

**МИНИСТАРСТВО ОДБРАНЕ  
УНИВЕРЗИТЕТ ОДБРАНЕ  
ВОЈНА АКАДЕМИЈА**

**Могућности финансирања јавног сектора  
финансијским дериватима**

**Докторска дисертација**

**Ментор :  
др Раде Жугић**

**Кандидат:  
мр Драган Азарић**

**Јануар, 2016.**

# Садржај :

<b>I. УВОД.....</b>	<b>1</b>
1.1. Проблем истраживања .....	2
1.1.1. Локација проблема.....	2
1.1.2. Суштина проблема.....	3
1.2. Предмет истраживања .....	4
1.2.1. Прелиминарно одређивање проблема истраживања .....	4
1.2.2. Теоријско одређивање предмета истраживања.....	5
1.1. Циљеви истраживања .....	5
1.2.3. Научни циљеви истраживања.....	6
1.3. Заснивајућа хипотеза.....	6
1.4. Начин истраживања.....	7
1.5. План дисертације са образложењем.....	8
1.6. Научна и друштвена оправданост истраживања.....	9
<b>II. ПОГЛАВЉЕ .....</b>	<b>10</b>
<b>2. Макроекономска структура у БиХ .....</b>	<b>10</b>
2.1. Макроекономски показатељи у БиХ .....	19
2.2. Макроекономска стабилност у БиХ .....	28
2.3. Макроекономска ситуација у БиХ .....	32
2.4. Краткорочне и средњерочне макроекономске перспективе БиХ.....	36
<b>III. ПОГЛАВЉЕ .....</b>	<b>39</b>
<b>3. Финансијски систем и тржишта у БиХ .....</b>	<b>39</b>
3.1. Тржиште капитала ФБиХ.....	42
3.2. ЦББиХ.....	51
3.3. Трезор и основни елементи трезорског пословања као кључни финансијски инструмент на финансијском тржишту ФБиХ.....	57
3.4. Основни принципи и ефекти трезорског пословања.....	62
3.5. Обезбјеђење вођења рачуноводства фондова .....	68
3.6. Оперативни план извршења буџета .....	72
3.7. Подршка ЕУ.....	75
3.8. Банкарски систем Федерације Босне и Херцеговине .....	77
1.2. Структура банкарског сектора .....	81
3.9. Власничка структура банака у ФБиХ.....	82
3.10. Профитабилност ФБиХ банака.....	85
3.10.1. Мјерење и фактори профитабилности банака у ФБиХ .....	88
3.10.2. Регресиона анализа профитабилности банака ФБиХ .....	91
3.10.3. Ликвидност банкарског сектора ФБиХ .....	98
3.11. Активности комерцијалних банака на финансијском тржишту ФБиХ.....	101
3.11.1. Потраживања комерцијалних банака .....	102

3.11.2.	Депозити код комерцијалних банака.....	105
3.11.3.	Страна актива и страна пасива комерцијалних банака .....	107
<b>IV.</b>	<b>ПОГЛАВЉЕ.....</b>	<b>109</b>
<b>4.</b>	<b>Финансијски деривати на финансијским тржиштима у БиХ.....</b>	<b>109</b>
4.1.	Деривати новчаног тржишта .....	111
4.2.	Основне карактеристике фјучерса.....	114
4.2.1.	Историјат фјучерс послова .....	116
4.3.	Дефинисање фјучерса .....	118
4.3.1.	Трговина финансијским фјучерсима на фјучерс тржиштима .....	119
4.4.	Трговина фјучерсима .....	120
4.4.1.	Учесници у трговини фјучерсима .....	124
4.5.	Cash flow на тржишту фјучерса .....	125
4.5.1.	Сврха трговања финансијским фјучерсима .....	128
4.6.	Клириншке куће и врсте фјучерс уговора.....	129
4.6.1.	Финансијски и робни фјучерси .....	135
4.6.2.	Валутни фјучерси .....	137
4.6.3.	Каматоносни фјучерси.....	141
4.6.4.	Индексни фјучерси .....	143
4.7.	Технологија рада са фјучерс уговорима .....	144
4.8.	Форвард.....	146
4.9.	Промптна и терминска тржишта .....	148
4.10.	Варанти и права .....	148
4.11.	Свопови и инвестиционе полисе осигурања .....	150
4.12.	Однос цијена на спот и терминском тржишту.....	151
4.13.	Концептуалне разлике фјучерс уговора у односу на форварде и опције .....	151
4.14.	Обрачун цијена фјучерс и форвард уговора.....	153
4.15.	Осврт на опције.....	157
4.15.1.	Елементи опције – дефиниције и терминологија .....	165
4.15.2.	Врсте опција.....	169
4.15.3.	Трговање опцијама .....	170
4.15.4.	Call option.....	170
<b>V.</b>	<b>ЗАКЉУЧАК.....</b>	<b>173</b>
<b>VI.</b>	<b>ЛИТЕРАТУРА .....</b>	<b>179</b>

### ***I. УВОД***

Босна и Херцеговина, у планирању властитог напретка, мора поћи од социјалног и економског развоја. Бруто домаћи производ, услови и претпоставке за пуну запосленост радне снаге и кориштење производних капацитета, кретање општег нивоа цијена, као и трговинска размјена са иностранством су основна питања којима се бави макроекономија једне земље. Ако томе додамо питања стварања укупне новчане масе, платни и трговински дефицит, спољни и унутрашњи дуг, трансфере капитала, видимо шта то представља економско окружење. До сада су у макроекономском пољу у БиХ остварени значајни резултати, прије свега у остваривању високих стопа раста бруто домаћег производа и индустријске производње, знатно повећање извоза и смањење спољнотрговинског дефицита, привлачење страних инвестиција, активностима на покретању инфраструктурних пројеката. Али са друге стране, још увијек висок спољнотрговински дефицит и дефицит јавних набавки, ниска конкурентност домаће привреде, висока незапосленост уз велики проценат рада „на црно“, висока потраживања по основи јавног дуга и социјална угроженост значајног дијела становништва, угрожавају макроекономску стабилност и успоравају интеграционе процесе на европском плану. У том смислу се подразумијева наставак политике економских реформи, привредни развој у циљу подизања општег стандарда становништва, смањење сиромаштва и рјешавања социјалних неравнотежа, с једне и обавезе у европским интеграционим процесима с друге стране, у циљу успостављања ефикаснијег система у БиХ.

Институционално и административно уређење Босне и Херцеговине након потписивања Дејтонског мировног споразума, а посебно у периоду до 1998. године, било је базирано на доминацији ентитета у вођењу економске политике. Макроекономска политика, са својим кључним полугама, монетарном, фискалном и девизном политиком, практично није постојала у БиХ, као ни многе институционалне структуре које су неопходне за провођење мјера економске политике.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Ф. Чаушевић, Вањкотрговинска политика и трговински биланс БиХ, Сарајево, децембар 2005. ,стр. 8

Вођење фискалне политике у послеријатној БиХ било је на ентитетском нивоу. Тек 2004. године укидањем царинских управа на ентитетском нивоу и формирањем Управе за индиректно опорезивање, фискалне одговорности су са ентитетских пренесене на државни ниво.

Монетарни режим валутног одбора у БиХ онемогућује вођење монетарне политике, обзиром на везивање босанскохерцеговачке валуте конвертибилне марке за евро. Централна Банка Босне и Херцеговине је законом спријечена да има активан утицај на понуду новца, изузев одређивања обвезних резерви. Искључене су све могућности кориштења девизне политике флексибилног девизног курса, не постоји могућност прилагођавања валуте платно билансним колебањима. Извозници из Босне и Херцеговине сматрају да би било добро користити мјере девизне политике са циљем подстицања извоза.

### ***1.1. Проблем истраживања***

Функционисања тржишта новца произилазе из актуелног институционалног оквира тржишта новца и начина његовог функционисања у постојећим условима, чиме је онемогућено ефикасно праћење рада тог тржишта и његова контрола, као и формирање јединствене каматне стопе на жирални новац и краткорочне хартије од вриједности, па тиме и управљање тим каматним стопама. Због тога је неопходно његово установљавање на новим основама у складу са свјетским стандардима и у условима дематеријализоване трговине хартијама од вриједности преко јединственог информационо-комуникационог система у саставу међубанкарског тржишта новца.

#### ***1.1.1. Локација проблема***

Свака држава треба да усклади и води рачуна о количини новца у оптицају. Тако, количина новца теоретски треба да буде усаглашена са робном производњом дотичне државе. Интервенције и захвати државе у неком моменту, прије свега када је у питању рецесија (смањење обима производње, отпуштање радника, успоравање стопе привредног развоја) не морају нужно водити ка већој примарној емисији новца.

Наслов теме дисертације је: “*Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима*”.

У теоријском смислу, од рада се оправдано очекује допринос у дефинисању и верификацији новог модела функционисања тржишта новца, кроз представљање успјешнијих рјешења за примјену све присутнијих хартија од вриједности на финансијским тржиштима.

Научна и друштвена оправданост се очекује од рада и кроз практични допринос који се огледа у рационализацији и унапрјеђењу садашњих и могућности примјене нових облика финансирања јавног сектора на примјеру БиХ, кроз објективну анализу и интерпретацију актуелног стања и приједлог нових рјешења у овој животно важној друштвеној области.

### ***1.1.1. Суштина проблема***

Тенденција раста и повећања значаја тржишта новца широм свијета доводи до пораста протока средстава преко граница будући да међународни улагачи своја средства пребацују на тржишта новца с најпримамљивијим приносом. Улога данашњег, домаћег тржишта новца значајна је, али још увијек не онаква какву имају сличне институције у развијеним земљама. Слабости постојећег начина:

- Тржиште новца је тржиште краткорочног новчаног капитала који има функцију платежног средства и има важну улогу у оптицају краткорочних финансијских средстава те на рационалан начин уравнотежује вишкове и мањкове новца и убрзава оптицај новца.
- Међународна економско финансијска ситуација, национална фискална и монетарна политика као и политичка и економска ситуација у земљи могу бити фактори који детерминишу развој тржишта новца.

Функционисања тржишта новца произилазе из актуелног институционалног оквира тржишта новца и начина његовог функционисања у постојећим условима, чиме је онемогућено ефикасно праћење рада тог тржишта и његова контрола, као и формирање јединствене каматне стопе на жирални новац и краткорочне хартије од вриједности, па тиме и управљање тим каматним стопама. Због тога је неопходно

његово установљивање на новим основама у складу са свјетским стандардима и у условима дематеријализоване трговине хартијама од вриједности преко јединственог информационо-комуникационог система у саставу међубанкарског тржишта новца. Свака држава треба да усклади и води рачуна о количини новца у оптицају. Количина новца теоретски треба да буде усаглашена са робном производњом дотичне државе. Интервенције и захвати државе у неком моменту, прије свега када је у питању рецесија (смањење обима производње, отпуштање радника, успоравање стопе привредног развоја) не морају нужно водити ка додатној емисији примарног новца.

### ***1.1. Предмет истраживања***

Бруто домаћи производ, услови и претпоставке за пуну запосленост радне снаге и коришћење производних капацитета, кретање општег нивоа цијена, као и трговинска размјена са иностранством су основна питања којима се бави макроекономија једне земље. Ако томе додамо питања стварања укупне новчане масе, платни и трговински дефицит, спољни и унутрашњи дуг, трансфере капитала, видимо шта то представља економско окружење.

Институционално и административно уређење Босне и Херцеговине након потписивања Дејтонског мировног споразума, а посебно у периоду до 1998. године, било је базирано на доминацији ентитета у вођењу економске политике. Макроекономска политика, са својим кључним полугама, монетарном, фискалном и девизном политиком, практично није постојала у БиХ, као ни многе институционалне структуре које су неопходне за спровођење мјера економске политике.

#### ***1.1.1. Прелиминарно одређивање проблема истраживања***

Вођење фискалне политике у послеријатној БиХ било је на ентитетском нивоу. Тек 2004. године укидањем царинских управа на ентитетском нивоу и формирањем Управе за индиректно опорезивање, фискалне одговорности су са ентитетских пренесе на државни ниво.

Монетарни режим валутног одбора у БиХ онемогућује вођење монетарне политике, с обзиром на везивање босанскохерцеговачке валуте конвертибилне марке за евро. Централна банка Босне и Херцеговине је законом спријечена да има активан утицај на понуду новца, изузев одређивања обавезних резерви. Искључене су све могућности кориштења девизне политике флексибилног девизног курса, не постоји могућност прилагођавања валуте платно-билансним колебањима. Кроз прошлост, од краја Другог свјетског рата па до данашњег времена, свједоци смо стварања односно појава нових финансијских деривата.

