

*Нермина Подрић<sup>1</sup>*

## **Могућности даљег развоја настајућих тржишта обвезница**

### **Possibilities of further emerging bond market development**

#### **Резиме**

Имајући у виду огроман значај развијеног тржишта обвезница, неспорно је да велики напор треба усмерити ка његовој даљој афирмацији у земљама у развоју. На путу до развијеног тржишта обвезница бројне препреке развоја морају да буду превазиђене. Реч је, наиме, о ограничењима на страни понуде и тражње капитала и у развоју инфраструктуре. Секвенционирање развоја тржишта обвезница зависи од величине привреде, степена конкуренције у финансијском сектору, степена комплексности финансијског система и развијености структуре инвеститора у конкретној земљи и њихове заинтересованости за улагање у финансијске инструменте са фиксним приносом. На веома ниском степену развоја тржишта приоритет би требало дати развоју и јачању тржишта краткорочних инструмената. Након успостављања солидне основе за добро функционисање тржишта краткорочних инструмената, следи предузимање активности на афирмацији финансирања емисијом дугорочних инструмената. У последњој фази развојног процеса активно секундарно тржиште требало би да осигура основу за даље стандардизовање обвезница на тржишту.

**Кључне речи:** *обвезнице, развој тржишта обвезница, настајућа тржишта, земље у развоју.*

<sup>1</sup> Економски факултет у Брчком, nermina.pobric.efb@gmail.com

## Summary

Since developed bond market is very important, it is indisputable that large force need to be directed to it's further development in developing countries. In order to bond market be developed numerous barriers of development have to be disposed of. Namely, there are barriers on side of supply of capital, barriers on side of demand for capital as well as barriers in infrastructure development. Sequencing of bond market development depends on size of the economy, degree of competition in the financial sector, degree of the financial system complexity and investors' structure development in some country and their interest in fixed income securities investment. In underdeveloped market priority should be development and strenghtening of market for short-term financial instruments. After solid basis for well operating of short-term financial instruments market is established, then follow the taking activities in order to improve financing by issuing of long-term financial instruments. In the latter phase of bond market development process active secondary market should ensure the basis for further bond standardization in the market.

*Key words: bonds, bond market development, emerging markets, developing countries*

## Увод

Постоје различите дефиниције настајућег (енгл. emerging) тржишта. Најчешће су следеће:

- настајуће тржиште је тржиште земље у развоју са очекивањима високог раста;
- инвестирање у настајућа тржишта обично се карактерише високим степеном ризика и могућношћу остваривања високог приноса;
- настајућа тржишта су екстремно волатилна, али пружају могућност за учешће у раним стадијумима економског раста земље;
- настајућа тржишта су сектор глобалног тржишта сачињен од тржишта земаља у развоју, где економски и политички услови могу да буду врло волатилни;
- настајуће тржиште је младо тржиште хартија од вредности на којем не постоји дуга историја знатних страних инвестиција;
- настајућа тржишта су тржишта хартија од вредности у новоиндустријализованим земљама, земљама у процесу транзиције од планске ка тржишној привреди и земљама у развоју у којима су иста у раним стадијумима развоја. (Mody, 2004, p. 3)

Поставља се питање шта је заједничко свим настајућим тржиштима. Прво, добре перспективе за привредни раст су пожељне, али само мали број земаља у развоју остварује стопу раста вишу од стопе раста развијених привреда.<sup>2</sup> Друго, високе стопе приноса су добродошле, али евидентно је да стопе приноса на хартије од вредности чији емитенти потичу из земаља са настајућим тржиштем, у просеку, нису много више од стопа приноса америчких државних хартија од вредности. Треће, улагање на настајућим тржиштима, која могу да се окарактеришу као екстремно нестабилна, је високоризично. Четврто, на настајућим тржиштима не постоји историја страних инвестиција и њихова транзиција ка тржишним привредама указује на динамичку природу ових тржишта.

Генерално, настајућа тржишта су мање интегрисана од развијених. Баријере интеграције настајућих тржишта могу да буду макроекономске и тржишне. Макроекономске баријере обухватају лоше кредитне рејтинге, високу и варијабилну инфлацију, валутне контроле, економску политику, ризик ликвидности и ризик земље. Ниво развијености тржишта мерен на основу присуства интернационалних брокера, величине тржишта или развијености регулаторних и рачуноводствених система, склоност ка инсајдерској трговини, степен информационе асиметрије, институционални фактори, тржишна инфраструктура и тржишна регулатива могу да буду тржишне баријере интеграције настајућих тржишта.

Настајућа тржишта представљају могућу инвестициону алтернативу за интернационалне инвеститоре, што доказује огроман ток капитала из и ка настајућим тржиштима у последњих 20-ак година.<sup>3</sup> Имајући у виду огроман значај развијеног тржишта обвезница, неспорно је да велики напор треба усмерити ка његовој даљој афирмацији у земљама у развоју. Циљ аутора је да у раду истражи које препреке стоје на путу до развијеног тржишта обвезница, које активности земље у развоју треба да предузму да би се отклонила ограничења развоја тржишта обвезница као и кроз које фазе развојног процеса морају проћи земље у развоју до потпуног развоја тржишта обвезница, целокупног и локалног. У истраживању могућности даљег развоја настајућих тржишта обвезница аутор ће користити искуства земаља које су отишле корак напред у развојном процесу и покушати да да конкретне препоруке и решења за проблеме са којима ће се суочити земље у развоју на путу до развијеног тржишта обвезница.

Рад се састоји из четири дела. У првом делу биће позиционирана настајућа на глобалном тржишту са становишта тока капитала. Након тога,

<sup>2</sup> Статистика Светске Банке (2002) показује да региони у развоју, осим источне Азије и пацифичког региона, нису оствариле стопу привредног раста вишу од стопе раста развијених земаља у последње две деценије.

<sup>3</sup> Приказ података ради илустрације биће дат у наставку рада.

у фокусу анализе биће значај и претпоставке за афирмацију тржишта обвезница у земљама у развоју. Фазе развоја тржишта обвезница у земљама у развоју биће предмет разматрања у трећем делу рада. У последњем, четвртом делу рада анализа ће бити усмерена на претпоставке, користи, фазе и ограничења у развоју локалног тржишта обвезница у земљама у развоју.

## 1. Позиција настајућих тржишта у глобалном току капитала

Нето ток капитала ка земљама у развоју у периоду после азијске и руске кризе је знатно повећан (Слика 1 и Табела 1), а 2005. (5% БДП-а) и 2006. (2,1% БДП-а) године достигао је преткризни ниво. У периоду глобалне финансијске кризе нето ток капитала ка земљама у развоју, изражен у апсолутним јединицама мере, је опао, али се већ 2010. године готово приближио преткризном нивоу, тј. нивоу из 2007. године. Мерено у односу на бруто национални приход земље у развоју, повећање нето тока капитала ка земљама у развоју било је мање изражено; са 4,1% БНП-а у 2009. порастао је на 5,8% у 2010. години, што је знатно мање од 8,1% БНП-а колико је износио 2007. године. У структури токова капитала повећано је учешће нето прилива капитала од приватних кредитора (у даљем тексту приватног дуга), а смањено учешће нето прилива капитала или повећано учешће нето одлива капитала јавним кредиторима (у даљем тексту јавног дуга). Прилив приватног дуга и акцијског капитала достигао је рекордних 647 милијарди долара 2006. године, што је за 17% више од прилива оствареног 2005. године, тако да је трогодишње повећање нето прилива капитала из приватних извора, у просеку, износило 50%. Са друге стране, прилив капитала од јавних кредитора у 2005. и 2006. години је знатно смањен, тако да отплата главнице за 70 односно 75 милијарди долара премашује прилив. Нето одлив капитала јавним кредиторима у периоду од 2003. до 2006. године износио је 185 милијарди долара, док је нето прилив капитала од приватних кредитора достигао ниво од 1.900 милијарди долара (Слика 2). У току глобалне финансијске кризе прилив и приватног дуга и акцијског капитала је опао. Наиме, у односу на преткризну 2007. годину прилив приватног дуга је у 2008. опао за 50, а у 2009. за скоро 80%. Већ у 2010. прилив приватног дуга порастао је на више од 90% прилива оствареног 2007. године и био пет пута већи од прилива оствареног у претходној години. Узроци огромног раста прилива приватног дуга након кризе били су нагло повећање краткорочног дуга и поновно оживљавање емисије обвезница од стране емитената како из приватног тако и из јавног сектора. Пад прилива акцијског капитала био је мањи од пада прилива приватног дуга, али се и он у 2010. попео на 95% преткризног прилива. Прилив јавног дуга је, са друге стране, у кризним годинама значајно повећан, са 1,5 у 2007. на чак 80,5 милијарди долара у 2009. години,

али је већ у 2010. пао на 71,2 милијарде долара. (Табела 1). Током последње деценије нето ток акцијског капитала ка земљама у развоју константно је премашивао ниво тока приватног дуга, достижући чак 97% агрегатног нето тока приватног капитала у 2002. години и 75% у 2009. години. Међутим, у периодима нагло повећања токова капитала главни генератор раста често је био раст тока дуга. На пример, у 2007. када је нето ток капитала повећан за 65%, на 1.133 милијарде долара, главни генератор раста био је раст прилива приватног дуга за 80%, а не умеренији раст прилива акцијског капитала за 35%. Слично се догодило и у 2010. години. (Слика 3).

