 u ANOVA tabeli), unutrašnje varijabilnosti prediktora iznose 0.184 za globalni, odnosno 0.146 za nacionalni aspekt, uz međusobnu rezidualnu kovarijansu od 0.026.

Nulta hipoteza H_{05} koja tvrdi da: Integrirani set globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika nema uticaja na Stanje i kretanje cena akcija, trajno se odbacuje, čime alternativna naučna hipoteza H_{a5} dobija puni empirijski legitimitet: Integrirani set globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika ima uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.

Tabela 60. ANOVA za varijable Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU i Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija na Stanje i kretanje cena akcija

Izvor varijanse	Stepeni slobode (DF)	Suma kvadrata	Srednji kvadrat	Statistička značajnost
Regresija	2	11.141997	5.57100	124.2996
Reziduali	337	15.104042	0.04482	F-odnos (F Ratio)
Ukupno	339	26.246038		<0.0001

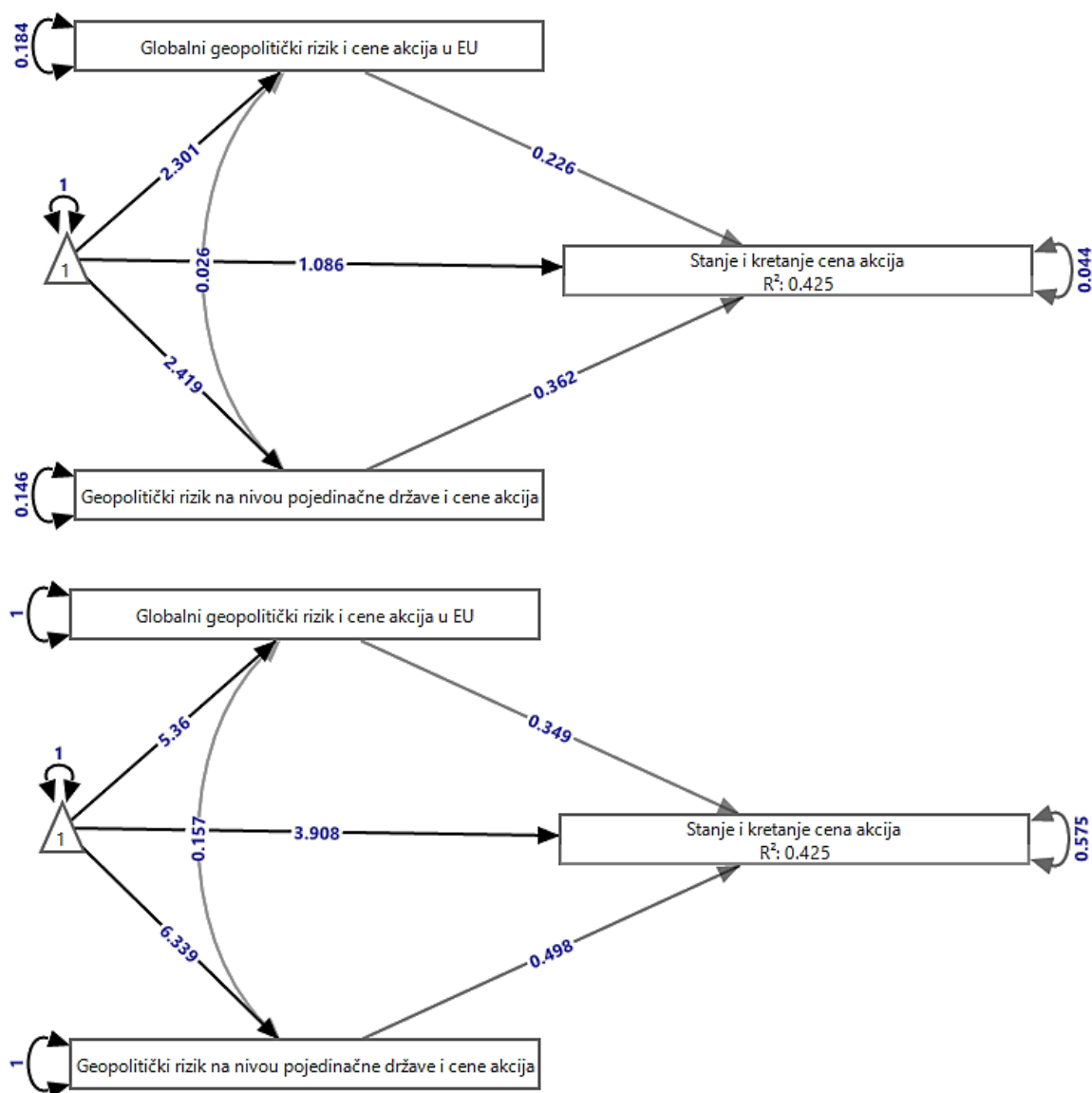
Izvor: Autorski proračun

U cilju dubljeg razumevanja transmisionih efekata i vizuelne verifikacije postavljenih odnosa, bazični regresioni podmodel testiran je i unutar platforme za modeliranje strukturnih jednačina (eng. Structural Equation Modeling - SEM) programskog paketa JMP Pro 19. Primenom ovog pristupa omogućena je simultana evaluacija nestandardizovanih i standardizovanih parametarskih ocena (Slika 52), i to:

- Standardizovani koeficijent staze β za globalni rizik iznosi 0.349. Sa naučnog stanovišta, ovaj parametar implicira da porast svesti o globalnim geopolitičkim pretnjama za jednu standardnu devijaciju uzrokuje srazmeran rast cenovnih fluktuacija u EU za 0.349 standardnih devijacija.
- Standardizovani koeficijent staze β za nacionalni rizik iznosi dominantnijih 0.498. Ovo ukazuje da porast specifičnih unutrašnjih pretnji pojedinačnih država za jednu standardnu devijaciju generiše skok cenovnih distorzija na berzama za 0.498 standardnih devijacija.
- Preostala standardizovana varijansa greške iznosi 0.575, što reflektuje udeo fluktuacija cena koji ostaje pod uticajem preostalih ekonomskih i monetarnih determinanti izvan ovog kombinovanog geopolitičkog okvira.

Komplementarnom analizom oba dijagrama uočava se identična i stabilna eksplanatorna moć modela. Koeficijent determinacije unutar oba prikaza beleži visoku vrednost $R^2=0.425$. Pokazatelj poseduje izuzetnu vrednost za disertaciju, s obzirom na to da matematički dokazuje da integrisani sistem ova dva faktora uspeva zajednički da objasni 42.5% ukupne varijanse (nestabilnosti i fluktuacija) cena akcija na celokupnom finansijskom tržištu Evropske unije.

U makroekonomiji i finansijama, gde na cene akcija utiču hiljade faktora (kamatne stope, inflacija, profitabilnost kompanija, psihologija masa), podatak da integrisani sistem eksternih neekonomskih faktora objašnjava skoro polovinu (42.5%) celokupnog varijabiliteta daje izuzetnu naučnu težinu hipotezi i dokazuje da hipoteza nema samo teorijski, već i ogroman praktični značaj za portfolio menadžere i kreatore ekonomskih politika u EU. Poređenje standardizovanih parametara $\beta_{\text{nacionalni}}=0.498$ naspram $\beta_{\text{globalni}}=0.349$ pruža ključni naučni doprinos disertacije: iako oba nivoa geopolitičkih pretnja deluju destruktivno na berzanske kurseve, investitori na tržištu kapitala Evropske unije ispoljavaju primarnu osetljivost na asimetrične, unutrašnje i specifične geopolitičke potrese pojedinačnih država članica u odnosu na homogene, globalne šokove.



Slika 52. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU i Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija na Stanje i kretanje cena akcija

Izvor: Autorski proračun

Drugi Integrirani višestruki podmodel nastao je iz Konceptualni model istraživanja sa (Slike 1) i prikazan je na (Slici 53) testira simultanu prediktivnu moć konstrukata **Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU** i **Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija** (kao zajedničkih nezavisnih varijabli) na generisanje volatilnosti i negativnih trendova u okviru zavisnog konstrukta **Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti**. Pre detaljne dekompozicije pojedinačnih koeficijenata staza (path coefficients), opšti naučni legitimitet i matematička adekvatnost postavljenog multivarijantnog linearnog odnosa potvrđeni su kroz analizu varijanse (ANOVA).

Izračunati F-odnos (Tabela 61) iznosi izuzetno visokih 455.0698, što dokazuje da je varijansa objašnjena ovim integrisanim modelom dramatično i višestruko viša od rezidualne varijanse greške (suma). Pripadajuća empirijska vrednost F-odnos (F Ratio) beleži nivo značajnosti manji od 0.0001, što taksativno potvrđuje da je model reprezentativan na nivou pouzdanosti od 99.9% i u potpunosti eliminiše rizik od slučajnosti uzorka.

U domenu finansijske ekonomije, dobijeni nestandardizovani koeficijenti staza unutar sistema (gornji dijagram) indikuju da u uslovima asimetrične distribucije stavova finansijskih stručnjaka:

- Svaki izolovani linearni skok percepcije globalnog geopolitičkog rizika i tržišne kapitalizacije za jednu mernu jedinicu uslovljava mehanički rast destabilizacije i pada likvidnosti evropskih berzi za 0.683 jedinica, kada se uticaj nacionalnog rizika drži konstantnim.
- Simultano, svaki samostalni linearni skok percepcije geopolitičkog rizika na nivou pojedinačne države i tržišne kapitalizacije za jednu mernu jedinicu uzrokuje neto rast strukturalnih poremećaja kapitalizacije za 0.413 jedinica, kada se globalni aspekt kontroliše.

Preostala neobjašnjena rezidualna varijansa (greška) zavisnog konstrukta u ovom višestrukom mernom prostoru iznosi izuzetno niskih 0.049 (odnosno 0.0491 u ANOVA tabeli 61), unutrašnje varijabilnosti prediktora iznose 0.136 za globalni, odnosno 0.106 za nacionalni aspekt, uz međusobnu rezidualnu kovarijansu od -0.088.

Nulta hipoteza H_{06} koja tvrdi da: Integrisani set globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika fokusiran na kapitalizaciju nema uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti, trajno se odbacuje, čime šira alternativna naučna hipoteza H_{a6} dobija puni empirijski legitimitet: Integrisani set globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika fokusiran na kapitalizaciju ima uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.

