

RAZVIJENOST FINANSIJSKOG TRŽIŠTA U BOSNI I HERCEGOVINI

Ismet Kumalić

Doktor ekonomskih nauka, Vanjskotrgovinska komora Bosne i Hercegovine, Sarajevo,

Email: kuismet@bih.net.ba

Rezime: *Između privrednog razvoja i finansijskog tržišta postoji visoka međuzavisnost. Privredni razvoj za posljedicu ima rast dohotka što dovodi do rasta štednje, a time i finansijskog tržišta. Špekulativno (kratkoročno) kretanje kapitala na slabim i nerazvijenim tržištima prouzrokuje poremećaje i finansijsku krizu. Razvijena, dobro regulirana i stabilna finansijska tržišta su otpornija, i lakše mogu da se odupru vanjskim udarima. Usklađen razvoj finansijskog tržišta osigurava stabilan privredni razvoj. Strana ulaganja na dugi rok, na manje razvijenim tržištima, predstavljaju jedan od načina da se osigura stabilnost i smanji jaz u razvijenosti. Najčešći pokazatelji razvijenosti finansijskog tržišta su: razvijenost finansijske strukture; razvijenost bankarskog sistema; razvijenost tržišta kapitala; odnos bankarskog sistema i tržišta kapitala, kao i razvijenost nebankarskih finansijskih posrednika. Primjenom i kombinacijom naučnih metoda analize i sinteze, kvantitativne i komparativne metoda i metoda deskripcije i kompilacije utvrđeno je: da je finansijsko tržište BiH bankocentrično i po svojoj strukturi nerazvijeno; bankarski sektor spada u srednje razvijene sa visokom koncentracijom osnovnih agregata što ga čini osjetljivim i više rizičnim; tržište kapitala je nerazvijeno i malo po obimu i broju instrumenata; višeslojno organizirano, nefunkcionalno i loše koordinirano. Iznešeni rezultati u radu su potvrdili postavljenu hipotezu da je finansijsko tržište u BiH bankocentrično, siromašno i nedovoljno razvijeno.*

Ključne riječi: *finansijsko tržište, privredni razvoj, tržište kapitala*

JEL: E 44; G 10

UVOD

Od svih tržišta na kojima se sučeljava ponuda i potražnja za određenom vrstom robe ili usluga najosjetljivija su finansijska tržišta. U isto vrijeme finansijska tržišta predstavljaju najuređenija tržišta koja su najviše regulisana i kontrolisana

od strane regulatora, odnosno državnih institucija. Funkcionisanje finansijskog tržišta je neodvojivo od ukupnog ekonomskog prostora jedne zemlje. S obzirom na pokretljivost finansijskog kapitala i imovine teško je povući granicu između domaćeg (nacionalnog) finansijskog tržišta i globalnog (međunarodnog) finansijskog tržišta. Koliko god regulativa i razvoj domaćeg finansijskog tržišta bili neovisni, ista moraju uzimati međunarodne standarde i praksu i činiti napore u prilagođavanju opće prihvaćenim normama.

Osnovni cilj nacionalne regulative u osnovi teži uspostavljanju finansijskog sistema koji će osigurati rast nacionalne ekonomije. Osnovna funkcija finansijskog sistema se ogleda u povezivanju štednje i investicija na način koji će osigurati privredni rast. Najznačajniji dio finansijskog sistema predstavlja finansijsko tržište. Razvijenost finansijskog tržišta i njegovo uspješno funkcioniranje određuje uspješnost ekonomskog razvoja. Ukoliko je finansijsko tržište zdravo i dobro funkcionira onda je i sistem spreman na brza prilagođavanja i napore koje zahtjeva svaki razvoj.

Koje su osnovne karakteristike i nivo razvijenosti finansijskog tržišta u BiH, pitanje je na koje se traži odgovor u ovom radu kroz slijedeću hipotezu: Finansijsko tržište u BiH je bankocentrično, siromašno, i nedovoljno razvijeno.

Cilj istraživanja je: da se korištenjem naučnih metoda provjeri postavljena hipoteza na finansijskom tržištu u BiH i da se da odgovor na pitanje: da li navedena hipoteza važi u ocjeni dostignutog nivoa razvoja finansijskog tržišta u Bosni i Hercegovini. Prilikom istraživanja i formulisanja rezultata korištene su u kombinaciji naučne metode analize i sinteze, kvantitativne metode, komparativna metoda, metoda dokazivanja i oprvagavanja, metoda apstrakcije i konkretizacije, metoda deskripcije i kompilacije.

FINANSIJSKO TRŽIŠTE I RAZVOJ

Privredna društva i organizacije svoju djelatnost obavljaju unutar finansijskog sistema, kojeg čini mnoštvo učesnika i institucija koje su u funkciji preduzeća, pojedinaca i vlada. Učesnici svakodnevno imaju dodir sa finansijskim tržištem, bilo da na tržište iznose višak finansijske imovine, bilo da istu pozajmljuju od drugih. Finansijska tržišta predstavljaju finansijsku okolinu u kojoj djeluju i rade privredni subjekti. (Horne, 2002, str. 22-26). Za razliku od robnih tržišta na kojima se učesnici bore jedni protiv drugih, na finansijskom tržištu oni međusobno saraduju. Ukoliko su finansijska tržišta razvijena, funkcionalnija i organizovanija, među-

sobna saradnja je lakša, sigurnija i produktivnija što predstavlja krajnji cilj koji dovodi do razvoja i poboljšanja standarda i dobrobiti cijele društvene zajednice.