### *1.1.2. Теоријско одређивање предмета истраживања*

Главне узроке њихових настајања можемо наћи у потребама тржишне економије као и у глобализацији свјетске привреде која је до те мјере повезана да једноставно политичка или привредна кретања у једној земљи могу довести до веома озбиљних посљедица у другим земљама. Ако би смо желјели да истакнемо карактеристике међународних финансија са аспекта тржишта капитала, онда прије свега морамо рећи да је развој и појава нових хартија од вриједности у сталном успону. Креирањем сигурносних државних обвезница и дионица привреда БиХ ствара нови простор за додатни раст међународног портфолиа инвестирања, пошто се током посљедње деценије запажа заостајући раст директних иностраних инвестиција у облику заједничких улагања или у облику куповине дионица у односу на раст финансијских инвестиција у хартије од вриједности.

### *1.1. Циљеви истраживања*

Циљ истраживања овог рада је да укаже на сљедеће: Финансирање јавног сектора мора бити ослоњено на квантитативно и квалитативно димензионирање финансијских деривата зависно од степена развоја макроекономских сектора државе. Бруто домаћи производ, услови и претпоставке за пуну запосленост радне снаге и коришћење производних капацитета, кретање општег нивоа цијена, као и трговинска размјена са иностранством су основна питања којима се бави макроекономија једне



земље. Ако томе додамо питања стварања укупне новчане масе, платни и трговински дефицит, спољњи и унутрашњи дуг, трансфере капитала, видимо шта то представља економско окружење.

### *1.1.1. Научни циљеви истраживања*

До сада су у макроекономском пољу у БиХ остварени значајни резултати, прије свега у остваривању високих стопа раста бруто домаћег производа и индустријске производње, знатно повећање извоза и смањење спољнотрговинског дефицита, привлачење страних инвестиција, активностима на покретању инфраструктурних пројеката. Али са друге стране, још увијек висок спољнотрговински дефицит, ниска конкурентност домаће привреде, висока незапосленост уз велики проценат рада ванинституционалног облика, висока потраживања по основи јавног дуга и социјална угроженост значајног дијела становништва, угрожавају макроекономску стабилност и успоравају интеграционе процесе на европском плану. У том смислу се подразумејева наставак политике економских реформи, привредни развој у циљу подизања општег стандарда становништва, смањење сиромаштва и рјешавања социјалних неравнотежа, с једне и обавезе у европским интеграционим процесима с друге стране, у циљу успостављања ефикаснијег система у БиХ. У том смислу се подразумејева наставак политике економских реформи, привредни развој у циљу подизања општег стандарда становништва, смањење сиромаштва и рјешавања социјалних неравнотежа, с једне и обавезе у европским интеграционим процесима с друге стране, у циљу успостављања ефикаснијег система финансирања јавног сектора у БиХ.

### *1.2. Заснивајућа хипотеза*

Методолошки оквир рада ће послужити да би утврдили тачност постављених хипотеза. Основна хипотеза:

- Прибављање средстава за финансирање јавног сектора путем емисије финансијских деривата доприноси ефикасности и повећању квалитета капиталне структуре инвестиционог биланса државе.

Поред основне, јасно се намећу и сљедеће хипотезе, а од истраживачког дијела дисертације очекује допринос код њихове верификације у пракси:

- Нормативним уређењем секундарних хартија од вриједности допринијело би се већем инвестиционом потенцијалу јавног сектора у БиХ.
- Макроекономска политика Босне и Херцеговине која усмјерена је ка унапређењу и очувању трајног мира, сигурности и стабилног демократског и свеукупног државног развоја, односно укључивању у савремене европске, политичке, економске и сигурносне интеграционе токове доприноси стабилности у емисији финансијских деривата.

### ***1.3. Начин истраживања***

У теоријско-методолошком поступку истраживања на изради ове докторске дисертације ћу се користити:

1. дијалектичком методом,
2. историјском, дескриптивном методом,
3. аналитичком методом,
4. компаративном методом,
5. емпиријском методом,
6. упоредно-правном методом.

Дијалектичка, компаративна и емпиријска метода ће се примјењивати у обради ове теме, а уз њихову потпуну примјену доћи ће се до рјешења заснованих на системском приступу, начелима, правилима и начинима прикупљања, обраде и презентације информација из области финансијских тржишта. Поред тога, користиће се методе анализе садржаја и дескриптивна метода које ће употпунити научно сагледавање и интерпретирање проблема и предмета истраживања.

### *1.4. План дисертације са образложењем*

Рад је састављен из увода, радног дијела који ће бити подијељен на пет дијелова као и закључних разматрања.

Прво поглавље рада је уводни дио рада у коме се износи уводна напомена и излаже методологија рада.

Друго поглавље обрађује тематику макроекономске структуре у БиХ. У овом дијелу обрадио би се макроекономски потенцијал БиХ који представља основу финансирања јавног сектора при чему би примијенили методе хоризонталне, вертикалне и рачуно анализе макроекономских показатеља. Одређењем макроекономске стабилности и инвестибилности успоставио би се квалитетан основ за разматрање узорка финансијских деривата на финансијским тржиштима у датој макроекономској ситуацији који би се екстраполацијом примијенио на временску серију макроекономских показатеља у сва четири сектора.

У трећем дијелу рада посебна пажња би се посветила предметном и садржајном оквиру финансијских хартија од вриједности чиме би створили теоријску основу за дефинисање узорка који би био репрезентативан за простор БиХ. Наравно да би поред хартија од вриједности морали да презентујемо и структуру финансијске понуде и тражње од стране лифераната финансијских средстава. Овај дио би представљао операционализацију финансијских институција и тржишта на којима се дефинишу агрегатна понуда и тражња и могућности успостављања Парето оптимума, уз одвојено посматрање тржишта новца и тржишта капитала.

Четврто поглавље рада је посвећено начелном погледу на финансијски амбијент предузећа као учесника на финансијским тржиштима, од чега би посебан акценат ставили на државна предузећа и предузећа од значаја за систем одбране. Успостављањем односа интерног и екстерног финансирања капиталне структуре финансијског положаја предузећа, дефинисали би границу могућности задуживања предузећа на територији БиХ. Успостављањем савремених начина и облика финансирања поставили би основу развоја финансијских деривата општедржавног сектора чиме би допринијели стабилности финансирања јавног сектора.

У петом поглављу би ставили посебан акценат на могућност успостављања финансијских деривата на финансијским тржиштима и елаборацију хартија од

вриједности. На овакав начин би методом бенчмаркинга сагледали могућности да се макроекономска тражња и приступ потенцијалног система акцелерације успостави на рецесијом захваћеним тржиштима земаља у транзицији каква је и БиХ. Могућност за успостављање система дужничких хартија од вриједности на финансијским тржиштима у БиХ као извор финансирања јавног сектора, али који би се имплементирао у предузећа којима је власник држава, са посебним освртом на форварде, фјучерсе и опције односно финансијске деривате у опште-државном сектору.

### *1.5. Научна и друштвена оправданост истраживања*

У теоријском смислу рад има научни допринос у дефинисању функционисања савремених финансијских тржишта и могућности употребе финансијских деривата за финансирање потреба јавног сектора.

Практични допринос је у рационализацији процеса доношења одлуке, тј. у правовременој и објективној интерпретацији актуелног стања хартија од вриједности на финансијском тржишту у БиХ. Суочена са објективним тешкоћама у прикупљању већих износа капитала неопходних за редовно пословање и развој, јавни сектор се веома често усмјерава ка средствима јавног дуга што ствара опасност финансијског јаза у каптилној структури државног биланса.

Емисијом власничких хартија од вриједности учесник на финансијском тржишту прибавља капитал за који не постоји обавеза враћања. Недостатак финансирања на овај начин се огледа у разводњавању капитала. Прикупљање капитала емисијом хартија од вриједности је у модерним тржишним привредама под контролом државе, а подвргнуто је и правилима организованих тржишта.

Босна и Херцеговина је остварила умјерен економски опоравак у 2010. након рецесије из 2009. године. Овај опоравак је углавном резултат спољне потражње. Незапосленост је остала веома висока. Фискални положај је значајно ослабио у 2009. како су јавне финансије претрпјеле озбиљна оптерећења усљед смањења прихода и велике потрошње, што се наставило и у 2012. години.

## II. ПОГЛАВЉЕ

### 2. Макроекономска структура у БиХ

Различитост држава на данашњој карти свијета је велика, полазећи од величине, привредног развоја и државног уређења, владавине закона или поштовања основних људских права, па све до војне силе и утицаја на околне земље. Положај одређене државе у међународним односима одређује управо та различитост у снази, моћи и утицају. Ривалитет који постоји између великих и утицајних држава у међународним односима, и не само држава, него и интересних блокова више држава, намеће се као једини могући избор, али и шанса у дјеловању спољне политике и дипломатије малих држава. На овај начин, те мале земље успијевају достићи неке од циљева које нису у стању да досегну због своје спољнополитичке немоћи. Уједно, велике силе користе ситуацију у малим државама и њихов завистан положај на сцени глобалних међународних односа а све у сврху што лакше и ефикасније манипулације тим истим државама, а све то, наравно, ради своје користи и својих циљева. То је адут којим мале државе покушавају или успијевају надокнадити своју спољнополитичку немоћ. С тим рачунају и велике силе што у правилу олакшава њихову манипулацију са малим земљама.

На основу наведеног, може се констатовати да мале и средње земље, у које спада БиХ, не могу само да се беспоговорно понашају по налозима великих сила или центара међународних односа. Разумљиво је да се, с обзиром на своју политичку, војну и економску снагу, оне не могу супротставити процесима глобализације, који захватају и премрежавају читав свијет и стварају односе сложене међузависности држава. На основу досадашњих искустава се може закључити да мале и средње земље морају да воде врло прагматичну политику, засновану на добро промишљеном националном интересу.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Врањеш, Н., Зељић, Д. (2013). Утицај глобализације на дипломатију малих земаља с освртом на министарство спољних послова. *Дефендологија*, вол. 6., бр. 33, 63-72, стр. 65.

Дакле, умјесто да се истичу у први план као борци против глобализације, а самим тим на маргини процеса од којих зависи економски развој тих земаља, побољшање услова живота и животног стандарда њених грађана, односно да као противници ризикују да буду под санкцијама, сугерише се да би мале и средње земље требало да добром, промишљеном политиком заснованом на националним, економским, политичким и војним интересима, пронађу своје адекватно мјесто у процесима глобализације. Мале земље требају да на бази својих компаративних предности и могућности, профитирају од позитивних аспеката глобализације највише што могу, како би искористили могућности које глобализација нуди за убрзани, економски и други развој.

Данас у међународним односима дјелују различите врсте земаља које се могу сврстати у четири категорије:<sup>3</sup>

1. Велике силе које о најважнијим питањима имају свјетску и регионалну стратегију на билатералном и мултилатералном нивоу.
2. Земље у развоју од којих су неке велике (Бразил, Индонезија, Египат, Нигерија...), које такође имају свјетску стратегију за свој спољнополитички наступ.
3. Земље у транзицији које пролазе кроз појачану унутрашњу трансформацију, што битно одређује и крајње домете њиховог спољнополитичког наступа.
4. Малe земље које своју спољну политику исцрпљују у регионализму и мултилатерализму.

Босна и Херцеговина, објективно, спада у категорију малих држава у транзицији. Данас доминира комбинација унилатералног и мултилатералног дјеловања у међународним односима, па су мале земље због тога принуђене да се одрекну амбиција да мијењају глобални свијет. Практично, дипломатија мале земље данас мора бити способнија од дипломатије велике земље, да би спровела своју стратегију усмјерену на заштиту државних интереса, односно заједничке интересе око којих постоји консензус свих политичких субјеката унутар државе. У случају Босне и Херцеговине ово још више добија на тежини, јер спољна политика БиХ је у великој мјери старомодна и дефанзивна, заснована на превазиђеним

---

<sup>3</sup> Петровић, Д. (2012). Спољна политика дејтонске Босне и Херцеговине. *Сварог*, бр. 4, 157 – 168, стр. 161.

спољнополитичким концептима који не одражавају политичку реалност и промјене у савременом свијету. Посебан проблем је што спољна политика БиХ није прилагођена стварним потребама и могућностима земље. Начелност спољне политике је најслабија страна спољне политике БиХ, иако су принципи и начела углавном вриједносно позитивно формулисана и компатибилна са универзалним и општеприхваћеним начелима савремених међународних односа у свијету. БиХ недостаје стратешка оперативна разрада општих праваца и приоритета спољне политике земље која би јасно усмјерила и прецизно одредила обавезе свих субјеката у земљи на спољнополитичком плану. На том путу још има спорости, сукоба различитих интереса, неадекватних компромиса, нереалних процјена међународне ситуације и властитих могућности, импровизација и симболичних и неоправданих спољнополитичких потеза чији је стварни узрок непостојање унутрашњег политичког консензуса.