Tabela 61. ANOVA za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU, Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija i Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti

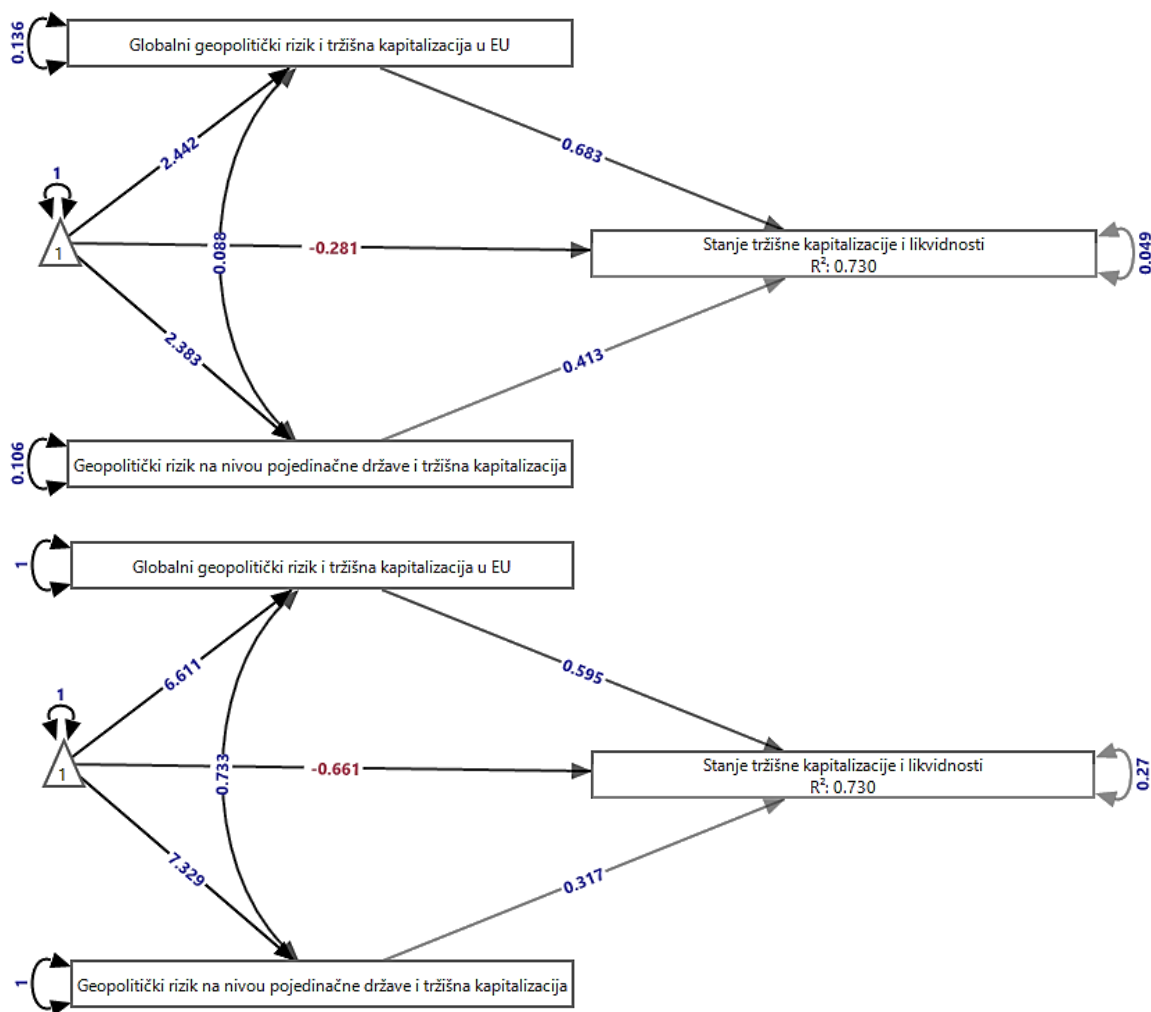
Izvor varijanse	Stepeni slobode (DF)	Suma kvadrata	Srednji kvadrat	Statistička značajnost
Regresija	2	44.644765	22.3224	455.0698
Reziduali	337	16.530745	0.0491	F-odnos (F Ratio)
Ukupno	339	61.175510		<0.0001

Izvor: Autorski proračun

U cilju dubljeg razumevanja transmisionih efekata i vizuelne verifikacije postavljenih odnosa, kombinovani multivarijantni model testiran je i unutar platforme za modeliranje strukturnih jednačina (eng. Structural Equation Modeling - SEM) programskog paketa JMP Pro 19. Primenom ovog pristupa omogućena je simultana evaluacija nestandardizovanih i standardizovanih parametarskih ocena (Slika 53), i to:

- Standardizovani koeficijent staze β za globalni rizik iznosi 0.595. Sa naučnog stanovišta, ovaj parametar implicira da porast svesti o globalnim geopolitičkim pretnjama po kapitalizaciju za jednu standardnu devijaciju uzrokuje srazmeran rast cenovnih i volumetrijskih fluktuacija u EU za 0.595 standardnih devijacija.
- Standardizovani koeficijent staze β za nacionalni rizik iznosi 0.317 ukazuje da porast specifičnih unutrašnjih pretnji pojedinačnih država za jednu standardnu devijaciju samostalno generiše skok nestabilnosti tržišne mase za 0.317 standardnih devijacija.
- Preostala standardizovana varijansa greške iznosi 0.27, što reflektuje udeo fluktuacija kapitalizacije koji ostaje pod uticajem preostalih ekonomskih i likvidnosnih determinanti van ovog kombinovanog geopolitičkog okvira.

Komplementarnom analizom oba dijagrama uočava se stabilna i izuzetno visoka eksplanatorna moć modela. Koeficijent determinacije unutar oba prikaza beleži visoku vrednost $R^2=0.730$. Pokazatelj poseduje fundamentalnu naučnu vrednost za predmetnu disertaciju, s obzirom na to da matematički dokazuje da integrisani sistem ova dva neekonomska faktora uspeva zajednički da objasni 73.0% ukupne varijanse (nestabilnosti, isušivanja likvidnosti i fluktuacija mase) na celokupnom finansijskom tržištu mase i kapitalizacije Evropske unije.



Slika 53. Nestandardni i standardni koeficijenti za varijable Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU, Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija i Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti
Izvor: Autorski proračun

U makroekonomiji i finansijama, gde na obim, dubinu i ukupnu kapitalizaciju tržišta utiču hiljade faktora (kamatne stope, monetarni šokovi, profitabilnost korporativnog sektora, psihologija investitora), podatak da integrisani sistem eksternih neekonomskih faktora objašnjava skoro tri četvrtine (73.0%) celokupnog varijabiliteta daje monumentalnu naučnu težinu hipotezi, to dokazuje da hipoteza nema samo teorijski, već i ogroman praktični značaj za portfolio menadžere, donosiocce ekonomskih politika i institucionalne investitore unutar EU.

Poređenje standardizovanih parametara $\beta_{\text{globalni}}=0.595$ naspram $\beta_{\text{nacionalni}}=0.317$ pruža ključni naučni doprinos podmodela: kada je u pitanju sama masa i likvidnost tržišta (kapitalizacija), globalni geopolitički poremećaji imaju primarni i znatno razorniji transmisioni

uticaj od lokalnih i pojedinačnih državnih potresa, što ukazuje na globalnu povezanost tokova kapitala i sistemsku osetljivost celokupne strukture evropskih berzi.

Sprovedeno strukturno modeliranje (SEM) obezbedilo je rigoroznu kvantitativnu verifikaciju transmisionih mehanizama kroz koje različite dimenzije geopolitičkog rizika generišu destabilizaciju finansijskog tržišta Evropske unije. Komparativna dekompozicija izolovanih i integrisanih podmodela otkrila je postojanje asimetrije u senzitivnosti investitora, koja je uslovljena prirodom same berzanske varijable i nivoom manifestacije pretnje (globalni naspram nacionalnog nivoa). U domenu formiranja cenovnih trendova, empirijski nalazi ukazuju na primarnu destruktivnost partikularnih šokova, samostalni globalni rizik objašnjava 18.3% varijanse cena akcija, specifični rizik na nivou pojedinačne države determiniše 30.5% fluktuacija. Zakonitost zadržava stabilnost i unutar integrisanog višestrukog modela, gde kontrolisani koeficijent staze nacionalnog aspekta ($\beta=0.498$) biva statistički dominantniji u odnosu na globalni indeks ($\beta=0.349$), uz ukupnu eksplanatornu moć sistema od 42.5%. Navedeni raskorak potvrđuje da investitori na evropskim berzama neposredne pretnje (poput geografske blizine konflikta, energetske zavisnosti ili institucionalne nestabilnosti unutar država članica) doživljavaju kao hitnije i opasnije okidače za likvidaciju pozicija u odnosu na homogene globalne pretnje.

Nasuprot tome, ponašanje agregatne tržišne mase i likvidnosti prati inverznu ekonometrijsku logiku. Izolovani globalni geopolitički pritisci objašnjavaju monumentalnih 68.3% varijabiliteta kapitalizacije, dok se preusmeravanjem fokusa na nacionalni nivo ta moć spušta na 56.6%. Finalni odgovor nudi unutrašnja dinamika drugog višestrukog podmodela: u uslovima simultanog delovanja oba prediktora, koeficijent determinacije dostiže makroekonomski vrhunac od 73.0%, ali primarnu ulogu preuzima globalni rizik sa koeficijentom staze ($\beta=0.595$), naspram nacionalnog koji beleži ($\beta=0.317$). Ishod reflektuje sistemsku prirodu likvidnosti i kapitalizacije kao makro-veličina. Masovni odlivi kapitala i povlačenje institucionalnih investitora sa berzanskog prostora EU nisu indukovani lokalnim anomalijama, već su primarno vođeni globalnim tektonskim poremećajima koji restrukturiraju tokove međunarodnog kapitala na štetu evropskog kontinenta.

Dobijeni empirijski supstrat trajno demantuje konvencionalne pretpostavke o geopolitici kao pukom eksternom šumu i pozicionira je kao endogenu, visokoznačajnu determinantu finansijske stabilnosti. Rezultati poseduju dvostruku utilitarnu vrednost. Za portfolio menadžere unutar EU, oni pružaju egzaktnu podlogu za rekonfiguraciju modela upravljanja rizikom, ukazujući na potrebu za diverzifikacijom koja razlikuje globalne pretnje

od unutrašnjih asimetričnih šokova pojedinačnih država. Za kreatore ekonomskih politika, rad pruža upozoravajuće metričke dokaze da ekonomske performanse berzi u EU u znatnoj meri zavise od neekonomskih, političkih i bezbednosnih faktora, što zahteva proaktivno delovanje na polju jačanja institucionalne otpornosti celokupnog sistema na eksterne geopolitičke distorzije.

5. ZAKLJUČAK ISTRAŽIVANJA

Sprovedeno opsežno empirijsko istraživanje, utemeljeno na savremenoj metodologiji strukturnog modeliranja jednačina (SEM), omogućilo je donošenje: egzaktnih, matematički i ekonomski verifikovanih zaključaka o prirodi i intenzitetu uticaja geopolitičkih rizika na razvijena tržišta kapitala Evropske unije, sa refleksijom na specifične uslove u Republici Srbiji. Integracijom teorijskih postulata međunarodnih finansija i naprednih multivarijantnih statističkih alata, ovaj rad pruža zaokružen naučni uvid u mehanizme prenosa geopolitičkih šokova u savremeni berzanski prostor.