Postoje različite definicije finansijskog tržišta kao i njihova podjela. Sve one se mogu svesti na opštu definiciju koja definiše finansijsko tržište kao: „mjesto na kome se susreću ponuda i potražnja finansijskih sredstava“ (Orsag, 2011, str. 4). Finansijska sredstva predstavljaju novac kao specifičnu robu gdje ne dolazi do direktnog transfera (isporuke) robe prilikom kupoprodaje. Promet se vrši korištenjem finansijskih instrumenata koji predstavljaju ugovore iz kojih proističu prava i obaveze iz određenog finansijskog odnosa. Ovi se instrumenti nazivaju vrijednosni papiri i predstavljaju obligaciju izdavaoca (emitenta) vrijednosnog papira prema imaocu istog. Slijedeći navedenu logiku finansijska tržišta predstavljaju: „mjesto na kome se obavlja promet vrijednosnih papira“ (Orsag, 2001, str. 4). Navedene definicije ne treba shvatiti u bukvalnom smislu, jer se danas transakcije uglavnom obavljaju elektronskim sučeljavanjem informacija o ponudi i potražnji finansijske imovine. Pod finansijskom imovinom se podrazumjevaju vrijednosni papiri, depoziti, finansijska prava, devize, zlato, žiralni novac, „vrući“ novac. Ovisno o vrsti instrumenata i načinu trgovanja postoji široka podjela finansijskih tržišta. Osnovna podjela se svodi na tržište novca, tržište kapitala, ugovorna, organizovana; OTC (over-the-counter), primarna, sekundarna, tercijarna, devizna, međunarodna i druga tržišta. Nivo razvijenosti tržišta određuje i njihovu podjelu. Najznačajnija podjela je na novčano tržište (kratkoročna imovina) i tržište kapitala (dugoročna imovina), primarna i sekundarna tržišta (Kumalić J., 2004, str. 153).

Postoje dileme o međuzavisnosti razvoja finansijskog tržišta i privrednog rasta. Izražena je visoka saglasnost da postoji povezanost između privrednog rasta i razvoja finansijskog tržišta. Nesporazum nastaje oko pitanje da li je razvoj finansijskog tržišta pokretač razvoja (argument ponude) ili privredni razvoj uzrokuje razvoj finansijskog tržišta (argument tražnje)¹. Kako postoji nesporazum proizilazi da nema odgovora ili da se odgovor krije u prihvatanju zaključka da je djelovanje obostrano (Šonje, 2005, str. 33). Drugo pitanje se odnosi na samu strukturu finansijskog sistema. Da li je na određenom ekonomskom stepenu više važan bankarski sektor ili nebankarski sektor i tržište kapitala? Iskustva pokazuju, da na nižem nivou privrednog razvoja glavnu ulogu imaju banke, a na višem nivou razvoja veći značaj poprima tržište kapitala. Isto tako je poznato da poslovi koje obavljaju banke nisu identični poslovima koje obavljaju nebankarski finansijski posrednici. Slijedi zaključak da banke i finansijski posrednici nisu konkurencija, nego komplementarne funkcije.

Za privredni rast je važan razvoj i jednih i drugih. Svako zaostajanje ima negativno djelovanje na ukupan privredni razvoj. Kočenje ili ignorisanje razvoja nebankarskih finansijskih posrednika i tržišta kapitala ne pomaže banke, nego usporava ukupan finansijski privredni razvoj čime se povratno usporava i razvoj banaka. Postoje i drugi uticaji, kao i povratno djelovanje privrednog razvoja na razvoj finansijskog tržišta. Privrednim razvojem se povećava dohodak, a samim tim i štednja neophodna za razvoj finansijskog tržišta. Radi se o jednoj cjelini i međusobnoj povezanosti i podupiranju jedni drugih.

Isto tako postoji dilema: da li male zemlje i zemlje u razvoju trebaju tržište kapitala i da li postoji opasnost od ulaza inostranog kapitala na njihova tržišta. Činjenice ukazuju da najrazvijenije zemlje imaju i najrazvijenija tržišta kapitala. Da li veličina zemlje i njena razvijenost mogu biti ograničavajući faktor razvoju tržišta kapitala? Među ekonomistima postoje mišljenja koja naglašavaju opasnost od „špekulativnog“ ulaza stranog kapitala u malim i otvorenim zemljama. U slučaju ulaska špekulativnog kapitala na likvidna tržišta u nastajanju, najčešće će prouzrokovati (nepotrebnu) aprecijaciju valute, a povlačenjem sa tržišta prouzrokuje (često i nepotrebno) naglu deprecijaciju valute. Ova kretanja za posljedicu mogu imati finansijsku krizu i zastoj u razvoju tržišta kapitala. Shodno tome, bolje je ne razvijati tržište kapitala i onemogućiti priliv kratkoročnog stranog kapitala. Ovo liči na poznato bankarsko pravilo: „novac mogu posuditi samo oni koji ga ne trebaju“ (Miskhin, 2005, str. 382).

Postoje i druga promišljanja, među koje spadaju Pill i McKinnon, koji su pokazali da je logični tok obrnut: finansijski poremećaji i krize nastaju nakon pretjeranih stranih priliva kapitala iz razloga slabosti (nerazvijenosti) domaćeg finansijskog tržišta. Ako su finansijska tržišta razvijena, dobro regulirana i stabilna, na njima se kriza neće dogoditi“ (Šonje, 2005, 41). Priliv stranog kapitala dovodi do bržeg razvoja na dugi rok, zato postoje nesporni dokazi. Kratkoročni prilivi izazivaju neusklađenost i udare koji mogu izazvati nered i potres. Iskustva su pokazala da zdravi sistemi to lakše podnose. Razvijeno tržište se lakše nosi sa nepredviđenim „udarima“. Razvijenost finansijskog tržišta i zemlje neodvojive su cjeline i one međusobno djeluju u povratnoj sprezi. Prema tome, usklađena razvijenost tržišta osigurava stabilan privredni razvoj.