**Слика 1.**

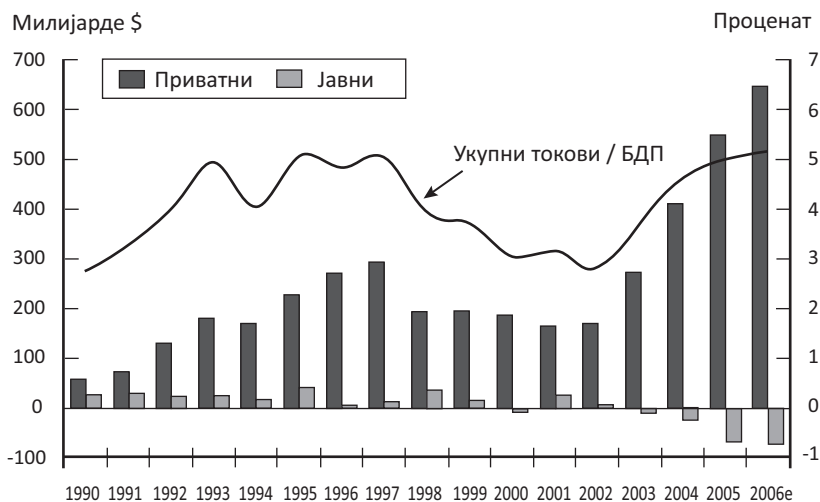
Токови капитала у земљама са настајајућим тржиштем (у милијардама долара)



Извор: BIS, 77th Annual Report, 2007., стр. 48.

**Слика 2:**

Нејо токови капитала ка земљама у развоју: 1990-2006.



Извор: World Bank, Global Development Finance 2007, стр. 38.

**Табела 1:**  
*Нето токови капитала ка земљама у развоју: 1998-2010. (у милијардама долара)*

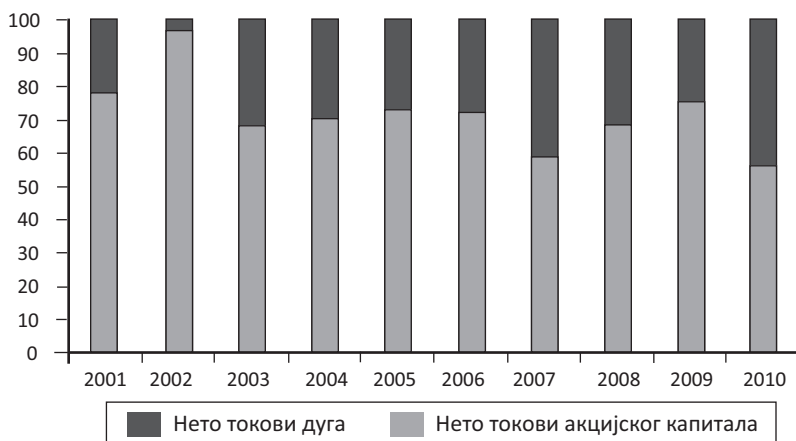
	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Нето приватни и јавни токови	228,9	209,6	181,1	191,1	174,2	262,0	385,9	480,7	571,0	1.133,2	835,2	674,9	1.129,7
Нето приватни токови (ДУГ и акцијски капитал)	193,4	195,6	187,0	164,5	169,2	274,1	412,5	551,4	646,8	1.131,7	805,6	594,4	1.058,5
Нето токови акцијског капитала	175,8	189,6	179,9	176,6	162,9	184,3	257,7	347,5	418,8	667,1	570,7	508,7	634,5
Нето токови страних директних инвестиција	170,0	178,0	166,5	171,0	157,1	160,0	217,8	280,8	324,7	534,1	624,1	400,0	506,1
Нето токови портфолио акцијског капитала	5,8	11,6	13,4	5,6	5,8	24,3	39,9	66,7	94,1	133,0	-53,4	108,8	128,4
Нето токови дуга	53,1	20,0	1,2	14,5	11,3	77,7	128,2	133,2	152,2	466,1	264,4	166,2	495,2
Јавни кредитори	35,5	14,0	-5,9	26,6	5,0	-12,1	-26,6	-70,7	-75,8	1,5	29,5	80,5	71,2
Светска банка	8,7	8,8	7,9	7,5	-0,2	-0,8	1,4	2,5	-2,4	5,2	7,2	18,3	22,4
ММФ	14,1	-2,2	-10,7	19,5	14,0	2,4	-14,7	-40,2	-25,1	-5,1	10,8	26,8	13,8
Остали	12,7	7,4	-3,1	-0,4	-8,8	-13,7	-13,3	-33,0	-48,3	1,5	11,5	35,4	35,0
Приватни кредитори	17,6	6,0	7,1	-12,1	6,3	89,8	154,8	203,9	228,0	464,6	234,9	85,7	424,0
Нето токови средњерочног и дугорочног дуга	82,9	23,3	13,4	-11,6	5,8	34,8	86,4	136,2	156,0	296,3	239,3	70,9	155,5
Обвезнице	38,8	30,1	20,9	10,3	10,4	24,7	39,8	55,1	49,3	91,7	26,7	54,1	111,4
Банке и остали	44,1	-6,8	-7,5	1,3	-4,6	10,1	46,6	81,1	106,7	204,7	212,5	19,8	44,1
Нето токови краткорочног дуга	-65,3	-17,3	-6,3	-23,7	0,5	55,0	68,4	67,7	72,0	168,3	-4,4	14,7	268,5
Промена у резервама	-17,6	-32,4	-45,1	-80,8	-174,4	-294,7	-404,0	-391,7	-633,1	-1.085,3	-452,5	-681,9	-752,0

Извор: World Bank, Global Development Finance 2007, стр. 37. World Bank, Global Development Finance 2012, стр.

**Слика 3.**

Нејо токови дуга и акцијског капитала: 2001-2010.

Процент



Извор: World Bank, Global Development Finance 2012, стр. 3.

Велики нето одлив капитала јавним кредиторима у 2006. години је последица знатних отплата главнице дуга земаља у развоју Париском клубу кредитора и ММФ-у (Табела 2). Отплате главнице у 2006. години износиле су 69 милијарди долара, што је за 5 милијарди долара више него у 2005. години. Огромни приходи од продаје нафтних деривата 2006. године омогућили су Русији да оконча отплату дугова из совјетске ере и преплати Париском клубу кредитора 22 милијарде долара, Алжиру да преплати 8 милијарди долара Париском клубу кредитора и Нигерији да преплати 6 милијарди долара Париском и 1,5 милијарди Лондонском клубу кредитора. Позајмице земаља у развоју од ММФ-а смањене су са, у просеку, 32 милијарде долара у периоду 2001 – 2003., за време финансијских криза у Аргентини, Бразилу и Турској, на, у просеку, 5 милијарди долара у периоду 2004 – 2006. У 2006. години отплате главнице износиле су 28 милијарди долара, превасходно због аргентинских (9,6 милијарди долара) и индонезијских (8 милијарди долара) преплата и турске отплате главнице дуга (1,5 милијарди долара). У кризним годинама нето ток јавног дуга порастао је скоро 80 пута. Негативан нето ток кредита билатералних кредитора је у 2009. трансформисан у позитиван, а у 2010. у односу на претходну годину повећан за 76%. Повећање кредита ММФ-а два и по пута и кредита ИБРД-а четири и по пута узроковали су повећање кредита мултилатералних кредитора више од два пута у 2009. у односу на 2008. годину. Повећање кредита ИБРД-а за 50% је више него компензовано смањењем кредита ММФ-а за 50%, тако да је нето ефекат смањење кредита мултилатералних кредитора за 20% у 2010. у одно-

су на 2009. годину. (Табела 2) У периоду од 2003. до 2006. године позитиван нето ток приватног дуга ка земљама у развоју рапидно је растао (Слика 4). Експанзија нето прилива капитала од банкарских кредита од 26 милијарди долара у 2006. години делимично је компензована смањењем нето прилива капитала од емисије обвезница, тако да је нето повећање дуга земаља у развоју у односу на 2005. годину износило 24 милијарде долара. У кризним, 2008. и 2009. години прилив капитала од приватних кредитора забележио је значајан пад (Слика 4). У 2010. нето прилив дуга од приватних кредитора растао је брже од осталих категорија токова капитала ка земљама у развоју. Он је са 86 милијарди у 2009. порастао на 424 милијарде долара у 2010. години, што је само 10% испод нивоа из 2007. године. Нето прилив капитала од емисије обвезница је више него удвостручен, а прилив капитала од банака и других приватних институција је порастао за 123%. Највећи допринос расту приватног дуга дао је раст краткорочног дуга који је у 2010. чинио 65% укупног прилива приватног дуга. Краткорочни дуг је са 14 милијарди, колико је износио 2009. године, порастао на чак 269 милијарди долара у 2010. години и био за 60% изнад преткризног нивоа (у 2007. краткорочни дуг је био на нивоу од 168 милијарди долара).

