

UDK 336.12:339.178.3(497.6 PC)

PREGLEDNI RAD

DOI: 10.7251/FIN1502031G

Miloš Grujić*

Razvoj sekundarnog tržišta trezorskih zapisa – Stanje i perspektive na tržištu Republike Srpske

The development of the secondary market of treasury bills - State and perspectives of the market of Republic of Srpska

Rezime

Razvijeno tržište novca omogućava učesnicima na tržištu bolje prilike za kratkoročno ulaganje, pomaže ravoju konkurencije na tržištu, ali i služi kao mehanizam sprovođenja mjera monetarne politike. Najvažnije, razvijeno tržište novca olakšava emitentu jeftinije zaduživanje jer povećava likvidnost primarnog tržišta ovih hartija od vrijednosti. U radu smo se fokusirali na osnovne karakteristike sekundarnog tržišta trezorskih zapisa. Pokušali smo da, koristeći iskustva sa razvijenih tržišta, ponudimo rješenja za razvoj sekundarnog tržišta trezorskih zapisa u Republici Srpskoj. S tim u vezi, analizirali smo trgovinu trezorskim zapisima na Banjalučkoj berzi. U radu smo pokazali da market mejkleri mogu bitno pridonijeti razvoju sekundarnog tržišta trezorskim zapisima.

Ključne riječi: tržište novca, trezorski zapisi, sekundarno tržište, market mejkleri.

Abstract

Developed money market allows to its participants better chances for short-term investment, helps to development of competition in the market but it also serves as a mechanism for the implementation of monetary policy. Most importantly, a developed money market helps less expensive borrowing of money to its issuers because it increases the liquidity of the primary market for these securities. In this paper, we focused on the characteristics of the secondary market of treasury bills. We have tried, using experiences from developed markets, to offer solutions for developing secondary market of treasury bills in the Republika Srpska. In relation to that, we have analyzed trade with T-bills at the Banja Luka Stock Exchange. We have also presented that market makers can significantly contribute to the development of the secondary market of treasury bills.

Keywords: money market, treasury bills, the secondary market, market makers.

UVOD

Trezorski zapisi (blagajnički zapisi, od engleskog Treasury bill ili od njemačkog Schatzzettel) predstavljaju obligacionu kratkoročnu hartiju od vrijednosti s obavezom plaćanja glavnice i kamata. Praksa na razvijenim tržištima je da trezorske zapise izdaju ministarstva finansija, državni trezori, državne agencije ili centralne banke. Upravo zbog činjenice što ga izdaje država ili njen entitet smatra se „nerizičnim“ instrumentom, pa su sigurnost i nizak prinos glavne karakteristike ovog instrumenta. Trezorski zapisi prodaju se uz diskont (popust) tako da mu je cijena pri prodaji niža od nominalne, a po dospijeću se isplaćuje nominalna vrijednost. Međutim, praksa u nekim zemljama je pokazala da se prodaju s kamatnim kuponom, tj. uz kamatu. Uobičajeno dospijeće trezorskih zapisa je 30, 90, 180, 360 dana. Tačnije, najčešće se emituju mjesečni, tromjesečni

– kvartalni, polugodišnji i godišnji trezorski zapisi. U praksi, podjele po dospijeću nisu ovako krute. Nerijetko se emituju petomjesečni, sedmomjesečni ili osmomjesečni trezorski zapisi.

Predviđeno je da to kratkoročno zaduživanje ni u jednom trenutku ne može preći pet odsto redovnih prihoda. U razvijenim tržišnim privredama, efikasno tržište državnim hartijama od vrijednosti ima veliki značaj jer svim zainteresovanim učesnicima pruža informacije o tržišnoj likvidnosti i tržišnim očekivanjima.

Prednost emitovanja trezorskih zapisa za kupce se ogleda u njihovoj niskoj rizičnosti, s obzirom na emitenta i rok dospijeća, i prinosu koji je najčešće veći od depozita u banci. Zato su kupci trezorskih zapisa skloniji kupovini ovog instrumenta nego davanju klasičnog kredita emitentu.

* Narodna skupština Republike Srpske, milos.grujic@narodnaskupstinars.net

¹ Izjava odgovornosti: Stavovi i zaključci navedeni u tekstu su stavovi autora, koji nisu nužno jednaki stavovima institucije u kojoj je autor zaposlen. Informacije navedene u tekstu nisu preporuka za kupovinu ili prodaju određenih hartija od vrijednosti niti valuta. Autor ne odgovara za moguća pogrešna tumačenja sadržaja teksta.

Osim koristi za emitente (jer ostvaruju nižu kamatnu stopu na aukciji) i kupce (jer mogu da prodaju trezorske zapise prije roka dospijanja) ovih instrumenata značajnu korist osvaruje i centralna banka. Naime, razvijeno tržište centralnim bankama olakšava integraciju tržišta državnim hartijama od vrijednosti i deviznog tržišta te povećava efikasnost operacija centralne banke na otvorenom tržištu. Navedeni argumenti se najčešće i uzimaju u obzir pri razmatranju mjera za razvoj sekundarnog trgovanja državnim hartijama.

U radu ćemo se fokusirati na primjer uvođenja market mejkera u Sloveniji i Španiji. Primjere u ovim zemljama iskoristićemo da ukažemo na mjere koje mogu razviti sekundarno tržište trezorskih zapisa Republike Srpske. Glavna odlika market mejkera je da na tržištu služe kao katalizatori trgovanja. Istovremenom kotacijom kupovine i prodaje, oni će spriječiti mogućnost da zainteresovani prodavac ili kupac na nelikvidnom tržištu dođe u situaciju da bude usamljen na jednoj od trgovačkih strana. Time oni doprinose povećanju likvidnosti na konkretnoj hartiji, a posljedično utiču na porast likvidnosti i prometa na tržištu. Iako djelovanje market mejkera pozitivno utiče na likvidnost tržišta, njegovo postojanje nije filantropskog karaktera – njihove motive treba tražiti, kao i kod svih učesnika na finansijskom tržištu, u mogućnostima za ostvarenje profita.

1. ZAKONSKA REGULATIVA U REPUBLICI SRPSKOJ

Prema zakonskoj regulativi u Republici Srpskoj, tj. prema pravilima tržišta kratkoročnih hartija od vrijednosti Republike Srpske, trezorski zapis je prenosiva, nematerijalizovana, dužnička kratkoročna hartija od vrijednosti, koju emituje Republika Srpska radi prikupljanja sredstava, na osnovu koje vlasnici ostvaruju pravo prema Republici Srpskoj na naplatu glavnice i kamate u skladu sa Zakonom o zaduživanju, dugu i garancijama Republike Srpske, propisima kojima se uređuje tržište hartija od vrijednosti i odlukom o emisiji (Banjalučka berza, 2015). Trezorski zapisi su diskontne hartije od vrijednosti koje se emituju u nominalnoj vrijednosti od 10.000 konvertibilnih maraka. Mogu biti i sa valutnom klauzulom evra.² Sve aktivnosti emitenta u vezi sa emisijom i registracijom trezorskih zapisa provodi Ministarstvo finansija.³ Emisija trezorskih zapisa vrši se u skladu sa propisima kojima se uređuje budžetski sistem Republike Srpske, propisima kojima se uređuje zaduživanje, dug i garancije Republike Srpske, prema dinamici i u obimu koje utvrdi Ministarstvo.⁴

Učesnici na primarnom tržištu trezorskih zapisa mogu biti direktni i indirektni. Direktni učesnici na primarnom tržištu trezorskih zapisa su članovi Banjalučke berze i Ministarstvo u ime Republike Srpske.⁵

Poziv za kupovinu trezorskih zapisa se objavljuje na internet stranici Banjalučke berze i na internet stranici Ministarstva. O objavi poziva Banjalučka berza obavještava direktne učesnike i putem aukcijske platforme. Poziv sadrži:

- oznaku trezorskog zapisa (lokalna oznaka i ISIN broj);
- planirani iznos emisije;
- rok dospijanja;
- datum dospijanja;

- datum isplate;
- datum i vrijeme održavanja aukcije;
- datum i vrijeme objave izvještaja o rezultatima;
- račun na koji se vrši uplata;
- datum uplate i
- kontakt osobe u Ministarstvu i na Banjalučkoj berzi.⁶

Diskontna cijena utvrđuje se u skladu sa visinom godišnje kamatne stope koju investitori želi ostvariti na svoj ulog na osnovu sljedeće formule:

$$C = 100 - \frac{100 di}{365 + di}$$

pri čemu je:

C = diskontna cijena,

d = broj dana do dospijanja i

i = kamatna stopa / 100.