Manje razvijene zemlje se istovremeno suočavaju sa nerazvijenim tržištem kapitala i sa potrebom bržeg rasta, što zahatijeva veća znanja i bogatija iskustva koja one nemaju. Razvijene zemlje imaju više znanja i iskustva. Različite pozicije na dugi rok vode u produbljanje jaza između razvijenih i nerazvijenih zemalja. Strana

ulaganja na dugi rok, na manje razvijenim tržištima, predstavljaju jedan od načina da se smanji jaz u razvijenosti. BiH kao mala, otvorena i nerazvijena zemlja suočava se sa istim izazovima i zato je važno da se posveti dovoljna pažnja daljem razvoju finansijskog tržišta, kako bi se iskoristili postojeći potencijali za razvoj zemlje.

Uspostavljanje nacionalnog tržišta kapitala, nije moguć bez intervencije države. Država je ta koja donosi potrebnu regulativu, vrši kontrolu i intervencije na tržištu. U početnoj fazi razvoja tržišta kapitala mora se obaviti masovna emisija vrijednosnih papira (primarno tržište) kako bi se osigurala minimalna količina vrijednosnih papira za trgovanje na sekundarnom tržištu. Kada se tržište pokrene, neophodna je kontrola (nadzor) nad funkcionisanjem istog. Prenaglašena kontrola može ugušiti tržište, a prevelika liberalizacije može odvesti u zloupotrebe i prevare i na kraju do urušavanja samog tržišta. Ovdje se ne misli na kontrole za sprečavanje finansijskog kriminala, jer on pronalazi svoje puteve u svim sistemima regulacije tržišta. Borba protiv finansijskog kriminala je stvar poreske uprave i institucija za sprečavanje pranja novca. U vidu se imaju kapitalne kontrole koje ograničavaju slobodu „tihog“ većini koja posluje u skladu sa regulativom. Nauka i praksa još uvijek nisu odgovorile na mnoga pitanja i dileme koje postavlja nivo regulacije i kontrole. Intervencija države ima smisla samo u funkciji bržeg sveukupnog razvoja zemlje.

Bosna i Hercegovina je uspostavila tržište, uspostavila institucije, regulativu i kontrolu samog tržišta. Finansijsko tržište je dobilo okvire za dalji razvoj. Tržište kapitala je prošlo jedan razvojni ciklus od uspostavljanja, rasta, pada i ponovnog oživljavanja.

NIVO RAZVIJENOSTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA U BIH

Razvijenost finansijskog tržišta jedne zemlje mjeri se na različite načine. Najčešći pokazatelji razvijenosti uzimaju se: razvijenost finansijske strukture; razvijenost bankarskog sistema; razvijenost tržišta kapitala; odnos bankarskog sistema i tržišta kapitala, razvijenost nebankarskih finansijskih posrednika (Šonje, 2005, str. 48-58). Mjerenje dostignutog nivoa razvijenosti vrši se na osnovu statističkih podataka koji pokazuju veličinu i odnose pojedinih pokazatelja. U daljoj analizi izniće se pokazatelji koji se odnose na finansijsko tržište BiH, kako bi se pokazao nivo razvijenosti i karakteristike finansijskog tržišta BiH.

Jedna od osnovnih mjera razvijenosti finansijskog tržišta je razvijenost finansijske strukture. Finansijski sistemi su složeni po svojoj strukturi i načinu funkcionira-

nja. Najčešće institucije u strukturi su: banke, osiguravajuća društva, investicijski fondovi, štedno-kreditne organizacije, te tržište vrijednosnih papira. Sve navedene institucije regulisane su od strane vlade (Miskhin, 2005, str. 371). Struktura finansijskog tržišta u BiH je zasnovana na finansijskim posrednicima. Važnost i veličina se najčešće mjeri učešćem posrednika u ukupnoj aktivni finansijskog sektora. Veličina i razvijenost finansijskih posrednika u BiH data je u narednoj tabeli:

Tabela 1: Struktura aktive finansijskog sektora BiH (u mio KM) 2005-2011.god.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Prosjek %
Banke	11.875	14.698	19.520	21.048	20.707	20.452	20.952	82,2
Fondovi	1.792	1.553	1.764	1.242	885	898	799	5,6
Osiganja	676	708	853	889	933	936	1.080	3,8
MKO	344	522	916	1.210	1.087	856	753	3,6
Lizing	564	862	1.417	1.600	1.598	1.108	1.149	5,2
Ukupo	15.251	18.343	24.470	25.989	25.210	24.250	24.733	100,0

Izvor: CB BiH GI 2006. i 2009.; Agencija za osiguranje BiH, izvještaji za 2005., 2007., 2009. i 2011.

Učešće aktive banaka u aktivni sektora se kretalo od 79,7% do 84,7% u 2011. god. Najveća aktiva banaka bila je u 2008.god. Investicioni fondovi su imali najveće učešće u 2005.god. od 11,7 % u ukupnoj aktivni, od kada imaju tendenciju relativnog pada u ukupnom učešću. Najniže učešće investicioni fondovi su zabilježili 2011.godine, kada je učešće iznosilo svega 3,2%. Osiguravajuća društva su zadržala relativno isto učešće u ukupnoj aktivni, koje se kretalo između 3,4 i 4,4 %. Učešće mikrokreditnih organizacija se kretalo između 2,2 i 4,7 %, a lizing društava između 3,6 i 6,3% u ukupnoj aktivni sektora. Ukupna aktiva je imala tendenciju rasta do 2008.god. U 2009. dolazi do pada ukupne aktive za 3 % u odnosu na 2008., a 2010 za 3,8% u odnosu na 2009. god. U 2011. dolazi do porasta ukupne aktive za 2% u odnosu na 2010. god.