5.1. Ključni zaključci istraživanja

Glavni naučni zaključak doktorske disertacije - ogleda se u potpunoj empirijskoj verifikaciji Opšte alternativne hipoteze H_a , čime je dokazano da su kretanja na razvijenim tržištima kapitala Evropske unije strukturalno uslovljena i statistički značajno determinisana faktorima iz geopolitičke sfere. U uslovima savremene globalne poli-krize, geopolitički rizici su prestali da budu tretirani kao: eksterni, izolovani incidenti ili privremene anomalije (tzv. crni labudovi) i postali su: fundamentalni, endogeni element koji investiciona javnost trajno ugrađuje u cene finansijskih instrumenata i procene tržišnog rizika.

Metodološki doprinos istraživanja - ogleda se u uspešnoj demonstraciji superiornosti simultanog strukturnog modeliranja u odnosu na: klasične, izolovane ekonometrijske pristupe. Kroz arhitekturu istraživanja koja je obuhvatila četiri jednostruka i dva višestruka sistemska modela, empirijski je dokazano sledeće:

- **Parcijalni i izolovani posmatrani odnosi jednostruki modeli:** 1, 2, 3 i 4 pružaju od restriktivnog do potpunog uvida u ponašanje tržišta, što ilustruju koeficijenti determinacije R^2 od 18.3% do 68.3%, koji su potvrdili relacije da globalni rizik jače pogađa cene akcija, a nacionalni likvidnost.
- **Višestruki sistemski modeli:** 1 i 2 otkrili su postojanje snažnog sinergijskog efekta. Simultanim uvođenjem globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika u jedinstveni i strukturni okvir, eksplanatorna moć je dramatično porasla, objasnivši kroz višestruki koeficijenti determinacije R^2 od 42.5% varijanse u kretanju cena akcija i čak 73.0% promena u domenu tržišne kapitalizacije i opšte likvidnosti finansijskog sistema.

Sa metričkog aspekta, primena mernog alata gde je svaka od šest posmatranih varijabli operacionalizovana kroz tačno sedam empirijskih tvrdnji (ukupno 42 indikatora unutar upitnika) obezbedila je savršenu unutrašnju ravnotežu mernog prostora. Visoke vrednosti Cronbach's Alpha koeficijenta u rasponu od 0.8181 do 0.9224, praćene rigoroznim indikatorima konvergentne validnosti, dokazale su stabilnost mernih skala i postavile nov, visoki metodološki standard za analizu percepcije rizika među finansijskim ekspertima.

Implikacije za tržište kapitala Republike Srbije i strateške preporuke - iako je primarno empirijsko testiranje sprovedeno na uzorku finansijskih institucija iz razvijenih zemalja Evropske unije, izvedeni ekonometrijski zakoni imaju: direktne, asimetrične i dalekosežne implikacije na finansijski sistem i dalji razvoj tržišta kapitala Republike Srbije. Beogradska berza, kao plitko tržište u razvoju koje karakteriše: niska likvidnost, skroman tržišni materijal i odsustvo diverzifikovanih finansijskih instrumenata, ispoljava ekstremnu ranjivost na prenosne mehanizme geopolitičkih šokova koji su detektovani u radu.

Na osnovu postavljenih i verifikovanih sistemskih modela, formulišu se četiri ključne strateške preporuke za donosiocje odluka, regulatorna tela (Komisiju za hartije od vrednosti) i menadžment Beogradske berze:

- **Reforma mikrostrukture trgovanja i uvođenje dinamičkih zona fluktuacije:** rezultati iz Prvog višestrukog modela pokazuju da globalni geopolitički šokovi izazivaju talase iracionalne prodaje akcija usled psihološkog efekta panike i zaraze na berzama. Kako bi se plitko domaće tržište zaštitilo od ovakvih eksternih pritisaka, potrebno je napustiti rigidne statičke zone fluktuacije. Umesto njih, preporučuje se implementacija: naprednih, dinamičkih cenovnih opsega i automatskih prekida trgovanja (volatility interrupters), koji bi privremeno zaustavili trgovanje u trenucima ekstremnih geopolitičkih objava, dajući vremenu domaćim investitorima da racionalno procesuiraju informacije i spreče kolaps cena.
- **Sistemska ublažavanje specifičnog nacionalnog rizika zemlje:** rezultati Višestrukog modela 2 nedvosmisleno ukazuju na to da je geopolitički rizik na nivou države: energetska zavisnost, regionalna stabilnost, spoljnopolitičko pozicioniranje, primarni kočničar rasta tržišne kapitalizacije. Za Republiku Srbiju ovo znači da procesi diverzifikacije energetskih izvora i jačanje institucionalne stabilnosti imaju direktan ekonomski eho na berzi. Smanjenjem specifičnog rizika zemlje, inostrani institucionalni investitori smanjuju zahtevanu premiju rizika, čime se otvaraju vrata za povratak stabilnog prekograničnog kapitala.

- **Strategijski podsticaj razvoju primarnog tržišta kapitala (IPO):** hronični nedostatak novog tržišnog materijala na Beogradskoj berzi direktna je posledica visoke geopolitičke neizvesnosti koja destimuliše kompanije da izađu na berzu. Država bi trebalo da deluje kao katalizator kroz kreiranje poreskih olakšica i administrativnih podsticaja za kompanije koje se odluče na sprovođenje Inicijalnih javnih ponuda (IPO). Time bi se omogućilo domaćem korporativnom sektoru da obezbedi preko potreban kapital za rast putem berze, smanjujući sopstvenu zavisnost od skupog bankarskog duga, dok bi investitori dobili nove instrumente za zaštitu portfolija od inflacije i eksternih kriza.
- **Imperativ hitne regionalne integracije berzi:** finalni i najvažniji zaključak istraživanja jeste da u savremenom geopolitičkom okruženju mala, izolovana periferna tržišta kapitala nemaju kritičnu masu da prežive dugoročne ekonomske pritiske i odliv likvidnosti. Republika Srbija mora strateški ubrzati procese regionalnog povezivanja i integracije kroz platforme ili kroz vlasnička spajanja sa većim regionalnim berzanskim sistemima. Formiranje zajedničkog regionalnog bazena likvidnosti i unifikacija trgovačkih pravila predstavljaju jedini efikasan mehanizam za neutralizaciju specifičnih nacionalnih rizika i kreiranje investicionog ambijenta koji je dovoljno robustan da izdrži permanentne geopolitičke turbulencije XXI veka.

Postavljene naučne alternativne hipoteze dobijaju puni empirijski legitimitet:

- **H_{a1}:** Globalni geopolitički rizik i cene akcija u EU ima uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.
- **H_{a2}:** Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i cene akcija ima uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.
- **H_{a3}:** Globalni geopolitički rizik i tržišna kapitalizacija u EU ima uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.
- **H_{a4}:** Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države i tržišna kapitalizacija ima uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.
- **H_{a5}:** Integrisani set globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika ima uticaja na Stanje i kretanje cena akcija.
- **H_{a6}:** Integrisani set globalnog i nacionalnog geopolitičkog rizika fokusiran na kapitalizaciju ima uticaja na Stanje tržišne kapitalizacije i likvidnosti.

Generalna alternativna hipoteza takođe, dobija puni empirijski legitimitet:

- **H_a:** Geopolitičke prilike i turbulencije su značajna determinanta tržišta kapitala razvijenih zemalja Evropske unije.

Tržišta kapitala razvijenih zemalja evropske unije u uslovima geopolitičkih promena i turbulencija značajno utiče na nacionalne geopolitičke rizike.

5.2. Mogući pravci budućih istraživanja

Mogući pravci budućih istraživanja - empirijski rezultati i identifikovane asimetrije u senzitivnosti evropskog tržišta kapitala otvaraju nekoliko ključnih pravaca za nastavak i metodološko proširenje istraživanja iz disertacije za neka nova buduća istraživanja, kroz:

- **Sektorska dekompozicija i asimetrija industrija:** Prvi logičan korak ogleda se u napuštanju agregatnog posmatranja berzanskih indeksa i uvođenju sektorske analize. Geopolitički šokovi po prirodi ne pogađaju ravnomerno sve privredne grane. Buduća istraživanja bi mogla testirati da li odbrambeni sektor, energetske kompanije i tehnološki giganti unutar EU ispoljavaju obrnute smerove koeficijenata staza u mernim modelima u poređenju sa cikličnim industrijama, bankarskim sektorom ili industrijom turizma i luksuznih dobara.
- **Uvođenje nelinearnih odnosa i pragova osetljivosti:** Trenutni ekonometrijski okvir baziran je na pretpostavci linearnih transmisionih efekata. Međutim, reakcije investitora u realnom vremenu često poprimaju oblik eksponencijalnog rasta ili naglog kolapsa tek nakon prelaska specifičnog praga percipirane opasnosti. Primena naprednijih strukturalnih modela koji prepoznaju nelinearne veze ili modela sa režimskim promenama (Markov-switching modeli) omogućila bi preciznije lociranje kritičnih tačaka preloma na evropskim berzama.
- **Vremenska granularnost i analiza visoke frekvencije (High-Frequency Data):** Korišćenje podataka na mesečnom ili kvartalnom nivou uspešno detektuje dugoročne strukturne trendove kapitalizacije, ali maskira kratkoročne, panične reakcije tržišnih učesnika. Budući pravac istraživanja treba usmeriti ka analizi dnevnih i unutar-dnevnih (intraday) fluktuacija cena akcija i likvidnosti neposredno nakon izbijanja geopolitičkih šokova i omogućilo bi modeliranje brzine apsorpcije neekonomskih informacija na berzama.

- **Proširenje mernog opsega i institucionalni modifikatori:** Geopolitički rizik na nivou pojedinačne države pokazao je visok eksplanatorni kapacitet, što sugerise da institucionalni ambijent igra presudnu ulogu. Naredne studije bi mogle uključiti moderatorske varijable poput indeksa energetske zavisnosti pojedinačnih zemalja članica, nivoa njihove fiskalne stabilnosti ili stepena razvijenosti lokalnih pravnih institucija. Time bi se matematički utvrdilo koje unutrašnje karakteristike državu čine otpornijom ili ranjivijom na eksterne pritiske.
- **Geografsko širenje i komparativna analiza van EU blokova:** Komparativna evaluacija modela postavljenih u ovom radu sa vansistemskim berzanskim prostorima (npr. poređenje sa tržištima kapitala SAD, zemalja u razvoju ili azijsko-pacifičkog regiona) pružila bi uvid u to da li je visoka osetljivost na nivou od 73.0% specifičnost isključivo Evropske unije zbog njene specifične ekonomske arhitekture, ili se radi o univerzalnom zakonu savremenih globalnih finansija.
- **Integracija mašinskog učenja i analize sentimenta:** Konačno, metodološki aparat se može unaprediti spajanjem SEM metodologije sa algoritmima mašinskog učenja za obradu prirodnog jezika (NLP). Automatizovana analiza sentimenta medijskih izveštaja i berzanskih foruma u realnom vremenu mogla bi poslužiti kao dinamički prediktor, koji bi zamenio ili dopunio statičke indekse geopolitičkog rizika.