Daljim izračunavanjem, s ciljem izražavanja kamatne stope, imamo:

$$C(365 + di) = 100(365 + di) - 100 di$$

Daljim razvijanjem faktora sa obje strane jednakosti dobijamo:

$$365 C + C di = 36500 + 100 di - 100 di$$

Poništavajući sabirke u desnoj strani jednačine dolazimo do:

$$C di = 36500 - 365 C$$

Na kraju, stavljanjem kamatne stope na lijevu stranu jednakosti, izrazili smo formulu za izračunavanje kamatne stope na trezorski zapis:

$$i = \frac{365(100 - C)}{Cd}$$

2. INTERES ZA INVESTIRANJE U TREZORSKE ZAPISE U REPUBLICI SRPSKOJ

Interes za investiranje u trezorske zapise postoji, prije svega, kod bankarskog sektora koji trenutno zbog nedostatka adekvatnih finansijskih instrumenata na domaćem tržištu na računima kod Centralne banke BiH drži preko milijardu KM iznad obaveznih rezervi, pri čemu ostvaruje minimalne prinose po osnovu kamate, u iznosu od oko 0,27 odsto (Centralna banka BiH, 2015). Takođe, ovaj instrument odgovara i osiguravajućim kućama koje trenutno nemaju gdje da ulože kratkoročno raspoloživi novac. Dakle, trezorski zapisi predstavljaju dobar mehanizam za stvaranje likvidnog međubankarskog tržišta novca, na osnovu kojeg bi počele da se računaju referentne kamatne stope.

Neposredno prije pojave ovih instrumenata najavljeno je, dakle, da je mogućnost emitovanja trezorskih zapisa veliki iskorak u razvoju finansijskog tržišta (Đuran, 2010). Sa stanovišta brokerskih kuća, emitovanje trezorskih zapisa doprinosi povećanju ponude finansijskih instrumenata i novog tržišnog materijala.

² U slučaju promjene zvaničnog kursa KM prema evru, koji utvrđuje CB BiH, trezorski zapisi emitovani sa valutnom klauzulom preračunavaće se i uplaćivati u KM protivvrijednosti prema srednjem kursu CB BiH za evro koji važi na dan aukcije.

³ Uslovi obavljanja poslova u emisiji trezorskih zapisa na primarnom tržištu, uslovi i način ostvarivanja prava iz tih poslova uređuju se ugovorom koji Ministarstvo zaključuje sa Banjalučkom berzom i Centralnim registrom hartija od vrijednosti.

⁴ Emisija trezorskih zapisa vrši se aukcijskim sistemom trgovanja, posredstvom aukcijske platforme berzanskog sistema trgovanja Banjalučke berze hartija od vrijednosti.

⁵ Direktni učesnici mogu biti i banke, društva za osiguranje, mikrokreditna društva, društva za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima koja imaju dozvolu za obavljanje osnovne djelatnosti u BiH, Centralna banka, Društvo za upravljanje PREF-om i Investiciono-razvojna banka RS.

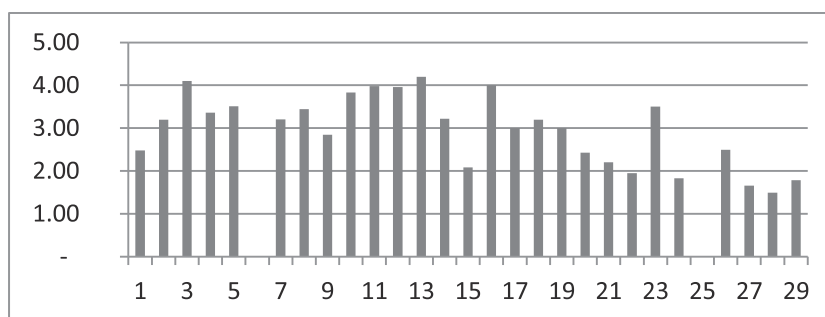
⁶ Poziv se može objaviti i na engleskom jeziku i može sadržavati i ostale informacije za koje Ministarstvo smatra da su neophodne za efikasan postupak aukcije trezorskih zapisa.

Red. broj	Datum Aukcije	Plasirani iznos emisije	Datum uplate	Ukupan iznos pristiglih ponuda	Ukupan iznos prihvaćenih ponuda	Datum dospijeća	J. rav. cijena	J. kam. stopa	Dospijeće (mjeseci)	Ostvarena cijena
1.	11.5.2011.	30,000,000	12.5.2011.	83,918,686.35	35,558,640.00	11.11.2011.	98,774	2,4757%	6	98,7740
2.	20.6.2011.	29,000,000	21.6.2011.	65,113,114.30	27,638,685.60	20.03.2012.	97,6632	3,199%	9	97,6632
3.	29.11.2011.	36,500,000	30.11.2011.	24,989,194.70	15,289,194.70	30.07.2012.	97,3500	4,0985%	8	97,3439
4.	15.12.2011.	21,000,000	16.12.2011.	12,950,801.20	9,835,080.00	15.06.2012.	98,3508	3,3629%	6	98,3508
5.	27.03.2012.	35,000,000	28.03.2012.	40,409,362.50	26,699,959.00	27.09.2012.	98,2700	3,5113%	6	98,2700
6.	07.06.2012.	17,000,000		3,194,612.10		07.03.2013.			9	
7.	18.07.2012.	25,000,000	19.07.2012.	31,011,633.17	24,605,000.00	18.01.2013.	98,4200	3,2020%	6	98,4200
8.	22.08.2012.	17,500,000	23.08.2012.	29,736,015.00	17,062,500.00	22.05.2013.	97,5000	3,4408%	9	97,5000
9.	01.10.2012.	27,000,000	02.10.2012.	35,525,571.00	26,622,000.00	02.04.2013.	98,6000	2,8476%	6	98,6000
10.	21.01.2013.	25,000,000	22.01.2013.	36,933,933.10	24,080,000.00	21.01.2014.	96,3200	3,8311%	12	96,3200
11.	28.03.2013.	27,000,000	29.03.2013.	62,164,140.43	52,194,197.00	27.09.2013.	98,0541	3,9799%	6	98,0541
12.	15.04.2013.	27,000,000	16.04.2013.	29,919,620.00	20,103,325.00	15.10.2013.	98,0650	3,9572%	6	98,0650
13.	23.05.2013.	24,500,000	24.05.2013.	21,607,772.40	21,557,108.00	23.05.2014.	95,9800	4,1999%	12	95,9800
14.	26.09.2013.	53,000,000	27.09.2013.	116,347,450.09	52,167,900.00	27.03.2014.	98,4300	3,2165%	6	98,4300
15.	23.12.2013.	21,000,000	24.12.2013.	51,913,092.93	20,784,288.00	24.06.2014.	98,9728	2,0814%	6	98,9728
16.	27.01.2014.	25,000,000	28.01.2014.	32,301,533.63	24,041,000.00	27.01.2015.	96,1640	4,0000%	12	96,1640
17.	26.03.2014.	25,000,000	27.03.2014.	33,049,533.20	24,812,400.00	27.06.2014.	99,2496	2,9996%	3	99,2496
18.	29.04.2014.	15,000,000	30.04.2014.	24,920,482.80	14,763,450.00	30.10.2014.	98,4230	3,1958%	6	98,4230
19.	26.05.2014.	20,000,000	27.05.2014.	44,466,966.75	19,702,040.00	27.11.2014.	98,5102	3,0000%	6	98,5102
20.	25.06.2014.	20,000,000	26.06.2014.	49,262,538.78	19,760,000.00	26.12.2014.	98,8000	2,4225%	6	98,8000
21.	21.07.2014.	10,000,000	22.07.2014.	19,863,399.50	9,837,530.00	22.04.2015.	98,3753	2,2000%	9	98,3753
22.	18.08.2014.	15,000,000	19.08.2014.	39,653,682.25	14,854,050.00	19.02.2015.	99,0270	1,9491%	6	99,0270
23.	15.09.2014.	15,000,000	16.09.2014.	16,369,437.54	9,267,399.90	16.06.2015.	97,4490	3,5000%	9	97,4490
24.	17.11.2014.	20,000,000	18.11.2014.	39,005,365.70	19,820,000.00	18.05.2015.	99,1000	1,8314%	6	99,1000
25.	22.12.2014.	15,000,000		1,143,455.15		23.03.2015.			3	
26.	30.12.2014.	15,000,000	31.12.2014.	26,029,813.49	14,908,455.00	31.03.2015.	99,3897	2,4903%	3	99,3897
27.	28.01.2015.	20,000,000	29.01.2015.	29,364,267.45	19,640,194.20	27.07.2015.	99,1929	1,6592%	6	99,1929
28.	23.02.2015.	15,000,000	24.02.2015.	24,453,629.93	14,889,975.00	24.08.2015.	99,2665	1,4901%	6	99,2665
29.	07.04.2015.	15,000,000	08.04.2015.	17,055,399.24	14,838,293.94	07.10.2015.	99,1202	1,7801%	6	99,1202
30.	11.05.2015.	15,000,000	12.05.2015.	18,267,415.80	14,858,460.00	11.11.2015.	99,0564	1,9000%	6	99,0564
Ukupno		675,500,000		1,060,941,920.48	610,191,125.34					

