

## Нермина Побрић

Економски факултет Брчко,  
Универзитет у Источном Сарајеву,  
БиХ

✉ nermina.pobric.efb@gmail.com

### ПРОШИРИВАЊЕ И ПРОДУБЉИВАЊЕ ТРЖИШТА ОБВЕЗНИЦА У НАСТАЈАЊУ С ЦИЉЕМ ДАЉЕГ РАЗВОЈА И ПОВЕЋАЊА ЊИХОВЕ СТАБИЛНОСТИ

#### WIDENING AND DEEPENING OF EMERGING BOND MARKETS IN ORDER TO DEVELOP THEM AND INCREASE THEIR STABILITY

**Резиме:** Упоредо са реализацијом активности у правцу даљег развоја тржишта обвезница у настајању, треба интензивно радити и на повећавању њихове стабилности и ликвидности. Детерминанте стабилности тржишта обвезница у настајању су макроекономска и политичка (не)стабилност, (не)стабилност финансијског система и ширина и дубина тржишта инструмената дуга. Стога, деловањем на парцијалне детерминанте, између осталог, ширине и дубине тржишта инструмената дуга, развијеност базе тржишних учесника и потпуност и развијеност тржишне инфраструктуре и тржишне регулативе, може се повећати стабилност тржишта обвезница у настајању.

**Кључне речи:** обвезнице, тржишта у настајању, ширина и дубина тржишта обвезница, стабилност тржишта обвезница.

**JEL класификација:** G10

**Summary:** Along with the implementation of activities aimed at further development of emerging bond markets, it is also necessary to intensively work in order to increase their stability and liquidity. Determinants of emerging bond market stability are macroeconomic and political (in)stability, (in)stability of the financial system, and the width and depth of the debt market. Therefore, by influencing on the partial determinants of, among others, the width and depth of the debt market, level of development of market participants base and the integrity and level of development of market infrastructure and market regulation, stability of emerging bond markets may be increased.

**Key words:** bonds, emerging markets, bond market width and depth, bond market stability

**JEL classification:** G10

## 1. УВОД

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 банкарских кредита 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 тржиштем у настајању 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 неризичних државних 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 објављивање информација (information disclosure), поузданије кредитне рејтинге, робусне benchmark криве приноса, квалитетне системе извршавања трансакција и управљања ризиком и успостављање чврстог правног оквира, посебно у делу регулисања права својине и стечаја. Упоредо са реализацијом активности у правцу даљег развоја тржишта обвезница у настајању, треба интензивно радити и на повећавању њихове стабилности и ликвидности. Детерминанте стабилности тржишта обвезница у настајању су макроекономска и политичка (не)стабилност, (не)стабилност финансијског система и ширина и дубина тржишта инструмената дуга. Стога, деловањем на парцијалне детерминанте макроекономске и политичке (не)стабилности, (не)стабилности финансијског система и ширине и дубине тржишта инструмената дуга може се повећати стабилност тржишта обвезница у настајању. Циљ аутора је да у раду истражи који фактори, преко ширине и дубине тржишта инструмената дуга, утичу и како се деловањем на њих може повећати стабилност тржишта обвезница у настајању. У истраживању могућности повећавања стабилности тржишта обвезница у настајању њиховим проширивањем и продубљивањем аутор је користио искуства земаља које су отишле корак напред у том процесу и покушао да да конкретне препоруке и решења за проблеме са којима ће се суочити земље у развоју на путу до стабилног тржишта обвезница.

Рад се састоји из три дела. У сваком делу појединачно је анализирано како једна од парцијалних детерминанти ширине и дубине тржишта утиче на стабилност тржишта обвезница у настајању и дате су препоруке за смањивање њихове нестабилности деловањем на појединачне факторе утицаја. У првом делу рада у фокусу анализе је развијеност базе тржишних учесника, у другом делу рада потпуност и развијеност тржишне инфраструктуре, а у трећем делу рада потпуност и развијеност тржишне регулативе као детерминанте ширине и дубине и, последично, стабилности тржишта обвезница у настајању.

## **2. ДОСТИГНУТИ НИВО РАЗВИЈЕНОСТИ БАЗЕ ТРЖИШНИХ УЧЕСНИКА И МОГУЋНОСТИ ЊЕНОГ ДАЉЕГ РАЗВОЈА У БУДУЋНОСТИ**

Уопштено говорећи, емитенти, инвеститори и посредници учествоваће на тржишту ако имају економску корист, вољу и способност. Економска корист, воља и способност су међусобно условљени. Ако су користи очигледне и високо значајне, учесници ће бити спремни да изврше „вредније“ активности, као што је, на пример, објављивање информација. Ако су, пак, вештији, биће мање плашљиви и спремнији да уђу на тржиште.

Активно примарно и секундарно тржиште обвезница подразумева постојање диверзификоване базе емитената са различитим кредитним ризиком који представљају различите секторе. Потенцијални емитенти могу да буду држава, финансијске институције и предузећа. У већини земаља са настајућим тржиштем држава је највећи емитент домаћих инструмената дуга (Табела 1). Међутим, учешће вредности емитованих државних у укупној вредности емитованих домаћих инструмената дуга варира међу земљама. Тако, на пример, у 2011. години држава је имала учешће у укупној емисији домаћих инструмената дуга приближно или преко 80% у Аргентини, Индији, Индонезији, Пољској, Сингапуру, Тајланду и Турској или између 60 и 80% у Бразилу, Чешкој Републици, Хонг Конгу, Мексику и Јужној Африци. Са друге стране, у Кини, Малезији и Јужној Кореји држава је исте године учествовала у емисији домаћих инструмената дуга са око или мало испод 50%, али је и даље задржала доминантну улогу. По учешћу у емисији домаћих инструмената дуга одмах иза државе у Кини следе финансијске институције, а у Јужној Кореји предузећа, док у Малезији незнатну предност имају предузећа у односу на финансијске институције (Слика 1).