Уставом Босне и Херцеговине наведени су искључиво институционални оквири вођења спољне политике, али се у њему не указује и на одређене приоритете и правце учешћа земље у савременим међународним односима. На основу уставних овлашћења, а у вези са вођењем спољне политике, чланови Предсједништва Босне и Херцеговине су 26. марта 2003. године утврдили Опште правце и приоритете за спровођење спољне политике БиХ.<sup>4</sup> У оквиру овог документа указано је на динамичне промјене савременог свијета, као и на неопходност рјешавања бројних проблема на глобалном и регионалном нивоу. Истовремено је истакнута неопходност поштовања начела Повеље Уједињених нација и Завршног акта из Хелсинкија и осталих докумената Организације за европску безбједност и сарадњу. То подразумијева и пуно придржавање општеприхваћених начела међународног права и поштовање закључених и ратификованих споразума. С тим у вези, наведено је да су отвореност и равноправност, узајамно поштовање суверенитета и територијалног интегритета, принципи мирољубиве сарадње, конструктивни дијалог, борба против тероризма и организованог криминала и уважавање основна начела спољне политике БиХ.

Европске земље након Другог свјетског рата, неке тада у потпуности разорене, али новчано потпомогнуте од САД-а, започињу процес међусобног

---

<sup>4</sup> (2003). *Опћи правци и приоритети за спровођење спољне политике Босне и Херцеговине*. Сарајево: Предсједништво Босне и Херцеговине.

повезивања.<sup>5</sup> Један од циљева тог повезивања био је избјећи даља међусобна непријатељства и створити Европу у којој ће све земље међусобно сарађивати и помагати се. Таква политика у Европи била је након тога покретач сличних процеса и другдје у свијету. То је на крају довело до стварања свијета какав јест данас. Полазећи од већ истакнутих начела, Предсједништво Босне и Херцеговине прецизно је дефинисало и приоритете спољне политике земље. То су очување независности и територијалног интегритета земље, спровођење Општег оквира споразума за мир у БиХ, приступање земље евроатлантским интеграционим процесима, учешће земље у мултилатералним активностима и промоција државе као партнера у међународним економским односима са циљем остваривања пуноправног чланства у свјетској трговинској организацији.

Процес глобализације релативизира стара начела, разграђује старе категорије и грађевне блокове националних држава као што су територијалност и суверенитет, што у коначници води рушењу замисли уско дефинисане националне државе. Држава у процесу глобализације отвара своје границе и релативизира их савременим начинима комуникације те виртуалношћу интернет простора, у којима је најмање важно на чијем је територију ко физички присутан, а дио суверенитета преноси на наднационалне политичке ентитете. Новонастале државе средњег, источног, и југоисточног дијела Европе начелно се опирају процесу глобализације, сматрајући га либералистичком иначицом неоколонијализма и империјализма. За њих је глобализација у феноменолошком смислу само нови облик хегемоније велесила које захтијевају уклапање или уклањање оних који су на путу успостављања немилитаристичке свјетске хегемоније. Готово болна истинитост ове тврдње тек је недавно престала постојати, и то промјенама политичког вођства наведених држава, а колико су те нове политичке опције заиста успјеле приближити своје бираче свјетским (НАТО) и регионалним (ЕУ) институцијама, питање је које је можда боље не постављати.<sup>6</sup>

Поменути документ, Општи правци и приоритети за спровођење спољне политике БиХ у трећем дијелу садржи преглед конкретних активности за имплементацију спољне политике. У оквиру билатералних видова сарадње посебно је указано на унапређење и развијање односа са сусједним државама – Републиком

---

<sup>5</sup>Крешћ, И. (1996). Значење глобализације у савременом просторном развоју свјетске привреде и политике. *Економски преглед*, 47, 1-2, 81-88, стр. 83.

<sup>6</sup>Милардовић, А., Њавро, Ђ. (1999). Глобализација. У: Милардовић, А. (ур.). *Глобализација*. Осиек: ПанЛибер, стр. 29.



Хрватском и тадашњом државном заједницом Србије и Црне Горе (данас двјема независним државама – Републиком Србијом и Црном Гором), на темељима заједничких интереса и равноправности. Потом се истиче и неопходност јачања билатералних односа са државама чланицама Управног одбора Савјета за имплементацију мира, САД, Руском Федерацијом, Великом Британијом, Француском и Кином. На билатералном нивоу неопходно је, истакнуто је у документу, ојачати сарадњу са државама чланицама Савјета безбједности УН, чланицама Европске уније, свим земљама регије, као и чланицама Организације исламске конференције. БиХ ће се, такође, заложити за успостављање дипломатских односа са државама са којима они још увијек нису успостављени, са посебним акцентом на билатералне односе са државама региона Југоисточне Европе, наводи се у овом спољнополитичком документу. Такође, истиче се и неопходност постизања међудржавних споразума, нарочито у областима привреде и страних инвестиција. Битни циљеви спољне политике земље су, како се наводи у истом документу, и промоција босанскохерцеговачке привреде, али и развој сарадње у области науке, технологије, културе, образовања и спорта.

Са друге стране, у оквиру мултилатералних облика сарадње инсистира се на јачању положаја Босне и Херцеговине у геостратешком смислу и њеном чланству у европским и евроатлантским интеграцијама. Даље се наглашава неопходност интензивирања активности БиХ у систему Уједињених нација и њених специјализованих агенција, неопходност приступања свјетској трговинској организацији и јачање улоге земље у раду Организације за европску безбједност и сарадњу. Посебан дио документа посвећен је регионалним видовима сарадње са циљем наглашавања неопходности јачања стабилности и безбједносне и економске консолидације прилика у земљи. У контексту сарадње са државама чланицама Организације исламске конференције, истакнуто је у документу, биће иницирано унапређење привредних односа, а истовремено се подвлачи и неопходност сарадње са Покретом несврстаних земаља, а у циљу стицања статуса посматрача у овој организацији (што је у међувремену и остварено). Значајна пажња у Општим правцима и приоритетима за спровођење спољне политике БиХ посвећена је и сарадњи ове земље са Организацијом америчких држава, некадашњом Организацијом афричког јединства (данас Афричком унијом), Асоцијацијом држава Латинске Америке и Асоцијацијом држава Југоисточне Азије – АСЕАН. У оквиру посљедњег одјелка документа, истовремено се указује на неопходност заштите

права држављана БиХ који бораве у иностранству и пружања помоћи привредним субјектима који делују на страним тржиштима. Указано је и на значај предузимања активности у вези са либерализацијом визног режима за грађане Босне и Херцеговине.

Међународна политика БиХ у УН је од 2001. године спровођена углавном на досљедним принципима и стабилној платформи. Основна одредница спровођења међународне босанскохерцеговачке политике било је усаглашавање ставова БиХ са позицијама ЕУ-а и САД. Због тога су се једине значајне дилеме око вођења спољне политике у УН појављивале када су ставови кључних земаља ЕУ и САД били супротстављени. Релативна досљедност у представљању БиХ у УН не значи да БиХ има јасно дефинисану спољну политику и стратегију њеног спровођења. Поред објективних и субјективних фактора, који усложњавају дефинисање коензистентне спољне политике БиХ и њено ефикасно спровођење, оваква ситуација углавном је последица потпуне доминације "унутрашњих политика" над вањском политиком, а посебно непостојања консензуса унутар државе око стратешких унутарњополитичких питања. Оваква ситуација за последицу има да је спољна политика БиХ углавном некоензистентна и реактивна и да се некоординирано проводи, што у коначници штети интересима државе и свих њених грађана.

Између осталог, због оваквог стања босанскохерцеговачка дипломатија није у могућности да ефикасно реализује ни активности на спровођењу циљева око којих постоји унутарњополитички консензус (нпр. ефикасно политичко лобирање за пријем БиХ у евроатлантске интеграције) нити да користи равноправни статус који као суверена држава има у мултилатералним организацијама (нпр. приликом гласања у УН) на промицању интереса и реализацији циљева своје спољне политике.

Иако је прошло десет година од доношења документа Општи правци и приоритети за спровођење спољне политике БиХ, до сада се показало да, због бројних унутрашњих проблема у земљи, није дошло до значајнијег напретка у побољшању спољнополитичког положаја земље. Међутим, евидентно је да је дошло до извјесног напретка у процесу придруживања Европској унији, а посебно НАТО (добијање Акционог плана за чланство 22. априла 2010. године). Прилично су, у међувремену, консолидовани односи БиХ са сусједима, али и ојачани видови мултилатералне регионалне сарадње. Са друге стране, још увијек није начињен продор у вези са пријемом земље у свјетску трговинску организацију, а није дошло ни до побољшања билатералних односа са водећим државама свијета (САД, Руска

Федерација и НР Кина). У истом периоду није уследило ни ефикасније промовисање капацитета босанскохерцеговачке привреде у свијету. У двоентитетској БиХ, важно је напоменути, не постоји шири консензус око чланства државе у НАТО, што је посебно уочљиво у Републици Српској.

Не смије се заборавити ни економска дипломатија, која мора бити дио спољне политике БиХ. Паралелно одвијање процеса *регионализације, либерализације и дерегулације* најзначајнији су савремени економски трендови, који су обликовали глобално тржиште. Осим наведених процеса, на функционисање глобалног тржишта утицали су и токови страних директних инвестиција (ФДИ), као и трансфери технологије, што је кумулативно резултирало значајним повећањем међународних робних и услужних трансакција, све до избијања посљедње економске кризе. Под процесом регионализације подразумијева се регионално повезивање прије свега у економском, технолошком, политичком и културном смислу.<sup>7</sup> У економском смислу, почеци процеса регионализације подударају се са првим корацима у развоју система међународних економских интеграција. За међународне економске интеграције карактеристично је удруживање националних привреда са циљем смањивања како царинских, тако и нецаринских и других ограничења међународне размјене, чиме се стимулише слободно кретање радне снаге, капитала, технологије и осталих фактора производње. Међународно економско интегрисање подразумијева и заједнички наступ према трећим земљама.

Ток глобализације не иде глатко. Главне сметње су:

- Стварање регионалних блокова, који већ обухватају велики дио свијета.
- Разлагање низа држава, које је и данас на дневном реду. То је појава, како у државама Истока Европе, које су етнички и вјерски разнородне, тако и у земљама Западне Европе, које су етнички и вјерски истородније. У западноевропским земљама ради се о “побуни богатих”, којима се, за разлику од “побуне сиромашних”, државе не супротстављају.

У овим земљама ишчезавање пограничних протекционистичких препрека, смањивање поруцбина државе, глобализација тржишта и присуство националних и наднационалних сила, ослабили су положај државе у односу на богата подручја. Истовремено, сиромашна подручја и друштвени слојеви подупиру државу, како би

---

<sup>7</sup> Видојевић, З. (2005). *Куда води глобализација*. Београд: ИП “Филип Вишњић”, стр. 18.

се обезбједила социјална солидарност преко државе која може да врши прерасподјелу националног дохотка. Ови регионални полови супротстављају се великим блоковима. Они у мање развијена подручја с јефтинијом радном снагом, преносе радом интензивне дјелатности. На тај начин увећавају сопствену конкурентску моћ и шире сопствена тржишта. Раст конкуренције на свјетском тржишту присиљава државе на увећавање сопствене конкурентске способности и у оквиру регионалних полова или блокова у којима се оне налазе. То је последица одумирања протекционизма и мијењања просторних и временских обиљежја економије.

На почетку 21. вијека ново убрзање глобализације креира у економском смислу квалитативно нову реалност у међународним односима. Најновије убрзање глобализације смањује раздаљину између држава, редуцирајући вријеме путовања или транспорта, трансакцијске и транспортне трошкове и тако омогућава путем интернета или телефона директну комуникацију с бизнис партнером без обзира на којем дијелу планете се он налазио. Економије држава све се јаче интегрирају, обим свјетске трговине расте све брже, инвестиције се планирају широм свијета, а новац слободно тече земаљском куглом. Све је мање ресурса, јер се с порастом становништва и ширењем вриједности потрошачког друштва они све брже троше. Класично схватање суверенитета државе непрестано се суочава с порастом међузависности држава, што, уз либерализацију трговине, омогућава да се успостављају мреже унутаррегионалног и међурегионалног повезивања које слабе државне границе и трговачке баријере. У условима сталног повећања слободног протока људи, добара, капитала и услуга, чији је резултат енормна конкуренција, не само на страним него и на домаћим тржиштима, највиши је приоритет дипломатије економски просперитет властите земље, тако да геоекономија узима примат геополитици.

Од 2002. године економска дипломатија је промовисана као приоритет спољне политике Босне и Херцеговине. Из Министарства спољних послова БиХ упућује се у Washington D.C. група од двадесетак дипломата, ранга министара-савјетника и савјетника, који су стекли специјалистичка знања у области економске дипломатије. Након тога је дио дипломата из ове групе распоређен на мјеста економских савјетника у босанскохерцеговачким амбасадама, а двоје дипломата је почело радити у Одејку за економску дипломатију МВП-а БиХ који је основан 2003. године.