Tabela 1. Prikaz primarne emisije trezorskih zapisa na Banjalučkoj berzi. Izvor: <http://www.blberza.com>

Posmatranjem podataka o aukcijama trezorskih zapisa zapažamo da planirani iznos svih emisija iznosi 675,5 miliona KM, a ukupan iznos svih prihvaćenih ponuda iznosi 610.191.125,34 KM.⁷ Najviše, čak osam planiranih akcija, bilo u iznosu od 15 miliona KM (u aprilu, avgustu, septembru i dvije u decembru 2014. te u februaru, aprilu i maju 2015), potom četiri od po 20 miliona KM (u maju, u junu i u novembru 2014. i jedna u januaru 2015) i po 25 miliona KM (u julu 2012, u januaru 2013. te u januaru i martu 2014). Najviša planirana emisija iznosila je 53 miliona KM (u septembru 2013), a najniža 10 miliona KM (u julu 2014).

Održane su tri aukcije sa rokom dospeljeća od tri mjeseca, čak 18 aukcija sa rokom dospeljeća od šest mjeseci, jedna aukcija sa rokom od osam mjeseci, pet aukcija sa rokom od devet mjeseci i tri aukcije sa rokom dospeljeća od 12 mjeseci. Dvije aukcije su bile neuspješne, šesta aukcija, održana 7. juna 2012, planiranog iznosa od 17 miliona KM, kada je ukupan iznos pristiglih ponuda bio 3.194.612,10 KM i 25. aukcija održana 22. decembra 2014.



Ilustracija 1. Ostvarene kamatne stope pri emisiji trezorskih zapisa. Izvor: <http://www.blberza.com>

Komparacijom sa posuđivanjima od MMF-a, za koja se plaća kamata oko jedan odsto, zapažamo da su trezorski zapisi skup način zaduživanja, ali da su povoljni za kupce.⁸

Od 30 posmatranih emisija, čak 18 ih je dospjevalo u sljedećoj godini. Još interesantnije, uočavamo kratak period između dospeljeća jedne serije i emisije serije koja je po rednom broju „daleko“ od one koja dospjeva. Ilustracije radi:

- 4. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio 9.835.080 KM, dospjevala je 15.6.2012, a 6. je zakazana je 7.6.2012. Ova aukcija nije uspjela;
- 7. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio 24.605.000 KM, dospjevala je 18.1.2013, a 10. je zakazana je za 21.1.2013. Na ovoj aukciji ukupan iznos prihvaćenih ponuda iznosio je 24.080.000 KM;
- 10. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio 24.080.000 KM, dospjevala je 21.1.2014, a 16. emisija zakazana je za 27.1.2014. Na ovoj aukciji ukupan iznos prihvaćenih ponuda iznosio je 24.041.000 KM;
- 11. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio 52.194.197 KM, dospjevala je 27.9.2013, a 14. emisija zakazana je za 26.9.2013. Na ovoj aukciji ukupan iznos prihvaćenih ponuda iznosio je 52.167.900 KM;
- 14. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio 52.167.900 KM, dospjevala je 27.3.2014. a 17. emisija zakazana je za 26.3.2014. Na ovoj aukciji ukupan iznos prihvaćenih ponuda iznosio je 24.812.400 KM;
- 15. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio

planiranog iznosa od 15 miliona KM kada je ukupan iznos pristiglih ponuda bio 1.143.455,15 KM.

Zapažamo da se raspon kamatnih stopa kreće od 1,49 odsto (u februaru 2015) do 4,2 odsto (u maju 2013). Prosječna kamatna stopa iznosi 2,92 odsto, tj. prosječna ponderisana kamatna stopa iznosi 3,03 odsto, a medijana iznosi 3,10 odsto. Govoreći o prosječnoj emisiji možemo reći da prosječna emisija iznosi 22.516.667 KM (medijana iznosi 20.500.000 KM), na period od oko 6,87 mjeseci po kamatnoj stopi od oko tri odsto.

Uprkos kreditnom rejtingu Republike Srpske (Moody's, 2015), ostvarene kamatne stope na aukcijama mnogo variraju. Ilustracije radi, kamatne stope na šestomjesečne trezorske zapise planiranog iznosa emisije od 15 miliona variraju od 1,49% do 3,20%. Pregledom ostvarenih kamatnih stopa na aukcijama primjećujemo blagi trend smanjenja jedinstvene kamatne stope u posljednjih nekoliko emisija (ilustracija 1).

20.784.288 KM, dospjevala je 24.6.2014. godine, takođe 17. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio 24.812.400, dospjevala je 26.6.2014. Interesantno – 20. aukcija trezorskih zapisa zakazana je za 25.6.2014. Na ovoj aukciji ukupan iznos prihvaćenih ponuda iznosio je 19.760.000 KM;

- 19. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio 19.702.040 KM, dospjevala je 27.11.2014, a 24. emisija zakazana je za 17.11.2014. Na ovoj aukciji ukupan iznos prihvaćenih ponuda iznosio je 19.820.000 KM;
- 20. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio 19.760.000 KM, dospjevala je 25.12.2014, a 25. emisija zakazana je za 22.12.2014. Ovo je druga aukcija koja nije uspjela;
- 21. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio 9.837.530 KM, dospjevala je 22.4.2015, a 29. emisija zakazana je za 7.4.2015. Na ovoj aukciji ukupan iznos prihvaćenih ponuda iznosio je 14.838.294 KM;
- 22. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio 14.854.050 KM, dospjevala je 19.2.2015, a 28. zakazana je za 23.2.2015. Na ovoj aukciji ukupan iznos prihvaćenih ponuda iznosio je 14.889.975 KM;
- 24. emisija, u kojoj je ukupan iznos prihvaćenih ponuda bio 19.820.000 KM, dospjevala je 18.5.2015, a 30. emisija zakazana je za 11.5.2015. Na ovoj aukciji ukupan iznos prihvaćenih ponuda iznosio je 14.858.460 KM.

Navedeni podaci ukazuju na mogućnost da je isplata dijela jedne serije trezorskih zapisa mogla biti finansirana emisijom neke od narednih serija. Zbirni pregled opisanih emisija po godinama možemo vidjeti u tabeli broj 2.

⁷ Ukupan iznos prihvaćenih ponuda je dva puta premašio planirani iznos emisije. Na prvoj aukciji 11. maja 2011. i na 11. aukciji 28.3.2013. godine.

⁸ Vlade bh. entiteta su ukinule ograničenja koncentracije rizika za trezorske zapise, ali i za obveznice, tako da banke mogu plasirati do 300% svog kapitala u ove instrumente.