„Емисија државних обвезница је значајна одскачна даска на домаћем тржишту обвезница и требала би да буде у фокусу активности у иницијалној фази развоја тог тржишта. Она игра виталну улогу не само у креирању величине тржишта и охрабривању људи да инвестирају у обвезнице кроз изградњу поверења него и у омогућавању државним обвезницама да на тржишту буду у функцији формирања криве приноса. Тржиште државних обвезница, ако је велико и ефикасно, може да се користи као benchmark тржиште ради формирања рочне структуре неризичних каматних стопа“ (Haiss and Marin 2005, 46). Новим емисијама државних хартија од вредности са релативно ограниченим бројем популарних стандардних доспећа држава може да допринесе развоју ликвидности тих хартија од вредности и, тако, смањивању трошкова њихове емисије. Тржиште, даље, може да користи ове ликвидне инструменте као погодне критеријумске величине (*benchmark-e*) за вредновање различитих финансијских инструмената. Ширење спектра доспећа инструмената без кредитног ризика, тј. „изградња“ криве приноса, омогућава тачније вредновање финансијских инструмената дуж сличног спектра доспећа. Дакле, здраво и ефикасно примарно и активно секундарно тржиште државних инструмената требали би да буду успостављени. Без активне трговине на секундарном тржишту крива приноса је мање поуздана платформа код вредновања ризика. У исто време, држава мора да води рачуна о томе да емисијом својих обвезница не проузрокује смањење емисије обвезница приватног сектора будући да је инвестициони потенцијал у земљама са тржиштем у настајању ограничен.

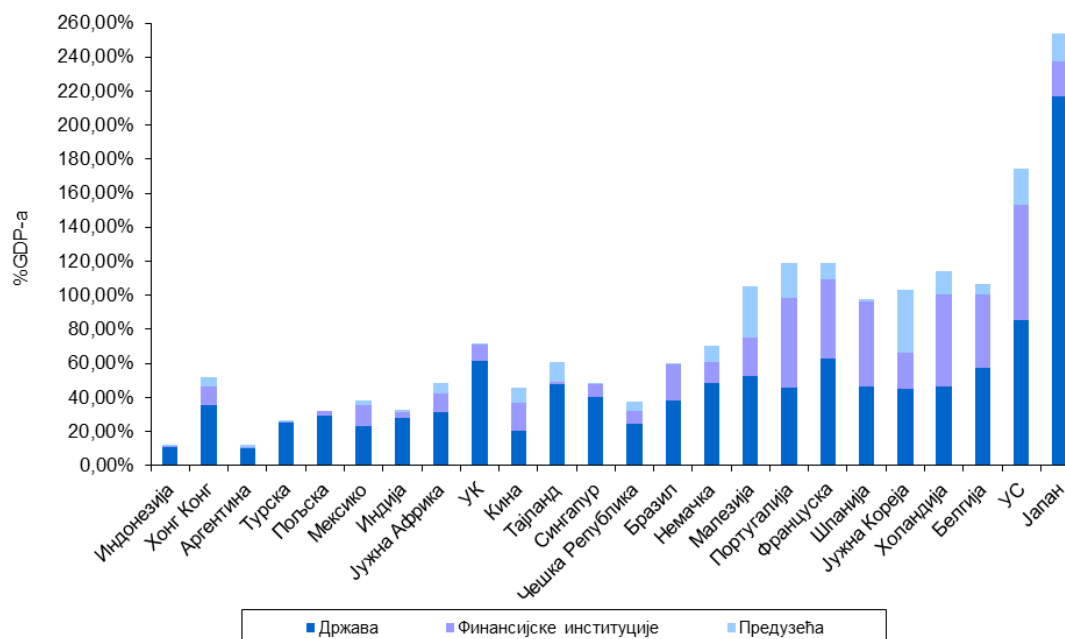
Емитенти ће бити демотивисани за учествовање на тржишту обвезница ако не могу да остваре довољну економску корист. Узрок недовољности економске користи од учествовања на тржишту обвезница за емитенте може да буде постојећа регулатива, тј. скуп и комплексан процес објављивања информација, дуг процес приступања тржишту, скупа регистрација и/или високи трошкови листинга. Када су, пак, економске користи ограничене, емитенти неће бити спремни да емитују дугорочне обвезнице. Без обзира на то што емисија дугорочних обвезница смањује ризик каматне стопе, емитенти нису спремни да „плате“ опортунитетне трошкове каматне стопе. „Већина наведених проблема може да се реши променом регулативе тако да се не наруше пруденциони стандарди. Регулатори треба да задрже једноставну регулативу како би олакшали регулисаним емитентима да је се придржавају и да смање задржавања процеса приступања тржишту узрокована недостатком искуства регулатора. Уклањање непотребних захтева везаних за објављивање информација и скраћивање процеса приступања, као и дозвољавање предузећима да се региструју код комисије за хартије од вредности одређено време пре јавне понуде нове емисије ажурирањем постојећих информација, може да убрза процес емисије“ (Harwood 2000, 17).