LITERATURA

1. Aayale, J., Seffar, M., & Koutene, J. (2022). Financial indicators, stock prices and returns: Evidence from banks listed on the stock exchange of an emerging market (CSE). *International Journal of Acfreking, Finance, Auditing, Management and Economics*, 3(2-2), 533-551.
2. Abad, D., & Pascual, R. (2013). Holding back volatility: circuit breakers, price limits, and trading halts. *Market Microstructure in Emerging and Developed Markets: Price Discovery, Information Flows, and Transaction Costs*, 303-324.
3. Abina, A.P. & Lemea, G.M. (2019). Capital market and performance of Nigeria's economy (1985-2017). *International journal of innovative finance and economics research*, 7(2), 51-66.
4. Adewale, T. T., Olorunyomi, T. D., & Odonkor, T. N. (2023). Big data-driven financial analysis: A new paradigm for strategic insights and decision-making. *Journal of Financial Innovation and Analytics*, 1(1), 1-15.
5. Adnan, A. T. M., Khan, M. A. H., Mahmud, M. T., Kumkum, S., & Al-Mamun, A. (2025). Geopolitical shocks and asset pricing: Global cross-sectional evidence from defense and aerospace firms amid the Russia - Ukraine war. *European Journal of Business Science and Technology*, 220.
6. Agarwal, S., & Varshneya, S. (2022). Financial crisis and the US mortgage markets-a review. *Handbook of Real Estate and Macroeconomics*, 240-268.
7. Agbede, O. O., Akhigbe, E. E., Ajayi, A. J., & Egbuhuzor, N. S. (2024). Financial modeling for global energy market impacts of geopolitical events and economic regulations. *Magna Scientia Advanced Research and Reviews*. 10(2), 272-296.
8. Agoraki, M. E. K., Kouretas, G. P., & Laopodis, N. T. (2022). Geopolitical risks, uncertainty, and stock market performance. *Economic and Political Studies*, 10(3), 253-265.
9. Alwadeai, A., Vlasova, N., Mareeh, H., & Aljonaid, N. (2024). Stock market responses to economic sanctions: Evaluating the roles of national reserves and financial market access, *Borsa Istanbul Review*, 24(6), 1358-1372.
10. Ahi, A. A., Sinkovics, N., & Sinkovics, R. R. (2023). E-commerce policy and the global economy: a path to more inclusive development? *Management International Review*, 63(1), 27-56.

11. Ahmed, S., Hasan, M. M., & Kamal, M. R. (2022). Russia –Ukraine crisis: The effects on the European stock day. *European Financial Management*. <https://doi.org/10.1111/eufm.12386>
12. Aldridge, I. (2013). *High-frequency trading: a practical guide to algorithmic strategies and trading systems*. John Wiley & Sons. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/book/10.1002/9781119203803>
13. Al-Sherman, N. (2024). Crimes of the Breaches of Trust and Equity in Financial Securities Trading. *Pakistan Journal of Criminology*, 16(2), 501.
14. Alwadeai, A., Vlasova, N., Mareeh, H., & Aljonaaid, N. (2024). Stock market responses to economic sanctions: Evaluating the roles of national reserves and financial market access. *Borsa Istanbul Review*, 24(6), 1358-1372.
15. Amihud, Y., & Levi, S. (2023). The effect of stock liquidity on the firm's investment and production. *The Review of Financial Studies*, 36(3), 1094-1147.
16. Andayani, P. R. N. (2023, December). The Role and Position of a Property Trading Brokerage Companies in Marketing Agency Activity. In *International Conference on „Changing of Law: Business Law, Local Wisdom and Tourism Industry”(ICCLB 2023)* Atlantis Press. 1341-1352.
17. Ansari, Y., Yasmin, S., Naz, S., Zaffar, H., Ali, Z., Moon, J., & Rho, S. (2022). A deep reinforcement learning-based decision support system for automated stock market trading. *IEEE Access*, 10, 127469-127501.
18. Arisoy, Y.E., (2010). Volatility risk and the value premium: Evidence from the French stock market, *Journal of Banking & Finance*, 34(5), 975-983
19. Asadollah, O., Carmy, L. S., Hoque, M. R., & Yilmazkuday, H. (2024). Geopolitical risk, supply chains, and global inflation. *The World Economy*, 47(8), 3450-3486.
20. Ausat, A. M. A., Al Bana, T., & Gadzali, S. S. (2023). Basic capital of creative economy: The role of intellectual, social, cultural, and institutional capital. *Apollo: Journal of Tourism and Business*, 1(2), 42-54.
21. Ayadi, E., & Ben Mbarek, N. (2025). The Dynamic Effects of Economic Uncertainties and Geopolitical Risks on Saudi Stock Market Returns: Evidence from Local Projections. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(5), 264. <https://doi.org/10.3390/jrfm18050264>
22. Baek, S., Mohanty, S. K., & Glamboosky, M. (2020). COVID-19 and stock market volatility: An industry level analysis. *Finance Research Letters*, 101748. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101748>

23. Baffes, J., & Nagle, P. (Eds.). (2022). *Commodity markets: evolution, challenges, and policies*. World Bank Publications.
24. Bailey, R. E. (2005). *The economics of financial markets*. Cambridge University Press.
25. Banerjee, A.K., Sensoy, A., & Goodell, J.W. (2024). Volatility connectedness between geopolitical risk and financial markets: Insights from pandemic and military crisis periods, *International Review of Economics & Finance*, 96(C), 103740, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103740>
26. Banyen, T. (2022). Behavioral drivers of stock market participation: Insights from Ghanaian investors. *Journal of Business and Economic Options*, 5(2), 1-13.
27. Beck, R., Coppola, A., Lewis, A. J., Maggiori, M., Schmitz, M., & Schreger, J. (2024). *The geography of capital allocation in the Euro Area*. National Bureau of Economic Research, w32275.
28. Bellos, S., Golitsis, P., & Emmanouilidis, K. (2026). Investigating the impact of geopolitical risks and global uncertainty on the EU-27 economies. *Journal of East-West Business*, 32(1), 1-36.
29. Ben Ameer, H., Jamaani, F., & Abu Alfoul, M. N. (2025). The dynamic connectedness among infectious diseases, geopolitical risks, cryptocurrency, and commodity markets: Evidence from a partial and multiple wavelet analysis. *PLoS One*, 20(7), e0324599.
30. Ben Hassen, T., & El Bilali, H. (2022). Impacts of the Russia-Ukraine war on global food security: towards more sustainable and resilient food systems?. *Foods*, 11(15), 2301.
31. Berkman, H., Jacobsen, B., & Lee, J. B. (2011). Time-varying rare disaster risk and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 313–332.
32. Berner, R., Cecchetti, S., & Schoenholtz, K. (2022). *Russian sanctions: Some questions and answers*. VoxEU.Org.
33. Biefang-Frisancho Mariscal, I., & Howells, P. (2002). Central banks and market interest rates. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(4), 569-585.
34. Bondarenko, Y., Lewis, V., Rottner, M., & Schöler, Y. (2024). Geopolitical risk perceptions. *Journal of International Economics*. 152, 104005.
35. Boubaker, S., Goodell, J. W., Pandey, D. K., & Kumari, V. (2022). Heterogeneous impacts of wars on global equity markets: Evidence from the invasion of Ukraine. *Finance Research Letters*, 48, 102934. <https://doi.org/10.1016/J.FRL.2022.102934>
36. Boussetta, S., Dragotă, V., & Iordache, A. (2026). Military conflicts and stock markets: The effect of the Russia–Ukraine conflict on the European stock market. *Eastern European Economics*, 64(3), 325-367.

37. Bruzzese, F. (2025). *Research-Thesis: The Impact of Elections on European Financial Indices: Do Political Events in Europe Influence Market Returns?* Université de Liège, Liège, Belgique. <https://matheo.uliege.be/handle/2268.2/25010>
38. Busu, M. (2022). Financial markets. In *Essentials of Investment and Risk Analysis: Theory and Applications*. Springer International Publishing. 29-49.
39. Butters, G. R. (1977). Equilibrium distributions of sales and advertising prices. *The Review of economic studies*, 44(3), 465-491.
40. Caldara, D., Conlisk, S., Iacoviello, M., & Penn, M. (2025). Do geopolitical risks raise or lower inflation?. *Journal of International Economics*, 104188.
41. Caporale, G. M., Gil-Alana, L., & Plastun, A. (2018). Short-term price overreactions: Identification, testing, exploitation. *Computational Economics*, 51(4), 913-940.
42. Cartea, Á., Jaimungal, S., & Penalva, J. (2015). *Algorithmic and high-frequency trading*. Cambridge University Press.
43. Chaboud, A., Rime, D., & Sushko, V. (2023). The foreign exchange market. *Research handbook of financial markets*. Edward Elgar Publishing. 253-275.
44. Challoumis, C. (2025). Economocracy: Global Economic Governance. *Economies*, 13(8), 230. <https://doi.org/10.3390/economies13080230>
45. Chang, V. Y. (2023). Does firm competitiveness affect corporate risk-taking? *Managerial Finance*, 49(7), 1097-1112.
46. Chaudhary, S. (2024). Examining the Relationship Between Geopolitical Events and Currency Market Dynamics. *International Journal for Multidisciplinary Research*, 6(2), 1-5.
47. Chen, Y. J., Chen, Y. M., & Lu, C. L. (2017). Enhancement of stock market forecasting using an improved fundamental analysis-based approach. *Soft Computing*, 21(13), 3735-3757.
48. Chikwira, C., & Mohammed, J. I. (2023). The impact of the stock market on liquidity and economic growth: Evidence of volatile market. *Economies*, 11(6), 155.
49. Cooper, R., Davis, M., & Van Vliet, B. (2016). The mysterious ethics of high-frequency trading. *Business Ethics Quarterly*, 26(1), 1-22.
50. Crowson, P. (2024). Non-ferrous metal inventories and the London metal exchange: a commentary: Crowson P. *Mineral Economics*, 37(2), 343-357.
51. Cui, R., Wang, Y., & Wang, Y. (2024). The impact of data elements on enterprises' capital market performance: Insights from stock liquidity in China and implications for global markets. *Sustainability*, 16(9), 3585.