Godina	Planirani iznos emisije	Ostvareni iznos emisije	Ukupan iznos pristiglih ponuda	Ukupan iznos prihvaćenih ponuda	Vraćeno sa kamatom	Broj emisija
2011.	116,500,000	88,977,670	186,971,797	88,321,600	90,000,000	4
2012.	121,500,000	94,989,459	139,877,194	94,989,459	97,000,000	5
2013.	177,500,000	190,886,818	318,886,009	190,886,818	195,000,000	6
2014.	195,000,000	171,766,325	326,066,209	171,766,325	175,000,000	11
2015.	65,000,000	64,226,923	89,140,712	64,226,923	65,000,000	4
Ukupno	675,500,000	610,847,195	1,060,941,920	610,191,125	622,000,000	30

Tabela 2. Prikaz primarne emisije trezorskih zapisa na Banjalučkoj berzi po godinama. Izvor: <http://www.blberza.com>

Pregledom portfelja zatvorenih investicionih fondova u Republici Srpskoj zapažamo da su samo tri fonda u svom portfelju imala trezorske zapise. To su ZIF BLB profit a.d. Banja Luka, ZIF Zepter fond a.d. Banja Luka i ZIF Evroinvestment fond a.d. Banja Luka. Ilustracije radi, ZIF BLB profit je u aprilu 2014. na aukciji za trezorske zapise kupio oko 1,00% od emisije RS14-T02 ili 248.372,12 KM ukupne nominalne vrijednosti 250.000 KM. ZIF Zepter fond je u novembru 2011. na aukciji za trezorske zapise kupio oko 4,46% od emisije RS 11-T03 ili 681.450,00 KM ukupne nominalne vrijednosti 700.000 KM. ZIF Evroinvestment fond je u martu 2014. na aukciji za trezorske zapise kupio oko 0,80% od emisije RS14-T02 ili 198.697,70 KM ukupne nominalne vrijednosti 200.000 KM. Sve ove kupovine iznose tek oko 0,2% od zbira ovih aukcija. Analizom periodičnih statističkih izvještaja na Banjalučkoj berzi zapažamo da su tokom aukcija trezorskih zapisa načajan promet ostvarile brokerske kuće koje rade u sastavu banaka (Banjalučka berza, 2015). Prema tome, zaključićemo da su banke najveći kupci na aukcijama. Ovdje svjesno nismo razmatrali učešće stranih investitora u kupovini trezorskih zapisa. Strani ulagači bi, bez sumnje, povećali novčanu masu u zemlji.

Komparacije radi, kamatna stopa (diskont cijene) na trezorske zapise u FBiH kreće se u rasponu od 0,4 odsto do jedan odsto, pri čemu su trezorski zapisi uglavnom sa rokom dospijanja od šest mjeseci – izuzev aprilske aukcije tromjesečnih zapisa (Sarajevska berza, 2015). Razloge treba tražiti u činjenici da banke (kojih je više u FBiH) a nisu izložene hartijama koje je emitovala FBiH poput banaka u RS, i što na računima Elektroprivede FBiH na poziciji gotovini leže slobodni milioni KM (Dizdarević, 2015).

3. SEKUNDARNA TRGOVINA

Sekundarna trgovina trezorskim zapisima obavlja se na berzi (ili drugom uređenom javnom tržištu u skladu sa propisima kojima se uređuje tržište hartija od vrijednosti). Pregledom sekundarne trgovine zapažamo da tokom 2011. nije bilo sekundarnog prometa trezorskim zapisima (tabela 3).

Oznaka	Emitovana količina	Broj transakcija	Protrgovana količina	Vrijednost trgovine
RS12-T03	2,500	5	1,500	14,841,884.00
RS12-T05	2,700	1	250	2,473,500.00
RS13-T01	2,500	2	250	2,424,163.00
RS13-T02	-	1	50	491,609.00
RS13-T04	2,246	3	245	2,410,800.00
RS13-T06	2,100	1	800	7,921,728.00
RS14-T01	2,500	8	660	6,489,351.22
RS14-T05	-	2	201	1,994,434.89
RS14-T06	1,000	3	400	3,937,594.90
RS14-T07	1,500	1	400	3,967,448.00
RS14-T08	951	2	85	836,716.20
RS14-T11	-	2	600	5,991,516.00
RS15-T02	1,500	1	308	3,058,359.92
Ukupno	19,497	32	5,749	56,839,105.13

Tabela 3. Pregled sekundarne trgovine svim serijama trezorskih zapisa. Izvor: <http://www.blberza.com> i <http://mm.blberza.com>

3.1. Uloga PREF-a u sekundarnoj trgovini

Pri analiziranju sekundarnog prometa treba uzeti u obzir još jedan faktor koji ima veliki uticaj na sekundarno tržište trezorskih zapisa. Radi se o trgovinama Penzijskog rezervnog fonda Republike Srpske (PREF). Penzijski rezervni fond osnovan je 31.05.2010. godine. Cilj osnivanja je podrška obezbjeđenju dugoročne finansijske održivosti obaveznog penzijskog osiguranja. Djelatnost Rezervnog fonda je

ulaganje u hartije od vrijednosti i drugu imovinu uz uvažavanje načela sigurnosti, disperzije rizika, likvidnosti i profitabilnosti, a radi uvećanja imovine Rezervnog fonda (Zakon o Penzijskom rezervnom fondu Republike Srpske, 73/08, 50/10).

Investicioni cilj PREF-a je ostvarivanje stabilnih prinosa na duži rok kroz ulaganje imovine Rezervnog fonda, a radi podrške obezbjeđenju dugoročne finansijske održivosti obaveznog penzijskog osiguranja

u Republici Srpskoj. S ciljem podrške obezbjeđenju dugoročne finansijske održivosti obaveznog penzijskog osiguranja u Republici Srpskoj, PREF od svog osnivanja ostvaruje dobit i isplaćuje dividendu Fondu PIO RS. Godišnja neto dobit ostvarena poslovanjem PREF-a, na osnovu odluke organa Rezervnog fonda, može se isplatiti osnivaču isključivo za finansiranje tekućih penzija korisnika, pod uslovom da iznos isplaćene neto dobiti ne bude veći od 50 odsto vrijednosti dividendi i kamata koje je Rezervni fond primio u novcu. (Zakon o Penzijskom rezervnom fondu Republike Srpske 73/08, 50/10).

S ciljem da obezbijedi dovoljno novca za isplatu penzija, PREF je prodavao trezorske zapise na sekundarnom tržištu prije njihovog dospijea i na taj način (uz novac dobijen od dividendi, kamata i prodaja akcija) obezbijedio novac za isplatu Fondu PIO. Naime, primjećujemo da se značajan broj sekundarnih trgovina trezorskim zapisima dogodio neposredno pred isplatu dividende PREF-a. Osim toga, prodaje zapisa su bile najavljene, što nam olakšava da identifikujemo transakcije u kojima je bio PREF.



децембар 2012. - исплата дивиденде Фонду ПИО (6,3 милиона КМ)
 април 2013. - исплата дивиденде Фонду ПИО (5,5 милиона КМ)
 април 2014. - исплата дивиденде Фонду ПИО (6,8 милиона КМ)
 март 2015. - исплата дивиденде Фонду ПИО (7,8 милиона КМ)
 новембар 2012. (9.11.2012.) - трговина трезорским записима 1
 новембар 2012. (9.11.2012.) - трговина трезорским записима 1
 фебруар 2013. (22.2.2013.) - трговина трезорским записима 2
 март 2013. (1.3.2013.) - трговина трезорским записима 3
 октобар 2013. (4.10.2013.) - трговина трезорским записима 4
 април 2014. (16.4.2014.) - трговина трезорским записима 5
 јун 2014. (5.6.2014.) - трговина трезорским записима 6
 јун 2014. (5.6.2014.) - трговина трезорским записима 6
 август 2014. (29.8.2014.) - трговина трезорским записима 7
 август 2014. (29.8.2014.) - трговина трезорским записима 7

Ilustracija 2. Prikaz isplata dividendi i prodaja trezorskih zapisa PREF-a. Izvor: <http://www.pref.rs.ba>