Табела 1: Секторска структура емисије домаћих инструмената дуга (у милијардама долара)

Земља	2009.				2010.				2011.			
	Држава	Фин. инст.	Предузећа	Укупно	Држава	Фин. инст.	Предузећа	Укупно	Држава	Фин. инст.	Предузећа	Укупно
Аргентина	46,7	3,2	7,5	57,3	48,7	3,0	6,5	58,2	44,4	2,5	6,0	53,0
Аустралија	230,7	577,7	36,7	845,1	344,6	577,6	42,8	965,1	418,5	562,1	42,7	1.023,4
Аустрија	132,6	191,6	40,5	364,7	183,3	135,1	43,9	362,4	138,7	137,8	59,0	335,4
Белгија	297,6	257,9	30,3	585,8	288,3	235,1	25,0	548,4	295,9	219,7	34,5	550,1
Бразил	803,7	423,8	9,8	1.237,2	949,0	497,1	10,6	1.456,7	957,1	520,7	11,0	1.488,8
Канада	929,3	252,6	142,7	1.324,6	1.045,8	274,7	165,0	1.485,4	1.094,1	279,7	173,9	1.547,7
Кина	1.459,8	751,9	353,7	2.565,4	1.622,8	886,5	522,1	3.031,4	1.508,8	1.176,3	659,7	3.344,8
Чешка Република	55,9	16,5	7,8	80,3	51,9	16,3	9,2	77,4	53,8	16,3	11,0	81,1
Данска	107,6	629,9	1,5	739,0	116,9	593,1	1,4	711,4	137,4	576,1	1,1	714,6
Финска	28,3	52,6	12,4	93,2	33,0	42,5	12,0	87,4	30,0	42,8	13,2	85,9
Француска	1.693,3	1.174,7	278,1	3.146,0	1.661,7	1.182,5	287,3	3.131,4	1.741,7	1.290,7	275,2	3.307,6
Немачка	1.547,6	909,5	344,7	2.801,8	1.724,5	530,2	352,1	2.606,7	1.752,2	439,8	342,1	2.534,2
Грчка	181,1	17,9	28,5	227,6	159,1	97,3	0,1	256,5	150,5	102,4	0,1	252,9
Хонг Конг	69,8	18,6	11,6	99,9	87,3	22,9	11,9	122,1	88,4	26,5	13,3	128,3
Индија	530,5	53,2	19,3	603,1	608,3	75,3	25,0	708,5	511,8	63,3	21,0	596,1
Индонезија	87,8	4,8	5,1	97,7	90,7	5,3	6,2	102,3	88,7	5,4	6,4	100,5
Ирска	54,0	261,4	2,3	317,8	65,4	236,2	2,7	304,3	57,6	232,8	1,8	292,1
Италија	1.972,8	782,6	435,6	3.191,0	1.933,5	701,1	362,4	2.997,0	1.950,3	786,5	340,9	3.077,7
Јапан	9.654,2	1.084,5	782,7	11.521,5	11.632,3	1.201,2	900,4	13.733,9	12.787,6	1.220,8	944,1	14.952,5
Малезија	103,2	39,0	60,5	202,6	141,4	59,2	85,1	285,7	150,8	66,3	86,6	303,7
Мексико	206,4	130,3	28,2	364,9	242,0	151,0	34,6	427,6	268,8	139,7	35,5	444,0
Холандија	381,1	510,6	114,7	1.006,4	385,7	471,3	118,1	975,1	387,7	455,5	112,3	955,5
Норвешка	96,6	112,2	30,4	239,2	100,6	113,3	30,7	244,7	83,9	124,4	30,2	239,5
Пољска	176,6	7,1	-	183,7	193,6	8,4	-	202,0	180,5	12,6	-	193,1
Португалија	98,8	85,2	46,8	230,8	114,8	100,9	45,4	261,1	108,7	124,7	49,0	282,3
Сингапур	88,1	22,1	2,8	113,0	102,8	22,8	2,0	127,6	106,5	19,4	1,6	127,5
Јужна Африка	90,2	41,7	23,2	155,0	128,3	49,4	30,8	208,4	124,9	45,1	25,7	195,7
Јужна Кореја	425,6	331,0	309,5	1.066,1	475,1	255,3	380,6	1.111,0	498,4	242,7	407,9	1.149,0
Шпанија	603,5	934,4	22,9	1.560,8	629,4	798,8	22,7	1.450,9	687,4	737,8	23,5	1.448,7
Шведска	148,3	240,0	34,9	423,2	134,7	236,7	32,8	404,2	128,1	254,1	39,9	422,0
Швајцарска	113,1	124,6	21,8	259,5	125,5	135,8	29,7	291,0	122,5	145,4	35,0	302,9
Тајланд	127,7	3,3	35,4	166,4	167,2	1,5	40,5	209,3	165,8	3,1	40,0	208,9
Турска	209,8	0,3	-	210,2	225,4	1,7	0,1	227,2	193,1	7,2	0,1	200,5
УК	1.188,9	338,0	21,9	1.548,8	1.326,2	301,8	21,0	1.648,9	1.485,5	238,6	19,7	1.743,8
US	10.183,1	12.394,0	3.025,8	25.602,9	11.839,4	10.845,2	3.143,8	25.828,3	12.862,9	10.208,0	3.261,3	26.333,1

Извор: BIS 2012

Слика 1. Секторска структура домаћих инструмената дуга



Извор: BIS 2012 (калкулације аутора)

Много озбиљнији проблем са којим се суочавају тржишта у настајању је недовољност великих и профитабилних емитената. Са овим проблемом суочавају се и тржишта акција у настајању, али проблем је озбиљнији на тржиштима обвезница у настајању јер обавезе по основу обвезница морају да буду измирене, што значи да емитенти обвезница морају да буду емитенти вишег кредитног квалитета. У већини земаља емитенти обвезница морају да потичу из класе емитената високог кредитног квалитета. Проблем формирања базе емитената од емитената нижег кредитног квалитета биће већи ако се не нуди довољно диверзификованих инструмената и кредитних ризика или ако држава не нуди неку форму кредитне гаранције за обвезнице. Локални инвеститори преузеће ризик који не могу да диверзификују због ограничених инвестиционих могућности. Неки аутори сматрају да би и емитентима лошијег кредитног квалитета требало дозволити да емитују обвезнице, а избор препустити инвеститорима. Инвеститори, са једне стране, често купују ризичније инструменте да би остварили већи принос, а да потпуно не разумеју однос између ризика и приноса, или, са друге стране, одбацују да купе мање квалитетне инструменте без обзира на принос. Пуно времена мора да прође до инвеститоровог разумног и рационалног улагања у инструменте нижег кредитног квалитета. У међувремену, државе ће морати да балансирају између жеље за развојем тржишта и ограничења у формирању базе емитената везаних за кредитни квалитет.