52. Cuthbertson, K., & Nitzsche, D. (2005). *Quantitative financial economics: stocks, bonds and foreign exchange*. John Wiley & Sons.
53. Damodaran, A. (2024). *The little book of valuation: How to value a company, pick a stock, and profit*. John Wiley & Sons.
54. Darwiche, J., Badran, M., Awada, M., & Bounou, W. (2026). Geopolitical risks and inflation: insights across time horizons. *Policy Studies*, 47(3), 397-411.
55. Das, S. (2008, May). The effects of market-making on price dynamics. In *Proceedings of the 7th international joint conference on Autonomous agents and multiagent systems*. 2. 887-894.
56. Debortoli, D., & Galí, J. (2025). Heterogeneity and aggregate fluctuations: Insights from tank models. *NBER Macroeconomics Annual*, 39(1), 307-357.
57. Destek, M. A., Sohag, K., Aydın, S., & Destek, G. (2023). Foreign direct investment, stock market capitalization, and sustainable development: relative impacts of domestic and foreign capital. *Environmental Science and Pollution Research*, 30(11), 28903-28915.
58. Demertzis, M., Pinkus, D., & Ruer, N. (2024). Accelerating strategic investment in the European Union beyond 2026. *Bruegel Report*, 1(24), 2024-01.
59. Deng, M., Leippold, M., Wagner, A. F., & Wang, Q. (2022). Stock prices and the Russia-Ukraine war: Sanctions, energy and ESG. *Swiss Finance Institute Research Paper*. 22-29.
60. Drakopoulou, V. (2016). A review of fundamental and technical stock analysis techniques. *Journal of Stock & Forex Trading*, 5.
61. Duterme, T. (2023). The engineering of stock market indices: winners and losers. *Journal of Cultural Economy*, 16(1), 17-31.
62. Edwards, R. D., Magee, J., & Bassetti, W. C. (2018). *Technical analysis of stock trends*. CRC press.
63. Eiamkanitchat, N., Moontuy, T., & Ramingwong, S. (2017). Fundamental analysis and technical analysis integrated system for stock filtration. *Cluster Computing*, 20(1), 883-894.
64. Ellimäki, P., Aguilera, R.V., Hurtado-Torres, N.E., & Aragon-Correa, J. A. (2023). The link between foreign institutional owners and multinational enterprises' environmental outcomes *Journal of International Business Studies*. 54, 910-927 <https://doi.org/10.1057/s41267-022-00580-0>
65. Enow, S. T. (2023). Random walk and modelling stock return: Evidence from international stock markets. *International Journal of Research in Business & Social Science*, 12(3).

66. Essel, R. E. (2024). The effect of capital structure on corporate performance: panel empirical evidence of an emerging capital market. *Journal of African Business*, 25(2), 224-263.
67. Fabozzi, F. J. (2025). *Capital markets: institutions, instruments, and risk management*. Mit Press.
68. Fabozzi, F. J., & Markowitz, H. M. (Eds.). (2011). *The theory and practice of investment management: Asset allocation, valuation, portfolio construction, and strategies*. John Wiley & Sons. 198.
69. Fang, F., Ventre, C., Basios, M., Kanthan, L., Martinez-Rego, D., Wu, F., & Li, L. (2025). Cryptocurrency trading: a comprehensive survey. *Blockchain, Crypto Assets, and Financial Innovation: A Decade of Insights and Advances*, 55-127.
70. Federle, J., Meier, A., Müller, G.J. & Sehn, V. (2026), Proximity to War: The Stock Market Response to the Russian Invasion of Ukraine. *Journal of Money, Credit and Banking*, 58. 681-703. <https://doi.org/10.1111/jmcb.13226>
71. Fianto, B. A., Anisha, A. I. I. N., Setianingsih, H. E., & Mohd Ruslan, R. A. H. (2026). Geopolitical risk and Islamic stock market dynamics: evidence from Indonesia. *Journal of Islamic Acfrek.ing and Business Research*, 17(1), 218-236.
72. Filijovic, M., & Obrenović, S. (2021). Izazovi u snabdevanju prirodnim gasom u Evropi i regionalna saradnja. *Regionalni razvoj i prekogranična saradnja*, 203-214.
73. Financial Times. (2022b). IMF cuts global growth forecast to 3.6% as Ukraine war hits neighbours hard. <https://www.ft.com/content/0a006298-6c41-461d-98db-34e6d291dc87>.
74. Financial Times. (2022e). War in Ukraine: What explains the calm in global stock markets?. <https://www.ft.com/content/4c4c4c04-151c-467c-b011-136d56546da9>.
75. Fleckner, A. M. (2006). Stock exchanges at the crossroads. *Fordham Law Review*, 74, 2541-2620.
76. Florini, A. (2007). *The right to know: transparency for an open world*. Columbia University Press.
77. Forbes, K. J., & Warnock, F. (2020). Capital Flow Waves or Ripples? Extreme Capital Flow Movements Since the Crisis. *Journal of International Money and Finance*, 116, 102394. <https://doi.org/10.3386/w26851>
78. Foucault, T., Pagano, M., & Röell, A. (2023). *Market liquidity: theory, evidence, and policy*. Oxford University Press.
79. Frey, B. S., & Kucher, M. (2000). World war II as reflected on capital markets. *Economics Letters*, 69(2), 187–191.

80. Gadinis, S. (2008). The politics of competition in international financial regulation. *Harvard International Law Journal*, 49(2).
81. Gadinis, S., & Jackson, H. E. (2007). Markets as regulators: a survey. *Southern California Law Review*, 80, 1239.
82. Gang, M. (2024). Artificial intelligence-driven optimization of high-frequency trading strategies: Enhancing performance and managing market impact. *AI and Data Science Journal*, 1(1).
83. Geman, H. (2005). *Commodities and commodity derivatives: modeling and pricing for agriculturals, metals and energy*. John Wiley & Sons.
84. Goldstein, I. (2023). Information in financial markets and its real effects. *Review of Finance*, 27(1), 1-32.
85. Gorton, G., & Ordóñez, G. (2022). The supply and demand for safe assets. *Journal of Monetary Economics*, 125, 132-147.
86. Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1999). The information-technology revolution and the stock market. *American Economic Review*, 89(2), 116-122.
87. Gucciardi, G. (2022). Measuring the relative development and integration of EU countries' capital markets using composite indicators and cluster analysis. *Review of World Economics*, 158, 1043 - 1083. <https://doi.org/10.1007/s10290-022-00453-6>
88. Gupta, B. K. (2022). Interdependence between Primary and Secondary Market. *Jus Corpus LJ*, 3, 578.
89. Haidari, M. N. (2023). Impact of decision-making on investment performance: A comprehensive analysis. *Journal of Asian Development Studies*, 12(4), 980-990.
90. Halim, H., Astuty, P., & Hubeis, M. (2022). Effect of inflation, consumption credit on purchase power of the community. *International research journal of management, IT and social sciences*, 9(2), 226-234.
91. Harrison, M. (2023). *The Economics of World War II: Six Great Powers in International Comparison*. Cambridge University Press.
92. Hasbrouck, J., Sofianos, G., & Sosebee, D. (1993). New York Stock Exchange systems and trading procedures. *Director*, 212(998), 0310.
93. Helmi, M., Elsayed, A. H., & Khalfaoui, R. (2024). The Impact of Geopolitical Risk on Sustainable Markets: A Quantile-Time-Frequency Analysis. *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105380>
94. Herring, R. J., & Santomero, A. M. (1995). *The role of the financial sector in economic performance*. Wharton School, University of Pennsylvania. 95-08.

95. <https://www.aljazeera.com/news/2022/2/18/g7-says-ready-for-serious-dialogue-with-russia-on-ukraine-live>.
96. https://www.paragraf.rs/propisi/zakon_o_privatizaciji.html (04.04.2026.)
97. Huang, J., Wang, Y., Fan, Y., & Li, H. (2022). Gauging the effect of investor overconfidence on trading volume from the perspective of the relationship between lagged stock returns and current trading volume. *International Finance*, 25(1), 103-123.
98. Huang, R. D., & Masulis, R. W. (2003). Trading activity and stock price volatility: evidence from the London Stock Exchange. *Journal of Empirical Finance*, 10(3), 249-269.
99. Hudson, R., & Urquhart, A. (2015). War and stock markets: The effect of world war two on the British stock market. *International Review of Financial Analysis*, 40, 166-177.
100. Hussain, Z., Mehmood, B., Khan, M. K., & Tsimisaraka, R. S. M. (2022). Green growth, green technology, and environmental health: evidence from high-GDP frek.ries. *Frontiers in Public Health*, 9, 816697.
101. Ignjatijević, S. (2011). Uticaj bruto društvenog proizvoda i primanja na ličnu potrošnju. *Ekonomija: teorija i praksa*, 4(1), 105-110.
102. Izzeldin, M., Muradoğlu, Y. G., Pappas, V., Petropoulou, A., & Sivaprasad, S. (2023). The impact of the Russian-Ukrainian war on global financial markets. *International Review of Financial Analysis*, 87, 102598.
103. Jagirdar, S. S., & Gupta, P. K. (2024). Charting the financial odyssey: a literature review on history and evolution of investment strategies in the stock market (1900–2022). *China Acfrek.ing and Finance Review*, 26(3), 277-307.
104. Jarrow, R. A., & Turnbull, S. M. (2000). The intersection of market and credit risk. *Journal of Banking & Finance*, 24(1-2), 271-299.
105. Jawadi, F., Rozin, P., Gnégne, Y., & Cheffou, A. I. (2024). Geopolitical risks and business fluctuations in Europe: A sectorial analysis. *European Journal of Political Economy*. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2024.102585>
106. Jhavar, P., & Seal, J. K. (2023). Political Uncertainty and Initial Public Offerings: A Literature Review. *International Journal of Financial Studies*, 11(2), 74. <https://doi.org/10.3390/ijfs11020074>
107. Ji, J. (2025). Geopolitical risk and its impact on capital allocation and stock market performance. *Applied Economics Letters*, 1-6.
108. Jones, C. A., & Trevillion, E. (2022). Investors. *Real Estate Investment: Theory and Practice*, 85-107.

109. JP Morgan. (2022). The Russia-Ukraine crisis: What does it srednja vrednost for markets?. <https://www.jpmorgan.com/insights/research/russia-ukraine-crisis-market-impact>.
110. Karan, M. B. (2025). London: The First Truly Global Stock Exchange (18–19th Centuries). In *A History of Stock Exchanges: The Role of Institutions in Shaping Market Evolution*. Springer Nature Switzerland. 167-202.
111. Kaur, J. (2023). Impact of stockbrokers' services on the trust and confidence of retail equity investors: an ordinal approach. *International Journal of Law and Management*, 65(1), 20-40.
112. Kelemen, R. D., & McNamara, K. R. (2022). State-building and the European Union: Markets, war, and Europe's uneven political development. *Comparative Political Studies*, 55(6), 963-991.
113. Kettell, B. (2001). *Economics for financial markets*. Butterworth Heinemann. Woburn
114. Khalid, I. & Qureshi, N. (2025). Exploring the Impact of Geopolitical Risks on Financial Market Volatility and Investor Behavior in Global Capital Markets. (2025). *Journal of Advanced Business and Finance Studies*, 3(02), 23-44. <https://doi.org/10.66382/jabfs02.52>
115. Khan, M. N. (2025). Assessing the Impact of Geopolitical Crises on Global Financial Markets. *Journal of Economic Integration*, 40(1), 29-52.
116. Khare, T., & Kapoor, S. (2024). Behavioral biases and the rational decision-making process of financial professionals: significant factors that determine the future of the financial market. *Journal of Advances in Management Research*, 21(1), 44-65.
117. Khujamurodov, A. J. (2021). Improving the stock market infrastructure in conditions of economic modernization. *Turkish Online Journal of Qualitative Inquiry*, 12(7).
118. Kim, Y. R., Kim, W., Roh, Y., & Roh, T. (2026). Political Stability and Economic Development: Institutional Sclerosis and the Moderating Role of Institutions. *Sustainable Development*, 34, 263-279.
119. Kirilchuk, S., Nalivaychenko, E., & Kaminskaya, A. (2022). Market Capitalization Research of Companies. *International Scientific Conference on Agricultural Machinery Industry „Interagromash”*. Cham: Springer International Publishing. 1485-1494).
120. Krysovaty, A., Ptashchenko, O., Kurtsev, O., & Ovagin, A. (2024). The concept of inclusive economy as a component of sustainable development. *Problemy Ekorozwoju*, 19(1).