**Табела 2.**

*Нејто шокови јавној дући ка земљама у развоју: 2001-2010.*

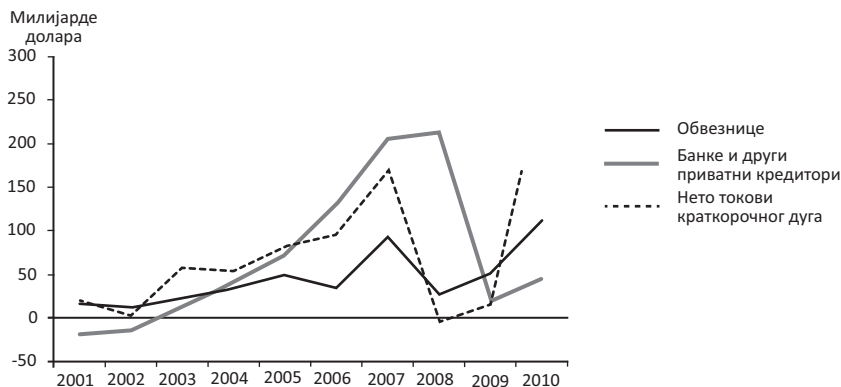
	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Укупан кредит јавних кредитора	30,9	6,9	-12,0	-24,3	-64,3	-69,0	1,5	29,5	80,5	71,2
Билатерални	-3,6	-8,2	-13,8	-12,2	-31,7	-45,8	-10,6	-1,9	6,7	11,9
Мултилатерални	34,5	15,2	1,8	-12,1	-32,6	-23,2	12,1	31,4	73,7	59,4
Од чега ИБРД	2,4	-6,0	-7,7	-4,0	-3,0	-5,3	-0,4	2,7	11,8	17,1
ИДА	5,0	5,5	5,0	6,4	5,6	5,0	5,5	4,6	6,5	5,3
ММФ	19,5	14,2	2,4	-14,7	-40,2	-26,7	-5,1	10,8	26,8	13,8
Мемо ставке										
Грантови ИДА-е	-	0,3	0,4	1,1	1,2	1,2	1,9	2,1	2,5	2,2

Извор: World Bank, Global Development Finance 2012, стр. 7.



**Слика 4.**

Нејо шокови приватној дуи ка земљама у развоју: 2001-2010.

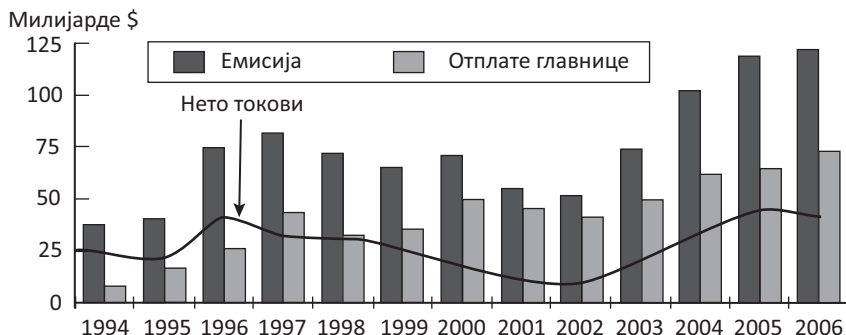


Извор: World Bank, Global Development Finance 2012, стр. 7.

Нето прилив капитала од емисије обвезница у 2006. години у односу на 2005. годину смањен је за 6 милијарди долара (10%). Ово смањење уследило је након трогодишње нагле експанзије нето прилива капитала (Слика 5). Нето прилив од 49 милијарди долара остварен 2006. године још увек је већи од нето прилива оствареног 1996. године, тј. пре азијске кризе. Међутим, нето прилив капитала од емисије обвезница у периоду од 2004. до 2006. године износио је само 0,5% БДП-а, што је знатно испод максимума од 0,9% БДП-а оствареног 1996. године. Смањење нето прилива капитала од емисије обвезница у 2006. години узроковао је откуп јавног дуга у вредности од 30 милијарди долара (27 милијарди долара у Латинској Америци). С обзиром на то да су неки откупи финансирани додатним емисијама обвезница, на нето ток капитала није утицао целокупан откуп јавног дуга. У Латинској Америци отплате главнице дуга по основу државних обвезница у 2006. години повећане су за скоро 20 милијарди долара, док је обим емисија државних обвезница смањен за 2 милијарде долара. Смањење нето тока капитала у Латинској Америци делимично је компензован повећањем истог у Европи и централној Азији. У осталим регионима остварене су релативно мале промене нето токова капитала (Табела 3). У току глобалне финансијске кризе, нето прилив капитала од емисије обвезница је значајно смањен. Међутим, комбинација повољних ценовних кретања и инвеститорове потраге за приносом довела је до рекордног нивоа активности на међународном тржишту обвезница емитованих у земљама у развоју у 2010. години. Обим емитованих и продатих државних обвезница, обвезница јавног сектора и корпоративних обвезница заједно у 2010. био је 173 милијарде долара. Посматрано у односу на обим емисије из 2009. повећање је износило 62%, а у односу на обим емисије из преткризне 2007. године 8%. (Табела 4)

**Слика 5.**

Токови кайићала од емисије обвезница ка земљама у развоју: 1994-2006.



Извор: World Bank, Global Development Finance 2007, стр. 42.

Током последњих неколико година приватни сектор постао је главни извор задуживања земаља у развоју. Вредност емисија корпоративних обвезница у 2005. и 2006. години била је једнака скоро половини вредности свих емисија, што је знатно више од учешћа емисије корпоративних обвезница оствареног 2000. године (Слика 6). Главни генератор раста обима емисије обвезница у земљама у развоју у 2010. био је корпоративни сектор, чији обим емисије је у односу на 2009. повећан за 130% и чије учешће у укупном обиму емитованих обвезница је са 35%, колико је износило 2009. порасло на 50% у 2010. Земље Европе и централне Азије имале су водећу улогу у емисији државних обвезница и обвезница јавног сектора. Емисија државних обвезница доживела је значајан скок и на средњем истоку и у јужној Африци. Латинскоамерички и карибски регион имао је водећу улогу у емисији корпоративних обвезница. Његово учешће у укупној емисији корпоративних обвезница у свим земљама у развоју у 2010. износило је 62%. (Табела 4)

**Табела 3:**

Токови кайићала од емисије обвезница ка земљама у развоју: 1998 – 2006. (у милијардама долара)

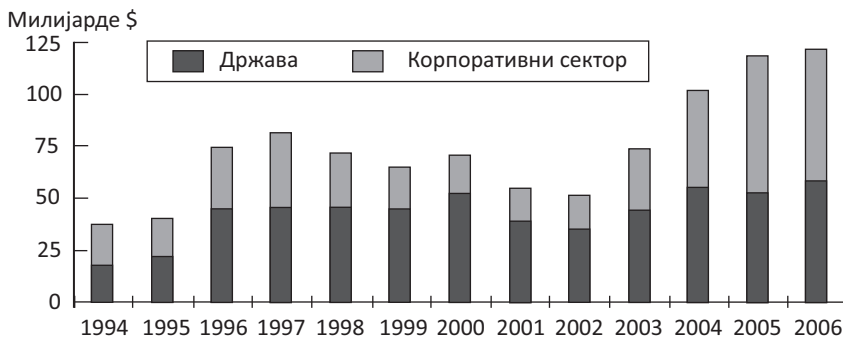
	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
<b>Емисија обвезница</b>									
Све земље у развоју	71,4	64,8	71,0	55,1	51,2	73,6	102,0	118,8	122,5
По регионима:									
Источна Азија и Пацифик	3,5	7,4	5,6	6,7	8,0	6,8	16,4	16,5	14,3
Европа и централна Азија	20,7	12,5	12,2	7,7	11,7	22,1	35,2	46,0	61,3
Латинска Америка и Кариби	40,7	41,6	43,9	33,0	21,2	34,7	35,0	43,5	38,2

	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Средњи исток и северна Африка	-	1,6	2,1	5,1	6,2	2,9	6,6	4,7	1,2
Јужна Азија	4,6	-	-	-	-	1,5	7,1	6,2	3,3
Јужна Африка	0,4	1,6	1,5	2,5	4,1	5,6	1,8	1,7	4,3
<b>Отплата главнице</b>									
Све земље у развоју	32,5	34,7	50,1	44,8	40,8	48,9	62,1	63,7	73,3
По регионима:									
Источна Азија и Пацифик	2,5	6,6	6,4	6,3	7,9	4,8	6,7	6,6	7,2
Европа и централна Азија	6,3	4,7	6,6	6,5	8,0	12,6	11,8	17,6	12,9
Латинска Америка и Кариби	23,0	21,6	35,5	30,2	21,6	23,7	36,9	26,9	45,3
Средњи исток и северна Африка	0,1	0,2	1,0	0,7	1,2	2,2	3,2	2,2	3,5
Јужна Азија	0,4	1,2	0,1	0,5	0,8	4,7	3,0	9,1	1,3
Јужна Африка	0,1	0,5	0,5	0,5	1,3	1,1	0,5	1,3	2,9
<b>Нето токови капитала од емисије одвезница (емисија одв. - отплата главнице)</b>									
Све земље у развоју	38,8	30,1	20,9	10,3	10,4	24,8	39,8	55,1	49,3
По регионима:									
Источна Азија и Пацифик	0,9	0,9	-0,8	0,4	0,1	2,0	9,7	9,9	7,0
Европа и централна Азија	14,3	7,8	5,7	1,2	3,6	9,5	23,3	28,4	48,3
Латинска Америка и Кариби	17,7	20,0	8,4	2,9	-0,4	11,0	-1,9	16,6	-7,1
Средњи исток и северна Африка	1,3	1,4	1,2	4,4	5,0	0,7	3,3	2,6	-2,3
Јужна Азија	4,2	-1,2	5,5	-0,5	-0,7	-3,1	4,1	-2,9	2,0
Јужна Африка	0,3	1,1	1,0	1,9	2,7	4,5	1,2	0,4	1,4

Извор: World Bank, Global Development Finance 2007, стр. 42.