Тренутно, у Министарству спољних послова БиХ постоје два одсјека која се баве економском дипломатијом. Одсјек за економску дипломатију организацијски припада Сектору за билатералне односе и има осам дипломата. У свом раду комбинира регионални и функционални приступ у праћењу, анализи и промоцији билатералних економских односа Босне и Херцеговине и других земаља. Одсјек врло блиско сарађује с дипломатским мисијама и конзуларним представништвима и координира њихове активности. Билатерална димензија је сукус економске дипломатије већине земаља попут БиХ, јер је то њихов реални досег. најважније су активности билатерално оријентисане економске дипломатије фокусирање на конкретна тржишта и ситуације на њима, успостављање билатералне економске сарадње и усредоточење на Б2Б ситуације, односно на конкретне пројекте, компаније, производе и услуге, као и појединачне инвеститоре. Овакав приступ захтијева ангажман ресурса у знатно мањем обиму, а припреме за одређене пословне активности и догађаје су знатно краће јер су мање комплексне. Такођер је и контрола цјелокупног процеса знатно једноставнија.<sup>8</sup>

У пракси то подразумева: рад на изградњи алијансе БиХ институција, организовање привредних форума, инвестицијских конференција, подршку учешћу домаћих привредника на сајмовима, привредним конференцијама и другим привредним манифестацијама у свијету, обуку кадрова, давање квалитетних инструкција и информација дипломатским и конзуларним представништвима у области економске дипломатије и усмјеравање њиховог дјеловања у земљама пријема, па све до рјешавања конкретних проблема у пракси.

Одсјек за економску мултилатералну сарадњу и реконструкцију има седам дипломата и задужен је за координацију активности с мултилатералним финансијским организацијама, економским форумима, међународним организацијама и специјализираним агенцијама. Одсјек мобилизира стране донаторе и координира међународну помоћ Босни и Херцеговини. Да би концепт економске дипломатије боље функционисао, добро би било да се ова два одсјека обједине у један сектор за економску дипломатију којим би руководио помоћник министра за економску дипломатију, чиме би економска дипломатија и организацијски била подржана као приоритет спољне политике БиХ. Иако се због постојања Агенције за промоцију извоза БиХ и ФИПА-е може јавити дилема у погледу преклапања

---

<sup>8</sup> Група аутора (2013). *Економска дипломатија – изазов високог приоритета за Босну и Херцеговину*. Сарајево: Вањскополитичка иницијатива, стр. 4.

надлежности, пажљивим постављањем надлежности Одсјека за промоцију извоза и Одсјека за привлачење страних инвестиција та ће дилема бити отклоњена јер је основни задатак ових одсјека да координирају рад у наведеним областима између БиХ институција, првенствено Агенције за унапређење извоза БиХ и ФИПА-е те дипломатских мисија и конзуларних представништава.

Одсјек за економску дипломатију иницирао је формирање стратешке алијансе БиХ институција која дјелује као неформална група, а чине је Министарство спољних послова БиХ, Министарство спољне трговине и економских односа БиХ, Агенција за унапређење и заштиту инвестиција (ФИПА) и Спољнотрговинска комора БиХ (VtKViH). Темељна је интенција формирања стратешке алијансе БиХ институција да се створи компетитивна синергија институција које су њезине чланице. На тај начин је побољшана комуникација у области економске дипломатије. Све друге државне и ентитетске институције и коморе које желе и могу помоћи у унапређењу извоза босанскохерцеговачких производа у иностранство и привлачењу страних инвестиција у БиХ добродошле су у стратешку алијансу БиХ институција која остаје отворена.

Тржишта која су стратешка за економију БиХ, а тиме и за економску дипломатију, сусједне су земље, остале земље регије западног Балкана, тржиште ЕУ-а, земље медитерана, земље Блиског Истока те велика тржишта у експанзији као што су Индија и Кина. У актуелној ситуацији тзв. трећа тржишта чине се најперспективнијима јер БиХ одраније с њима има позитивне економске меморије и реализиране значајне пословне пројекте, а имајући у виду глобалну рецесију, та тржишта су управо тржишта која се најдинамичније развијају јер су још неизграђена или незасићена те објективно дају доста простора за пословне активности. Истина, и на њима свакога дана конкуренција постаје све већа, тако да је вријеме један од одлучујућих фактора, па је стога веома битно да се на њима почне дјеловати што прије.

### ***1.6. Макроекономски показатељи у БиХ***

Бруто домаћи производ (ГДП или БДП) је најважнија макроекономска варијабла. Мјери вриједност роба и услуга произведених у току године дана употребом фактора производње лоцираних на територији једне земље, без обзира ко им је власник. Разликујемо номинални и реални ГДП. Номинални ГДП је количина

свих произведених роба и услуга помножених са текућим цијенама, док реални ГДП представља множење са константним или сталним цијенама. Послије рата, када је ГДП у БиХ пао на око 20% предратне вриједности, дошло је до значајног економског опоравка. Између 1996. и 1999. године стварни раст ГДП-а, подстицан међународном помоћи за обнову, односно велики прилив донаторских средстава, кретао се у просјеку око 30%. Међутим, БиХ није била у стању подићи унутрашње изворе раста, тако да је након 2000. године годишњи раст пао на око 5%, због споријег нивоа напретка у провођењу економских реформи, политичке нестабилности у региону, а и економске кризе у свијету. У 2003. години се процјењује на 3.5%, док је ГДП још увијек око 60% од предратног нивоа<sup>9</sup>.

Реални Сектор	2006.	2007.	2008.*
Номинални ГДП у БиХ (у мил. КМ)	15.791	17.560	18.889
Номинална стопа раста (у %)	7,6%	11,2%	7,6%
Реални ГДП у БиХ (у мил. КМ)	11.981	12.641	13.399
Реална стопа раста (у %)	5,7%	5,7%	5,6%
Становништво (у хиљадама)	3844	3844	3844
ГДП пер цапита (у КМ)	4108	4568	4913

**Табела 1: ГДП као један од макроекономских показатеља.**

*Извор: Федерални завод за статистику БиХ.*

<sup>9</sup>Извор : процјена ДЕП/ЕППУ

**9-1 BRUTO DOMAĆI PROIZVOD, TEKUĆE CIJENE**

	2000*	2001*	2002*	2003*	2004*
Bruto domaći proizvod u 000 KM	8.178.443	8.681.837	9.361.310	9.716.580	10.350.191
Bruto domaći proizvod u 000 USD	3.859.759	3.972.290	4.507.565	5.605.180	6.569.464
Stanovništvo, u hilj./tis. procjena sredinom godine	2.801	2.823	2.832	2.839	2.847
Bruto domaći proizvod po stanovniku, u KM	2.920	3.075	3.306	3.423	3.635
Bruto domaći proizvod po stanovniku, u USD	1.378	1.407	1.592	1.974	2.308

	2005*	2006*	2007*	2008*	2009
	10.944.905	12.260.855	13.879.168	15.647.032	15.230.561
	6.958.866	7.862.546	9.709.107	11.706.593	10.826.387
	2.848	2.845	2.849	2.849	2.853
	3.843	4.310	4.872	5.492	5.338
	2.443	2.764	3.408	4.109	3.795

**Табела 2: БДП према подацима Федералног завода за статистику.**

*Подаци из 2009. године објављени су у Годишњаку за 2010. годину, и представљају најсвјежије званичне податке<sup>10</sup>.*

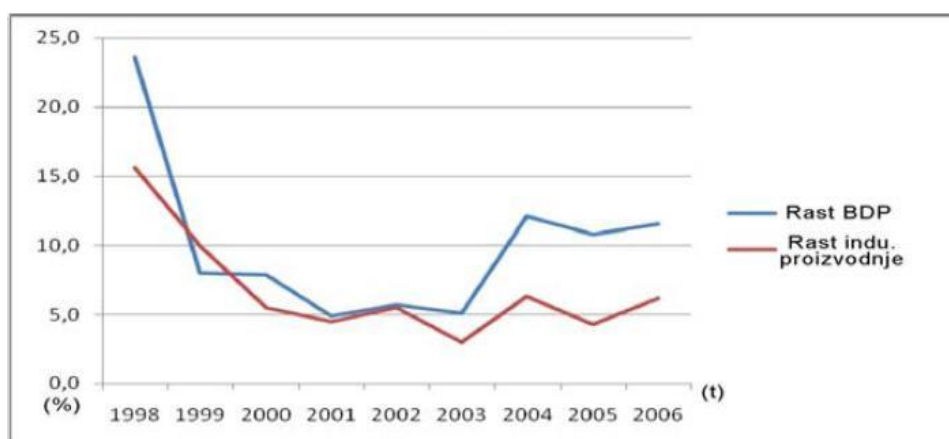
БиХ економија је у 2007. години остварила 17.560 милиона КМ друштвеног бруто производа. Номинално, то је значило годишњи раст од 11,2%, односно реални раст од 5,7% што је незнатно брже у односу на земље из окружења. У том расту унутрашња трговина је учествовала са 17%, а слиједе је некретнине (12,5%), енергетски сектор (9%), индустријска пороизводња (8,1%), те финансијско посредовање (8,1%). Поред тога, допринос јавног сектора који чине државна администрација и одбрана, образовање, те здравствени и социјални рад је износио 10,3%\*. Економија се и даље снажно темељи на производњи сировина и сличних

<sup>10</sup> <http://www.fzs.ba/god.htm>



производа. Пораст цијена сировина, као и повећање њиховог обима, играло је значајну улогу у подршци расту. Приватизација, углавном у Републици Српској, такође је подстакла одређено повећање производње у другим секторима. У Републици Српској, укупна индустријска производња порасла је за близу 20% у 2006. години, те је повећана на 25% у 2007. години. Федерација БиХ је доживјела умјеренију стопу раста индустријске производње са 5% у 2006. години на 5,5% у 2007. години. Дакле, остварен је релативно снажан економски раст.

Током посљедњих десетак година Босна и Херцеговина је доживјела обнову након сукоба, стагнацију због смањења иностране помоћи и подршке и убрзање раста као посљедицу опоравка приватног сектора. Ово посљедње може да се тумачи и као посљедица опоравка индустријске производње и брзог раста извоза. Поређење два ентитета, Федерације Босне и Херцеговине и Републике Српске је неравномјерно, пошто је Република Српска почела да се опоравља касније од БиХ. Међутим, током задњих неколико година, индустријска производња у РС је



престигла ону у БиХ (дијаграм 1).

**Графикон 1: БДП и индустријска производња, стопе раста**

*Извор: (<http://www.citadelfinance.com/files/reports/citadelbihistravanje.pdf>)<sup>11</sup>*

<sup>11</sup> <http://www.citadel-finance.com/files/reports/citadelbihistravanje.pdf>

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

Djelatnost	2007*	2008*	2009
<b>A Poljoprivreda, lov i šumarstvo</b>	<b>763.423</b>	<b>812.672</b>	<b>790.762</b>
01 Poljoprivreda, lov i pripadajuće uslužne djelatnosti	645.309	679.524	689.501
02 Šumarstvo i iskorišćavanje šuma	118.114	133.148	101.261
<b>B Ribarstvo</b>	<b>1.987</b>	<b>2.556</b>	<b>3.937</b>
05 Ribolov, uzgoj ribe i pripadajuće uslužne djelatnosti	1.987	2.556	3.937
<b>C Vađenje ruda i kamena</b>	<b>306.445</b>	<b>343.071</b>	<b>362.552</b>
10 Vađenje uglja i lignita; vađenje treseta	238.869	262.181	286.515
13 Vađenje ruda metala	8.450	7.709	9.222
14 Vađenje ostalih ruda i kamena	59.126	73.181	66.815
<b>D Prerađivačka industrija</b>	<b>1.732.617</b>	<b>2.025.886</b>	<b>1.764.698</b>
15 Proizvodnja prehrambenih proizvoda i pića	332.483	367.579	418.917
16 Proizvodnja duhanskih proizvoda	47.747	48.295	49.745
17 Proizvodnja tekstila	38.445	49.772	59.165
18 Proizvodnja odjevnih predmeta, dorada i bojenje krzna	65.411	68.527	67.868
19 Štavljenje i obrada kože	46.579	55.741	47.387
20 Prerada drveta/drva i proizvoda od drveta/drva i plute, osim namještaja	107.357	121.297	99.095
21 Proizvodnja celuloze, papira i proizvoda od papira	10.037	8.245	14.735

**Табела 3: Бруто додана вриједност по дјелатностима и Бруто домаћи производ, текуће цијене.**

*Извор: Статистички годишњак Федералног завода за статистику БиХ, 2010. (први дио табеле)<sup>12</sup>*

Босна и Херцеговина је направила огроман трговински и платни дефицит током првих година после војног сукоба који је завршен крајем 1995. године. Током задњих 7 до 8 година извоз је повећан и расте брже од увоза. На сличан начин, извоз услуга је престагао увоз и прилив дознака је био снажан. Према томе, садашњи дефицит платног биланса је пао на око 10 одсто БДП, што је високо, али је ниже него у осталим земљама Балкана и близу је нивоу који имају далеко

<sup>12</sup> <http://www.fzs.ba/god.htm>

развијеније земље са мање бурним и трагичним догађањима у блиској прошлости. Финансирање дефицита се, такође, промијенило од ослањања на новчану помоћ и званичне дознаке на улагања, како у капиталу, тако и у дуговима. Истовремено, дуг према иностранству је прилично мали, износи око 25 одсто БДП, што је боље него код већине земаља Балкана.