Prosječno učešće u ukupnoj aktivni sektora, u posmatranom periodu, iznosilo je: banaka 82,2 %; investicionih fondova 5,6 %; osiguravajućih društava 3,8 %; mikrokreditnih organizacija po 3,6 % i lizinga 5,2 %. Ima li se u vidu da su većinski vlasnici lizing kuća u BiH banke², onda učešće banaka u ukupnoj strukturi se povećava. Iz navedenih podataka se vidi da je učešće nebankarskih finansijskih institucija ispod 20 % (realno ispod 15 %) što pokazuje nedovoljnu razvijenost nebankarskih finansijskih institucija. Što je ovaj odnos veći, to je

tržište raznovrsnije i razvijenije. Finansijsko tržište BiH je nerazvijeno po svojoj strukturi.

Jedna od mjera kojom se procjenjuje razvijenost finansijskog sektora je odnos aktive finansijskog sektora prema BDP. Kako se kretao taj odnos može se vidjeti iz sljedeće tabele:

Tabela 2: Odnos aktive finansijskog sektora i banaka BiH prema BDP u periodu 2004-2011.god.

Opis	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Odnos aktive fin. sekt. i BDP u %		88,9	94,1	112,4	105,2	105,0	98,0	100,6
Odnos aktive banaka i BDP u %	58,7	69,2	76,3	89,6	85,2	86,2	82,6	85,2

Izvor: tabela 1. i CB BiH, GI 2006., 2010. i 2011. (preračunato)

Rast aktive finansijskog sektora bio je brži od rasta BDP, tako da je aktiva finansijskog sektora prešla BDP u 2007. godini. Odnos aktive finansijskog sektora je porastao sa 88,9 % u 2005.godini na 112,4 % u 2007.godini, nakon čega dolazi do stabiliziranja na nivou 105,2 %, i ponovnog pada na 98,0 % u 2010. god. U 2011.god aktiva je bila iznad BDP za 0,6 %. Aktiva banaka bilježi brži relativni porast aktive u odnosu na BDP. Odnos aktive banaka prema BDP se povećao sa 58,7 % na 89,6 % u 2007., odnosno 85,2 % u 2011. Nivo ispod 100 pokazuje srednju razvijenost bankarskog sektora. Omjer aktive bankarskog sektora prema BDP u razvijenim zemljama prelazi 100 % i kreće se do 150 %. U najrazvijenijim tržištima može da dostigne nivo i do 200 %. Ono što karakteriše finansijsko tržište BiH, a što se može zaključiti iz prednjih podataka, je bankocentričnost (koncentracija na banke). Bankarski sektor predstavlja najrazvijeniji sektor u Bosni i Hercegovini.

Za ocjenu razvijenosti bankarskog sektora na finansijskom tržištu često se koristi mjera odnosa kredita banaka datih privatnom sektoru prema BDP. Što je veće učešće kredita datih privatnom sektoru, smatra se da su tržište i zemlja razvijeniji. Rastom aktive banaka, rasli su i krediti u nominalnom iznosu. Odnos ukupnih kredita prema BDP dostigao je nivo od 62,3 %. Rast kredita je zaustavljen prisutnom recesijom i relativnim opadanjem aktive banaka. Pokazatelji dati u tabeli 3. pokazuju odnos ukupnih kredita prema BDP i udio kredita datih privatnom sektoru.

Tabela 3: Odnos kredita i BDP u BiH u periodu 2004-2011.god. (u mio KM)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
BDP	15.946	17.157	19.272	21.778	24.717	24.004	24.750	24.583
Kreditni ukupno	5.927	7.544	9.308	11.949	14.556	14.100	14.580	15.311
Kreditni privat. lica	2.478	3.245	4.075	5.274	6.736	6.662	6.935	7.122
Učešće kredita u BDP (u%)	37,2	43,9	48,3	54,9	58,9	58,7	58,9	62,3
Učešće kred. priv. lica u BDP (u%)	15,5	18,9	21,1	24,2	27,2	28,0	28,0	29,0
Uč.kred.priv.sek. u uk.kred. (u %)	41,8	43,0	43,8	44,1	46,3	47,2	47,6	46,5

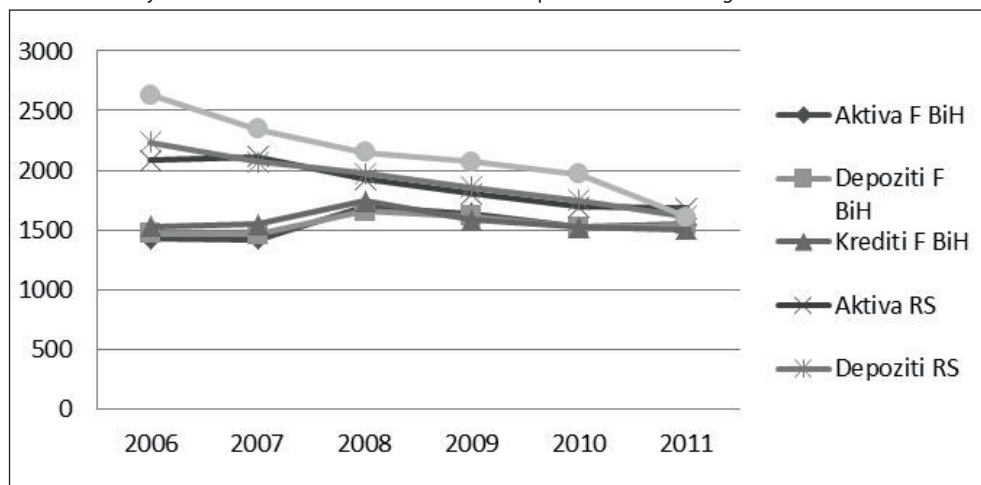
Izvor: CB BiH, GI 2005, 2007, 2010, 2011.