121. Kumar, R. (2023). The impact of monetary policy on economic growth. *International Journal of Exploring Emerging Trends in Engineering*, 9(1), 30-38.
122. Kumar, Z., Polat, O., Choi, S.Y., Teplova, T. (2022). The impact of the Russia-Ukraine conflict on the connectedness of financial markets. *Finance Research Letters*. 102976.
123. Labudović Stanković, J. (2023). *Uticaj Osiguravača Na Finansijsku Stabilnost. XIX majsko savetovanje*, Pravna regulativa usluga u nacionalnim zakonodavstvima i pravu Evropske Unije.
124. Leigh, A., Wolfers, J., & Zitzewitz, E. (2003). *What do financial markets think of war in Iraq?*. NBER working paper W9587
125. Linton, O., & Mahmoodzadeh, S. (2018). Implications of high-frequency trading for security markets. *Annual Review of Economics*, 10(1), 237-259.
126. Liu, G., Yu, C. P., Shiu, S. N., & Shih, I. T. (2022). The efficient market hypothesis and the fractal market hypothesis: Interfluves, fusions, and evolutions. *Sage Open*, 12(1), 21582440221082137.
127. Luck, S., & Schempp, P. (2023). Inefficient liquidity creation. *Journal of financial intermediation*, 53, 100996.
128. Lukić, R. (2023, May). Analysis of the performance of companies in Serbia listed on the Belgrade stock exchange. In *Zbornik radova/Conference Proceedings, Računovodstvo i revizija u teoriji i praksi/Acfrek.ing and audit in theory and practice, Banja Luka College/Besjeda Banja Luka*. 5(5), 69-80.
129. Lütz, S. (1998). The revival of the nation-state? Stock exchange regulation in an era of globalized financial markets. *Journal of European Public Policy*, 5(1), 153-168.
130. Macchiarelli, C., Naisbitt, B., Boshoff, J., Hurst, I., Liadze, I., Mao, X., & Juanino, P. S. (2022). Global economic outlook. *National Institute Economic Review*, 261, e2.
131. MacQuillin, I., Kottasz, R., Locilento, J., & Galliaford, N. (2024). A typology of disintermediated giving and asking in the non-profit sector. *Journal of Philanthropy and Marketing*, 29(1), e1820.
132. Mahanama, T. V., Shirvani, A., Rachev, S., & Fabozzi, F. J. (2024). The financial market of indices of socioeconomic well-being. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(1), 35.
133. Mahfoodh, S. H., & Naser, H. (2026). US Sector Equity and Safe Haven Commodities: Assessing Risk Mitigation in Times of Global Turmoil. In *Enhancing Business Efficiency Through Technology: Sustainability, CSR, and Governance*. Cham: Springer Nature Switzerland. 89-110.

134. Malinić, D., Denčić-Mihajlov, K. & Ljubenović, E. (2013). The determinants of capital structure in emerging capital markets: evidence from Serbia. *European Research Studies Journal*, 16(2), 98-119.
135. Marčeta, M. & Bojnec Š (2023). Trade openness, global competitiveness, and catching up between the European Union frek.ries. *International Business and Strategy*, 33(4), 691-714, doi: <https://doi.org/10.1108/RIBS-12-2021-0155>
136. Mayall, M. (2010). A feeling for finance: Motivations for trading on the stock exchange. *Emotion, Space and Society*, 3(2), 103-110.
137. Mazikana, A. T. (2023). How inflation, GDP growth, unemployment, interest rates and exchange rates affect an organization. *GDP growth, unemployment, interest rates and exchange rates affect an organization*. <https://ssrn.com/abstract=4377852>
138. McCaffrey, C. R., Henisz, W. J., & Jones, O. (2024). *Geostrategy by design: How to manage geopolitical risk in the new era of globalization*. Disruption Books.
139. McKee, M., & Whittaker, C. (2022). Expulsion and Effect of SWIFT as a Srednja vrednosti of Blocking International Financial Transactions. *Trade & Security*, 3, 72-85.
140. McNamara, S. R. (2018). The Stock Exchange as Multi-Sided Platform and the Future of the National Market System. *Steven McNamara, The Stock Exchange as Multi-sided Platform and the Future of the National Market System*.
141. Meher, P., & Mishra, R. K. (2026). Assessing the influence of factors affecting stock market: an ISM approach. *Qualitative Research in Financial Markets*, 18(1), 332-355.
142. Mijatović, B., & Zavadžil, M. (2023). Serbia on the path to modern economic growth. *The Economic History Review*, 76(1), 199-220.
143. Milne, G. (2023). Ethics, trust and reputation. In *Networks of influence and power*. Routledge. 92-108.
144. Milošević Avdalić, S. (2018a). Cenovna efikasnost tržišta kapitala u odabranim zemljama u regionu *Doktorska Disertacija. Univerzitet u Novom Sadu. Ekonomski fakultet u Subotici*.
145. Minier, J. (2009). Opening a stock exchange. *Journal of Development Economics*, 90(1), 135-143.
146. Mirjanić, B. (2021). *Finansijska tržišta*. Akademija poslovnih i umetničkih studija. Beograd.
147. Mirjanić, B., & Karić, D. (2022). Analiza performansi kompanije Aerodrom Nikola Tesla Ad-Investicioni Pristup. *Journal Of Social Sciences*, 14(15): 145-160.

148. Mishra, S. (2023). Exploring the impact of AI-based cyber security financial sector management. *Applied Sciences*, 13(10), 5875.
149. Moshiri, S., & Kheirandish, E. (2024). Global impacts of oil price shocks: the trade effect. *Journal of Economic Studies*, 51(1), 126-144.
150. Musa, K. S. P. (2025). Demand Supply Interaction and Price Formation: An Analysis of Contemporary Market Equilibrium. *International Journal of Humanity Advance, Business & Sciences (IJHABS)*, 3(1.1), 249-252.
151. Musostova, D., Dzobelova, V., & Markaryan, V. (2024). Ensuring the economic security of the enterprise in a market economy. *Reliability: Theory & Applications*, 19(SI 6 (81)), 1188-1193.
152. Nafik Hadi Ryandono, M., Mawardi, I., Nugraha Rani, L., Widiastuti, T., Tri Ratnasari, R., & Kusuma Wardhana, A. (2023). Trends of research topics related to Halal meat as a commodity between Scopus and Web of Science: A systematic review. *F1000Research*, 11, 1562.
153. Nahar, J., Nishat, N., Shoaib, A. S. M., & Hossain, Q. (2024). Market efficiency and stability in the era of high-frequency trading: A comprehensive review. *International Journal of Business and Economics*, 1(3), 1-13.
154. Newman, N. F., Trautman, L. J., & Elzweig, B. (2025). Capital Formation, The SEC, and Accredited Investors. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 27(1), 130.
155. Nikiforov, P., Greshko, R., Marych, M., Marusiak, N., Kharabara, V., & Gladchuk, O. (2022). Mutual Influence of Fiscal and Monetary Policy in the Context of Ensuring Macro-Financial Stability of the State. *Management Theory and Studies for Rural Business and Infrastructure Development*, 44(4), 435-442.
156. Novak, A., Pravdyvets, O., Chorny, O., Sumbaieva, L., Akimova, L., & Akimov, O. (2022). Financial and economic security in the field of financial markets at the stage of European integration. *International Journal of Professional Business Review*. 7(5), 24.
157. Obstfeld, M., & Taylor, A. M. (2003). Globalization and capital markets. *Globalization in historical perspective*. University of Chicago Press. 121-188.
158. OECD. (2022). Economic outlook, interim report September 2022: Paying the price of war. OECD Publishing Press. <https://doi.org/10.1787/ae8c39ec-en>
159. Olawale, A. (2024). The impact of capital market on the economic growth of Nigeria. *GSC Advanced Research and Reviews*, 21(1), 013-026.

160. Olorunnimbe, K., & Viktor, H. (2023). Deep learning in the stock market - a systematic survey of practice, backtesting, and applications. *Artificial Intelligence Review*, 56(3), 2057-2109.
161. Omar, A., Wiśniewski, T. P., & Nolte, S. (2017). Diversifying away the Risk of War and Cross-Border Political Crisis. *Energy Economics*, 64, 494-510. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2016.02.015>
162. Omerhodžić, S. (2013). Vrednovanje obveznica. *Tranzicija*, 15(32), 112-130.
163. Ostroy, J. M., & Starr, R. M. (1990). The transactions role of money. *Handbook of monetary economics*, 1, 3-62.
164. Padmavathy, M. (2024). Behavioral Finance and Stock Market Anomalies: Exploring Psychological Factors Influencing Investment Decisions. *Shanlax International Journal of Management*, 11(iS1-Jan), 191-197. <https://doi.org/10.34293/management.v11iiS1-Jan.7164>
165. Pan,Z. (2024). Investments under the Global Economic Policy UncertaintyA Literature Review. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*,122,160-165.
166. Pant, S., Kumar, A., Ram, M., Klochkov, Y., & Sharma, H. K. (2022). Consistency indices in analytic hierarchy process: a review. *Mathematics*, 10(8), 1206.
167. Parameswaran, S. K. (2022). *Fundamentals of financial instruments: An introduction to stocks, bonds, foreign exchange, and derivatives*. John Wiley & Sons.
168. Pedersen, L. H. (2019). *Efficiently inefficient: how smart money invests and market prices are determined*. Princeton University Press.
169. Pestova, A., Mamonov, M., & Ongena, S. (2022). *The price of war: Macroeconomic effects of the 2022 sanctions on Russia*. Centre for Economic Policy Research
170. Phan, D. N., & To, T. N. M. (2025). Determinants of market capitalization of listed firms: evidence from an emerging frek.ry. *Journal of Economics and Development*, 27(1), 38-55.
171. Pindyck, R. S. (2001). The dynamics of commodity spot and futures markets: a primer. *The energy journal*, 22(3), 1-29.
172. Pirrong, C. (1999). The organization of financial exchange markets: Theory and evidence. *Journal of Financial Markets*, 2(4), 329-357.
173. Poncet, P., & Portait, R. (2022). Stocks, stock markets, and stock indices. Capital Market Finance: An Introduction to *Primitive Assets, Derivatives, Portfolio Management and Risk*. Springer International Publishing. 255-308.