Oznaka	Najavljeno	Broj transakcija	Datum	Količina	Promet	Izvor
RS12-T03	400	3	09/11/2012/	400	3,978,544	http://www.pref.rs.ba/files/docver/1166/files/municipalne%20i%20trezorski%20-%20objava%20%282%29.pdf
RS12-T05	250	1	09/11/2012/	250	2,473,500	http://www.pref.rs.ba/files/docver/1166/files/municipalne%20i%20trezorski%20-%20objava%20%282%29.pdf
RS13-T01	250	1	01/03/2013/	220	2,133,432	http://www.pref.rs.ba/files/docver/1295/files/PREF_trezorski%20zapisi%20-%20prodaja.pdf
		1	22/02/2013/	30	290,731	http://www.pref.rs.ba/files/docver/1295/files/PREF_trezorski%20zapisi%20-%20prodaja.pdf
RS13-T04	245	3	04/10/2013/	245	2,410,800	http://www.pref.rs.ba/files/docver/1650/files/PREF_Prodaja%20trezorskih%20zapisa%20RS13-T04.pdf
RS13-T06	600	2	05/06/2014/	300	2,998,449	http://www.pref.rs.ba/files/docver/1860/files/PREF%20prodaja%20trezorskih%20zapisa.pdf
RS14-T01	50	2	29/08/2014/	50	495,519	http://www.pref.rs.ba/files/docver/1968/files/PREF_Prodaja%20trezorskih%20zapisa%20RS14-T05%20i%20RS14-T01.pdf1
	177	2	05/06/2014/	177	1,734,604	http://www.pref.rs.ba/files/docver/1860/files/PREF%20prodaja%20trezorskih%20zapisa.pdf
	250	2	16/04/2014/	73	707,907	http://www.pref.rs.ba/files/docver/1815/files/PREF%20trezorski%20zapisi%20prodaja.pdf
RS14-T05	100	1	29/08/2014/	100	992,930	http://www.pref.rs.ba/files/docver/1968/files/PREF_Prodaja%20trezorskih%20zapisa%20RS14-T05%20i%20RS14-T01.pdf1
Ukupno	2322	18		1845	18,216,416	

Tabela 4. Pregled prodaja PREF-a. Izvor: <http://www.pref.rs.ba> i <http://blberza.com>

Iz tabele broj 5. primjećujemo da se od 30 trgovina trezorskim zapisima nakon aukcije 18 odnosi na prodaje PREF-a, što je čak 60% od svih sekundarnih trgovina. Takođe, 1.845 od 5.149 transakcija odnosno 18.216.416 KM od 56.839.105,13 KM ili 32,05 odsto se odnosi na prodaje PREF-a.

4. MARKET MEJING NA SEKUNDARNOM TRŽIŠTU DRŽAVNIH HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

Stvaranje stabilnog sekundarnog tržišta državnim hartijama od vrijednosti, uz razvoj regulative, pokazalo se jednim od najtežih zadataka u razvoju tržišta. Dva najvažnija elementa za razvoj sekundarnog tržišta državnih hartija od vrijednosti su frekventnost emisija i likvidnost sekundarnog tržišta. Takođe, ova dva elementa su i osnova za razvoj benchmark krive prinosa na osnovu državnih hartija od vrijednosti.

Frekvenost emisija povećava tržište hartija od vrijednosti. Ako su frekvencije periodične, učesnici mogu da planiraju svoje novčane tokove što će zasigurno smanjiti kamatnu stopu po kojoj se emitent zadužuje. Međutim, prečeste emisije ozbiljnom investitoru će prije biti znak za nestabilnost i beznačajnost emitenta nego što će mu povećati povjerenje u te hartije i navesti ga da se uključi u sekundarno tržište. Istovremeno, državne hartije od vrijednosti ne mogu biti atraktivni finansijski instrumenti ako ih ne prati i likvidno sekundarno tržište (Dolenc, 2002).

Market mejker je posrednik na tržištu koji drži finansijske instrumente, dnevno objavljuje kupovne i prodajne cijene za te instrumente te je spreman kupovati i prodavati ih po objavljenim cijenama (Stigum, 1990). Market mejkeri su izuzetno važni za razvoj tržišta državnim hartijama od vrijednosti, a u mnogim zemljama oni se uticali na njegov razvoj.

Prema zakonskoj regulativi u Republici Srpskoj, market mejking predstavlja posao posebne berzanske trgovine – istovremeno isticanje stalne ponude za kupovinu i za prodaju hartija od vrijednosti, u svoje ime i za svoj račun, radi održavanja stalne ponude i potražnje za određenom hartijom od vrijednosti (Zakon o tržištu hartija od vrijednosti (92/06)). Iz ovoga uočavamo da je osnovna funkcija market mejkera obezbjeđivanje likvidnost na sekundarnom tržištu.

Najčešće, jedan od najvažnijih posrednika na sekundarnom tržištu je primarni diler državnih hartija od vrijednosti, koji je često i market mejker (Arnone i Iden, 2003). Pravila i izbor službenih market mejkera uglavnom definišu regulativne institucije, tj. centralna banka (u Finskoj, Španiji, Malti, Ujedinjenom Kraljevstvu i Italiji), ministarstvo finansija ili komisija za hartije od vrijednosti (u zemljama regiona) (Grujić, 2013).

Praksa na razvijenim finansijskim tržištima pokazala je da gotovo sve finansijski razvijene zemlje od svojih primarnih dilera državnih hartija od vrijednosti zahtijevaju znatnu aktivnost na sekundarnom tržištu (Breuer, 1999).

Market mejkeri za državne hartije od vrijednosti imaju prava i obaveze koje se razlikuju u različitim zemljama (Dolenc, 2002):

- aktivno učestvovanje u primarnim emisijama finansijskih instrumenata – market mejkeri državnih dužničkih hartija od vrijednosti najčešće su obavezni da aktivno učestvuju u primarnim emisijama tih hartija od vrijednosti. Neke zemlje imaju određen iznos emisije koji market mejker mora kupiti na aukciji (npr. Francuska, Italija) ili je predviđeno da market mejker mora

da učestvuje u drugom krugu aukcije ako prvi krug nije bio uspješan, tj. ako ponuđeni iznos nije u potpunosti realizovan;

- dnevno objavljivanje kupovnih i prodajnih cijena – obavezni su da svaki dan objavljuju kupovne i prodajne cijene hartija od vrijednosti. Najčešće, te kotacije su vidljive na najvažnijim sistemima za trgovanje (npr. Bloomberg, Reuters), i to na način da se ističe bid/ask spread (maksimalna dopuštena razlika između kupovne i prodajne cijene). Ovaj raspon onemogućava „prebacivanje“ market mejkera s jedne ili druge strane kotacije;
- postizanje određenoga tržišnog udjela na sekundarnom tržištu – često se definiše i obavezan (minimalni) tržišni udio na sekundarnom tržištu (npr. u Francuskoj, Italiji). U slučaju da se tržišni udio nekog market mejkera smanji ispod određenog postotka, on gubi funkciju službenog market mejkera;
- sposobnost držanja predviđene količine hartija od vrijednosti na određenoj poziciji – moraju držati određenu količinu hartija od vrijednosti kako bi mogli zadovoljiti tržišnu potražnju na predviđenoj poziciji. Ova mogućnost je najznačajniji „filter“ zbog kojeg samo rijetki, veliki finansijski posrednici koji trguju velikim iznosima, mogu biti market mejkeri;
- izvještavanje o sklopljenim poslovima i cijenama finansijskih instrumenata – obavezni su da izvještavaju o svim sklopljenim poslovima ili omoguće centralnoj banci prikupljanje potrebnih podataka (npr. u Finskoj, Španiji i SAD).