22 Izdavačka djelatnost, štampanje/tiskanje i umnožavanje	61.514	70.027	71.820	88.596	88.335
23 Proizvodnja koksa, derivata nafte i nuklearnog goriva	-23.351	1.513	26.377	31.485	-30.986
24 Proizvodnja kemikalija i kemijskih proizvoda	57.058	44.853	82.146	92.990	110.890
25 Proizvodnja proizvoda od gume i plastičnih masa	38.741	43.844	61.769	77.337	86.068
26 Proizvodnja ostalih proizvoda od nemetalnih minerala	133.005	138.372	171.723	228.795	193.581
27 Proizvodnja baznih/bazičnih metala	85.649	122.078	190.284	209.457	46.817
28 Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina/strojeva i opreme	113.912	157.575	202.252	259.630	233.541
29 Proizvodnja mašina/strojeva i uređaja, d.n.	37.754	42.623	56.641	81.072	64.830
30 Proizvodnja kancelarijskih/uredskih mašina/strojeva i računara/računala	12.517	9.837	18.065	22.590	17.479
31 Proizvodnja električnih mašina/strojeva i aparata, d.n.	24.588	29.884	33.140	37.777	31.578
32 Proizvodnja radio, televizijske i komunikacione opreme i aparata	1.056	1.655	1.830	2.016	7.834
33 Proizvodnja medicinskih, preciznih i optičkih instrumenata, satova	7.780	9.806	11.279	11.953	10.225
34 Proizvodnja motornih vozila, prikolica i poluprikolica	35.287	34.117	41.906	42.848	43.947
35 Proizvodnja ostalih prijevoznih sredstava	4.518	3.835	6.818	7.795	5.148
36 Proizvodnja namještaja, ostala prerađivačka industrija, d.n.	70.450	74.975	87.683	90.543	85.235
37 Reciklaža	14.471	21.421	20.825	21.546	13.264

**Табела 4: Бруто додана вриједност по дјелатностима и Бруто домаћи производ, текуће цијене.**

*Извор: Статистички годишњак Федералног завода за статистику БиХ, 2010. (други дио табеле)<sup>13</sup>*

У приложеној табели се детаљно могу видјети макроекономски показатељи у Босни и Херцеговини у периоду од 2003. до 2008. године. Номинални ГДП у Босни и Херцеговини, као први макроекономски показатељ је растао током овог периода. Подаци који су објављени на страници Вањскотрговинске коморе БиХ указују на

<sup>13</sup> <http://www.fzs.ba/god.htm>

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

знатно повећање увоза, а уједно и извоза из Босне и Херцеговине, као и негативан салдо робне резерве током свих година.

	Основни макроекономски елементи					
ПОКАЗАТЕЉ	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
Номинални БДП (у милионима КМ), текуће цијене	14505	15.786	16.928	19.121	21.641	24702
Реални БДП (стопа раста у процентима)	3	6,3	3,9	6,7	6	
Стопа раста цијена на мало (у процентима)	0,6	0,4	3,8	6,1	6	
Бруто девизне резерве (у милионима КМ)	2.793	3.479	4.225	5.452	6.699	6.296
Извоз (у милионима КМ)	2.313	2.994	3.826	5.271	6.080	6.714
Увоз (у милионима КМ)	8.275	9.371	11.081	11.234	13.625	16.287
Салдо робне размјене (у милионима КМ)	-5.962	-6.377	-7.255	-5.963	-7.545	-9.573
Просјечна нето плаћа (у КМ)	486	521	565	613	681	776

**Табела 5: Макроекономски показатељи БиХ, 2003-2008.**

*Извор: Вањско трговинска комора БиХ*

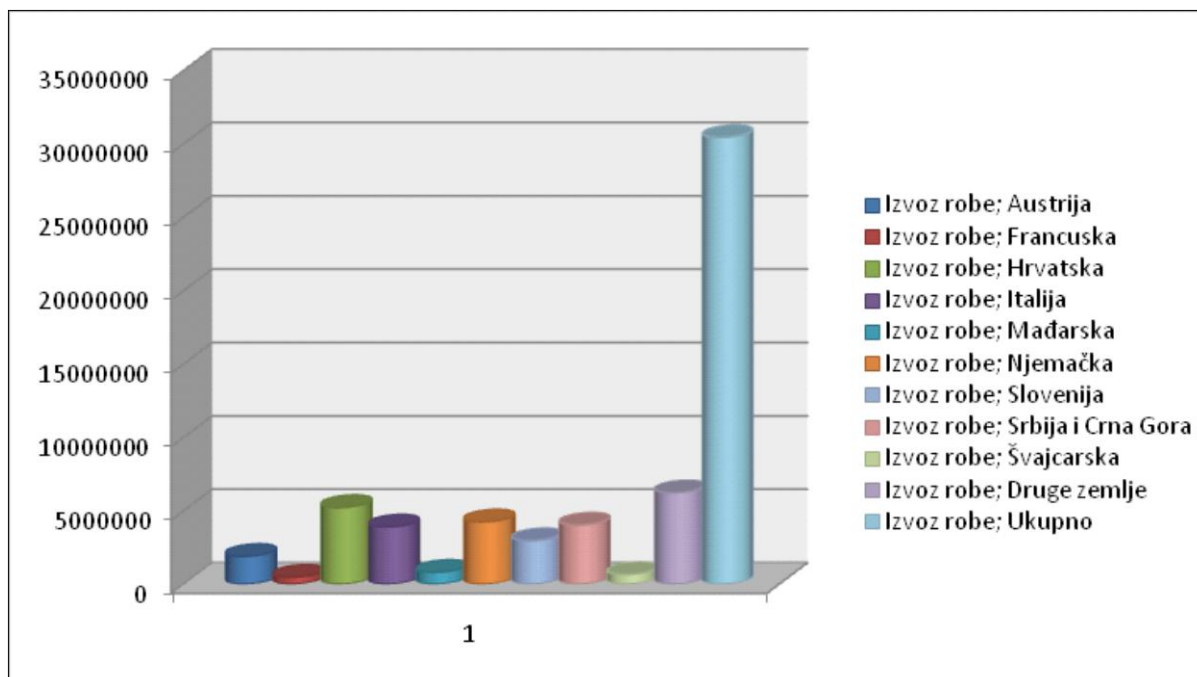
Увоз у Босну и Херцеговину је доста већи у односу на извоз. У приложеним табелама и графиконима се налазе подаци о увозу и извозу у периоду од 2006. до 2010. године према земљама Региона и Европске Уније.

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

Година	Извоз робе;	Извоз робе;	Извоз робе;	Извоз робе;	Извоз робе;	Извоз робе;	Извоз робе;	Извоз робе;	Извоз робе;	Извоз робе;	Извоз робе;
	Аустрија	Француска	Хрватска	Италија	Мађарска	Њемачка	Словенија	Србија и Црна Гора	Швајцарска	Друге земље	Укупно
2006	313807	86233	965258	713413	165097	668733	629633	681764	95786	844572	5164296
2007	369608	91775	1090120	779102	219419	762169	645369	770717	114775	1093531	5936584
2008	415224	99530	1156836	843065	203892	913488	614875	942277	181628	1340876	6711690
2009	325370	109439	944144	702356	91726	814110	463129	741441	113419	1226064	5531199
2010	470584	86950	1070626	862022	126174	1085936	611744	894775	160359	1726335	7095505
укупно све године	1894593	473927	5226984	3899958	806308	4244436	2964750	4030974	665967	6231378	3043927

**Табела 6: Извоз робе по земљама у хиљадама КМ, период 2006-2010.**

*Извор: Централна банка Босне и Херцеговине*



**Графикон 2: Графички приказ података који се односе на Извоз домаће робе**

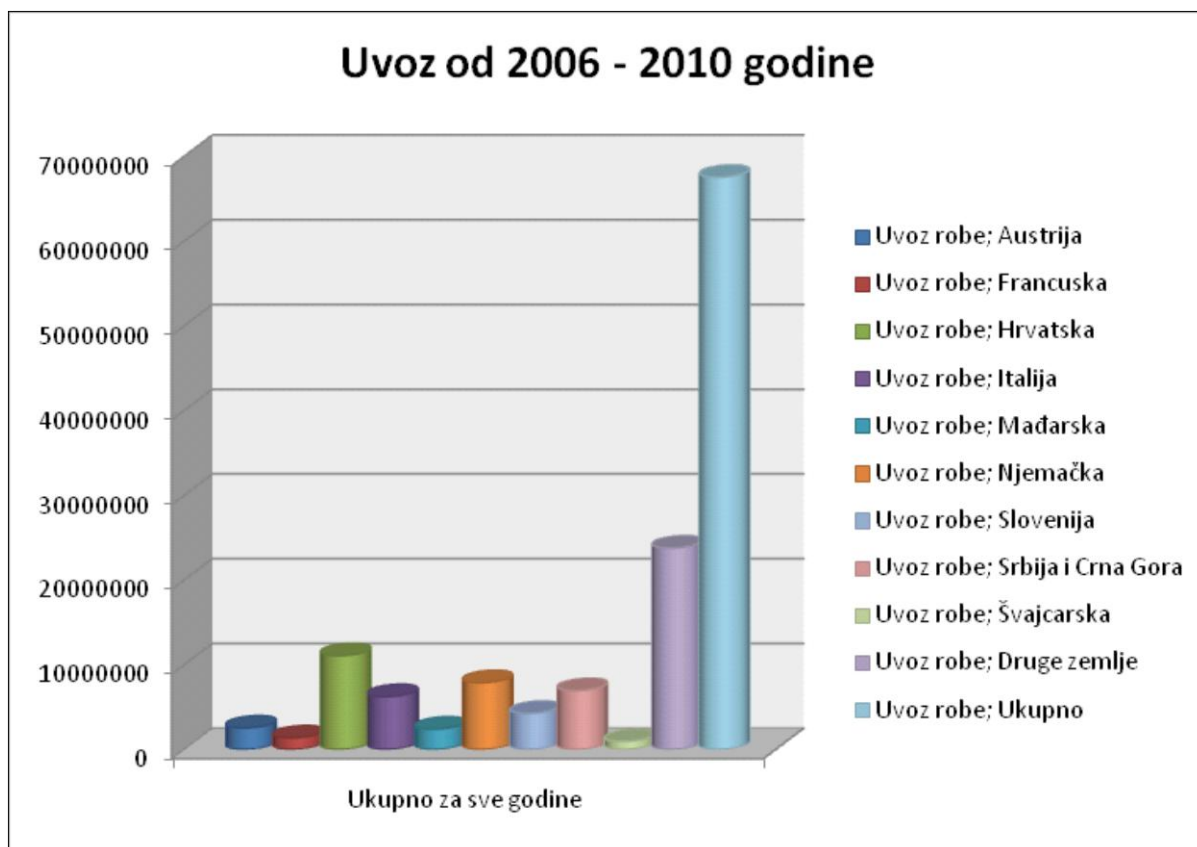
*Извор: Табела 6*

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

Година	Увоз робе;					Увоз робе; Увоз робе; Увоз робе;					
	Увоз робе; Француска	Увоз робе; Хрватска	Увоз робе; Италија	Увоз робе; Мађарска	Увоз робе; Њемачка	Увоз робе; Србија и Црна Гора	Увоз робе; Швајцарска	Увоз робе; Друге земље	Увоз робе укупно		
2006	456213	210636	1946914	1020542	394682	1417257	860684	1116167	271275	3694415	11388785
2007	535957	288902	2449198	1255982	478958	1742880	884579	1408588	305854	4547343	13898242
2008	606290	350744	2779927	1520914	719598	1914630	963337	1726195	199945	5510936	16292516
2009	455395	252923	1855136	1243234	401304	1395705	758953	1283006	92225	4617299	12355179
2010	489083	273139	2058946	1210391	416780	1425001	808852	1429477	93181	5411352	13616204
укупно све године	2542938	1376344	11090121	6251063	2411322	7895473	4276405	6963433	962480	23781345	67550926

Табела 7: Увоз по земљама у периоду 2006-2010.