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 њихових 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, рачност обвезница се повећава. Према томе, отварање тржишта инструмената дуга према емитентима нерезидентима убрзава развијање и продубљивање свог тржишта.

База инвеститора треба да буде диверзификована и сачињена од институција као што су пензиони фондови, осигуравајуће компаније, узајамни фондови и друге финансијске институције, различитог кредитног ризика и из различитих сектора. Институције не би требало да буду сувише велике да не би доминирале тржиштем већ би требало да буду довољно велике да могу да заузимају позиције и преузимају ризике. Диверзификована база инвеститора у хартије од вредности са фиксним приносом осигурава висок степен ликвидности и стабилну тражњу на тржишту. Хетерогена база инвеститора са различитим инвестиционим хоризонтима, преференцијама ризика и мотивима трговања осигурава активно трговање и висок степен ликвидности. Са друге стране, ликвидно тржиште може нагло да изгуби своју ликвидност у кратком временском периоду када једна група инвеститора изађе или уђе на тржиште, а друге групе инвеститора не избалансирају токове капитала. Да би донели одлуку да учествују на тржишту обвезница, инвеститори морају да имају економске користи од тога, као што су већи принос као компензација за дугорочно улагање, структура инструмената и доспећа који више одговарају ризичној и рочној структури њихових обавеза и сл., вољу и да буду способни за то.

„На многим тржиштима у настајању комерцијалне банке су доминантни инвеститори у државне хартије од вредности. Претерано ослањање на банкарски систем у мобилисању штедње којом се финансира куповина државних хартија од вредности је 'скупо' за многе владе и инвеститоре. Банке, чак и у системима где су државне хартије од вредности њихова главна актива, одржавају велику разлику између депозитних стопа и неризичне стопе приноса на државне хартије од вредности које држе као своју активу. Важан аспект проширивања тржишта државних хартија од вредности је, тако, тражење начина за обустављање оваквог понашања и подстицање банака и других финансијских институција да унапреде продају домаћих хартија од вредности другим крајњим инвеститорима. Спектар активности може да се примени у остваривању овог циља. Он укључује коришћење обавезе у системима примарних дилера ради пласмана хартија од вредности крајњим инвеститорима, директан приступ главним изворима штедње, као што су индивидуални и/или страни инвеститори, структурне реформе фондова за откуп обвезница и пензионих фондова ради подстицања њиховог улагања у државне обвезнице и реформа или креирање узајамних фондова“ (Glaessner and Ladekarl 2001, 12–13).

У теорији се сматра да је став неких аутора да би улогу банака на тржишту обвезница требало смањити тривијалан. Ово стога што је корелација између активности банака и тржишта обвезница позитивна и што су банке најважнији емитенти, инвеститори, дилери, саветници, покровитељи, гаранти, старатељи, депозитари и регистратори на тржишту. „Скоро половина азијских домаћих инструмената дуга налази се у рукама банака; учешће азијских банака је знатно веће него на другим тржиштима у настајању и развијеним тржиштима. Великим учешћем на тржишту обвезница банке могу да ограниче ликвидност, посебно ако превладава стратегија куповине и држања инструмената до њиховог доспећа, али и да надоместе недостатак других институционалних инвеститора“ (Haiss and Marin 2005, 49).

Већина земаља са тржиштем у настајању започела је реформе пензионог система, система осигурања и здравственог система, тј. сектора уговорне штедње. Ове реформе су технички и политички комплексне и захтевају предузимање широког спектра активности. Када почну да остварују резултате, институције уговорне штедње постаће значајнији фактор на тржишту капитала односно тржишту обвезница. Сектор уговорне штедње посебно је важан за тржишта хартија од вредности са фиксним приносом јер осигурава стабилну тражњу за дугорочним инструментима. Тражња сектора уговорне штедње за производима ниског кредитног ризика и фиксне камате представља базу за развој стандардизованих, секјуритизованих производа (као што су хипотекарне обвезнице), унапређивање корпоративног управљања, интензивирање конкуренције и смањивање доминације комерцијалних банака и афирмисање финансијских иновација.

Колективни инвестициони фондови, као што су узајамни фондови, могу да играју важну улогу у развоју тржишта обвезница, посебно сегмента тржишта краткорочних обвезница. Они могу да буду алтернативна локација банкарских депозита, подстичући већу конкуренцију у том сегменту финансијског сектора, а могу да буду и ценовно ефикасан начин привлачења индивидуалних инвеститора. Корист од одобравања уласка страних институција на ово подручје огледа се у повећавању притиска на домаће компаније да развијају своју активност и снижавају трошкове. Тржишни утицај страних институција је много већи од утицаја који би се

могао очекивати на основу учешћа активе под њиховом управом у укупној активи којом управљају колективни фондови. Зато, ограничења улазака страних институција у овом подручју финансијских услуга требала би да буду укинута или ослабљена.