Odnos kredita prema BDP-u je pokazao tendenciju rasta u posmatranom periodu, tj. sa 37,2 % u 2004. povećao se na 62,3 % u 2011. Odnos kredita prema BDP privatnih lica se povećao sa 15,5 % u 2004. na 29,0 % u 2011. godini. Učešće privatnog sektora u ukupnim kreditima bankarskog sektora se kretalo između 41,8 i 47,6 %, odnosno ispod 50 %. Udio kredita datih privatnom sektoru u odnosu na BDP kretao se između 15,5 % i 29,0 %, odnosno ispod 30 % u odnosu na BDP.

Zemlja se smatra nerazvijenom ukoliko je omjer kredita privatnog sektora prema BDP ispod 20%. Razvijenim zemljama se smatraju zemlje sa odnosom iznad 70%. U niže srednje razvijene zemlje se svrstavaju zemlje koje se kreću u omjeru od 20 do 40%, a više srednje razvijene iznad 40% učešća. BiH sa svojim učešćem od 21,1% u 2006. god.prešla je prag nerazvijenih zemalja i sada se nalazi u sredini niže srednje razvijених zemalja. Učešće privatnog sektora u ukupnim bankarskim kreditima je ispod 50 %, što takođe pokazuje nedovoljnu razvijenost finansijskog tržišta (Kumalić I., 2012, str. 96).

Za mjerenje finansijskog rizika jedne zemlje značajna je koncentracija aktive, kredita i depozita bankarskog sektora koja se mjeri Hirschmann-Herfindahl-_{im} indeksom (HHI).³ Kretanje indeksa dato je na slijedećem grafikonu:

Slika 1: Kretanje HHI indeksa u bankarskom sektoru BiH u periodu 2006 - 2011.god.

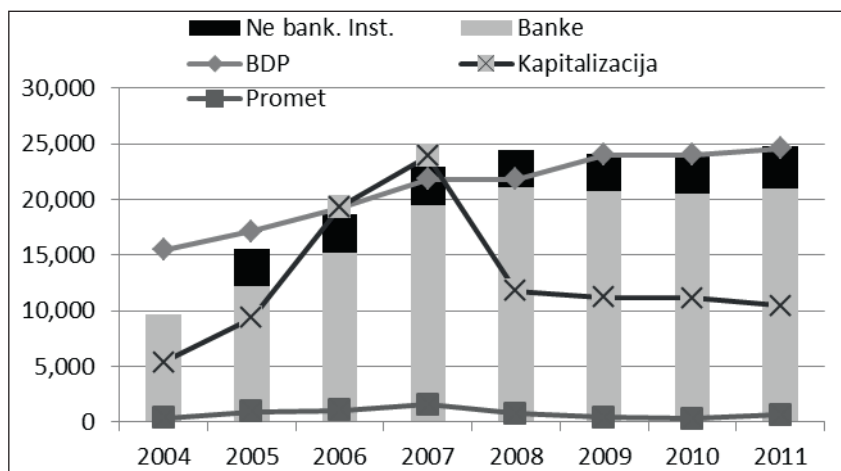


Izvor: FBA, GI 2007., 2009, 2001. AB RS GI 2010, 2011.

Nakon visoke koncentracije HHI u RS u 2006.god., index pokazuje tendenciju pada. U 2011. god. iznosio je: aktiva 1.680; depoziti 1.614 i krediti 1.608 poena. U F BiH nakon porasta koncentracije u 2008, HHI bilježi tendenciju blagog pada. U 2011. god. iznosio je: aktiva 1.544; depoziti 1.543 i krediti 1.503 poena. U FBIH na pet banaka otpada 78,2 % aktive, 78,9% kredita i 78,4 % depozita. Tri najveće banke drže 65,1 % aktive i 65 % kredita, a najveća banka ima učešće u aktivi 27,6 %. U RS na tri najveće banke otpada 66,3 % aktive, 67,8 % kredita i 66,9 % depozita. Navedena koncentracija osnovnih agregata pokazuje visoku osjetljivost finansijskog tržišta. Problemi sa bilo kojom od većih banaka potresli bi tržište i doveli do neželjenih posljedica. Ako se ovome doda kreditni rejting zemlje „B“ (dodijeljen od strane agencije Standard & Poor's, 28.03.2012.) koji podrazumjeva špekulativnu kreditnu sposobnost uz postojanje visokog kreditnog rizika, može se zaključiti da je finansijsko tržištu u osnovi visoko rizično.

Za procjenu razvijenosti tržišta kapitala koriste se podaci vezani za odnos tržišne kapitalizacije i BDP. Druga mjera je učešće ukupnog prometa vrijednosnih papira u odnosu na BDP. Kao dodatne mjera razvijenosti koriste se pokazatelji brzine obrtaja (odnos prometa i tržišne kapitalizacije), brojnost instrumenata kojima se trguje na tržištu kapitala, primjena standarda korporativnog upravljanja i finansijskog izvještavanja. Prvi pokazatelji pokazuju nominalnu sliku, drugi likvidnu i posljednji kvalitativnu sliku razvijenosti tržišta kapitala. Finansijski sektor je pokazao stabilniji rast, dok je tržište kapitala bilo više podložno cikličnim promjenama. U narednom grafikonu data je kvantitativna slika razvijenosti tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini.

Slika 2: Odnos aktive finansijskog sektora, prometa i kapitalizacije prema BDP u BiH, u periodu 2004-2011. god.



Izvor: FBA, GI 2007., 2009, 2001. AB RS GI 2010, 2011; CB BiH; SASE; BLSE).