Извор: Централна банка Босне и Херцеговине



Графикон 3: Графички приказ података који се односе на увоз робе.

Извор: Табела 7

### 1.7. Макроекономска стабилност у БиХ

Полазећи од чињенице да је свијет захваћен процесом глобализације, која структурално мијења међународне односе и позива на рјешавање горућих питања на глобалном и регионалним нивоима у циљу свеобухватне заштите људских права, елиминисања сиромаштва, развијања глобалног партнерства за развој, чврстог одређења за процесе интеграције и транзиције у региону Југоисточне Европе у политичком, економском и сигурносном смислу, свјесни потребе за убрзавањем процеса европских интеграција Босне и Херцеговине, Предсједништво Босне и Херцеговине документом под насловом „Општи правци и приоритети за спровођење спољне политике БиХ“, дефинише начела, правце и приоритете макроекономске политике Босне и Херцеговине у предстојећем периоду. У складу са одредбама Устава Босне и Херцеговине, Предсједништво Босне и Херцеговине надлежно је за вођење макроекономске политике Босне и Херцеговине<sup>14</sup>. Промоција, одбрана интереса и наступање у име Босне и Херцеговине у међународним односима заснивају се на одредбама Устава Босне и Херцеговине, законима, одлукама и ставовима Предсједништва Босне и Херцеговине, Парламента Босне и Херцеговине, Савјета министара Босне и Херцеговине и Министарства вањских послова Босне и Херцеговине.<sup>15</sup> Босна и Херцеговина, суверена и међународно призната држава, сарађиваће у међународним, односно билатералним, регионалним и глобалним оквирима, а уређиваће уговорене и односе друге природе са свим државама и међународним организацијама на начелима која су садржана у Повељи УН, Завршном акту из Хелсинкија и осталим документима Организације за сигурност и сарадњу у Европи, те општеприхваћеним принципима међународног права.

Макроекономска политика Босне и Херцеговине према међународним партнерима заснива се на отворености и равноправности, узајамном поштивању суверенитета и територијалног интегритета, принципу мирољубиве сарадње, уз уважавање обостраних интереса. У исто вријеме, током обављања вањскополитичких активности, Босна и Херцеговина ће дјеловати у складу са обавезама које проистичу из закључених и прихваћених споразума и других међународних инструмената те чланства у међународним организацијама и

---

<sup>14</sup> Опћи правци и приоритети за спровођење вањске политике БиХ, доступно на: <http://bhembassy.co.uk/bs/vanjska.htm>

<sup>15</sup> [www.predsjednistvobih.ba/](http://www.predsjednistvobih.ba/)

асоцијацијама. Босна и Херцеговина наглашава своју одређеност за превазилажење међудржавних несугласица мирним путем, уз поштовање начела која су саставни дио међународног права. Уз то, Босна и Херцеговина се залаже за конструктиван дијалог при тражењу рјешења за сва отворена питања. Босна и Херцеговина је одређена за настављање борбе против тероризма и организованог криминала, у складу са резолуцијама Уједињених народа, у оквиру Комитета за борбу против тероризма Савјета сигурности УН-а, и уз јачање глобалне сарадње на овом пољу.

Босна и Херцеговина, једна од пет равноправних држава наследица, активно ће учествовати у сукцесији бивше СФРЈ и поштовати права и обавезе које проистичу из тог статуса. Макроекономска политика Босне и Херцеговине усмјерена је ка унапређењу и очувању трајног мира, сигурности и стабилног демократског и свеукупног државног развоја, односно укључивању у савремене европске, политичке, економске и сигурносне интеграционе токове. У циљу промовисања својих стратешких интереса, Босна и Херцеговина ће водити транспарентну спољну политику, у сагласности са сљедећим приоритетима:

- Очување и заштита независности, суверенитета и територијалног интегритета Босне и Херцеговине у међународно признатим границама;
- Потпуна и досљедна имплементација Општег мировног споразума (ОМС);
- Приступање Босне и Херцеговине евроатлантским интеграционим процесима;
- Учешће Босне и Херцеговине у мултилатералним активностима, посебно у склопу система Уједињених народа (УН), Савјета Европе, Организације за сигурност и сарадњу у Европи (ОСЦЕ), Организације исламске конференције (ОИЦ), и другим;
- Промоција Босне и Херцеговине као партнера у међународним економским односима и активности које ће омогућити пријем Босне и Херцеговине у Свјетску трговинску организацију (WTO) и друге међународне организације и асоцијације.

Основни правци и активности макроекономске политике БиХ јесу суштина њене макроекономске стабилности. Ови правци могу бити билатералне и мултилатералне природе.



Билатералне природе: Унапређење сарадње са сусједним државама – Републиком Хрватском (РХ) и Србијом и Црном Гором, на основама заједничког интереса и начелима равноправности, узајамног уважавања и поштивања суверенитета и територијалног интегритета, трајни је приоритет макроекономске политике Босне и Херцеговине;

Босна и Херцеговина ће развијати билатералне односе, посебно са државама чланицама Управног одбора Савјета за спровођење мировног споразума, Сједињеним Америчким Државама, Руском Федерацијом, Великом Британијом, Француском, Кином и осталим чланицама Савјета безбједности УН, државама чланицама Европске уније, државама у региону, државама чланицама Организације исламске конференције и осталим државама које доприносе обнављању и развијању Босне и Херцеговине. У складу са интересима и реалним могућностима, Босна и Херцеговина ће се заузети за успостављање дипломатских односа са државама са којима то није постигнуто, а унапређиваће билатералне активности према државама у регионима, гдје то досад није остварено. Неопходно је даље унапређивање регулирања билатералних односа међудржавним споразумима од обостраног интереса, нарочито у области привреде и иностраних улагања. Један од битних задатака дипломатије Босне и Херцеговине је промовисање интереса и развојних могућности БиХ привреде на основама утврђене стратегије развоја земље.

Босна и Херцеговина ће на билатералном плану развијати сарадњу у области науке и технологије, културе, образовања и спорта, као важним претпоставкама за укључивање Босне и Херцеговине у савремене свјетске токове.

Мултилатералне природе: Положај Босне и Херцеговине у геостратешком смислу условљава и приоритете њеног спољнополитичког наступања, посебно мултилатералне природе. Стратешки приоритет Босне и Херцеговине је појачани и системски искорак у смјеру европских и трансатлантских интеграција, с циљем побољшања и институционализовања међусобне сарадње. Даље приближавање и институционализација односа са Европском унијом у складу са Процесом за стабилизацију и придруживање од битног су значаја за Босну и Херцеговину. Постизање Споразума о стабилизацији и придруживању ЕУ, а потом и његова потпуна примјена, треба да значајно допринесу укључивању БиХ у европске интеграционе токове. Активностима БиХ у систему Уједињених нација и њеним специјализираним агенцијама подстицаће се програми УН намијењени Босни и Херцеговини. Неопходно је интензивирати активности за пријем Босне и

Херцеговине у Свјетску трговинску организацију (WTO), што ће отворити врата за укључивање у глобалне трговинске токове.

Са Организацијом за европску сигурност и сарадњу (ОСЦЕ) и убудуће ће се активно радити у остваривању њених основних програмских начела. Посебно ће бити наглашена неопходност реализације обавеза из Споразума о регионалној сарадњи (чл. ИИ и В Анекса 1-В Оквирног мировног споразума – ОМС) те континуирано активно учешће представника Босне и Херцеговине у преговорима о регионалном контролисању наоружања (чл. В Анекса 1-Б ОМС).

Активности у односу на евроатлантске сигурносне структуре, с крајњим циљем институционализирања односа са Сјеверноатлантским војним савезом – НАТО-ом, биће првенствено усмјерене ка укључивању Босне и Херцеговине у програм Партнерство за мир. С циљем даљег развијања добрих односа, постизања трајне стабилности, сигурности и економског просперитета, посебна ће пажња бити усмјерена на активности у оквиру регионалне и субрегионалне сарадње. Имајући у виду виталне интересе Босне и Херцеговине, првенствено ће се инсистирати на конкретизацији сарадње унутар Централно-европске иницијативе (ЦЕИ), Процеса сарадње у Југоисточној Европи (СЕЕЦП) – посебно током периода (2003/2004. године) када БиХ предсједава у оквиру иницијативе и организације Пакта за стабилност у Југоисточној Европи, Иницијативе за сарадњу држава Југоисточне Европе (СЕЦИ), Јадранско-јонској иницијативи, Дунавском процесу сарадње (ДЦП), те другим регионалним и субрегионалним групацијама.<sup>16</sup> Биће настављена сарадња са државама чланицама Организације исламске конференције (ОИЦ), посебно у оквиру унапређења привредних односа. Биће настављена сарадња са Покретом несврстаних држава, са тежњом да Босна и Херцеговина добије статус посматрача. У складу са интересима и потребама Босне и Херцеговине сарађиваће се са Организацијом америчких држава (ОАС), Организацијом афричког јединства (ОАУ), Асоцијацијом држава Латинске Америке (АЛАДИ), Асоцијацијом држава Југоисточне Азије (АСЕАН) и другима. На основу испољених интереса, Босна и Херцеговина ће учествовати у реализовању постојећих и постизању нових међудржавних споразума, с намјером стварања повољније атмосфере за привредну сарадњу. Биће осигурано и учешће у раду мултинационалних форума који се баве економским развојем и побољшањем привредне размјене са иностранством.

---

<sup>16</sup>

[www.predsjednistvobih.ba/](http://www.predsjednistvobih.ba/)

У 2009. години земља је била у рецесији, са падом реалног БДП-а за 2,9% након повећања од 5,7% у 2008. години. Економска криза је углавном узрокована падом домаће приватне потрошње, падом инвестиција и смањењем вањске потражње. Трговина је драстично успорена, грађевинске активности и индустријска производња су се у 2009. години смањиле а незапосленост се повећала. Дефицит текућег рачуна је пао са 14,4% БДП-а у 2008. на 6,8% у 2009. години, углавном под утицајем значајног побољшања трговинског биланса због смањења домаће потражње, које је било брже од смањења вањске потражње. Дакле, трговински дефицит је пао за 29%, смањујући се са 38,2% БДП-а у 2008. на 27,8% у 2009. години (само за робу). Забиљежен је годишњи пад извоза од 17,6%, док је пад увоза био још већи и износио 24,2%.

У 2010. години се могу забиљежити одређени знакови економског опоравка, пошто је обим индустријске производње у првих осам мјесеци порастао за 1,1% годишње, а обим извоза за 28,8%. Свеукупно гледано, расположиви показатељи указују на благи опоравак у 2010. након рецесије у 2009. години<sup>17</sup>. На основу изложених података може се рећи да финансијска криза која је захватила цијели свијет се одразила и на босанскохерцеговачку економију, те да се благо побољшање примијети током 2010. године.

### ***1.8. Макроекономска ситуација у БиХ***

Босна и Херцеговина је остварила умјерен економски опоравак у 2010. години, након рецесије из 2009. године. Овај опоравак је углавном резултат вањске потражње. Незапосленост је остала веома висока. Фискални положај је значајно ослабио у 2009. како су јавне финансије претрпјеле озбиљна оптерећења усљед смањења прихода и велике потрошње. Опредијељеност за структурне реформе и чврсте јавне финансије и даље није уједначена у цијелој држави. Одређене мјере фискалне и структуралне реформе су недавно проведене под притиском буџетског дебаланса и програма Међународног монетарног фонда. Ипак, буџети и даље нису самоодрживи, а квалитет јавних финансија је још увијек слаб. Када су у питању економски критерији, Босна и Херцеговина је постигла мало додатног напретка у

---

<sup>17</sup> Делегација Европске Уније у Босни и Херцеговини, Придруживање Европској Унији, Кључни документи, Извјештај о напретку Босне и Херцеговине

успостављању функционалне тржишне економије. Потребно је одлучно наставити значајне реформске активности како би држава постала способна да се дугорочно носи са притиском конкуренције и тржишним силама унутар Уније<sup>18</sup>. Посебан циљ макроекономских активности Босне и Херцеговине, првенствено билатералних, биће заштита интереса и помоћ босанскохерцеговачким грађанима који бораве у иностранству у остваривања њихових права, те помоћ привредним субјектима који послују на тржиштима других држава. С тим циљем ће се и убудуће иницирати постизање билатералних споразума у области конзуларне, радно-правне и имовинске заштите грађана Босне и Херцеговине у иностранству. Такође ће се учествовати у припремању и прихватању конвенција и осталих међународних докумената.