**Слика 6.**

Секторска структура емисије одвезница, држава vs корпоративни сектор: 1994-2006.



Извор: World Bank, Global Development Finance 2007, стр. 45.

**Табела 4:**

Токови капиталa од емисије обвезница ка земљама у развоју: 2009 - 2010.  
(у милијардама долара)

	Државне обвезнице		Корпоративне обвезнице	
	2009.	2010.	2009.	2010.
Источна Азија и Пацифик	13,9	12,9	2,7	15,3
Европа и централна Азија	15,3	32,0	3,2	16,5
Латинска Америка и Кариби	32,5	22,4	28,6	53,0
Средњи исток и северна Африка	2,9	5,5	0,2	0,0
Јужна Азија	2,3	12,1	2,5	1,3
Субсахарска Африка	2,2	2,0	0,0	0,0
Све земље у развоју	69,1	86,9	37,2	86,1
Десет највећих дужника	35,2	48,5	30,7	73,8

Извор: World Bank, Global Development Finance 2012, стр. 8.

Интернационализација капитала и његов ток из развијених земаља ка земљама у развоју изазвали су неслагање око питања да ли токови капитала ка земљама у развоју повећавају тржишну волатилност и дестабилизују привреду, из перспективе земаља у развоју. Реакција земаља које верују у потврдан одговор на претходно питање је спровођење директива усмерених на ограничавање обима прилива капитала у конкретне земље. Стране инвестиције свакако доприносе економском развоју земље, али узрокују и настанак одређених ризика. Ток капитала ка настајућим тржиштима је знатно већи од тока капитала са настајућих тржишта. С обзиром на то да се излаз из криза финансијског сектора у земљама са настајућим тржиштем очекује у не баш тако блиској будућности, сваки нагли одлив капитала изазвао би озбиљне проблеме у земљама дужницима. Зато, земље са настајућим тржиштем морају да пронађу механизам управљања ризицима, смањивања обима задуживања у инострану валути и апсорбовања шокова и волатилности, како би оствариле користи од интернационалног тока капитала и спречиле ескалацију проблема до нивоа друштвене катастрофе. Већина дужника преферира краткорочно задуживање у инострану валути. Такво задуживање донеће им двоструку корист - смањење вредности обавеза изражене у домаћој валути и повећање вредности улагања и прихода изражене у инострану валути – када њихова привреда и домаћа валута ојачају. Када, пак, њихова привреда и домаћа валута ослабе, краткорочно задуживање у инострану валути донеће им двоструку штету – повећање вредности обавеза изражене у домаћој валути и смањење вредности улагања и прихода изражене у инострану валути. Решење овог проблема лежи у успостављању такве структуре улагања и финансирања код које се позитивни и негативни ефекти јачања/слабљења домаће валуте међусобно компензују.

## 2. Значај и претпоставке за афирмацију тржишта обвезница у земљама у развоју

Афирмација тржишта обвезница у земљама у развоју има велики значај. Развијено и конкурентно тржиште обвезница осигурава ниже трошкове финансирања, ефикаснију алокацију ресурса, могућност успостављања квалитетније структуре капитала предузећа, бољу подршку иновацијама и сл. Конкуренција на страни понуде капитала елиминише доминацију банака у финансијској сфери и пружа могућност дужницима лошијег кредитног квалитета да и од банака (које би иначе одбиле њихове захтеве за кредите), између осталих, прибаве потребан капитал. Развијено тржиште обвезница у земљама у развоју интернационалним инвеститорима проширује спектар доступних могућности за унапређивање односа између ризика и приноса њихових портфолија јер је степен корелације између приноса хартија од вредности чији емитенти потичу из земаља са настајућим тржиштем и приноса хартија од вредности чији емитенти су резиденти развијених земаља низак (Табела 5). Тржиште обвезница доприноси привредном развоју (Нагмаур, Хаисс, & Сумегџи, 2007), и може да се сматра барометром општег развоја датог локалног тржишта. Значај афирмације тржишта benchmark обвезница огледа се не само у доприносу привредном развоју земље него и у подстицају развоја осталих сегмената тржишта обвезница.

У литератури се разматрају три канала кроз која постојеће benchmark хартије од вредности, као што су државне обвезнице, могу да утичу на цене других хартија од вредности, на пример корпоративних обвезница. Прво, benchmark хартије од вредности помажу у употпуњавању некомплетног тржишта. Друго, увођење benchmark хартија од вредности унапређује откривање цена доприносећи већој информативности цена постојећих хартија од вредности. Треће, benchmark хартије од вредности су у функцији ликвидности постојећих хартија од вредности. (Dittmar, & Yuan, 2005, p. 2)

На глобалном тржишту капитала (тржишту акција и тржишту инструмената дуга) у 2005. години највеће учешће у капитализацији имале су САД, затим следе земље ЕУ, Јапан и друге развијене земље. У укупној капитализацији на глобалном тржишту акција земље у развоју оствариле су учешће од 10,7%, а у укупном обиму емитованих и продатих инструмената дуга учешће од 6,2% (Слика 7). Доминација развијених земаља на глобалном тржишту капитала постоји и данас. Мало учешће земаља у развоју у укупном обиму емитованих и продатих инструмената дуга је последица неразвијености овог сегмента финансијског тржишта. Обим емитованих и продатих интернационалних (хартије од вредности које су емитоване у домаћој валути и намењене страним инвеститорима и хартије од вредно-

сти које су емитоване у страниј валути) и домаћих (хартије од вредности које су емитоване у домаћој валути и намењене домаћим инвеститорима) инструмената дуга изражен у милијардама долара у изабраним развијеним земљама у 2009. години износио је, на пример, у САД 32.306,7 УК 4.683,6 Јапану 11.921,6 Француској 5.152,0 Немачкој 5.737,4 Италији 4.607,4 Белгији 1.172,3 Холандији 2.289,0 у 2010. години у САД 33.013,7 УК 4.472,8 Јапану 14.153,8 Француској 5.130,1 Немачкој 5.355,2 Италији 4.356,0 Белгији 1.141,0 Холандији 2.318,4 а у 2011. години у САД 33.700,9 УК 4.839,2 Јапану 15.369,3 Француској 5.404,5 Немачкој 5.318,9 Италији 3.424,0 Белгији 1.101,0 и Холандији 2.385,3. У изабраним земљама у развоју обим емитованих и продатих интернационалних и домаћих инструмената дуга изражен у милијардама долара у 2009. години износио је, на пример, у Аргентини 110,6 Бразилу 1.378,5 Мексику 462,3 Кини 2.615,3 Индији 649,3 Индонезији 129,6 Пољској 240,0 Турској 261,7 у 2010. години у Аргентини 112,0 Бразилу 1.632,0 Мексику 533,5 Кини 3.107,2 Индији 759,5 Индонезији 138,9 Пољској 264,9 Турској 284,4 а у 2011. години у Аргентини 106,9 Бразилу 1.696,8 Мексику 567,3 Кини 3.476,4 Индији 653,3 Индонезији 141,2 Пољској 260,7 и Турској 261,4. Изражен у проценту од бруто домаћег производа, укупан обим емитованих и продатих инструмената дуга у 2009. 2010. и 2011. години износио је у САД 231,19 227,73 и 223,54 УК 213,55 210,49 и 199,02 Јапану 236,77 257,56 и 260,63 Француској 196,16 199,57 и 194,54 Немачкој 173,48 161,68 и 147,44 Италији 217,68 211,24 и 201,43 Белгији 247,01 241,48 и 213,95 Холандији 286,70 296,77 и 284,78 Аргентини 36,17 30,36 и 24,04 Бразилу 84,97 76,16 и 68,06 Мексику 52,36 51,59 и 48,97 Кини 52,41 52,40 и 47,48 Индији 51,57 47,04 и 35,54 Индонезији 24,05 19,58 и 16,69 Пољској 55,70 56,39 и 50,72 и Турској 42,59 38,89 и 33,76 респективно (Табела 6 и Табела 7). Упоредивањем и апсолутног и релативног показатеља развијености тржишта инструмената дуга у развијеним земљама и земљама у развоју долазимо до закључка да је овај сегмент финансијског тржишта у земљама у развоју недовољно развијен. На путу до развијеног тржишта обвезница бројне препреке развоја морају да буду превазиђене. Активности на отклањању ограничења на страни пунуде су креирање стимулативног макроекономског амбијента, реформа корпоративног управљања и сл. а на страни тражње јачање улоге институционалних инвеститора, разматрање приватног пласмана као краткорочне опције и сл. Развој тржишта обвезница, такође, захтева развој инфраструктуре, тј. боље откривање информација (information disclosure), поузданије кредитне рејтинге, робустне benchmark криве приноса, квалитетне системе извршавања трансакција и управљања ризиком и успостављање чврстог правног оквира, посебно у делу регулација права својине и стечаја. (Batten, & Szilagyi, 2006, p. 4).