Есенцијални део укупне стратегије развоја диверзификоване базе инвеститора у обвезнице јесте спознаја потребе и важности индивидуалних инвеститора. Индивидуални инвеститори допринеће стабилизовању тражње за обвезницама. У периоду веће волатилности могу да ублаже негативан утицај продаја од стране институционалних и страних инвеститора. На многим тржиштима у настајању ограничавајући фактор јачања базе индивидуалних инвеститора у обвезнице су високи административни трошкови и трошкови информационе технологије. Међутим, ширењем интернета и система бежичне комуникације, прилике се рапидно мењају и могућности за ценовно ефикасну продају и дистрибуцију обвезница повећавају. Коришћење нове технологије ради приступа ширем сету потенцијалних инвеститора могло би да има импликације на дизајн и функционисање примарног тржишта и свођење доминације банака на тржиштима обвезница у настајању на појединачне случајеве.

Привлачење страних инвеститора на локално тржиште обвезница има двоструку корист и за развијене земље и за земље у развоју. „У САД, 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 разmere финансијских криза“ (Burger and Warnock 2006, 1). Поставља се питање да ли је могуће да земље са тржиштем у настајању привуку стране инвеститоре на њихова локална тржишта обвезница. Ако макроекономску нестабилност у земљи са тржиштем у настајању узрокују екстерни фактори, могућности земље да привуче стране инвеститоре су ограничене. Међутим, ако нестабилност узрокују домаће политике, њиховим унапређивањем 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.

Неразвијена база инвеститора је највећа препрека развоја тржишта обвезница. Ограничавајући фактори развоја базе инвеститора у корпоративне обвезнице су неповерење према тржишту односно поузданости предузећа у измиривању обавеза по основу емитованих обвезница, недовољно знање инвеститора, посебно индивидуалних, о инструментима дуга, високи законом прописани захтеви за ликвидношћу институционалних инвеститора, неквалитетан систем компензација портфолио менаџера, ограничена понуда инструмената и ниска стопа домаће штедње. У земљама јужне и југоисточне Азије институционални инвеститори, често, не купују корпоративне обвезнице зато што се плаше преузимања кредитног ризика или зато што је њихов новац усмерен ка државним обвезницама, које они купују и држе да би задовољили законом прописане захтеве за ликвидношћу. Спровођење политике кажњавања портфолио менаџера због стварања губитака и ускраћивања награда у случају стварања добитака, тј. вредновање портфолио менаџера које није у складу са тржишним принципима може да узрокује незаинтересованост институционалних инвеститора за улагање у корпоративне обвезнице. Ограничена понуда корпоративних обвезница условљава слабу везу између кредитног квалитета и тржишног вредновања. На цене обвезница више утичу потребе инвеститора за краткорочном ликвидношћу него финансијски ризик инструмената. У земљама централне и источне Европе стопа штедње је много нижа него у земљама азијског региона, тако да су и расположива средства за улагање у обвезнице знатно мања. „Док је просечна стопа штедње за пет централноевропских и источноевропских земаља<sup>1</sup> око 25% (од ниских 20% у Пољској до скоро 28% у Словачкој), просек за ASIA-7 је око 35% и са много ширим распоном него за групу земаља централне и источне Европе: од 25% (Индонезија) до више од 47% (Малезија, Сингапур)“ (Haiss and Marin 2005, 46). Степен ограничења развоја тржишта корпоративних обвезница зависи од тога у којој фази развоја базе инвеститора се налази конкретна земља. Све док било какви помаци нису учињени или се не чине у том правцу, развој тржишта биће озбиљно ограничен. Индивидуални инвеститори сами не могу подржати развој тржишта. Земље, обично, спроводе двосмерне акције изградње базе. Оне, са једне стране,

<sup>1</sup> Пољска, Чешка, Словачка, Мађарска и Словенија.

унапређују пословање постојећих институција, имплементирајући прописе и подстичући професионалније управљање, и, са друге стране, афирмишу нове институције.

Основне функције посредника на тржишту обвезница су повезивање емитената и инвеститора, тј. пласман хартија од вредности и обезбеђивање ликвидности секундарног тржишта. Да би учествовали на тржишту, посредници морају да виде перспективу „стварања новца“ у пословању и да буду вољни и способни за пословање у домену посредовања. Стварањем довољне количине новца посредници ће бити у могућности да подрже тржиште у условима и успона и падова, што је посебно изражено на тржиштима у настајању. Један од важнијих посредника на секундарном тржишту је примарни дилер који на тржишту делује као market maker. Обавеза market making-а помаже осигуравање тржишта инвеститорима који желе да продају обвезницу пре њеног доспећа. На тржишту би требало да постоји довољно посредника ради стварања конкуренције, али не сувише јер ниједан посредник не би могао да створи довољно новца у пословању.

Креатори тржишне политике требали би да препознају и важност посредничког market making-а за ликвидност секундарног тржишта и потребу за профитабилношћу посредничке активности. Market making има за последицу каматни ризик и ризик ликвидности у случају када дилер није увек у могућности да купљене хартије од вредности прода по разумној цени. Дилер мора да има довољно капитала да покрије отворене позиције и да се супротстави губицима. Market maker остварује приходе у трговини од приватних информација о понашању инвеститора, провизија и разлике између куповне и продајне цене инструмената. Да би ефективно вршили улогу market making-а, посредници морају да имају на располагању механизме заштите од ризика каматне стопе. Без тих механизма посредници би куповали и држали инструменте, смањујући тако своје деловање на подручју market making-а. Постојање форвард, фјучерс, своп и тржишта опција ради заштите посредника од ризика каматне стопе може да допринесе унапређивању функционисања тржишта обвезница.