Neke od povlastica na koje kao market mejkeri imaju prava obično su (Dolenc, 2002):

- kreditna linija centralne banke – u nekim zemljama je market mejkerima na raspolaganju kreditna linija centralne banke koja im omogućava povlačenje određenog iznosa za likvidnost u slučaju potrebe. U drugim slučajevima, market mejkeri smiju sklapati REPO poslove sa centralnom bankom (npr. u Italiji) ili imaju pravo na posebne kredite centralne banke (npr. u Ujedinjenom Kraljevstvu);
- ekskluzivno pravo na vanredne aukcije – pravo na dodatne tranše hartija od vrijednosti kada je velika potražnja za tim hartijama (npr. u Italiji, odluku o emisiji dodatnih tranši donosi ministarstvo finansija) ili pravo učestvovanja u drugom krugu aukcije s pravom preče kupovine (npr. u Španiji);
- ekskluzivno pravo učestvovanja u operacijama centralne banke – pravo učestvovanja u određenim operacijama centralne banke na otvorenom tržištu (npr. prekonoćne REPO transakcije i direktne intervencije u Španiji, direktne kupovine ili prodaje hartija od vrijednosti u Ujedinjenom Kraljevstvu);
- market mejking centralne banke – ta se povlastica najčešće iskorištava u početnim fazama razvoja sekundarnog tržišta državnih hartija od vrijednosti, kada market mejkeri ne mogu garantovati zadovoljavajuću likvidnost državnih hartija od vrijednosti. Tada centralna banka može i sama postati aktivan market mejker. U tom slučaju, banka učestvuje u kupovini i prodaji hartija od vrijednosti od finansijskih institucija, čime se održava likvidnost na sekundarnom tržištu. To smanjuje rizik koji preuzimaju market mejkeri dražnjem državnih hartija od vrijednosti u svojim portfeljima;
- centralna banka kao market mejker u krajnoj nuždi – centralna banka (kada je to potrebno) kupuje ili prodaje državne hartije od vrijednosti da bi smanjila volatilnost cijena i omogućila nastavak trgovanja na sekundarnom tržištu (npr. u Njemačkoj, Irskoj i Malti);

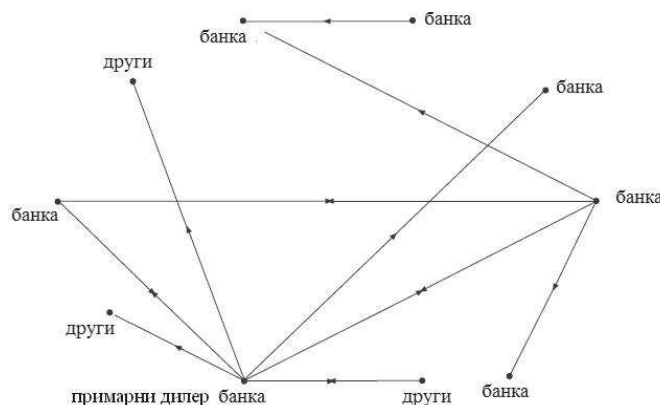
- poreske povlastice – u nekim zemljama (npr. u Ujedinjenom Kraljevstvu) market mejkri imaju određene poreske povlastice u odnosu na druge posrednike u trgovini.

4.1. Koncept razvoja sekundarnog tržišta trezorskim zapisima u Španiji

S ciljem podsticanja razvoja sekundarnog tržišta državnih hartija od vrijednosti, koncept market mejkera uveden je u Španiji 1988. Tokom prve dvije godine, market mejkri su imali obavezu da aktivno učestvuju u primarnim emisijama (na aukcijama) državnih hartija od vrijednosti, uz stalno kotiranje kupovne i prodajne cijene za te hartije. Prva obaveza (učestvovanje u aukcijama) nije bila jasno definisana, a drugu obavezu (kotaciju kupovnih i prodajnih cijena) bilo je vrlo teško nadzirati, a kupoprodajni spread nije nikada bio definisan. Zbog toga su te obaveze 1990. izmijenjene na način da su postale manje apstraktne i mjerljivije. Postavljena su četiri kriterijuma za primarne dilere, na osnovu čijeg ispunjenja se mjerio „koeficijent tržišnog udjela“. Određeno je da bi prvih dvanaest učesnika s najvišim koeficijentom moglo zadovoljiti kriterijume dobrog market mejkera. Navedeni koeficijent se izračunava godišnje, tako da se službeni market mejkri smjenjuju.

Koeficijent se izračunava korištenjem ponderisanih prosjeka četiri pokazatelja:

1. udio u primarnim emisijama državnih hartija od vrijednosti (ponder = 0,35),
2. udio u spot i forward transakcijama⁹ državnih hartija od vrijednosti, osim REPO poslova, uz uslov da su transakcije sklopljene na osnovu kotiranih pozicija (ponder = 0,35),
3. udio u spot i forward transakcijama, osim REPO poslova (ponder = 0,15),
4. udio u spot i forward transakcijama državnih hartija od vrijednosti, osim REPO poslova, uz uslov da su transakcije sklopljene na osnovu kotiranih pozicija drugih učesnika na tržištu (ponder = 0,15).



Ilustracija 3. Sekundarno trgovanje i tržišni učesnici prije i poslije uvođenja market mejkera. Izvor: Dolenc, P. (2002, 223–233).

Iz ilustracije vidimo da je mreža bila relativno nerazvijena. Aktivno je bilo samo 15,5% ukupnih mogućih poslovnih odnosa među tržišnim učesnicima. Istovremeno, primjećujemo da je tržište bilo aciklično – pojedinim trezorskim zapisom trgovalo uglavnom samo jednom prije dospijea (Dolenc, 2002). Ukupni (kumulativni) promet na sekundarnom tržištu bio je otprilike 10% ukupnog iznosa izdanih a nedospjelih trezorskih zapisa. S obzirom na te rijetke transakcije, smatra se da je prije uvođenja market mejkera sekundarno tržište trezorskim zapisima bilo nelikvidno.

Market mejkri su imali prava:

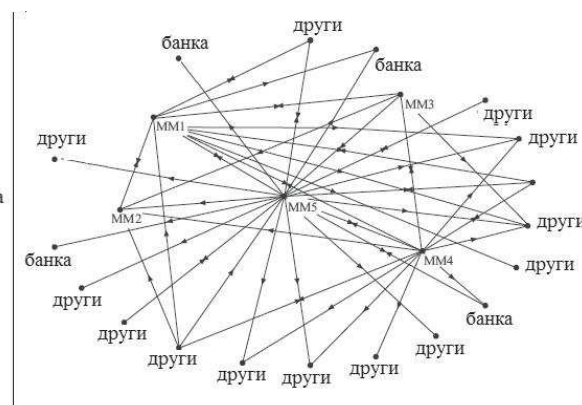
- konsultovanja s državnim trezorom (u vezi sa iznosom državnih hartija od vrijednosti koji će se ponuditi na aukcijama) i centralnom bankom;
- pravo (ekskluzivno) učestvovanja u drugom krugu aukcija državnih hartija od vrijednosti (te aukcije nisu imale veliku ulogu);
- pravo (ekskluzivno) učestvovanja u vanrednim aukcijama na kojima su emitovane nove hartije od vrijednosti, papiri za pokrivanje dospjelih hartija od vrijednosti (te su aukcije bile rijetke i prilično nevažne);
- u ekskluzivnom pravu učestvovanja na aukcijama za jednodnevne REPO poslove (te su se aukcije održavale svakih deset dana);
- u povlaštenom položaju u trgovanju s rezidentima i nerezidentima.

Primjer Španije pokazuje kako je moguće razvoj sekundarnog tržišta državnih hartija od vrijednosti zasnovati na zvaničnim – službenim market mejkrima. Danas je tržište španskim državnim hartijama od vrijednosti dobro razvijeno. Štaviše, uključeno je u šire tržište evrozone.

4.2. Koncept razvoja sekundarnog tržišta trezorskim zapisima u Sloveniji

Ministarstvo finansija Slovenije aktivno učestvuje na novčanom tržištu od sredine 1998. godine, kada je počelo redovno emitovati trezorske zapise.¹⁰ Od tada se primarno tržište trezorskim zapisima veoma dobro razvijalo. Istovremeno, to se ne može reći i za trgovinu na sekundarnom tržištu (Dolenc, 2002).

Ilustracija 2. prikazuje učesnike na sekundarnom tržištu trezorskih zapisa prije uvođenja market mejkera. Smjer strelice pokazuje „odnos prodaje“. Uočavamo da je bilo malo učesnika na tržištu, a većina njih trgovala je samo s jednim poslovnim partnerom. Samo jedna banka je bila izuzetak. Ona je bila i primarni diler trezorskih zapisa. Moglo bi se reći da je ta banka bila neformalni market mejker za trezorske zapise jer je konstantno trgovala s gotovo svim učesnicima na tržištu.



Razlog za malu sekundarnu trgovinu ležao je u krutim propisima i visokim transakcionim troškovima. Naime, trezorskim se zapisima trgovalo na berzi, a ne na OTC tržištu, a transakcioni troškovi su bili visoki naspram njihovog kratkog roka dospijea.