**Табела 5:**

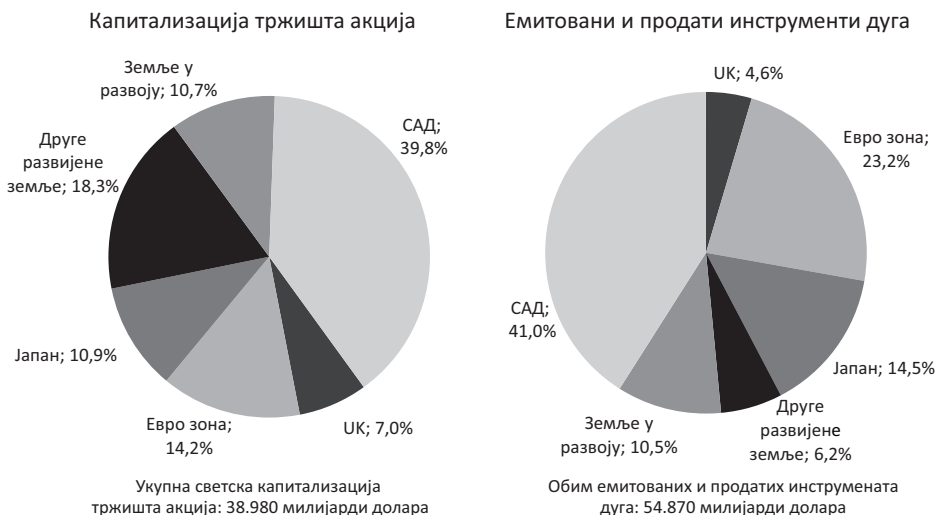
Корелација између индекса развијених тржишта акција и тржишта акција у развоју (Месечне стојеће приноса од 2000. до 2006.)

	САД	УК	Немачка	Чиле	Малезија	Кина	Индија	Мађарска	Руска федерација	Мексико	Тајланд	Бразил	Јужна Африка
САД	1,00	0,85	0,75	0,37	0,22	0,02	0,39	0,39	0,33	0,55	0,41	0,58	0,52
УК		1,00	0,77	0,36	0,17	-0,06	0,46	0,45	0,38	0,58	0,37	0,55	0,57
Немачка			1,00	0,35	0,37	0,17	0,42	0,43	0,29	0,56	0,22	0,54	0,50
Чиле				1,00	0,43	0,02	0,33	0,40	0,21	0,28	0,40	0,39	0,35
Малезија					1,00	0,13	0,32	0,36	0,23	0,34	0,22	0,27	0,22
Кина						1,00	0,05	0,03	0,18	0,04	-0,08	0,13	0,09
Индија							1,00	0,73	0,58	0,67	0,32	0,58	0,47
Мађарска								1,00	0,61	0,66	0,29	0,63	0,44
Руска федерација									1,00	0,67	0,33	0,60	0,41
Мексико										1,00	0,37	0,72	0,60
Тајланд											1,00	0,49	0,62
Бразил												1,00	0,62
Јужна Африка													1,00

Извор: World Bank, Global Development Finance 2007, стр. 90.

**Слика 7.**

Дистрибуција глобалног дуга и власничког капитала, 2005.



Извор: World Bank, Global Development Finance 2007, стр. 88.

Табела 6:

Интернационални инструментни дуа – сви емисиони (по националности емисиони)

Земља	2009.		2010.		2011.	
	млрд\$	%БДП-а	млрд\$	%БДП-а	млрд\$	%БДП-а
Све земље	27.005,50	-	27.699,70	-	28.475,40	-
Развијене земље	24.594,60	-	24.979,20	-	25.369,00	-
Аустралија	559,80	56,36	603,40	48,38	613,60	41,17
Аустрија	368,60	95,84	347,80	91,53	335,80	80,26
Белгија	586,50	123,58	592,60	125,42	550,90	107,05
Канада	567,10	41,43	651,00	40,28	698,60	39,22
Кипар	14,70	62,55	15,30	66,23	18,50	74,00
Данска	171,50	55,22	156,50	49,98	156,80	46,99
Финска	136,50	56,88	144,70	61,00	154,10	58,44
Француска	2.006,00	76,38	1.998,70	77,75	2.096,90	75,48
Немачка	2.935,60	88,76	2.748,50	82,98	2.784,70	77,19
Грчка	369,00	114,67	428,90	145,49	411,80	141,90
Исланд	51,30	423,97	41,60	330,16	34,80	246,81
Ирска	586,10	260,95	535,20	257,80	456,30	206,28
Италија	1.416,40	66,92	1.359,00	65,70	1.346,30	61,30
Јапан	400,10	7,95	419,90	7,64	416,80	7,07
Луксембург	97,80	194,82	94,40	178,11	99,80	168,30
Холандија	1.282,60	160,65	1.343,30	171,95	1.429,80	170,70
Нови Зеланд	10,00	8,42	14,4	10,14	20,00	12,36
Норвешка	187,30	49,45	209,00	49,66	244,30	49,79
Португалија	292,80	124,76	274,20	118,80	252,20	105,97
Словачка	8,50	9,71	11,90	13,62	14,20	14,76
Шпанија	1.843,00	126,26	1.785,50	128,29	1.839,90	124,35
Шведска	391,10	96,24	407,10	88,02	438,90	81,49
Швајцарска	456,70	89,64	466,20	84,66	466,80	70,64
УК	3.134,80	142,93	3.123,90	137,77	3.095,40	127,30
САД	6.703,80	47,97	7.185,40	49,59	7.367,80	48,87
Offshore центри	268,90	-	281,60	-	287,10	-
Аруба	0,20	NA	0,20	NA	0,20	NA
Бахами	1,30	16,88	1,30	16,67	1,20	15,38
Бермуди	7,70	NA	10,80	NA	12,50	NA
Кајманска острва	68,90	NA	65,80	NA	53,40	NA
Хонг Конг	78,10	36,50	85,90	37,56	86,80	34,80
Либан	23,70	68,50	24,90	67,12	29,50	75,64
Холандски антили	-	-	-	-	-	-



Земља	2009.		2010.		2011.	
	млрд\$	%БДП-а	млрд\$	%БДП-а	млрд\$	%БДП-а
Панама	10,20	42,15	10,00	36,90	10,90	34,82
Сингапур	52,10	27,60	57,10	24,64	65,80	24,77
Западне Индије	0,60	NA	0,30	NA	0,60	NA
Земље у развоју	1.342,00	-	1.546,60	-	1.767,30	-
Африка и средњи исток	201,30	-	230,20	-	259,90	-
Израел	19,30	9,91	23,90	10,98	29,20	11,98
Катар	25,20	25,77	33,90	26,63	37,50	21,64
Јужна Африка	39,80	13,96	45,00	12,39	51,00	12,68
Тунис	3,80	8,74	3,40	7,67	2,60	5,62
Ујед. Арап. Емирати	81,90	31,54	85,50	30,12	102,40	29,94
Азија и Пацифик	386,80	-	456,60	-	548,10	-
Кина	49,90	1,00	75,80	1,28	131,60	1,80
Индија	46,20	3,67	51,00	3,16	57,20	3,11
Индонезија	31,90	5,92	36,60	5,16	40,70	4,81
Малезија	33,80	16,71	40,80	16,53	41,80	14,52
Филипини	36,20	21,48	39,90	19,99	41,80	18,59
Јужна Кореја	129,30	15,50	143,10	14,10	163,90	14,68
Тајланд	8,70	3,30	10,30	3,23	12,00	3,47
Европа	339,70	-	384,60	-	411,30	-
Хрватска	7,60	12,22	7,60	12,93	8,80	14,26
Мађарска	39,30	31,04	36,20	28,28	37,60	27,05
Пољска	56,30	13,07	62,90	13,39	67,60	13,15
Русија	133,60	10,93	157,40	10,32	164,90	8,68
Турска	51,50	8,38	57,20	7,82	60,90	7,87
Латин. Америка и Кариби	414,10	-	475,00	-	548,00	-
Аргентина	53,30	17,43	53,80	14,63	53,90	12,12
Бразил	141,30	8,71	175,30	8,18	208,00	8,34
Чиле	11,20	6,51	16,20	7,46	20,60	8,21
Колумбија	23,30	9,93	24,40	8,56	28,90	8,82
Мексико	97,40	11,03	105,90	10,24	123,30	10,64
Перу	13,60	10,71	18,70	12,15	20,90	11,71
Уругвај	9,20	30,16	9,20	23,35	10,00	21,41
Венецуела	43,20	13,11	48,60	12,34	59,00	18,64
Међународне организације	799,90	-	892,40	-	1.052,00	-