174. Prasetya, I., & Fadila, N. R. (2025). Review of Sharia Perspective of Online Forex and Gold Trading Through MetaTrader 4 and MetaTrader 5 Platforms at Futures Brokers in Indonesia. *International Journal of Islamic Finance*, 3(1), 95-120.
175. Priem, R. (2026). Innovation in OTC derivatives markets: the impact of the distributed ledger technology?. *American Journal of Business*, 41(2), 75-90.
176. Qin, J. (2025). The Profitability and Arbitrage Efficiency of the Chicago Mercantile Exchange Nikkei 225 Futures. *Asia-Pacific Financial Markets*, 32(2), 743-771.
177. Radivojević, N., Ćurčić, N. & Bošković, M. Z. (2022). E-marketing as determinant of economic growth. *Economic and Social Development: Book of Proceedings*, 198-214.
178. Raddant, M., & Kenett, D. (2017). Interconnectedness in the global financial market. *Journal of International Money and Finance*. 110.
179. Rigbon, R., & Sack, B. (2005). The effects of war risk on US financial markets. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1769-1789
180. Rosa, R. (2024). Interest rates and the central bank. *The History of Banking II*, Routledge. 10. 216-242.
181. Roston, M. (2025). The Market That Won't Trade: Fixing Structural Failures in the Spot Market for Carbon Removals. *Available at SSRN*.
182. Rupert, P., Schindler, M., Shevchenko, A., & Wright, R. (2000). The search-theoretic approach to monetary economics: a primer. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Cleveland*, 36(4), 10-28.
183. Saad, G. (2026). Financial markets' reactions to the 2023 Israel war: an empirical perspective from stock markets. *Kybernetes*, 55(5), 1959-1980.
184. Salisu, A. A., Lasisi, L., & Tchankam, J. P. (2022). Historical geopolitical risk and the behaviour of stock returns in advanced economies. *The European Journal of Finance*, 28(9), 889-906.
185. Salokhiddinov, J. U. (2024). Enhancing stock exchanges: Exploring future prospects. *Экономика и социум*, 5-2 (120), 604-607.
186. Sasin, P., Sakkakom, M., & Anutchanat, J. (2023). Geopolitical risk and firm value: Evidence from emerging markets, *The North American Journal of Economics and Finance*, 68, 101951.
187. Schwartz, R. A., & Peng, L. (2022). Market makers. In *Encyclopedia of Finance*. Cham: Springer International Publishing. 1007-1010.

188. Shaik, M., Jamil, S. A., Hawaldar, I. T., Sahabuddin, M., Rabbani, M. R., & Atif, M. (2023). Impact of geo-political risk on stocks, oil, and gold returns during GFC, COVID-19, and Russian–Ukraine War. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 2190213.
189. Sharma, N., Jindal, K., & Sharma, M. (2025). Social Stock Exchange—An Innovative Mechanism for Philanthropy through Bourse. *Theoretical and Practical Research in Economic Fields*, 16(1), 18-28.
190. Sheth, D., & Shah, M. (2023). Predicting stock market using machine learning: best and accurate way to know future stock prices. *International Journal of System Assurance Engineering and Management*, 14(1), 1-18.
191. Shore, C., & Wright, S. (2024). *Audit culture: How indicators and rankings are reshaping the world*. Pluto Books. ISBN. 0745349307
192. Shyshkov, S. (2020). Resumption of confidence in the Ukrainian stock market: is it enough, for this purpose, to tighten sanctions for market abuse?. *Economy and forecasting*, 1, 57-78.
193. Singh, D. (2022). The Impact of the Russia-Ukraine Conflict on Stock Market Performance: Event Study Analysis. *FINIZ 2022-Business Resilience in a Changing World*, 15-20.
194. Sommerer, T., Agné, H., Zelli, F., & Bes, B. (2022). *Global legitimacy crises: Decline and revival in multilateral governance*. Oxford University Press.
195. Stevanović, M., Pavličević, P., Vujinović, N., & Radovanović, M. (2023). International relations challenges and sustainable development in developing frek.ries after 2022: conceptualization of the risk assessment model. *Energy, Sustainability and Society*, 13(1), 48.
196. Stoiljković, A., Tomić, S., Leković, B., & Matić, M. (2022). Determinants of capital structure: Empirical evidence of manufacturing companies in the Republic of Serbia. *Sustainability*, 15(1), 778.
197. Stojković, D., Lojanica, N. & Štimac, M. (2019). Interdependence Between the Belgrade Stock Exchange Development and Serbia's Economic Growth. *Industrija*, 47(4), 63-73.
198. Stout, L. A. (2010). Trust behavior: The essential foundation of securities markets. *Behavioral Finance*, 513.
199. Suresh, A. S. (2013). A study on fundamental and technical analysis. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, 2(5), 44-59.

200. Talbi, D., Chaibi, H., & Maoueti, A. (2022). Political uncertainty, financial crises, and stock market volatility: Evidence from MENA region. *Journal of Public Affairs*, 22(1), e2783. <https://doi.org/10.1002/pa.2783>
201. Teweles, R. J., & Bradley, E. S. (1998). *The stock market*. John Wiley & Sons.
202. Thomson, G. R., Perry, B. D., Catley, A., Leyland, T. J., Penrith, M. L., & Donaldson, A. I. (2006). Certification for regional and international trade in livestock commodities: the need to balance credibility and enterprise. *Veterinary record*, 159(2), 53-57.
203. Tiwari, A., Abakah, E., Dwumfour, R. A., & Lee, C.-C. (2024). Markov-switching multifractal volatility spillovers among European stock markets during crisis periods. *Applied Economics*, 57, 2389 - 2406. <https://doi.org/10.1080/00036846.2024.2324846>
204. Topić-Pavković, B. (2024). Challenges to global monetary and financial stability. *Collection of papers new economy*, 2(1), 31-45.
205. Torales, J., Barrios, I., Liebreinz, M., Smith, A., Caycho-Rodríguez, T., Ventriglio, A., & Castaldelli-Maia, J. (2026). Geopolitical rhetoric as a potential psychological stressor: A conceptual review of mechanisms linking political discourse and population mental health. *Acta psychologica*, 266, 106933. <https://doi.org/10.1016/j.actpsy.2026.106933>
206. Topić-Pavković, B. (2024). Challenges to global monetary and financial stability. *Collection of papers new economy*, 2(1), 31-45.
207. Tosun, O.K., Eshraghi, A., 2022. Corporate decisions in times of war: Evidence from the Russia-Ukraine conflict. *Finance Research Letters*. 48, 102920.
208. Ty, R. (2023). Russia's Special Military Operation in Ukraine: Before, During, and the Morning After. *Religion and Social Communication*. 21, 1, 84-118.
209. Ullah, W., Zubir, A. S. M., & Ariff, A. M. (2024). The impact of political instability on financial development, economic growth, economic growth volatility and financial stability in developing frek.ries. *Theoretical and Practical Research in Economic Fields*, 15(2), 453-470.
210. Umar, M., Riaz, Y., Yousaf, I., (2022). Impact of Russian-Ukraine war on clean energy, conventional energy, and metal markets: Evidence from event study approach. *Resour. Policy*.
211. Varangis, P., & Larson, D. (1996). *Dealing with commodity price uncertainty*. World Bank Publications.
212. Vasista, K. (2022). Role of a stock exchange in buying and selling shares. *International Journal of Current Science (IJCSPUB)*, 12(1), 2250-1770.

213. Vlada Republike Srbije. (2022). Strategija razvoja tržišta kapitala za periodu od 2021. do 2026. godine. Službeni Glasnik, RS, broj 30/18.
214. Vladislav, L. (2022). The impact of the“ grain deal“ on global food commodities exports: Northern Black Sea Region case (Romania, Russia, Ukraine). *International agricultural journal*, 5, 50.
215. Von Borzyskowski, I., & Vabulas, F. (2023). When do withdrawal threats achieve reform in international organizations? *Global Perspectives*, 4(1), 67826.
216. Wafi, A. S., Hassan, H., & Mabrouk, A. (2015). Fundamental analysis models in financial markets—review study. *Procedia economics and finance*, 30, 939-947.
217. Wang, X., & Xu, F. (2023). The value of smart contract in trade finance. *Manufacturing & Service Operations Management*, 25(6), 2056-2073.
218. Weinhardt, C., Mau, K., & Hillebrand Pohl, J. (2022). The EU as a geoeconomic actor? A review of recent European trade and investment policies. *The political economy of geoeconomics: Europe in a changing world*, 107-136.
219. Westerhoff, F. (2003). Speculative markets and the effectiveness of price limits. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 28(3), 493-508.
220. Wisniewski, T. P. (2016). Is there a link between politics and stock returns? A literature survey. *International Review of Financial Analysis*, 47, 15–23.
221. Wójcik, D. (2011). *The global stock market: Issuers, investors, and intermediaries in an uneven world*. Oxford University Press.
222. World Bank. (2022b). Developing economies must act now to dampen the shocks from the Ukraine conflict. WorldBank.Org. https://blogs.worldbank.org/voices/developing-economies-must-act-now-dampen-shocks-ukraine-conflict?cid=ECR_TT_worldbank_EN_EXT.
223. Xu, Z., & Shi, J. (2025). Research on the national security risk assessment model: a case study of political security in China. *Humanities and Social Sciences Communications*, 12. <https://doi.org/10.1057/s41599-025-05278-w>
224. Xue, W.J. (2020). Financial sector development and growth volatility: An international study. *International Review of Economics & Finance*, 70, 67-88.
225. Yingyi, H. (2025). Spot Transaction and Forward Transaction. *Dictionary of Contemporary Chinese Economics*. Singapore: Springer Nature Singapore.1823-1824.
226. Yousaf, I., Patel, R., & Yarovaya, L. (2022). The reaction of G20+ stock markets to the Russia–Ukraine conflict „black-swan” event: Evidence from event study approach. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, 100723.

227. Yu, M., & Wang, N. (2023). The influence of geopolitical risk on international direct investment and its frek.ermeasures. *Sustainability*, 15(3), 2522.
228. Zabrowski, R. (2025). Surviving A Big, Bad Bear Market. *Journal of Financial Planning*, 38(6), 36-41.
229. Zhang, D., Hu, M., & Ji, Q. (2020). Financial markets under the global pandemic of COVID-19. *Finance Research Letters*, 36.
230. Zhifang, H. (2023). Geopolitical risks and investor sentiment: Causality and TVP-VAR analysis, *The North American Journal of Economics and Finance*, 67, 101947.
231. Zhou, B., & Ding, H. (2023). How public attention drives corporate environmental protection: Effects and channels. *Technological Forecasting and Social Change*, 191, 122486.
232. Zou, P., Wang, Q., Xie, J. Zou, X. (2020). Does doing good lead to doing better in emerging markets? Stock market responses to the SRI index announcements in Brazil, China, and South Africa. *Journal of the Academy Marketing Science*, 48, 966-986.
233. Zubchenko, V., Sulima, N., & Koval, L. (2024). Efficiency Use of Financial Instruments for Enterprise Capital Management. *Futurity Proceedings*, 1.