Tokom 2001. godine, aktivnijim uključivanjem države u razvoj sekundarnog tržišta trezorskih zapisa, kao prvi korak za razvoj efikasnog sekundarnog tržišta postvljeno je postizanje nižih troškova trgovine. Kao rezultat te težnje, trgovina je sa berze preseljena na

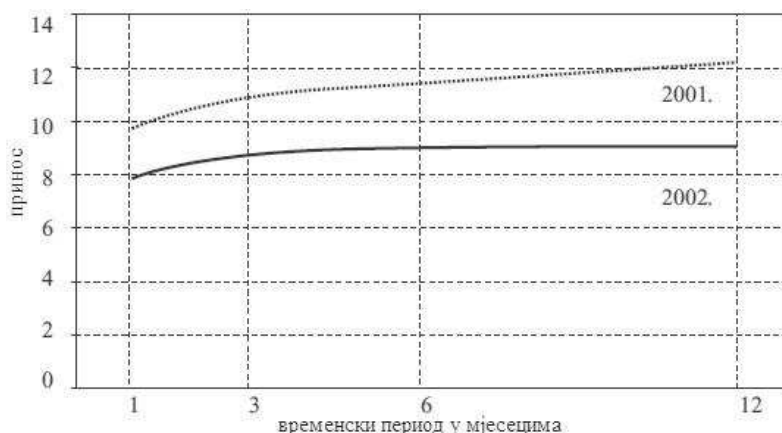
⁹ Vlade BH entiteta su ukinule ograničenja koncentracije rizika za trezorske zapise, ali i za obveznice, tako da banke mogu plasirati do 300% svog kapitala u ove instrumente.

¹⁰ Tromjesečne, šestomjesečne i dvanaestomjesečne trezorske zapise.

troškovno efikasnije OTC tržište.¹¹ Time su troškovi sniženi za više od 85%.¹² Osim toga, smatralo se da nizak rizik i brže saldiranje transakcija mogu podstaći aktivnije trgovanje. U skladu sa tim, uspostavljeni su DBP sistem (delivery-versus-payment) i saldiranje u stvarnom vremenu (rok T+0).¹³ Treći potez je bio da država i centralna banka stvore standardni ugovor o market mejkingu. Sklapanje ovog ugovora ponudimo je isključivo bankama – primarnim dilerima. Standardni ugovor je sadržavao manje prinudnih stavki kako za emitenta tako i za market mejkere. Primarna obaveza koja je zahtijevana od market mejkera je aktivno učestvovanje na primarnim aukcijama trezorskih zapisa i kontinuirano kotiranje kupovne i prodajne cijene na sekundarnom tržištu. Ove kotacije se ažuriraju na web-stranici centralne banke.¹⁴

Kao povlastice, market mejkerima omogućeno je:

- pravo konsultovanja sa emitentom – državom Slovenijom i centralnom bankom u skladu sa uslovima pri emisiji (Dolenc i Grum, 2001);
- mogućnost davanja kredita za refinansiranje od centralne banke;¹⁵
- ekskluzivno pravo na prekonocne depozite državnog trezora (iznos tih depozita približan je iznosu dnevnih međubankarskih transakcija).



Ilustracija 4. Prosječna kamatna stopa na primarnoj aukciji trezorskih zapisa u 2001. i 2002. godini. Izvor: Dolenc, P. (2002, 223–233)

5. MOGUĆNOSTI RAZVOJA SEKUNDARNE TRGOVINE U REPUBLICI SRPSKOJ

Na Banjalučkoj berzi postoje tri brokersko-dilerska društva – članovi berze koji ispunjavaju zakonske uslove za obavljanje market mejking poslova (Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske, 2015). Na ovom tržištu moguće je utvrditi kriterijume i uslove za market mejking hartijama od vrijednosti te pravila za market mejkere koji su zainteresovani da obavljaju ove poslove. Kako bi se napravila razlika između tržišnih materijala kojima se frekventno i u velikom obimu trguje u odnosu na neaktivnije hartije, propisani su kriterijumi koji hartije svrstavaju u kvalitativne segmente.¹⁹ Slično tome, moguće je izdvojiti i trezorske zapise.

Na ilustraciji 3. prikazani su učesnici na sekundarnom tržištu trezorskih zapisa šest mjeseci nakon uvođenja market mejkera.¹⁶ U poređenju sa ilustracijom 2, vidimo da je uvođenje market mejkera u velikoj mjeri uticalo na razvoj sekundarnog tržišta trezorskih zapisa.

Market mejkeri za tržište trezorskih zapisa (posebno MM1, MM4 i MM5) privukli su nekoliko novih učesnika na sekundarno tržište.¹⁷ Prosječni mjesečni iznos trgovanja narastao je na otprilike šestinu ukupnog iznosa izdanih a nedospjelih trezorskih zapisa.¹⁸ Takođe, primjećujemo da je mreža postala ciklična, što znači da se istim trezorskim zapisom trgovalo i nekoliko puta prije dospijeća, što je u velikoj mjeri povećalo likidnost.

Očekivano, market mejkeri (posebno najaktivnija tri od njih pet) postali su središte sekundarnog trgovanja. Drugi učesnici na tržištu ne trguju međusobno već ekskluzivno, preko market mejkera kao posrednika na sekundarnom tržištu. Kao rezultat ove reforme, troškovi kratkoročnog zaduživanja države znatno su se smanjili. Prosječne kamatne stope postignute na primarnom tržištu trezorskih zapisa pale su više od dva postotna boda (ilustracija 3). U istom periodu prosječna stopa inflacije je ostala gotovo nepromijenjena. U poređenju krive prinosa, očigledno je ne samo da su se smanjile kamatne stope, već i da je kriva prinosa postala manje strma. Kriva prinosa je postala gotovo vodoravna, tj. ročna premija se smanjila za više od jednog postotnog boda.

Sa druge strane, i emitentu je u interesu postojanje market mejkera na njihovim hartijama. Prije svega, market mejkeri svojim djelovanjem omogućuju da se na hartiji odredi veći broj cijena tokom trgovačkog dana, odnosno tokom određenog perioda. Time se dobija veći broj referentnih cijena koje određuju trenutnu vrijednost trezorskih zapisa. Povećana frekventnost trgovanja bi smanjila volatilitnost trezorskih zapisa, što znači da bi dnevne promjene oscilovale u okviru manjih ekstremnih vrijednosti, i na bolji način prezentovale realan odnos investitora prema trezorskim zapisima. Ovakva dnevna ponuda cijena bi „ujednačila“ i smanjila jedinstvenu ravnotežnu cijenu trezorskih zapisa ostvarenu na aukciji.

¹¹ OTC tržište (*over-the-counter*) postalo je izuzetno zanimljivo igračima na tržištu kapitala koji su više fokusirani na trgovanje dužničkim hartijama od vrijednosti

¹² Naporu su bili usmjereni na sniženje troškova naknade. U Sloveniji je klirinška kuća (KDD) monopolist, a njezine naknade ne određuje država. Ministarstvo financija i središnja banka jasno su izrazili svoj stav da je bolje imati aktivnije trgovanje nego nikakvo; za prihode KDD-a takođe. Kao posljedica toga, KDD je znatno snizio troškove.

¹³ Gotovo u isto vrijeme u Sloveniji je provedena i reforma platnog prometa. Bivši platni sistem u kojem se platni promet odvijao preko agencije APP (kao SDK) preseljen je u banke i centralnu banku.

¹⁴ <http://www.bsi.si/>

¹⁵ Kredit za refinansiranje je kredit je podrazumijevao zamjenu postojećeg duga po osnovu jednog ili više dobijenih kredita novim kreditom, obično u istom iznosu i sa istim sredstvima obezbjeđenja, ali pod drugačijim uslovima (kamatna stopa, duži rok otplate ili grejs period).

¹⁶ Na ilustraciji 2. market mejkeri označeni su sa MM1 do MM5.

¹⁷ Najvećim dijelom, novi učesnici su investicioni fondovi i osiguravajuća društva. Ovi učesnici se nisu pojavljivali na aukcijama jer nisu raspolagali dovoljnom količinom likvidne aktive u tom momentu.

¹⁸ Prosječni mjesečni obim trgovanja na sekundarnom tržištu dostigao je ukupnu (kumulativnu) vrijednost transakcija trezorskih zapisa prije uvođenja market mejkera.