Напомена: NA (no available) – недоступни подаци

Извор: BIS, WEO, калкулације аутора

**Табела 7:***Домаћи инструменти дуа – сви емисиони (по националности емисиона)*

Земља	2009.		2010.		2011.	
	млрд\$	%БДП-а	млрд\$	%БДП-а	млрд\$	%БДП-а
Аргентина	57,30	18,74	58,20	15,73	53,00	11,92
Аустралија	845,10	85,09	965,10	77,39	1.023,40	68,66
Аустрија	364,70	94,83	362,40	95,37	335,40	80,16
Белгија	585,80	123,43	548,40	116,06	550,10	106,90
Бразил	1.237,20	76,26	1.456,70	67,98	1.488,80	59,72
Канада	1.324,60	96,76	1.485,40	91,92	1.547,70	86,90
Кина	2.565,40	51,41	3.031,40	51,12	3.344,80	45,68
Чешка Република	80,30	40,72	77,40	38,91	81,10	37,36
Данска	739,00	238,00	711,40	227,21	714,60	214,14
Финска	93,20	38,83	87,40	36,85	85,90	32,57
Француска	3.146,00	119,78	3.131,40	121,82	3.307,60	119,06
Немачка	2.801,80	84,72	2.606,70	78,70	2.534,20	70,25
Грчка	227,60	70,73	256,50	87,01	252,90	87,15
Хонг Конг	99,90	46,68	122,10	53,39	128,30	51,59
Индија	603,10	47,90	708,50	43,88	596,10	32,43
Индонезија	97,70	18,13	102,30	14,42	100,50	11,88
Ирска	317,80	141,50	304,30	146,58	292,10	132,05
Италија	3.191,00	150,76	2.997,00	145,54	3.077,70	140,13
Јапан	11.521,50	228,82	13.733,90	249,92	14.952,50	253,56
Малезија	202,60	100,15	285,70	115,76	303,70	105,49
Мексико	364,90	41,33	427,60	41,35	444,00	38,33
Холандија	1.006,40	126,05	975,10	124,82	955,50	114,08
Норвешка	239,20	63,15	244,70	58,14	239,50	48,81
Пољска	183,70	42,63	202,00	43,00	193,10	37,57
Португалија	230,80	98,34	261,10	113,87	282,30	118,61
Сингапур	113,00	59,85	127,60	55,07	127,50	48,00
Јужна Африка	155,00	54,35	208,40	57,38	195,70	48,66
Јужна Кореја	1.066,10	127,81	1.111,00	109,47	1.149,00	102,94
Шпанија	1.560,80	106,93	1.450,90	104,25	1.448,70	97,91
Шведска	423,20	104,13	404,20	87,39	422,00	78,35
Швајцарска	259,50	50,93	291,00	52,84	302,90	45,84
Тајланд	166,40	63,10	209,30	65,54	208,90	60,43
Турска	210,20	34,21	227,20	31,07	200,50	25,89
УК	1.548,80	70,62	1.648,90	72,72	1.743,80	71,72
САД	25.602,90	183,22	25.828,30	178,14	26.333,10	174,67

Извор: BIS, WEO, калкулације аутора

### 3. Фазе развоја тржишта обвезница у земљама у развоју

Фазни развој (секвенционирање) тржишта обвезница зависи од величине привреде, степена конкуренције у финансијском сектору, степена комплексности финансијског система и развијености структуре инвеститора у конкретној земљи и њихове заинтересованости за улагање у финансијске инструменте са фиксним приносом. На веома ниском степену развоја тржишта приоритет би требало дати развоју и јачању тржишта краткорочних инструмената. Развијање активног тржишта новца пружиће подршку иницијалној фази развоја тржишта обвезница. Прогрес на овом подручју не може се постићи без активног учешћа централне банке. Унапређивање процедура аукције, повећавање транспарентности у операцијама са државним хартијама од вредности, побољшавање дизајна инструмената и, посебно, стандардизовање емисија су високоприоритетне активности у раној фази развоја тржишта обвезница. Такође, већу конкуренцију међу тржишним посредницима требало би подстаћи. Ако је конкуренција слаба, остваривање резултата на овом подручју изискиваће реализовање дуготрајних и сложених процеса. На подручју тржишне инфраструктуре у иницијалној фази развоја тржишта обвезница главни фокус требао би да буде на једноставним и сигурним решењима која могу да подрже извршавање очекиваног ограниченог броја дневних трансакција. Уобичајене сметње развоја тржишта обвезница у овој фази су владина неодговорност према реформским процесима, пропуст централне банке да спроведе реформе режима монетарне политике и усмеравање веће пажње емитената на техничке уместо на суштинске елементе емисије. Након успостављања солидне основе за добро функционисање тржишта краткорочних инструмената, следи предузимање активности на афирмацији финансирања емисијом дугорочних инструмената. Алтернативне стратегије емитовање хартија од вредности са фиксним приносом са дужим роковима доспећа и емитовање дугорочних хартија од вредности индексираних на цене, валуту или краткорочне каматне стопе и комбинације ових стратегија су, према искуству земаља у развоју, успешно коришћене. Афирмација финансирања емисијом дугорочних хартија од вредности захтева развијање базе инвеститора са дугорочним инвестиционим хоризонтом (институционални инвеститори), тржишне регулативе, тржишне инфраструктуре и ефикасности тржишних посредника. С обзиром на то да је временски размак од идеје до резултата процеса развијања базе инвеститора са дугорочним инвестиционим хоризонтом дуг, неопходно је предузети иницијативе за премошћавање тог временског раскорака. Развијање репо тржишта омогућава инвеститорима у краткорочне хартије од вредности да улажу и у дугорочније инструменте без страха од немогућности продаје истих у тренутку настанка потребе за новцем. Међутим,

главни генератор ликвидности је секундарно тржиште, које инвеститорима са краткорочним инвестиционим хоризонтом омогућава да продају дугорочније хартије од вредности пре рока доспећа. Нереална очекивања у вези са вредновањем дугорочнијих обвезница<sup>4</sup> и мале користи од ограничавања приступа примарном тржишту<sup>5</sup> су уобичајене сметње развоја тржишта обвезница у овој фази. У последњој фази развојног процеса активно секундарно тржиште требало би да осигура основу за даље стандардизовање обвезница на тржишту. Наиме, хартије од вредности са истим роком доспећа требале би да буду потпуно заменљиве (fungible) и даље повећавање рочности хартија од вредности могуће. Циљ ове фазе је креирање бројних benchmark обвезница дуж криве приноса. Успостављање одговарајућег оквира и развијање сложенијих помоћних тржишта, као што су своп тржиште, репо тржиште и тржиште фјучерса, за ефикасније управљање ризиком су приоритетне активности на овом нивоу развоја тржишта обвезница. (Glaessner, & Ladekarl, 2001, pp. 31-33).

#### 4. Претпоставке, користи, фазе и ограничења у развоју локалног тржишта обвезница у земљама у развоју

Подаци у Табели 6 и Табели 7 јасно показују да је у земљама у развоју и тржиште интернационалних и тржиште домаћих инструмената дуга недовољно развијено. Развоју локалног тржишта инструмената дуга допринеће отварање тржишта према страним емитентима. Најважнија корист од укључивања страних емитената на домаће тржиште инструмената дуга је увођење добре тржишне праксе. Обично, спровођење иницијалне промене са циљем нормализовања тржишне праксе наилази на огроман отпор, јер је тешко антиципирати предности обављања истих послова на другачији начин. Али, једна спроведена промена отвара пут следећим променама. Страни емитенти на домаћем тржишту стимулишу повећавање обима активности постојећих и анимирање нових емитената, повећавање обима понуде инструмената дуга и проширивање базе инвеститора и структуре њи-

<sup>4</sup> Све док се не постигне одговарајући кредибилитет, влада ће морати да плати премију на своје инструменте дуга. Високи трошкови позајмљивања могу да се отклоне смањивањем ризика. Помоћ у формулисању оптималног trade-off-а између цене и ризика може да пружи чврст механизам управљања дугом са фокусом на управљање ризиком.

<sup>5</sup> На овом нивоу развојног процеса тржишни учесници форсираће укључивање примарних дилера на примарно тржиште. Сучељавањем предности од директног учешћа мале групе играча на тржишту државних хартија од вредности и недостатака од смањене тржишне конкуренције емитент ће да оцени користи од ограничавања приступа примарном тржишту. Без фундаменталне промене у подстицају дистрибуције хартија од вредности крајњим инвеститорима и адекватне конкуренције од стране, на пример, брокера/банака, користи би могле да буду мале.

хових портфолија. Страним инвеститорима, који нису спремни да у исто време преузму и кредитни и валутни ризик, улагање у инструменте дуга квалитетних страних емитената омогућава избегавање кредитног ризика. Дуже присуство на локалном тржишту охрабриће стране инвеститоре да улажу у инструменте дуга деноминоване у домаћој валути и тако преузму валутни ризик. Емисијом инструмената дуга страни емитенти помажу успостављању неризичног benchmark-а у земљама где он не постоји. Многим тржиштима недостаје добро развијена крива приноса, а свопови, нормално, нису доступни за дужа доспећа. Како се крива приноса и своп тржиште развијају, рочност обвезница се повећава. Према томе, отварање тржишта инструмената дуга према емитентима нерезидентима убрзава развијање и продубљивање своп тржишта.