Na početku uspostave tržišta kapitala kapitalizacija je bila ispod jedne trećine BDP. Kapitalizacija je imala visok trend rasta do 2007. godini, kada je bila veća od BDP. Nakon 2007. godine dolazi do naglog pada kapitalizacije i kreće se nešto ispod 50 % BDP. Promet vrijednosnih papira na tržištu kapitala je, također, bio najveći u 2007 god. Pad je uglavnom prouzrokovan recesiom i padom tražnje. Kapitalizacija je, u odnosu na ukupnu aktivu finansijskog sektora, imala dinamičnije kretanje. Kretanje koeficijenta kapitalizacije prema BDP i odnos prometa prema BDP, može se vidjeti iz podataka u tabeli 4.

Tabela 4: Relativni pokazatelji kapitalizacije i prometa na tržištu kapitala u BiH u odnosu na BDP u periodu 2004-2011. god.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Kapitalizacija / BDP	34,7	53,5	102,8	112,5	48,9	47,8	44,2	33,4
Promet / BDP %	2,5	5,5	5,6	7,4	3,1	1,7	1,15	2,7
Obrt (prom./kapit.) %	7,1	10,2	5,4	6,6	6,4	3,6	2,6	6,4

Izvor: CB BiH GI; SASE, BLSE

Kapitalizacija se u odnosu na BDP, od početnih 34,7 % u 2004. godini, povećala se na 112,5 % u 2007., a onda dolazi do pada na 33,4 % u 2011. Promet na tržištu kapitala je u prvoj godini iznosio 2,5 % BDP. Najveći promet zabilježen je 2007. godini, kada je učešće iznosilo 7,4 % BDP, nakon čega je uslijedio pad

na 1,15 % u 2010. Na organizovanom tržištu (obje berze) pojavili su se novi instrumenti (trezorski zapisi) i tržište je oživjelo. Obrt se kretao između 2,6 % i 10,2 %. Navedeni podaci pokazuju nisku likvidnost i malo učešće prometa vrijednosnim papirima u odnosu na BDP. Učešće prometa na tržištu kapitala u odnosu na BDP kreće se u nerazvijenim tržištima ispod 5 %, manje srednje razvijenim od 5 do 20 %. U srednje razvijenim taj omjer je između 20 i 40 %, a u više srednje razvijenim od 40 do 60 %. U razvijenim tržištima kapitala učešće prelazi 60 %. U sponu tržišta kapitala, BiH je bila prešla prag od nerazvijenog tržišta ka manje srednje razvijenom tržištu, da bi se ponovo vratila u zonu nerazvijenog tržišta kapitala.

Radi usporedbe dat je pregled gornjih pokazatelja na tržištu kapitala kod referentnih zemalja u okruženju za 2011. godinu u tabeli koja slijedi:

Tabela 5: Odnos kapitalizacije, prometa i obrta na tržištu kapitala referentnih zemalja u (%) za 2011.

Opis	Slovenija	Hrvatska	Srbija	Češka	Poljska	Austrija	Italija	Španija
Kapitaliz./BDP	12,8	34,9	18,3	17,7	58,4	51,6	19,7	69,8
Promet / BDP	1,0	1,5	0,7	7,1	18,6	9,3	40,4	96,1
Obrt (promet/kapit.)	6,5	4,1	3,7	38,0	26,9	19,7	236,8	128,9

Izvor: World Bank, Financial Structure Database, www.worldbank.org, ulaz 4.2.2013.

Navedeni podaci ukazuju da je nivo dostignutog razvoja tržišta kapitala u BiH, približno na istom nivou kao kod susjednih zemalja. Od zemalja u tranziciji najbolje rezultate pokazuje Poljska, koja se nalazi u grupi zemalja sa srednje razvijenim tržištem. Među odabranim zemljama u razvoju tržišta zapažene rezultate pokazuje Španija. Italija je imala veći obrt (likvidnost) od Španije, ali je kapitalizacija bila na nižem nivou od Španije, Austrije, Hrvatske i BiH. Manji ukupni promet od BiH su imale Srbija, Slovenija i Hrvatska. Manju likvidnost od BiH su pokazale Srbija i Hrvatska. Najveću likvidnost je imala Italija, slijedi Španija, Češka i Poljska. Potrebno je naglasiti da razvijenost zemlje ne znači i razvijenost tržišta kapitala. Najbolji primjer za to je Slovenija i Austrija koje imaju razvijenu privredu (BDP) od Poljske, a manje razvijeno tržište kapitala. Na razvoj tržišta kapitala ne utiče samo privredni razvoj zemlje, iako je to ključni faktor, nego svoj uticaj imaju kultura i mentalitet stanovništva, istorijska iskustva, period funkcionisanja tržišta, obrazovanje, tradicija i niz drugih faktora.

KARAKTERISTIKE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA BIH

U prethodnom poglavlju prezentirani su kvantitativni podaci, koji pokazuju dostignuti nivo razvoja finansijskog tržišta u BiH. Pored navedenih kvantifikacija za ukupnu ocjenu razvijenosti tržišta treba uzeti i druge manje mjerljive pokazatelje i ocjene kako bi se stvorila cjelovita slika. Kod kvalitativne procjene i određivanja karaktera tržišta najčešći indikatori koji se koriste su: pravna regulativa, organizovanost, osposobljenost regulatora, brojnost finansijskih instrumenta sa kojima se trguje, sistem vođenja računa i poravnanja, razvijenost kolektivnih šema (fondova), tajnost informacija (zloupotrebe), kao i finansijsko izvještavanje (primjena međunarodnih standarda). Tržište koje ima ujednačen i usaglašen razvoj je kvalitetnije i pruža veće mogućnosti investitorima.