¹⁹ Organizovana tržišta na Banjalučkoj berzi: <https://www.blberza.com/Pages/docview.aspx?page=sp5>

Pogodnosti za članove koji se opredijele za market mejing ogledala bi se u smanjenju nivoa provizije Berze za transakcije koje obavljaju u svojstvu market mejkera. Za sada, ova mogućnost bi se mogla izvesti na posebnom tržištu ili segmentu tržišta koje bi bilo organizovano za trezorske zapise. Međutim, na Banjalučkoj berzi se već dešavaju sekundarne trgovine u okviru REPO poslova, ali to ipak nisu organizovani poslovi market mejinga (Banjalučka berza, 2015).

Osim toga, moguće je uvesti različite poreske olakšice kao povlasticu za „snizavanje“ cijene zaduživanja na tržištu.

Izračunali smo da prosječna emisija iznosi 22.516.667 KM na period od oko 6,87 mjeseci i sa kamatnom stopom oko tri odsto. Prostom kalkulacijom dobijamo da su troškovi kamata oko 337.750 KM. Ako bi market mejkeri uspjeli da smanje stopu za jedan procentni poen, troškovi kamata iznosili bi oko 225.167 KM, što je smanjenje od 112.583 KM po emisiji.

Centralna banka Bosne i Hercegovine organizovana je po modelu valutnog odbora, funkcionise prema pravilima pasivne monetarne politike i nema diskrecionih prava kao tipična centralna banka. To znači da ne može koristiti devizni kurs kao sredstvo za saniranje ekonomskih šokova, ne može kreirati novac bez pokrića i kreditirati vladu, ne može djelovati kao „posljednje utočište“ odnosno posuđivati novac bankama, i ne može raditi operacije na otvorenom tržištu sa trezorskim zapisima. U skladu sa tim ograničenjem, najefektnija mjera koja je dala rezultate na razvijenijim tržištima, a u skladu je sa iskustvima drugih zemalja, jeste da Ministarstvo finansija RS pregovara o cijenama na tržištu trezorskih zapisa prije same emisije. Ovi pregovori se mogu odnositi na cijene na aukcijama, ali i na cijene na sekundarnom tržištu s opcijom prijevremenog otkupa trezorskih zapisa.

ZAKLJUČAK

Ukupno domaće zaduživanje na tržištu kapitala iznosi 610.847.195 KM, a emisije trezorskih zapisa imaju trend „smirivanja“ kamatne stope. Emitent – Vlada RS koristi dobijeni novac za održavanje tekuće likvidnosti, odnosno zbog neusklađenih priliva i odliva novca. Korištenjem novca iz emisije trezorskih zapisa olakšava se uredno servisiranje obaveza – kada su prihodi manji od rashoda tokom godine, a kada su prihodi veći, obaveze prema kupcima trezorskih zapisa se izmiruju. Sprovedene analize pokazuju da se emitovanjem trezorskih zapisa vrši i pokrivanje deficita. Zapazili smo da je od 30 emisija čak 18 dospjevalo u sljedećoj godini. Takođe, zapazili smo podudarnosti između datuma emisije trezorskih zapisa i dospjeća neke ranije serije. Ove podudarnosti ukazuju na to da se dio ili čitave emisije „pokrivaju“ emitovanjem nove serije trezorskih zapisa. Ovim potezima se manjak prihoda nad rashodima budžeta nadoknađuje od prihoda iz naredne godine.

Prednost emitovanja trezorskih zapisa za kupce se ogleda u njihovoj niskoj rizičnosti s obzirom na emitenta i rok dospjeća i prinosu koji je najčešće veći od depozita u banci. Zato kupci trezorskih zapisa u Republici Srpskoj radije kupuju ove instrumente nego što daju kredit emitentu. S druge strane, za emitenta je kamatna stopa obično veća nego da se zadužuje kod MMF-a, a kupci ne zahtijevaju nepopularne poteze prije emisije. Istovremeno, kamatne stope na emitovane trezorske zapise na Sarajevkoj berzi su čak manje od jedan odsto.

Međutim, imajući u vidu da Centralna banka BiH ne može koristiti devizni kurs kao sredstvo za saniranje ekonomskih šokova ni „kreditirati“ vladu ni raditi operacije na otvorenom tržištu sa trezorskim zapisima, primjećujemo da je prostor za aktivno uključivanje Centralne banke sužen. S druge strane, budući da nema mnogo stranih ulagača, a učešće postojećih banaka je već značajno, vidimo da je prostor za djelovanje market mejinga ograničen i neatraktivan.

Konstatovali smo da, u poređenju sa posmatranim tržištima, tržište u Republici Srpskoj zaostaje u smislu sekundarne trgovine trezorskim zapisima i uvođenja market mejkera. Takođe, ukazali smo na promjene u regulativi koje mogu biti dio strategije za stvaranje i razvijanje sekundarnog tržišta trezorskim zapisima. U skladu s iskustvima na posmatranim razvijenim tržištima, Ministarstvo finansija Republike Srpske treba nastaviti sa aktivnom ulogom na restrukturiranju dugova (u smislu da prepakuje dugove na duži rok otplate), ali treba sa bankama i drugim institucionalnim investitorima aktivnije pregovarati o tržištu trezorskih zapisa, pogotovo o uključivanju novih ulagača. Vjerujemo da će opisani koncept pomoći razvoju tržišta državnih hartija od vrijednosti, ali i novčanog tržišta u širem smislu. Takođe, smatramo da će sistem, nakon što se uspostavi, u velikoj mjeri olakšati buduće uključivanje u evrot tržište.

IZVORI

1. Arnone, M., Iden, G. (2003). *Primary dealers in government securities: policy issues and selected countries' experience*. Preuzeto 2.6.2015. sa: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0345.pdf
2. Breuer, W. (1999). *The Relevance of Primary Dealers for Public Bond Issues*. Bonn CSF Working Paper, No. 1999/11.
3. *Credit Opinion: Srpska, Republic of Rating Action: Moody's assigns B3 issuer rating to Republic of Srpska; outlook stable*. Preuzeto 2.6.2015. sa: https://www.moody.com/research/Moodys-assigns-B3-issuer-rating-to-Republic-of-Srpska-outlook--PR_315994
4. Banka Slovenije. (2015). Preuzeto 2.6.2015. sa: www.bsi.si
5. Banjalučka berza. (2015). Preuzeto 2.6.2015. sa: <https://www.blberza.com>
6. Grujić, M. (2013). *Stanje i mogući pravac razvoja nadzora nad finansijskim sektorom u Republici Srpskoj*. Finrar, 10, 53–59.
7. Dizdarević, E. (2015, 2. jun). *Povjerenje i zaduživanje*.
8. Dolenc, P. (2002). *Razvoj sekundarnog tržišta državnim dužničkim vrijednosnim papirima u zemljama u tranziciji. Financijska teorija i praksa 27 (2), 223–233*.
9. Dolenc, P., Grum, Andraž. (2001). *The Slovenian Path in Money Market Development*. Rijeka: Zbornik radova Ekonomskog Fakulteta u Rijeci.
10. Društvo za upravljanje penzijskim rezervnim fondom Republike Srpske. Preuzeto 2.6.2015. sa: <http://www.pref.rs.ba>
11. Đuran, M. (2010, 5. oktobar). *Trezorski zapisi: Mali rizik, siguran prinos*.
12. Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske (2015). Preuzeto 2.6.2015. sa: http://www.secrs.gov.ba/Ucesnici/BP_Dozvole.aspx
13. Stigum, M. L. (1990). *The money market*. New York: Irwin.
14. Zakon o Penzijskom rezervnom fondu Republike Srpske. „Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 73/08, 50/10.
15. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti. „Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 92/06, 34/09, 30/12, 59/13, 108/13.
16. Centralna banke BiH. (2015). Mjesečni ekonomski pregled Centralne banke BiH (2015). Preuzeto 2.6.2015. sa: http://www.cbbh.ba/files/mep/2015/mep_feb_2015_sr.pdf
17. Penzijski rezervni fond Republike Srpske (2015). Najave prodaja trezorskih zapisa. Preuzeto 2.6.2015. sa:

<http://www.pref.rs.ba/news/search?q=%D1%82%D1%80%D0%B5%D0%B7%D0%BE%D1%80%D1%81%D0%BA%D0%B8&c=&i=&d=>