Привлачење страних инвеститора на локално тржиште обвезница има двоструку корист и за развијене земље и за земље у развоју. У САД-у, на пример, страни инвеститори на тржишту државних хартија од вредности помогли су у одржавању домаћих каматних стопа на релативно ниском нивоу, без обзира на ниске стопе домаће штедње. Са друге стране, привлачењем страних инвеститора на локално тржиште обвезница смањује се зависност од задуживања у страниој валути, валутна неусклађеност између улагања и финансирања и могућност настанка и размере финансијских криза. Поставља се питање да ли је могуће да земље са настајућим тржиштем привуку стране инвеститоре на њихова локална тржишта обвезница. Ако макроекономску нестабилност у земљи са настајућим тржиштем узрокују екстерни фактори, могућности земље да привуче стране инвеститоре су ограничене. Међутим, ако нестабилност узрокују домаће политике, унапређивањем истих ствара се амбијент за привлачење страних инвеститора и продубљивање локалног тржишта обвезница. Дубоко локално тржиште обвезница стимулише креирање тржишта деривата које инвеститорима омогућава трансфер валутног ризика на оне који су спремни да га преузму. (Burger, & Warnock, 2006).

Непостојање тачних података о страном учешћу на домаћим тржиштима инструмената дуга отежава извлачење општих закључака. Доступни подаци показују да су нерезиденти у 2006. години купили домаћих инструмената дуга у вредности од око 9 милијарди долара – око две трећине страни институционални инвеститори, остатак страни индивидуални инвеститори. Степен учешћа страних инвеститора на домаћем тржишту варира у широком распону међу земљама, на пример мање од 1% у Кини, Индији, Кенији и Републици Кореји, а више од 20% у Мађарској и Пољској. У многим земљама растућа тражња домаћих институционалних инвеститора потискује стране инвеститоре. У последњих неколико година учешће страних

инвеститора на домаћем тржишту инструмената дуга у неким земљама је знатно порасло. У Мексику, на пример, учешће страних инвеститора порасло је са мање од 2% у 2002. години на више од 10% у 2006. години. Без обзира на њихово мало учешће, страни инвеститори играју важну улогу на неким сегментима домаћег тржишта инструмената дуга. Нерезиденти су држали 84% двадесетогодишњих обвезница у раној фази њиховог укључивања на мексичко тржиште, више од 40% двадесетогодишњих обвезница и најмање 80% хартија од вредности индексираних на инфлацију у Пољској и знатан део обвезница са дужим доспећима у Бразилу. Такође, страни инвеститори подстакли су увођење деривата и структурираних производа (нпр. credit-linked notes) чиме је смањен ризик каматне стопе и унапређен домаћи финансијски систем.

Користи од развијеног локалног тржишта инструмената дуга су више-струке. Прво,

...развој домаћег тржишта инструмената дуга може да повећа укупну финансијску стабилност и унапреди финансијско посредовање кроз већу конкуренцију и развој релевантне финансијске инфраструктуре, производа и услуга. Такође, може да помогне у трансформисању финансијског система из, примарно, банкарски оријентисаног у вишеслојни систем, где тржишта капитала могу да допуне финансирање путем банака. Развој тржишта државних хартија од вредности и хартија од вредности приватног сектора подстиче комерцијалне банке да креирају нове производе и посредују у кредитним пословима конкурентније. Развој тржишта хартија од вредности и кредитног тржишта и benchmark криве приноса омогућавају увођење нових финансијских производа, као што су споразуми о реоткупу (репо аранжмани), инструменти тржишта новца и деривати, који могу да унапреде процес управљања ризиком и финансијску стабилност. (Glaessner, et al., 2001, pp. 3-4)

Друго, локално тржиште обвезница ојачава финансијски сектор подстицањем веће транспарентности, вршењем притисака на компаније да се појаве на јавним тржиштима и форсирањем компанија да унапреде њихов менаџмент. Конкуренција између тржишта обвезница и локалног банкарског сектора снижава каматне стопе. Треће, локално тржиште дугорочних обвезница омогућава ефикаснију алокацију штедње, тј. алокацију која одговара и дужницима и штедишама. Дакле, развијено локално тржиште обвезница смањује улогу банака у инвестиционом процесу и размере мешања политике у процес алокације кредита. Такође, имајући у виду посебно важну улогу банака у платном систему, свака криза на кредитном тржишту, која је потпуно усмерена на банкарски систем, вероватно ће имати одраза на до-

маћу ликвидност и платни систем. Функционисање локалног тржишта обвезница може да помогне у раздвајању ових веза. Четврто, локално тржиште обвезница омогућава дужницима усклађивање рочности инвестирања и финансирања и тако елиминисање ризика промене каматне стопе. Банке обично дају краткорочне кредите јер су њихови извори средстава краткорочни, а пројекти нису нужно краткорочни. Пето, економска корист од локалног тржишта дугорочних обвезница јесте у томе што појединачним и институционалним инвеститорима обезбеђује високо квалитетне, ликвидне и у домаћој валути деноминоване инструменте штедње. Обвезнице су такав облик штедње који штедишама даје могућност избора рочности и нивоа ризика штедње.

На нивоу макроекономске политике, локално тржиште државних хартија од вредности омогућава финансирање буџетских дефицита из домаћих извора без ослањања на централну банку. Дакле, емитовањем државних хартија од вредности деноминованих у домаћој валути избегава се директно и потенцијално опасно монетизовање буџетског дефицита и задуживање у иностраној валути. Тржишно оријентисано финансирање буџетског дефицита смањивање трошкове сервисирања дуга у средњем и дугом року развојем дубоког и ликвидног тржишта државних хартија од вредности. Локално тржиште државних хартија од вредности, такође, ојачава трансмисију и имплементацију монетарне политике, укључујући остваривање монетарних циљева везаних за инфлацију, и омогућава употребу тржишних индиректних инструмената монетарне политике. Основ за развој тржишта корпоративних обвезница је ликвидно тржиште државних обвезница. С обзиром на то да су државне хартије од вредности најмање ризични инструменти у земљи, сви недржавни инструменти вреднују се на основу њих. Међутим, у земљама у којима је уведен *currency board* државни инструменти не морају да буду најмање ризични у земљи, јер влада нема могућност да монетизује дуг већ мора да обезбеди средства за сервисирање дуга, као и сваки други дужник. Обезбеђивање средстава за сервисирање дуга може да буде изузетно тешко за презадужене државе.

Поред користи од развијеног локалног тржишта обвезница, као што су позитиван утицај на привредни раст, инфлацију, штедњу, ниво и ефикасност инвестиција, јачање домаће валуте и финансијског тржишта и приступ страним тржиштима капитала, Abbas S.M. и Christensen J.E. (2007) наводе и недостатке развијеног локалног тржишта државних обвезница. Наиме, емитовањем обвезница држава повлачи домаћу приватну штедњу, која би иначе била расположива за кредитирање приватног сектора. Смањење понуде капитала приватном сектору генерише повећање цене капитала и смањење приватних инвестиција, акумулације капитала, раста

и благостања. Развијено локално тржиште државних обвезница активира проблеме одрживости јавног дуга и буџетског дефицита, временске неконзистентности и ограничавања банкарских кредита приватном сектору због усмеравања великог износа банкарских средстава на улагање у атрактивније државне инструменте дуга.

Развој локалног тржишта обвезница реализује се у три фазе. У првој фази развоја потребе емитената за дугорочним задуживањем у домаћој валути и потребе инвеститора за дугорочним инвестирањем усклађују и задовољавају се приватним пласманом инструмената. Основна обележја тржишног амбијента су ограничени број емитената и инвеститора, релативно неквалификовани посредници, релативно неразвијено тржиште капитала, неразвијено тржиште државних хартија од вредности и слаб, али доминантан банкарски систем. Такав амбијент не може да подржи функционисање јаког примарног, а још мање секундарног тржишта у кратком и средњем року. Посредници морају да посредују у извршавању не само у купопродајним трансакцијама већ и уговорних права, прописа везаних за приватни пласман и откривање информација и механизма регистравања власништва и плаћања обавеза. Тешкоће у вредновању инструмената, преференције варијабилних каматних стопа од стране емитената и инвеститора и њихова жеља за ограничавањем доспећа су последице непостојања benchmark-а. Друга фаза развоја подразумева изградњу примарног тржишта за јавну емисију и приватни пласман хартија од вредности. То се одвија у амбијенту кога карактерише постојање неколико атрактивних емитената, повећан, али још увек недовољан број инвеститора, тржиште капитала у развоју и задовољавајуће макроекономско окружење. Постојање јавних компанија, прописа везаних за откривање информација, рејтинг агенција и ОТС аранжмана пружиће подршку јавној емисији хартија од вредности деноминованих у домаћој валути. Постојање чак и ограниченог benchmark-а биће корисно за вредновање инструмената незнатно дужег доспећа. Развој секундарног тржишта у условима када постоји довољно емитената и инвеститора и квалификованих посредника и подстицајно макроекономско окружење реализује се у трећој фази развоја локалног тржишта обвезница. У овој фази развоја, развој тржишта државних инструмената омогућава вредновање нових емисија као и развој других елемената финансијског система. Рејтинг агенције морају да буду способне да извршавају рејтинговање већег броја инструмената. Проширивање постојеће базе инвеститора афирмацијом институционалних инвеститора, унапређивање прописа везаних за откривање информација и знатно усавршавање и едуковање регулатора и тржишних учесника о користима и ризицима одређених тр-



жишних производа и учествовања на тржишту су приоритетне активности у трећој фази развоја локалног тржишта обвезница.