Профитабилност посредничке активности ограничавају, најчешће, високи захтеви за капиталом, високи трошкови финансирања, ниски приходи и недиверзификовани портфолио активности посредника. Ако се пуно посредника такмичи за посао на тржишту на којем је обим послова мали, ако посредницима недостају вештине за привлачење емитената и инвеститора и ако недостају механизми заштите market making позиција од ризика, расподела прихода биће таква да ниједан посредник неће створити довољно новца у пословању. Ограничавањем распона посредничких активности само на тржиште државних обвезница или на тржиште државних и корпоративних обвезница, али не и на тржиште акција, осигурава се усредсређеност, оријентисаност и довољност капитала за пословање са инструментима са фиксним приносом, али се повећавају трошкови и смањује профитабилност. Нека ограничења профитабилности посредничке активности могу да се избегну дефинисањем захтева за минималним нето капиталом у складу са пруденционим стандардима и идентификовањем могућих узрока ниског прихода, утврђивањем могућности конкретног посредника да оствари профит у пословању и одређивањем броја посредника који могу да опстану полазећи од дате структуре прихода и трошкова креирањем и анализом биланса успеха типичног посредника. Диверзификовањем портфолија посредничких активности укључивањем активности на примарном и секундарном тржишту инструмената дуга и акција, смањују се режијски трошкови и ефикасније користи ограничени кадровски потенцијал. Вештине и профити стечени вршењем активности, на пример, на тржишту државних обвезница могу да се искористе у активностима на тржишту корпоративних обвезница и обрнуто.

Главна ограничења пословања са којима се суочавају посредници на тржиштима у настајању су немогућност кратке продаје и недовољно развијено секундарно тржиште.

### 3. УТИЦАЈ ПОТПУНОСТИ И РАЗВИЈЕНОСТИ ТРЖИШНЕ ИНФРАСТРУКТУРЕ НА ШИРИНУ И ДУБИНУ И СТАБИЛНОСТ ТРЖИШТА ОБВЕЗНИЦА У НАСТАЈАЊУ

Важан фактор код одређивања потенцијалне ефикасности тржишта обвезница је облик у којем су обвезнице емитоване – материјални или нематеријални. Унапређивање система поравнања засновано је, обично, на замени хартија од вредности у папирном облику рачуница хартија од вредности. Дематеријализација хартија од вредности осигурава брже и јефтиније извршавање трансакција, скраћивање циклуса поравнања, тј. поравнање на дан трговања. Држање хартија од вредности у нематеријалном облику штити инвеститоре од уништења, губитка, крађе и фалсификовања инструмената. У раној фази процеса развоја инфраструктуре на тржиштима у настајању, дематеријализација обвезница требала би да буде приоритетни циљ. С обзиром на то да већина земаља има дугу историју правног регулисања послова са хартијама од вредности у папирном облику, измене правне регулативе треба ускладити са динамиком процеса дематеријализације.

Успостављањем депозитарног система хартија од вредности тако да су субдепозитари повезани са централним депозитаром спречава се могућност вишеструког истовременог залагања хартија од вредности. Многе земље су, уз релативно ниске трошкове, развиле депозитарни систем за државне хартије од вредности у централној банци. Наравно, то није једина опција. Организовање централног депозитара као посебне агенције, чак и лоцираног у централној банци, подразумева јасно разграничавање одговорности, могућност независног надзора и пуну независност система. С обзиром на централизовану природу депозитарног система, креатори тржишне политике морају да дефинишу такву регулативу структуре провизија којом се спречава монополско одређивање цена. У многим земљама са настајућим тржиштем не постоји довољан број трансакција да се покрију трошкови изградње и одржавања система без постављања недопустиво високих цена. У том случају, привремене субвенције систему биће неопходне све док обим трансакција не постане довољан.

Напори на прекограничном повезивању депозитара требало би да буду учињени у каснијим фазама развоја инфраструктуре тржишта у настајању. Ефикасност везе између националног и интернационалног централног депозитара хартија од вредности је од посебне важности за развој тржишта на којима страни инвеститори имају велико учешће. Интернационални институционални инвеститори преферирају да хартије од вредности из различитих земаља држе на једном месту да би средства од продаје хартија од вредности из једне земље могли одмах да искористе за куповину хартија од вредности из друге земље. Преференција коришћења интернационалних централних депозитара произлази, такође, и из чињенице да је менаџеру хартијама од вредности административно лакше да послује са само једним депозитаром.

Ефикасан систем поравнања трансакција са хартијама од вредности мора да има процедуре за регистровање ималаца хартија од вредности, руковање налозима за поравнање и усклађивање трансакција. Поред тога, циклус поравнања мора да буде прецизно одређен. Традиционално, земље су поравнавале трансакције са хартијама од вредности на бази „мултилатералног нето поравнања“, где се обавезе плаћања акумулирају током одређеног временског периода и на крају тог периода нето обавеза односно нето потраживање сваког појединачног учесника у односу на цели сет учесника система се обрачунава и плаћа односно наплаћује агенту односно од агента који представља систем. Мултилатерално нето поравнање може да узрокује ризик поравнања који у екстремном случају може да прерасте у системску кризу поравнања. То је био разлог усвајања другачијег приступа поравнању – система бруто поравнања у реалном времену. Овај приступ поравнању подразумева да се трансакције са хартијама од вредности поравнавају билатерално преко депозитара или субдепозитара на текућој бази и што је могуће брже. Систем бруто поравнања у реалном времену знатно смањује ризик поравнања.