Биће покренуте и све потребне активности за либерализацију визног режима за грађане Босне и Херцеговине. Постоји велики број студија које истражују везу између отворености и раста од којих велики број сугерише да постоји позитивна колерација и да је она у многим случајевима значајна. Постоји неколико канала помоћу којих економске интеграције доприносе расту:

- унутрашња и спољна економија обима;
- раст трговине;
- бржи технолошки напредак;
- повећана конкуренција;
- смањена неизвјесност;
- нижи трошкови капитала усљед финансијских интеграција;
- повољније окружење за привредну активност;

Повећавају се стране директне инвестиције (СДИ) које подстичу привредни раст и запосленост. Регионалне интеграције, односно либерализација спољне трговине проширују тржиште преко смањења царинских и нецаринских баријера, а један од најзначајнијих фактора који доводе до прилива СДИ јесте и величина тржишта (економија обима). Из тог угла посматрано, користи од слободног тржишта су исте као користи од већег тржишта: мултипликовањем броја потенцијалних пословних партнера, мултипликује се могућност за повећање богатства. Значај СДИ је данас велики и то како за развијене земље тако и за земље у развоју. Оне са собом доносе: трансфер знања и технологије кроз дифузију иновација, раст

---

<sup>18</sup> Делегација Европске Уније у Босни и Херцеговини, Стратегија проширења и кључни изазови 2010. – 2011

продуктивности, повећање конкурентности, побољшан приступ страним тржиштима, отварања нових радних мјеста. Поред тога, а имајући у виду да СДИ не стварају дуг, оне су најпожељнији начин за финансирање дефицита текућих трансакција који су уобичајени за земље у развоју; долази до трансфера знања (Knowледге Спилlover) – До овог, иначе врло значајног ефекта за развој привреде, може доћи:

- кроз имитације, односно reverse engineering – Сукоб са међународном конкуренцијом изазива потребу за унапређењем своје дјелатности, а један од начина за то је и имитација производа конкурентских предузећа;
- доласком страних компанија на домаће тржиште (кроз стране директне инвестиције долази до трансфера знања и нових технологија);
- усљед појачане стране конкуренције домаћи произвођачи су принуђени да иновирају своје производе како би себи обезбиједили повољнију тржишну позицију;
- кроз неформалну размјену знања и идеја, односно контакте запослених између различитих предузећа;
- кроз усавршавање у иностранству које добија на значају са повећањем отворености земље.

*Долази до пада цијена – До пада цијена може доћи по више основа:*

- Усљед укидања (смањења) царина – смањују се како цијене финалних тако и капиталних иинтермедијарних производа што може домаћи извоз учинити још конкурентнијим;
- Усљед нижих административних трошкова по основу прибављања извозних и увозних дозвола, преобимне документације, царињења и уопште спољнотрговинског пословања;
- Усљед повећања конкуренције;

Дешавају се промјене на тржишту рада – Најприје, постоји значајан ефекат на (не)запосленост. Тако, нпр. може доћи до губитка посла усљед притиска иностране конкуренције, али може доћи до раста запослености због повећања извоза и,

потенцијално, раста страних директних инвестиција. Истраживања показују да је раст увоза повезан са падом запослености, док је раст извоза повезан са растом запослености. Менутим, ефекат раста запослености усљед раста извоза је значајнији него пад запослености због раста увоза.

Теоретски, у случају да је у некој земљи извоз једнак увозу и да они расту у истом проценту, нето ефекат је повећање запослености. Поред овог, један од ефеката економских интеграција је и мобилост радне снаге од сиромашнијих ка просперитетнијим земљама (регионима). Као последица ове тенденције може доћи до уједначавања зарада између земаља. Такође, присутан је и ефекат специјализације рада, уз повећање квалитета рада и продуктивности. Ипак, може се рећи да коначан ефекат либерализације спољне трговине зависи и од специфичности земаља. Долази и до јачања институционалног окружења. Према Родрику<sup>19</sup> најзначајнији добитак од либерализације спољне трговине јесте стварање висококвалитетног институционалног окружења. Главни аргументи за овакву тврдњу леже у претпоставци да либерализација трговине са собом носи и умањене могућности за корупцију и rent seeking, који су значајно повезани са државном интервенцијом. Такође, трговинска либерализација носи са собом и “увоз институција из иностранства”. На примјер, потписивањем споразума о слободној трговини усаглашава се и низ институционалних одредби што има утицај на институционални систем цијеле земље. Добри примјери напријед наведеног јесу приступи СТО или ЕУ. У оба случаја од држава које желе приступ овим организацијама се захтијева испуњење стриктних услова у погледу институционалног амбијента.

Ефекти на државни буџет БиХ – Трговинска либерализација може довести до губитка прихода по основу царина. Међутим, у средњем и дугом року овај ефекат може бити ублажен или надмашен повећаним приходима државе по више основа као што су: већи увоз и раст прихода по основу ПДВ при увозу и акциза уколико се увози акцизна роба, повећање привредне активности по основу већег извоза и прилива страних директних инвестиција и раст прихода по основу веће привредне активности – ПДВ, порез на добит предузећа, порез на доходак и остало.

Ефекти на платни биланс – Слично као и на приходе државе, ефекти на платни биланс нису једнозначно одрађени већ зависе од временског хоризонта и других услова. Генерално, либерализацијом трговине могу бити погођене различите

---

<sup>19</sup> Rodrik, Dani. The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work. Overseas Development Council, 1999.

позиције платног биланса од којих су најзначајније; извоз, увоз, стране директне инвестиције и задуживање у иностранству (краткорочно, средњорочно и дугорочно).

Смањење политичких тензија БиХ – У неким случајевима стварање регионалних интеграција имало је за циљ да отклони разлоге избијања непријатељстава и могућег рата између земаља чланица интеграције. Тако, стварање западноевропског тржишта је имало за циљ да амортизује проблеме између Њемачке и Француске, а добар је примјер и економско повезивање Аргентине и Бразила. Када се говори о ефектима економских интеграција врло је важно разграничити ефекте на краткорочне и дугорочне. Посматрано на кратак рок може се рећи да је привреда једне земље више погођена либерализацијом трговине него на дужи јер привреда није у стању да у кратком року реагује на шокове из окружења. Међутим, у средњорочном и дугорочном периоду, вјероватан резултат је настанак знатно јаче и конкурентније домаће привреде, карактеристичне по динамичним и иновативним предузећима. Поред временског разграничења са становишта ефеката економских интеграција битно је разграничење по степену развијености. Ово подразумијева да на привреду једне земље постоје различити ефекти уколико се она интегрише са земљама на истом или сличном у односу на изразито различити ниво привредног развоја. Јасно, интеграција са земљама истог или сличног нивоа развоја пружа већу вјероватноћу позитивних ефеката, нарочито у кратком року. У начелу посматрано, да би се у потпуности сагледао процес либерализације трговине, односно стварања економских интеграција важно је уочити добитнике и губитнике у цијелом процесу.

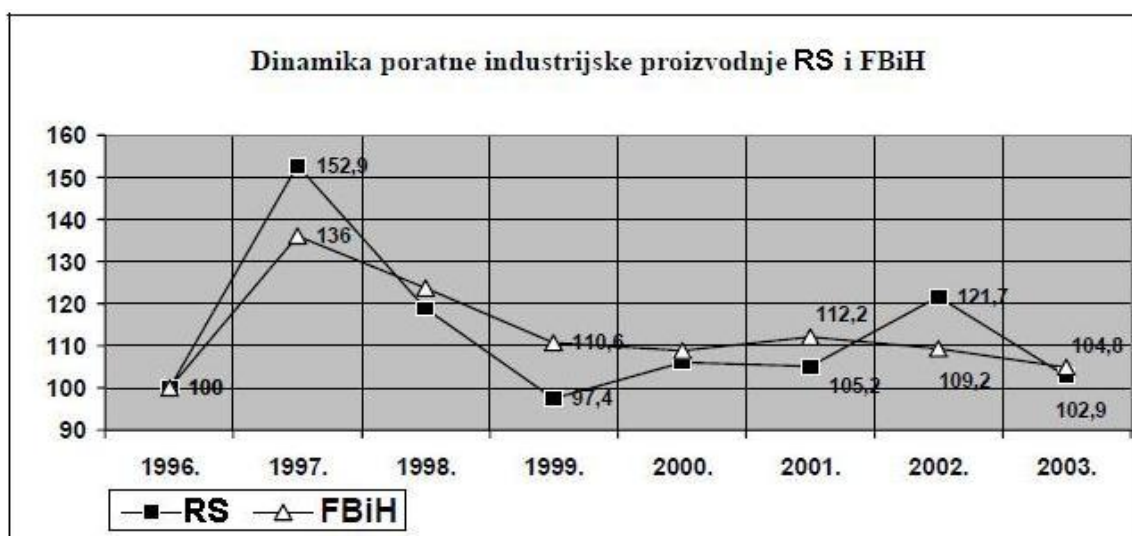
### ***1.9. Краткорочне и средњерочне макроекономске перспективе БиХ***

Краткорочни индикатори већ указују на то да се ризици повећавају. Већина локалних берзи је у паду откад су се погоршали актуелни политички проблеми. Постоје три важне потенцијалне претње које је потребно сагледати. Једна је утицај на директна страна улагања. Она су континуално расла током последњих неколико година како је то уобичајено, путем приватизације.

Улагања у нове објекте, која су посебно важна за стабилност тржишта рада, обично долазе тек пошто је приватизација углавном завршена и када се процијени да је развој ствари иреверзибилан. Ово се обично поклапа са напредовањем у процесу интеграције са ЕУ. Ово друго је од посебне важности, пошто има веома позитиван

утицај на смањење ризика. Вјерује се да када земља једном започне интеграцију са ЕУ онда тај процес постаје самоодржив и чак самоубрзавајући у смислу да заинтересованост за процес интеграције расте паралелно са самим процесом интеграције. То је посебно тачно у погледу популарности процеса код политичких и пословних лидера, мада популарност у јавности може бити другачија. У Босни и Херцеговини, међутим, чак и јавна подршка би требало да порасте услед добитака у погледу отворености и тиме пословних и радних могућности.

Надостатак напредовања макроекономске интеграције БиХ са ЕУ може да буде озбиљна сметња за улагања у нове објекте. Поред тога, интересовање за дугорочнија улагања може да опадне и пројекти могу да буду одложени. Пројекти подржани од јавног сектора могу наравно да буду настављени, али интересовање за учешће приватног сектора може да буде уништено. Такође, цијене имовине која треба да буде продата или у коју треба да се инвестира имају тенденцију опадања. Осјећања инвеститора не могу да се утврде са сигурношћу директним путем, а тржишта хартија од вриједности у БиХ, како у РС, тако и у БиХ, су сувише мала и плитка да би била добар индикатор пословних очекивања.



**Графикон 4:** Динамика поратне индустријске производње РС и ФБиХ<sup>20</sup>

Раздобљем најинтензивнијег замах индустрије БиХ сматра се период од почетка 70-тих до краја 80-тих година XX вијека. Индустрија је у том периоду обухватала готово три четвртине (73,4%) укупних производних инвестиција. Али, и

<sup>20</sup> [http://stream.untz.ba/bsc/d\\_analiza.pdf](http://stream.untz.ba/bsc/d_analiza.pdf)



производни и други ефекти из индустрије – такођер су били највећи: (удио у запослености 47%, а у друштвеном производу 57%.) Од средине 90-тих, након ратних збивања, индустрија је и даље на врху лествице привредних области: у друштвеном производу партиципира са 22,1%, у инвестицијама (кумулатив 1996-2003) са 29,2%, у броју запослених 42,1%, а у вриједности сталних средстава 64,4%.

Глобална структура индустријске производње показује да је у РС остварена виша стопа раста, у односу на ФБиХ, у рударству 10,3% (у ФБиХ 8,8%) и производњи електричне енергије 9,4% (у Федерацији БиХ 9,0%), али знатно нижа у прерађивачкој индустрији 7,1% према 14,5% у ФБиХ. Преглед динамике индустријске производње по гранама (19) за раздобље од 1997. до 2003. показује да је у 13 индустријских грана остварен раст (различитог интензитета) док је у шест грана забиљежен пад физичког обима производње. Најзначајнија релативна остварења показују:

- производња пластике и гуме (стопа 57,3%), производња моторних возила (22,2%);
- производња електричних машина (17,6%), производња метала (17,0%);
- производња неметалних минерала – соли и кварцног пијеска (14,0%).

Најнеповољније трендове у производњи показују: издавачко-штампарска дијелатност (-37,4%), кокс и нафтни деривати (-18,2%), производња машина (-13,8%), и производња духана (-6,2%). Компарација с Федералним просјеком показује да се динамичнији раст индустријске производње у Кантону постиже у производњи електричних машина, производњи моторних возила, производња гуме и пластике, производњи неметалних минерала, производњи одјеће, производњи коже и обуће и рециклажи сировина.

### *III. ПОГЛАВЉЕ*

#### *2. Финансијски систем и тржишта у БиХ*

Финансијски систем БиХ генерално слиједи континентални модел, у ком банке имају водећу улогу и у ком су финансијска тржишта и инструменти мање развијени.