Земље са бољим инфлаторним перформансама, које су резултат стабилније монетарне и фискалне политике, снажнијим институцијама и ефикаснијом заштитом права кредитора имају развијеније локално тржиште обвезница и мање се ослањају на задуживање у иностраној валути. Такође, земље у којима људи нису спремни да постану кредитори, тј. нису заинтересовани да депонују новац у банке, имају неразвијен банкарски систем и неразвијено тржиште обвезница. Детерминанте величине тржишта државних и недржавних обвезница су сасвим сличне. Земље са бољим инфлаторним перформансама и чвршћом владавином права имају веће тржиште и државних и корпоративних обвезница. Главна разлика лежи у утицају фискалне политике. Наиме, већи буџетски дефицит и склоност финансирања дефицита емисијом обвезница узрокују постојање већег тржишта државних обвезница. (Burger, et al., 2006, pp. 6-11). Од свих ограничења развоја локалног тржишта обвезница у земљама у развоју највише забрињавајуће ограничење је погрешно схватање владиних представника финансијског сектора да су каматне стопе данас сувише високе и да ће увек сутра бити ниже. Последица оваквог схватања јесте став власти да би развој локалног тржишта обвезница требало одгодити. У стварности, наравно, каматне стопе кретаће се у неочекиваном смеру. Стално одгађање емисије обвезница са циљем задуживања уз ниже каматне стопе ствара представу о томе да је развој локалног тржишта обвезница шпекулативна активност. Напротив, развој локалног тржишта обвезница је дугорочни програм који захтева емитовање обвезница без обзира на то шта ће се догодити са каматним стопама.

## Закључак

Упоређивањем и апсолутног (обим емитованих и продатих интернационалних хартије од вредности које су емитоване у домаћој валути и намењене страним инвеститорима и хартије од вредности које су емитоване у иностраној валути) и домаћих (хартије од вредности које су емитоване у домаћој валути и намењене домаћим инвеститорима) инструмената дуга изражен у милијардама долара) и релативног (однос обима емитованих и продатих интернационалних и домаћих инструмената дуга и бруто домаћег производа) показатеља развијености тржишта инструмената дуга у развијеним земљама и земљама у развоју долазимо до закључка да су укупно и појединачни сегменти тржишта инструмената дуга у земљама у развоју недовољно развијени. Афирмација тржишта обвезница у земљама у развоју има велики значај. Развијено и конкурентно тржиште обвезница осигура-

ва ниже трошкове финансирања, ефикаснију алокацију ресурса, могућност успостављања квалитетније структуре капитала предузећа, бољу подршку иновацијама и сл. Конкуренција на страни понуде капитала елиминише доминацију банака у финансијској сфери и пружа могућност дебиторима лошијег кредитног квалитета да и од банака (које би иначе одбиле њихове захтеве за кредите), између осталих, прибаве потребан капитал. Развијено тржиште обвезница у земљама у развоју интернационалним инвеститорима проширује спектар доступних могућности за унапређивање односа између ризика и приноса њихових портфолија јер је степен корелације између приноса хартија од вредности чији емитенти потичу из земаља са настајућим тржиштем и приноса хартија од вредности чији емитенти су резиденти развијених земаља низак. Тржиште обвезница доприноси привредном развоју и може да се сматра барометром општег развоја датог локалног тржишта. Значај афирмације тржишта benchmark обвезница огледа се не само у доприносу привредном развоју земље него и у подстицају развоја осталих сегмената тржишта обвезница.

Имајући у виду огроман значај развијеног тржишта обвезница, неспорно је да велики напор треба усмерити ка његовој афирмацији у земљама у развоју. На путу до развијеног тржишта обвезница бројне препреке развоја морају да буду превазиђене. Активности на отклањању ограничења на страни пунуде су креирање стимулативног макроекономског амбијента, реформа корпоративног управљања и сл. а на страни тражње јачање улоге институционалних инвеститора, разматрање приватног пласмана као краткорочне опције и сл. Развој тржишта обвезница, такође, захтева развој инфраструктуре, тј. боље откривање информација (information disclosure), поузданије кредитне рејтинге, робустне benchmark криве приноса, квалитетне системе извршавања трансакција и управљања ризиком и успостављање чврстог правног оквира, посебно у делу регулисања права својине и стечаја.

Секвенционирање развоја тржишта обвезница зависи од величине привреде, степена конкуренције у финансијском сектору, степена комплексности финансијског система и развијености структуре инвеститора у конкретној земљи и њихове заинтересованости за улагање у финансијске инструменте са фиксним приносом. На веома ниском степену развоја тржишта приоритет би требало дати развоју и јачању тржишта краткорочних инструмената. Након успостављања солидне основе за добро функционисање тржишта краткорочних инструмената, следи предузимање активности на афирмацији финансирања емисијом дугорочних инструмената. У последњој фази развојног процеса активно секундарно тржиште требало би да осигура основу за даље стандардизовање обвезница на тржишту.

Расположиви подаци јасно показују да је у земљама у развоју и тржиште интернационалних и тржиште домаћих инструмената дуга недовољно развијено. Користи од развијеног локалног тржишта инструмената дуга су вишеструке. Прво, развој домаћег тржишта инструмената дуга може да повећа укупну финансијску стабилност и унапреди финансијско посредовање кроз већу конкуренцију и развој релевантне финансијске инфраструктуре, производа и услуга. Такође, може да помогне у трансформисању финансијског система из, примарно, банкарски оријентисаног у вишеслојни систем, где тржишта капитала могу да допуне финансирање путем банака. Друго, локално тржиште обвезница ојачава финансијски сектор подстицањем веће транспарентности, вршењем притисака на компаније да се појаве на јавним тржиштима и форсирањем компанија да унапреде њихов менаџмент. Конкуренција између тржишта обвезница и локалног банкарског сектора снижава каматне стопе. Треће, локално тржиште дугорочних обвезница омогућава ефикаснију алокацију штедње, тј. алокацију која одговара и дебиторима и штедишама. Такође, имајући у виду посебно важну улогу банака у платном систему, свака криза на кредитном тржишту, која је потпуно усмерена на банкарски систем, вероватно ће имати одраза на домаћу ликвидност и платни систем. Функционисање локалног тржишта обвезница може да помогне у раздвајању ових веза. Четврто, локално тржиште обвезница омогућава дебиторима усклађивање рочности инвестирања и финансирања и тако елиминисање ризика промене каматне стопе. Пето, економска корист од локалног тржишта дугорочних обвезница јесте у томе што појединачним и институционалним инвеститорима обезбеђује високо квалитетне, ликвидне и у домаћој валути деноминоване инструменте штедње. На нивоу макроекономске политике, локално тржиште државних хартија од вредности омогућава финансирање буџетских дефицита из домаћих извора без ослањања на централну банку. Даље, локално тржиште државних хартија од вредности ојачава трансмисију и имплементацију монетарне политике, укључујући остваривање монетарних таргета и циљева везаних за инфлацију, и омогућава употребу тржишних индиректних инструмената монетарне политике. Такође, ликвидно тржиште државних обвезница је основ за развој тржишта корпоративних обвезница.

Развој локалног тржишта обвезница реализује се у три фазе. У првој фази развоја потребе емитената за дугорочним задуживањем у домаћој валути и потребе инвеститора за дугорочним инвестирањем усклађују и задовољавају се приватним пласманом инструмената. Друга фаза развоја подразумева изградњу примарног тржишта за јавну емисију и приватни пласман хартија од вредности. Развој секундарног тржишта у условима када постоји довољно емитената и инвеститора и квалификованих посред-

ника и подстицајно макроокружење реализује се у трећој фази развоја локалног тржишта обвезница.

## Литература

- Abbas, S.M. & Christensen, J.E. International Monetary Fund, WP/07/127. (2007). *The Role of Domestic Debt Markets in Economic Growth: An Empirical Investigation for Low-Income Countries and Emerging Markets*: available at IMF: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07127.pdf> (12.07.2008.)
- Batten, J.A. & Szilagyi, P.G. IIS, Discussion Paper No. 138. (2006). *Developing Foreign Bond Markets: The Arirang Bond Experience in Korea*: available at IIS: <http://www.tcd.ie/iis/documents/discussion/pdfs/iisdp138.pdf> (12.07.2008.)
- Burger, J.D. & Warnock, F.E. Darden Business School, Working Paper No. 05-07. (2006). *Foreign Participation in Local Currency Bond Markets*: available at: <http://elsa.berkeley.edu/users/eichengr/af/warnock.pdf> (12.07.2008.)
- Dittmar, D.F. & Yuan, K. (2005). *The Pricing Impacts of Sovereign Bonds*: available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=672721> (12.07.2008.)
- Glaessner, T. & Ladekarl, J. (2001). *Issues in Development of Government Bond Market*: available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=882875> (12.07.2008.)
- Hagmayr, B., Haiss, P. & Sumegi, K. (2007). *Financial Sector Development and Economic Growth – Evidence for Southeastern Europe*: available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=968253> (12.07.2008.)
- Mody, A. International Monetary Fund: WP/04/177. (2004). *What Is an Emerging Market*: available at IMF: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04177.pdf> (12.07.2008.)
- BIS. 77th Annual Report. (2007). Available at BIS: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2007e.htm> (12.07.2008.)
- World Bank. *Global Development Finance*. (2007). Available at World Bank: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/8126/477220v10GDF0G1sclosed0Mar010020091.pdf?sequence=1> (12.07.2008.)
- World Bank. *Global Development Finance*. (2012). Available at World Bank: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/2392/662300PUB0EPI000development0finance.pdf?sequence=1> (28.03.2013.)