PRILOG

UPITNIK „TRŽIŠTA KAPITALA RAZVIJENIH ZEMALJA EVROPSKE UNIJE U USLOVIMA GEOPOLITIČKIH PROMENA I TURBULENCIJA“

Poštovane kolege,

pozivamo Vas da učestvujete u jednoj on-line studiji Alfa BK Univerziteta, Fakultet za finansije, bankarstvo i reviziju, Beograd, na temu: „Tržišta kapitala razvijenih zemalja evropske unije u uslovima geopolitičkih promena i turbulencija“. Tema je zapravo istraživanje koje će biti obrađeno za izradu doktorske disertacije doktoranda Nataše Miljković.

Upitnik se sastoji iz dva dela:

- U prvom delu treba da se zaokruže Vaši opšti podaci iz ponuđenih mogućnosti tj. da izaberete broj koji Vam odgovara.
- U drugom delu vrši se procena postavljenih tvrdnji. Svaku tvrdnju treba da procenite na skali od 1-3, tj. da izaberete broj koji najviše odgovara Vašem stavu i taj stav zaokružiti. Prilikom procene, imajte u vidu značenje stavova izraženih preko sledećih brojeva: 1 = Ne slažem se, 2 = Neutralan sam, 3 = Slažem se.

Na kraju popunjavanja on-line upitnik se šalje na adresu istraživača.

Značaj on-line studije je mogućnost dubljeg razumevanja nivoa: tržišta kapitala razvijenih zemalja evropske unije u uslovima geopolitičkih promena i turbulencija, a u koju je uključen i Fakultet. On-line studija u potpunosti razmatra samo globalne veze među odgovorima svih ispitanika, a ne pojedinačne.

Važno: Popunjavanje on-line upitnika može da traje od 10 do 15 minuta. On-line upitnik koji je pred Vama sačinjen je u skladu sa Vašim kompetencijama, a u cilju da pomogne u analizi pomenutog istraživanja. Popunjavanje on-line upitnika ni na koji način ne identifikuje Vaš: računar, mobilni telefon, niti e-mail adresu, posredstvom koje ste pristupili u on-line upitnik.

Napomena: Nisu utvrđeni bilo kakvi tehnički ili pravni problemi kod ispitanika koji su uključeni u ovu on-line studiju.

I DEO UPITNIKA

Trenutna profesionalna pozicija/uloga	
Finansijski analitičar / Ekonomski istraživač	1
Portfolio menadžer / Fondovski menadžer	2
Broker / Diler / Investicioni savetnik	3
Profesor / Akademski radnik u oblasti finansija	4

Godine radnog iskustva u finansijskom/ekonomskom sektoru	
manje od 5 godina	1
5 - 10 godina	2
11 - 20 godina	3
preko 20 godina	4

Institucija u kojoj ste zaposleni	
Banka / Sektor za upravljanje rizicima ili investicije	1
Investicioni / Dobrovoljni penzioni fond	2
Brokersko-dilersko društvo	3
Fakultet / Naučni institut	4

Primarni fokus Vašeg praćenja/investiranja na tržištima kapitala	
Tržišta kapitala zemalja „jezgra“ EU	1
Tržišta kapitala CIE i periferije EU	2
Globalna tržišta podjednako	3

II DEO UPITNIKA

GLOBALNI GEOPOLITIČKI RIZIK I CENE AKCIJA U EU			
Globalne geopolitičke tenzije (npr. veliki međunarodni sukobi, trgovinski ratovi) imaju direktan i brz uticaj na pad cena akcija na razvijenim tržištima EU	1	2	3
Rast globalnog geopolitičkog rizika značajno povećava volatilnost (oscilacije cena) na vodećim berzanskim indeksima razvijenih zemalja EU	1	2	3
Globalni geopolitički šokovi destabilizuju cene akcija čak i kod kompanija sa izvrsnim fundamentalnim finansijskim rezultatima	1	2	3
Povećanje globalne političke neizvesnosti primorava investitore da masovno rasprodaju akcije u EU i prelaze u sigurnije aktive (zlato, američki dolar)	1	2	3
Makroekonomski pritisci izazvani globalnom geopolitikom (npr. prekidi u lancima snabdevanja) ključni su pokretač pada vrednosti akcija kako na razvijenim, tako i na perifernim tržištima EU	1	2	3
Savremena tržišta akcija u EU su danas znatno osetljivija na globalne geopolitičke promene nego što su bila pre deset godina	1	2	3
Dugoročni trend kretanja cena akcija u EU ne može se uspešno prognozirati bez detaljne analize globalnih političkih rizika	1	2	3

GLOBALNI GEOPOLITIČKI RIZIK I TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA U EU			
Eskalacija globalnih geopolitičkih kriza dovodi do trajnog povlačenja stranog kapitala, što smanjuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU berzi	1	2	3
Visok nivo globalnog rizika destimuliše kompanije da prikupljaju kapital putem novih emisija akcija (IPO) na evropskim berzama	1	2	3
Specifična regionalna finansijska čvorišta u EU trpe značajno smanjenje obima tržišne kapitalizacije u momentima globalnih turbulencija	1	2	3
Pad tržišne kapitalizacije na razvijenim tržištima EU tokom kriza primarno je uzrokovan psihološkom reakcijom i strahom velikih institucionalnih investitora	1	2	3
Globalni geopolitički rizik narušava dugoročnu likvidnost tržišta kapitala EU, što direktno utiče na pad njihove ukupne tržišne vrednosti	1	2	3
Smanjenje ekonomske aktivnosti na nivou cele EU usled geopolitičkih promena direktno se reflektuje na kontinuirani pad tržišne kapitalizacije na vodećim evropskim berzama	1	2	3
Investitori percipiraju ukupnu tržišnu kapitalizaciju EU kao visoko ranjivu na dugotrajne globalne trgovinske sukobe	1	2	3

GEOPOLITIČKI RIZIK NA NIVOU POJEDINAČNE DRŽAVE I CENE AKCIJA			
Specifična geopolitička pozicija pojedinačne zemlje (npr. geografska blizina kriznih i ratnih zona) ima presudan uticaj na cene akcija na njenoj domaćoj berzi	1	2	3
Unutrašnja politička nestabilnost ili promene u spoljnopolićkom kursu države članice EU brzo obaraju cene akcija na lokalnoj berzi	1	2	3
Energetska zavisnost pojedinačne države od nestabilnih regiona direktno utiče na pad cena akcija preduzeća koja primarno posluju na tom domaćem tržištu.	1	2	3
Lokalni berzanski indeksi na manjim i perifernim tržištima EU oštrije reaguju na sopstvene državne rizike nego na apstraktne globalne geopolitičke pretnje	1	2	3
Kada pojedinačna država uđe u političko-pravni konflikt sa centralnim institucijama EU, to izaziva momentalan pad cena akcija na njenom nacionalnom tržištu kapitala.	1	2	3
Specifični ekonomski potezi vlade pojedinačne države, izazvani geopolitičkom krizom, snažno determinišu cene akcija domaćih banaka i energetskih kompanija	1	2	3
Investitori zahtevaju znatno veću premiju za rizik (što spušta cene akcija) kada ulažu u zemlje EU koje su geografski izložene konfliktima	1	2	3

GEPOLITIČKI RIZIK NA NIVOU POJEDINAČNE DRŽAVE I TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA			
Porast specifičnog geopolitičkog rizika jedne države uzrokuje beg domaćeg i stranog kapitala sa te lokalne berze, urušavajući njenu kapitalizaciju	1	2	3
Lokalna tržišta kapitala u razvoju i tranziciji unutar EU beleže dugoročni pad kapitalizacije usled percepcije povećanog regionalnog rizika	1	2	3
Suvereni rejting zemlje (kreditni rejting države), koji slabi pod uticajem lokalne geopolitike, direktno određuje ukupan obim kapitalizacije njenog domaćeg tržišta	1	2	3
Visok nivo razvijenosti institucija i opšta politička stabilnost pojedinih zemalja uspevaju da zaštite njihovu tržišnu kapitalizaciju od manjih lokalnih geopolitičkih potresa	1	2	3
Investitori zbog državnog geopolitičkog rizika često restrukturiraju portfolio, seleći kapital sa ekonomski i politički ranjivijih berzi na stabilnija tržišta kapitala „jezgra“ EU	1	2	3
Strane direktne i portfolio investicije, koje grade kapitalizaciju jedne berze, direktno su uslovljene stabilnošću spoljnopolitičke pozicije te konkretne zemlje	1	2	3
Pojedinačna država ne može značajno da uveća vrednost svog tržišta kapitala (kapitalizaciju) ako se nalazi u zoni povišenih regionalnih političkih turbulencija	1	2	3

STANJE I KRETANJE CENA AKCIJA			
Cene akcija na razvijenim tržištima kapitala EU trenutno pokazuju izraženu i učestalu nestabilnost (volatilnost)	1	2	3
Opšti trend kretanja vodećih berzanskih indeksa u zemljama „jezgra“ EU u poslednjem periodu je pretežno negativan	1	2	3
Akcije evropskih kompanija trenutno beleže primetan pad vrednosti u poređenju sa svojim istorijskim prosecima	1	2	3
Na osnovu aktuelnih tržišnih signala, očekujem dalji pad cena akcija na evropskim berzama u narednih 12 do 18 meseci	1	2	3
Prinosi koje trenutno ostvaruju investitori na razvijenim evropskim tržištima akcija su osetno ispod ranijih tržišnih očekivanja	1	2	3
Uočljiva je ekstremna osetljivost cena akcija na svakodnevne makroekonomske izveštaje na tržištima EU	1	2	3
Tržišta akcija u EU trenutno pokazuju izražene karakteristike dugotrajne „medveđe“ faze (bear market - faza opadanja cena)	1	2	3

STANJE TRŽIŠNE KAPITALIZACIJE I LIKVIDNOSTI			
Ukupna tržišna kapitalizacija na berzama razvijenih zemalja EU u poslednjem periodu beleži kontinuiran pad	1	2	3
Na evropskim tržištima kapitala trenutno je jasno prisutan i vidljiv trend povlačenja stranog institucionalnog kapitala	1	2	3
Opšti nivo likvidnosti (dostupnosti novca i obima trgovanja) na razvijenim berzama EU je trenutno na zabrinjavajuće niskom nivou	1	2	3
Interesovanje kompanija za prikupljanje svežeg kapitala putem inicijalnih javnih ponuda (IPO) na EU berzama drastično je opalo	1	2	3
Vrednost celokupnog tržišta kapitala EU stagnira ili se značajno smanjuje u poređenju sa drugim vodećim globalnim tržištima	1	2	3
Primetan je oštar pad svakodnevnog obima trgovanja na ključnim evropskim finansijskim čvorištima	1	2	3
Postoje jasni indikatori za dugoročno smanjivanje ukupne tržišne vrednosti svih listiranih kompanija na berzama unutar EU	1	2	3

Unapred HVALA za učešće u istraživanju!

doktorand Nataša Milojević

Alfa Bk Univerziteta, Fakultet za finansije, bankarstvo i reviziju, Beograd