Prema studiji koju je uradila Evropska Banka za Obnovu i Razvoj (EBRD), polazeći od standarda i preporuka OECD-a, utvrđena je procjena zakonske uređenosti finansijskog tržišta u BiH. Analiza je pokazala da se najviše posiglo u vođenju računa, sprečavanju pranja novca, razvijenosti posrednika, kolektivnoj šemi i zaštiti informacija. Najnerazvijeniji segment predstavlja brojnost instrumenata sa kojima se trguje na organizovanom tržištu kapitala. Opšta slika pokazuje neujednačen i neusklađen razvoj. Dostignuti nivom kao cjelina se smatra srednje razvijenim (EBRD: Strategija za BiH 2010-2013, str. 33). Ono što ostaje problem je primjena i provođenje u praksu uspostavljenih rješenja. Praksa u BiH zaostaje u primjeni i prilagođavanju globalnim trendovima.

Što se tiče organizacije i regulacije tržišta kapitala ono je usložnjeno i organizovana višeslojno. Po vertikalnom principu postoje dva nivoa, a po horizontalnom tri. Na državnom nivou djeluju: Centralna banka (CB), Agencija za osiguranje depozita (AOD) i Agencija za osiguranja. Drugi nivo je podijeljen na dva odvojena tržišta (teritorijalni princip). Postoje dvije berze (Banjalučka i Sarajevska) koje su samostalne i djeluju neovisno jedna od druge. Regulatorni organi su uduplani, tako da postoje dvije Komisije za vrijednosne papire (hartije od vrijednost), dva Registra vrijednosnih papira i dvije Agencije za bankarstvo (ABRS i FBA). Učesnici na tržištu djeluju na oba tržišta, ali podliježu kontroli i izvještavanju po teritorijalnom principu, ovisno o sjedištu. Organizacioni djelovi podliježu regulativi institucija po teritorijnoj nadležnosti. Može se konstatovati da u BiH praktično postoje tri sistema, međusobno nepovezana, ili su povezana labavim vezama. Ne postoji jedinstven organ koji bi snagom autoriteta i korištenjem finansijskih instrumenta mogao regulirati i koordinirati sistem kao cjelinu. Postoji svojevrsan paradoks u odnosu na ispoljene trendove integracije i okrupnjavanja, BiH se kreće u suprotnom smjeru. U Hrvatskoj su postojale dvije berze (Zagrebačka i

Varaždinska) koje su se integrisale u jednu. Očekivanja da se to desi i u BiH, nisu se ispunila. Kretanje u suprotnom smjeru ne doprinosi razvoju tržišta.

Tržište je siromašno instrumentima koji predstavljaju „robu“ sa kojom se trguje na tržištu kapitala. Od osnivanja i početka rada berzi pa do 2009. god. trgovalo se isključivo sa vlasničkim papirima (dionicama). U 2009. god. na tržištu se počelo po prvi put trgovati obveznicama. U 2011. god. na tržištu su se pojavili trezorski zapisi koje su emitovale entitetske vlade. Trezorski zapisi predstavljaju kratkoročne instrumente, pa je njihovom pojavom počelo da funkcionise novčano tržište. Novi instrumenti su obogatili tržište i dali mu novi impuls. Ima li se u vidu da se svakodnevno na svjetskim tržištima pojavljuju novi instrumenti (derivati), BiH tržište i dalje zaostaje i ostaje siromašno instrumentima kojima se trguje. Brojnost instrumenata povećava izbor investitorima i omogućuje im veću pokretljivost i slobodu u kreiranju vlastitog portfolia čime se umanjuje rizik.

Bosna i Hercegovina, kao mala zemlja sa malim tržišnim kapacitetom, duplim institucijama i lošom kordinaciom, se ne može svrstati u kvalitetno finansijsko tržište. Bez obzira na razvijenost pojedinih kvalitativnih indikatora, finansijsko tržište BiH je u svojoj osnovi plitko, nedovoljno razvijeno, usložnjeno, nefunkcionalno, bankocentrično sa visokim koncentracijom bankarskog sektora. Finansijsko tržište BiH je osjetljivo na vanjske udare, a samim tim i visoko rizično što potvrđuje i kreditni rejting zemlje „B“.

Na osnovu istraživanja i pokazatelja do kojih se došlo i koji su iznešeni u ovom u ovom radu, potvrđena je postavljena hipoteza koja glasi: Finansijsko tržište u BiH je bankocentrično, siromašno, i nedovoljno razvijeno.

ZAKLJUČCI

Za razvoj privrede jedne zemlje od posebnog značaja je razvijenost finansijskog tržišta kao najosjetljivijeg dijelala finansijskog sistema, koji predstavlja okruženje u kome djeluju i radi privredni subjekti. Usklađena razvijenost i kontrola finansijskog tržišta osigurava stabilan razvoj i štiti zemlju od neželjenog djelovanja špekulativnog kapitala. Najrazvijenije zemlje imaju i najrazvijenija finansijska tržišta. Manje razvijene zemlje su suočene sa nerazvijenim tržištem i većom potrebom za kapitalom. Različita pozicija na dugi rok produbljuje jaz između razvijenih i nerazvijenih zemalja. Strana ulaganja na dugi rok, na nerazvijenim finansijskim tržištima su jedan od načina da se smanji jaz u razvijenosti. Bosna i Hercegovina je sučena sa istim izazovima i zato je neophodno da se posveti dovoljno pažnje daljem razvoju finansijskog tržišta.