Поравнање трансакција са хартијама од вредности мора да буде сигурно. Сигурност поравнања постиже се функционисањем институције за обрачун и поравнање одвојено или унутар берзе. На ОТЦ тржишту поравнање може да се врши билатерално између учесника у трговини. Ако аранжмани поравнања нису добро дизајнирани, постоји простор за повећање кредитног ризика учесника у трансакцији. Многе земље са тржиштем у настајању не



задовољавају минимално прихватљиве стандарде на овом подручју. Важно је напоменути да сакупљање налога за поравнање, било у централној банци било у независној институцији, не мора да буде изразито софистицирано. Онлајн електронска комуникација, јасно, требало би да буде циљ, али и употреба телефона, телекса и/или факса може да буде прикладна у раним фазама јер осигурава енкрипцију и аутентичност поруке.

#### **4. ПОТПУНОСТ И РАЗВИЈЕНОСТ ТРЖИШНЕ РЕГУЛАТИВЕ У ФУНКЦИЈИ ПРОШИРИВАЊА И ПРОДУБЉИВАЊА И ПОВЕЋАВАЊА СТАБИЛНОСТИ ТРЖИШТА ОБВЕЗНИЦА У НАСТАЈАЊУ**

Потпуност и развијеност тржишне регулативе је, као што је већ речено, парцијална детерминанта стабилности тржишта обвезница у настајању. Да би се успоставила потпуна и развијена тржишна регулатива на тржиштима у настајању, треба да се спроведу реформе целокупног система тржишног регулисања. Ове реформе треба да се спроведу тако да осигурају успостављање равнотеже између потреба за адекватном контролом ризика, интегритетом тржишта и тржишним развојем. Тржишни регулаторни систем мора јасно и прецизно да дефинише, између осталог, права и обавезе емитента, инвеститора и посредника у пословима са инструментима дуга на примарном и секундарном тржишту, тј. да дефинише минималне смернице за објављивање материјалних информација, обавезе ентитета инволвираних у процес дистрибуције хартија од вредности и ентитета који управљају инвестиционим рачунима треће стране као и адекватне облике правне помоћи у релацијама са узајамним фондовима, пензионим фондовима, па чак и владом као емитентом.

Правни оквир којим се регулише функционисање тржишта хартија од вредности, укључујући и тржиште обвезница, мора да осигура три различита циља – осигуравање фер, ефикасног и транспарентног тржишта, минимизирање системског ризика и заштиту инвеститора и корисника финансијских услуга. Стварању фер, ефикасног и транспарентног тржишта обвезница допринеће усмеравање напора супервизора на спречавање извршавања недопуштених тржишних радњи као што су тржишна манипулација и инсајдерска трговина. Доступност информација, које утичу на формирање цена инструмената, свим тржишним учесницима у исто време, такође, доприноси стварању фер и транспарентног тржишта. Смањење системског ризика на тржиштима обвезница у настајању може се постићи захтевањем од посредника да уважавају захтеве за минималним капиталом и да спроведу процедуре интерне контроле и креирањем поузданих система за поравнање новчаних трансакција и трансакција са хартијама од вредности. Обавеза тржишних учесника да објављују информације и надзор тржишних посредника допринеће бољој заштити инвеститора на тржиштима обвезница у настајању.

#### **5. ЗАКЉУЧАК**

Упоредо са реализацијом активности у правцу даљег развоја тржишта обвезница у настајању, треба интензивно радити и на повећавању њихове стабилности и ликвидности. Детерминанте стабилности тржишта обвезница у настајању су макроекономска и политичка (не)стабилност, (не)стабилност финансијског система и ширина и дубина тржишта инструмената дуга. Стога, деловањем на парцијалне детерминанте, између осталог, ширине и дубине тржишта инструмената дуга може се повећати стабилност тржишта обвезница у настајању. Развијеност базе тржишних учесника и потпуност и развијеност тржишне инфраструктуре и тржишне регулативе утичући на ширину и дубину тржишта инструмената дуга утичу и на стабилност тржишта обвезница у настајању.

Активно примарно и секундарно тржиште обвезница подразумева постојање диверзификоване базе емитента са различитим кредитним ризиком који представљају различите привредне секторе. Емитенти ће бити демотивисани за учествовање на тржишту обвезница ако не могу да остваре довољну економску корист. Узрок недовољности економске користи од учествовања на тржишту обвезница за емитенте може да буде постојећа регулатива, тј. скуп и комплексан процес објављивања информација, дуг процес приступања тржишту,

скупа регистрација и/или високи трошкови листинга. Већина наведених проблема може да се реши променом регулативе тако да се не наруше пруденциони стандарди. Регулатори треба да задрже једноставну регулативу како би олакшали регулисаним емитентима да је се придржавају и да смање задржавања процеса приступања тржишту узрокована недостатком искуства регулатора. Уклањање непотребних захтева везаних за објављивање информација и скраћивање процеса приступања, као и дозвољавање предузећима да се региструју код комисије за хартије од вредности одређено време пре јавне понуде нове емисије ажурирањем постојећих информација, може да убрза процес емисије. Много озбиљнији проблем са којим се суочавају тржишта у настајању је недовољност великих и профитабилних емитената. Проблем формирања базе емитената од емитената нижег кредитног квалитета биће већи ако се не нуди довољно диверзификованих инструмената и кредитних ризика или ако држава не нуди неку форму кредитне гаранције за обвезнице. Он се, делимично, може ублажити отварањем тржишта према страним емитентима.