Bosna i Hercegovina u dosadašnjem tranzicijskom procesu je restrukturirala finansijski sistem i uspostavila nove okvire finansijskog tržišta. BiH je uspostavila organizovano tržište kapitala koje je prošlo faze uspostave, uspona, pada i ponovnog oživljavanja. U ukupnoj aktivni finansijskog sektora u BiH banke učestvuju sa 82,2%, fondovi 5,6%, osiguranja 3,8%, mikro kreditne organizacije 3,6% i lizing kuće sa 5,2%. Finansijsko tržište je bankocentrično i po svojoj strukturi nerazvijeno.

Aktive banaka prema BDP se kretala ispod 86,2 % što pokazuje srednju razvijenost sektora. U isto vrijeme učešće kredita u odnosu na BDP je bilo ispod 50%, a kredita datih privatnom sektoru ispod 30 %, što potvrđuje dostignuti nivo kao srednje razvijeni. Visoka koncentracija osnovnih agregata (HHI) pokazuje osjetljivost finansijskog tržišta. Problemi sa bilo kojom od većih banaka potresli bi tržište i doveli do neželjenih posljedica. Kreditni rizik zemlje „B“ potvrđuje postojanja iznad prosječnog rizika ukupnog finansijskog tržišta.

Nivo dostignutog razvoja tržišta kapitala u BiH nalazi se približno na istom nivou kao kod susjednih zemalja (Hrvatska, Slovenija, Srbija). U usponu tržišta kapitala, BiH je bila prešla prag od nerazvijenog tržišta ka manje srednje razvijenom tržištu, da bi se ponovo vratila u zonu nerazvijenog tržišta kapitala. Mali ukupan tržišni kapacitet, duple institucije, loša koordinacija, nefunkcionalnost su karakteristike finansijskog tržišta BiH.

Rezultati do kojih se došlo u istraživanju potvrdili su postavljenu hipotezu da je finansijsko tržište u BiH bankocentrično, siromašno i nedovoljno razvijeno.

Za dalji razvoj finansijskog tržišta neophodno je podržati integracijske procese, kreirati nove instrumente, izmjeniti zakonsku regulativu u smislu uspostavljanja jedinstvenog tržišta bez dupliranja institucija. U cilju demokratizacije razvoja posebnu pažnju treba usmjeriti na razvoj tržišta kapitala. Razvojem finansijske strukture u pravcu jačanja nebankarskih posrednika umanjio bi se rizik i postigla veća fleksibilnost ukupnog tržišta.

LITERATURA:

- Breley Myers Marcus: (2007), „Osnove korporativnih financija“, peto izdanje, MATE, Zagreb.
- Evropska Banka za obnovu i razvoj (EBRD): (2010), „Strategija za Bosnu i Hercegovinu 2010 – 2013.“
- Horne James C, Van & Walchowich John M.: (2002), „Osnove finansijskog menadžmenta“ deveto izdanje, MATE, Zagreb.

Kumalić Ismet: (2012); „Uloga finansijskog tržišta u razvoju energetike kao strateškog sektora u BiH“, Panevropski univerzitet „APEIRON“ Banjaluka (doktorska disertacija);
Kumalić Jusuf: (2004); „Finansijski menadžment“, Ekonomski fakultet, Bihać.
Mishkin Frederic S. & Eakins Stanley G.: (005), „Finansijska tržišta + institucije“, MATE, Zagreb.
Orsag Silvije: (2011), „Vrijednosni papiri, investicije i instrumenti finansiranja“ Revicon, Sarajevo.
Šonje Velimir: (2005), „Veza koja nedostaje“, Arhivalitika, Zagreb.

Zakoni:

Zakon o tržištu vrijednosnih papira (Sl. Novine F BiH, 85/08).
Zakon o registru vrijednosnih papira (Sl. novine F BiH, 39/98 i 36/99).
Zakon o komisiji za vrijednosne papire (Sl. novine F BiH, 39/98 i 36/99),
Zakon o tržištu hartija od vrijednosti (Sl. glasnik RS, 92/06 i 34/09)

Linkovi:

Banjalučka berza (www.blberza.com)
Centralna banka BiH (www.cbbh.ba)
Centralni registar hartija od vrijednost RS (www.crhovrs.org)
Komisija za hartije od vrijednosti RS (www.sec.rs.ba)
Komisija za vrijednosne papire FBiH (www.komvp.gov.ba)
Registar vrijednosnih papira FBiH (www.rvp.ba)
Sarajevska berza (www.sase.ba)
Evropska Unija (www.ec.europa.eu)
EBRD (www.ebrd.com)
World Bank, (www.worldbank.org)

LEVEL OF DEVELOPMENT OF FINANCIAL MARKET OF BOSNIA AND HERZEGOVINA

Abstract: *Between economic growth and financial market there is a high interdependence. Economic development has resulted in an increase in income, which leads to an increase in savings and hence the financial markets. Speculative (short-term) capital flows to poor and underdeveloped markets, causing disturbances and financial crisis. Developed, stable and well-regulated financial markets are more resilient and better able to withstand external shocks. Harmonised development of financial markets provides a stable economic development. Foreign investment in the long term, in the less developed markets represent one of the ways to ensure the stability and reduce the gap in development. The most common indicators of financial market development are: development of financial structures, development of the banking system, capital market development, relationship banking systems and capital markets, the development of non-bank financial intermediaries. By application and combination of scientific methods of analysis and synthesis, and quantitative comparative and descriptive methods and compilation has been established: the financial market of BiH is bank-oriented and its structure underdeveloped, the banking sector is a medium developed with high concentrations of basic unit that makes it more sensitive and risk, capital market is underdeveloped and a bit in terms of volume and number of instruments; multilayered organized, dysfunctional and poorly coordinated. The result presented in the work of investigative findings confirmed the hypothesis that financial market in BiH bank-based, poor and underdeveloped.*

Keywords: *financial market, economic development, capital market*

JEL: *E 44; G 10*