База инвеститора треба да буде диверзификована и сачињена од институција као што су банке, пензиони фондови, осигуравајуће компаније, узајамни фондови и друге финансијске институције, различитог кредитног ризика и из различитих сектора. Институције не би требало да буду сувише велике да не би доминирале тржиштем већ би требало да буду довољно велике да могу да заузимају позиције и преузимају ризике. Есенцијални део укупне стратегије развоја диверзификоване базе инвеститора у обвезнице јесте спознаја потребе и важности индивидуалних инвеститора. Индивидуални инвеститори допринеће стабилизовању тражње за обвезницама. Међутим, неразвијена база инвеститора је највећа препрека даљег развоја тржишта обвезница у настајању. Ограничавајући фактори развоја базе инвеститора у корпоративне обвезнице су неповерење према тржишту односно поузданости предузећа у измиривању обавеза по основу емитованих обвезница, недовољно знање инвеститора, посебно индивидуалних, о инструментима дуга, високи законом прописани захтеви за ликвидношћу институционалних инвеститора, неквалитетан систем компензација портфолио менаџера, ограничена понуда инструмената и ниска стопа домаће штедње.

Да би учествовали на тржишту, посредници морају да виде перспективу „стварања новца“ у пословању и да буду вољни и способни за пословање у домену посредовања. Стварањем довољне количине новца посредници ће бити у могућности да подрже тржиште у условима и успона и падова, што је посебно изражено на тржиштима у настајању. На тржишту би требало да постоји довољно посредника ради стварања конкуренције, али не сувише јер ниједан посредник не би могао да створи довољно новца у пословању. Да би ефективно вршили улогу market making-a, посредници морају да имају на располагању механизме заштите од ризика каматне стопе. Без тих механизма посредници би куповали и држали инструменте, смањујући тако своје деловање на подручју market making-a. Постојање форвард, фјучерс, своп и тржишта опција ради заштите посредника од ризика каматне стопе може да допринесе унапређивању функционисања тржишта обвезница.

У раној фази процеса развоја инфраструктуре на тржиштима у настајању, дематеријализација обвезница требало би да буде приоритетни циљ. С обзиром на то да већина земаља има дугу историју правног регулисања послова са хартијама од вредности у папирном облику, измене правне регулативе треба ускладити са динамиком процеса дематеријализације. Успостављањем депозитарног система хартија од вредности тако да су субдепозитари повезани са централним депозитаром спречава се могућност вишеструког истовременог залагања хартија од вредности. С обзиром на централизовану природу депозитарног система, креатори тржишне политике морају да дефинишу такву регулативу структуре провизија којом се спречава монополско одређивање цена. У многим земљама са тржиштем у настајању не постоји довољан број трансакција да се покрију трошкови изградње и одржавања система без постављања недопустиво високих цена. У том случају, привремене субвенције систему биће неопходне све док обим трансакција не постане довољан. Напори на прекограничном повезивању депозитара требали би да буду учињени у каснијим фазама развоја инфраструктуре тржишта у настајању. Ефикасан систем поравнања трансакција са хартијама од вредности мора да има процедуре за регистровање ималаца хартија од вредности, руковање налозима за поравнање и усклађивање трансакција. Поред тога, циклус поравнања мора да буде прецизно одређен. Поравнање трансакција са хартијама од вредности мора да буде сигурно. Сигурност поравнања постиже се функционисањем институције за обрачун и поравнање одвојено или унутар берзе. Ако аранжмани поравнања нису добро дизајнирани, постоји простор за повећање кредитног ризика

учесника у трансакцији. Многе земље са тржиштем у настајању не задовољавају минимално прихватљиве стандарде на овом подручју. Важно је напоменути да сакупљање налога за поравнање не мора да буде изразито софистицирано. Онлајн електронска комуникација, јасно, требала би да буде циљ, али и употреба телефона, телекса и/или факса може да буде прикладна у раним фазама јер осигурава енкрипцију и аутентичност поруке.

Да би се успоставила потпуна и развијена тржишна регулатива на тржиштима у настајању, треба да се спроведу реформе целокупног система тржишног регулисања. Ове реформе треба да се спроведу тако да осигурају успостављање равнотеже између потреба за адекватном контролом ризика, интегритетом тржишта и тржишним развојем. Тржишни регулаторни систем мора јасно и прецизно да дефинише, између осталог, права и обавезе емитената, инвеститора и посредника у пословима са инструментима дуга на примарном и секундарном тржишту. Правни оквир којим се регулише функционисање тржишта хартија од вредности, укључујући и тржиште обвезница, мора да осигура три различита циља – осигуравање фер, ефикасног и транспарентног тржишта, минимизирање системског ризика и заштиту инвеститора и корисника финансијских услуга.

## ЛИТЕРАТУРА

- .....
- Burger, John D. and Francis E. Warnock. 2006. "Foreign Participation in Local Currency Bond Markets". *Darden Business School: Working Paper No. 05–07*.
- Cline, William and Kevin Barnes. 1997. "Spreads and Risk in Emerging Markets Lending." *Institute of International Finance: Research Paper No. 97–1*.
- Comelli, Fabio. 2012. "Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Estimation and Back-testing." *International Monetary Fund WP7127212*.
- Eichengreen, Barry and Ashoka Mody. 1998. "What Explain Changing Spreads on Emerging Market Debt: Fundamentals of Market Sentiment?". *NBER: Working Paper No. 6408*.
- Glaessner, Thomas and Jeppe Ladekarl. 2001. "Issues in Development of Government Bond Market". *SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.882875>*
- Haiss, Peter and Stefan Marin. 2005. "Options for Developing Bond Markets – Lessons from Asia for Central and Eastern Europe". *Europainstitut: Working Paper No. 63*.
- Harwood, Alison. 2000. *Building Local Bond Markets: An Asian Perspective*. International Finance Corporation.
- Zinna, Gabriele. 2011. "Identifying Risks in Emerging Market Sovereign and Corporate Bond Spreads." *Bank of England Working Paper No 430*.
- BIS. 2012. *International banking and financial market developments*. Quarterly Review June. Basel: BSI