Финансијско тржиште БиХ има тржиште капитала, али нема развијено тржиште новца. Инструменти финансијског тржишта су релативно неразвијени (без иједног иновативног инструмента).

Тржиште капитала БиХ је организовано и регулисано на два тржишта капитала, од којих је једно у Федерацији БиХ, а друго у РС. Вриједносним папирима се такође тргује на двије берзе, САСЕ (Сарајевска берза) и БЛСЕ (Бањалучка берза).

Табела 8 показује наставак раста номиналног БДП-а који је достигао 24,7 милијарди КМ. Стопа раста реалног БДП-а је варијала, али је просјечна стопа од 6% током протекле три године сигурно значајна. Годишња стопа раста индекса потрошачких цијена (ЦПИ) је такође значајна, јер је достигла просјек од 7,4% у 2008. години. Овај пораст цијена настао је усљед ванредног повећања цијена енергената и хране на свјетским тржиштима у првим мјесецима 2008. године. На крају 2008. године, годишња инфлација је износила 3,8% и била је знатно нижа од годишње стопе инфлације у јулу (9,9%), што је углавном било узроковано већим цијенама нафте и хране у прва три квартала.

Табела, такође, показује знатан раст у буџетским приходима и расходима централне владе и кредитима невладином сектору. Узети заједно, ови индикатори сугеришу да је у БиХ забиљежен позитиван економски раст протеклих година.

Крајем 2008. државна годишња нето плата је износила 785 КМ, пораст од 16% према истом периоду претходне године. Нето плате су биле највише у индустрији финансијског посредовања, у просјеку 1,269 КМ или 484 КМ (61,7%) више него државна просјечна нето плата. Вањски дуг БиХ се уредно сервисира. Износи 4,19 милијарди КМ или 16,9% БДП-а. Прошле године, дефицит текућег рачуна је био 3,6 милијарди КМ или 14,6% БДП-а. углавном због високог вањскотрговинског дефицита који је био нешто нижи од десет милијарди КМ. Још један економски проблем је стопа незапослености која је била 23,4% (мјерено међународним

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

стандардима). Године 2008. стране инвестиције од 1,3 милијарде КМ су такође евидентиране.

Br.	Indikatori	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
1.	Nominalni BDP (u milionima KM) Trenutne cijene	13,821	14,505	15,786	16,928	19,121	21,759	24,716
2.	Realni BDP (stopa rasta %)	4.9	3.8	6.3	3.9	6.9	6.0	5.4
3.	Prosječna godišnja inflacija	0.4	0.6	0.4	3.8	6.1	1.5	7.4
4.	Prihodi budžeta opšte vlade	37.1	41.5	40.4	42.1	44.9	45.4	44.1
5.	Rashodi budžeta opšte vlade	37.2	40.8	38.8	39.6	42.0	44.1	46.1
6.	Ukupni bilans budžeta opšte vlade	-0.1	0.7	1.6	2.4	2.9	1.3	-2.0
7.	Novac u širem smislu (M2)	36.7	37.9	43.3	47.7	52.7	56.6	51.4
8.	Kredit nevladinom sektoru	30.5	35.0	37.3	44.3	48.3	54.7	57.8
9.	Bruto zvanične rezerve (u milionima KM)	2,484	2,793	3,479	4,225	5,452	6,699	6,296
10.	Deficit tekućeg računa (u milionima KM)	-2,450	-2,814	-2,579	-2,933	-1,505	-2,252	-3,675

Табела 8: Основни економски индикатори за БиХ, 2001-2008.

Током 2008. године, тренд кредитног раста се наставио, али се успоравао како се ближио крај године, када су укупни кредити износили 14,5 милијарди КМ, неких 21,7% више него на крају 2007. године. Предузећа за производњу су забиљежила кредитни раст од 27,7%, док се лично позајмљивање повећало за 17,8%.

Као државни агент са одговорношћу за трансакције везане за додјелјивање кредитног рејтинга, ЦББиХ је посредовала између двије међународне агенције за кредитни рејтинг и државне институције у погледу додјелјивања кредитних рејтинга Босни и Херцеговини. Moody's Investor Service је поново потврдио кредитни рејтинг БиХ Б2 са стабилним изгледима, док су Standard&Poor's додијелили Б+ кредитни

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

рејтинг са стабилним изгледима, за један ниво бољи од оног који је додијелио Moody's.

Финансијски систем БиХ није ни довољно развијен ни довољно диверзификован. Према неким студијама (ГфК, 27. 2. 2006), само 9,5% грађана БиХ штеде код банака. 21,5% држе новац код куће, повлачећи га из финансијских токова. У јуну 2008. године, неких 15.185 људи је радило у финансијском систему БиХ, што је 2% укупног броја запослених људи. Од тог броја, готово 11.000 људи је запослено у банкама. Банкарски сектор БиХ се састоји од 31 банке, 21 у ФБиХ, 10 у РС. Двадесет су стране или већином у страном власништву, осам су локалне банке у приватном власништву, а три су у државном власништву. Комерцијалне банке имају обим капитализације отприлике 16%, што је знатно више него у осталим европским државама (отприлике 12%).

Entitet	God.		Zatvorena prodaja	Javna emisija	Obveznice	Ukupno
Federacija BiH	2008	Broj emisija	27	4	3	34
		Vrijednost KM	131.305.025	27.433.200	109.231.900	267.970.125
	2009	Broj emisija	3	1	0	4
		Vrijednost KM	24.345.007	2.118.500	0	26.463.507
Republika Srpska	2008	Broj emisija	12	6	4	22
		Vrijednost KM	54.082.294	21.469.713	20.200.000	95.752.007
	2009	Broj emisija	1	1	1	3
		Vrijednost KM	900.000	5.446.303	11.000.000	17.346.303

Табела 2: Финансијско тржиште

### ***1.10. Тржиште капитала ФБиХ***

Тржиште капитала БиХ није настало и развијало се на начин уобичајен за развијена тржишта. Наиме, један од првих тржишних сегмената који је у БиХ настао било је колективно инвестирање, односно механизам помоћу којег појединци предају финансијска средства на управљање професионалним менаџерима.<sup>21</sup> Разлог оваквог процеса развоја тржишта капитала је законска регулатива, која је одабрала овај модел с циљем процеса власничке трансформације.

Прва форма колективног инвестирања на тржишту капитала БиХ су приватизацијски инвестициони фондови (ПИФ) који су имали кључну улогу у процесу приватизације и развоја тржишта капитала. Приватизацијски инвестициони фондови специфични су институционални инвеститори у транзицијским земљама, али и својеврсна средства провођења приватизације. Оснивање и раст ових фондова везано је за другу фазу процеса приватизације која се у БиХ почела проводити крајем октобра 2000. године.

Велика приватизација се спроводила кроз јавну понуду у којој су главно платежно средство представљали приватизациони сертификати. У јавном упису становништво је могло улагати своје сертификате у предузећа или у приватизацијске инвестиционе фондове. У програмима приватизације приватизацијски инвестициони фондови представљају посреднике који олакшавају трансакције између грађана и предузећа. Ови фондови промовишу подршку приватизацији и широко учешће грађана у том процесу, затим учествују у управљању и реструктурирању новоприватизираних предузећа. Сам настанак и функције ових фондова, те чињеница да ИФ-ови раде са сертификатима а не са готовином, разликује ове фондове од инвестиционих фондова на развијеним финансијским тржиштима. Приватизацијски инвестициони фондови нуде бројне предности тржиштима земаља у транзицији. Они имају приступ финансијским и другим средствима која обично нису на располагању или су непрактична за појединачне инвеститоре те на тај начин подржавају имплементацију програма приватизације уз велико учешће грађана. Дакле, приватизацијски инвестициони фонд се оснива ради прикупљања сертификата у поступку приватизације и њиховог инвестирања у дионице и удијеле предузећа. Ови фондови представљају специфичан вид затвореног инвестиционог

---

<sup>21</sup> Алибеговић Ц., *Трансформација фондова – стање и перспективе развоја колективног инвестирања на тржишту капитала у Федерација БиХ*, 2005., стр. 1

фонда. Закон налаже трансформацију ових фондова у року од пет година од дана ступања на снагу Закона о друштвима за управљање фондовима и инвестиционим фондовима, а уколико се ова процедура не испоштује слиједи ликвидација ових фондова. Један од најчешће помињаних појмова међу учесницима на тржишту капитала већ од самог његовог настанка је трансформација ПИФ-ова. Посматрајући рјешење дефинисано законом, овај процес је започео већ од самог момента оснивања приватизацијских фондова, а његов даљи ток и исход су у директној зависности од природе и стања у којем се дати фонд налази. Трансформација ПИФ-ова се посматра кроз промјену структуре њиховог портфолија и њено усклађивање са законом предвиђеним ограничењима.

Према закону, приватизацијски фондови, већ од завршетка процеса приватизације егзистирају као инвестициони фондови, с тим да је за њих предвиђено неколико специфичних ограничења. Провођењем трансформације потребно је извршити усклађивање структуре имовине фонда кроз три фазе:

1. фаза; 30.06.2006. Од тада вриједносни папири једног емитента не могу чинити више од 30% имовине инвестиционог фонда, док фонд у својој имовини не може имати више од 30% укупно емитованих вриједносних папира једног емитента и с њим повезаних особа;

2. фаза; 31.12.2006. Након чега вриједносни папири једног емитента не могу сачињавати више од 20% имовине инвестиционог фонда, док фонд у својој имовини не може посједовати више од 25% укупно емитованих вриједносних папира једног емитента и с њим повезаних особа;

3. фаза; 31.12.2007. Након чега вриједносни папири једног емитента не могу чинити више од 5% имовине инвестиционог фонда, док фонд у својој имовини не може посједовати више од 10% укупно емитованих вриједносних папира;

4. фаза; 01.03.2010. Фонд у својој имовини не може посједовати више од 25% укупно емитованих вриједносних папира, што се у погледу развоја управљачке активности фонда може класифицирати као негативан намет од стране комисије за вриједносне папире која уједно и покушава потакнути управљачку функцију код фондова, одузимајући им право остваривања већинског власништва над емитентом и тиме управљачку способност.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Комисија за вриједносне папире Федерације БиХ, *Правилник о начину трансформисања приватизацијског инвестиционог фонда у инвестицијски фонд*, 2005.

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

Табела 3: Инвестициони фондови у БиХ (Извор: Инвестициони фондови у Федерацији БиХ, Међународна конференција Сарајевске берзе)

Редни број	Фонд	Основни капитал на дан уписа	Учешће %	Основни капитал 2010.	Учешће %
1.	<b>БИГ</b>	1.057.327.700,00	23,76	273.281.181,30	28,79
2.	<b>БОНУС</b>	328.391.500,00	7,38	80.915.366,00	8,52
3.	<b>БОСФИН</b>	301.441.000,00	6,78	56.004.143,50	5,90
4.	<b>ЦРОБИХ</b>	303.204.700,00	6,81	79.208	0,01
5.	<b>ЕУРОФОНД</b>	357.606.300,00	8,048	64.817.280,00	6,82
6.	<b>ФОРТУНА-ФОНД</b>	221.858.700,00	4,988	53.468.304,00	5,63
7.	<b>ХЕРБОС-ФОНД</b>	283.177.600,00	6,368	68.560.644,00	7,22
8.	<b>МИ ГРОУП</b>	486.325.520,00	10,938	118.361.038,40	12,47
9.	<b>НАПРИЈЕД</b>	404.944.900,00	9,108	87.358.821,50	9,20
10.	<b>ПРОФ-ПЛУС</b>	502.725.700,00	11,308	66.878.262,00	7,04
11.	<b>ПРЕВЕНТ ИНВЕСТ</b>	200.221.610,00	4,508	79.410.759,15	8,36

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

		4.447.225.230,00	100	949.135.007,85	100

С обзиром на то да се процес трансформације приватизацијских фондова посматра кроз промјену структуре портфолија, управо ова ограничења представљају и најзахтјевнији задатак у самом процесу јер се сам појам трансформације своди на рјешавање ових проблема. Дакле, крајњи рок за окончање процеса трансформације и усклађивања портфолија према законским ограничењима, предвиђен је за почетак наредне године.

До сада је у ФБиХ регистровано 11 инвестиционих фондова, који су прикупили 4,5 милијарди КМ у сертификатима, и након завршетка јавне понуде дионица, купили капитал у вриједности од 1,9 милијарди КМ и стекли власничко учешће у 471 предузећу. У РС постоји 13 ПИФ-ова који су прикупили 1,6 милијарди КМ у ваучерима/сертификатима. Окосницу портфолиа код већине фондова чине предузећа из сектора телекомуникација и електроенергетике. Дионице ових инвестиционих фондова уврштене су на котациону листу берзи у Сарајеву и Бањалуци, чиме су се стекли услови за трговину дионицама фондова. Према законским ограничењима, ови фондови представљају затворени тип фондова.

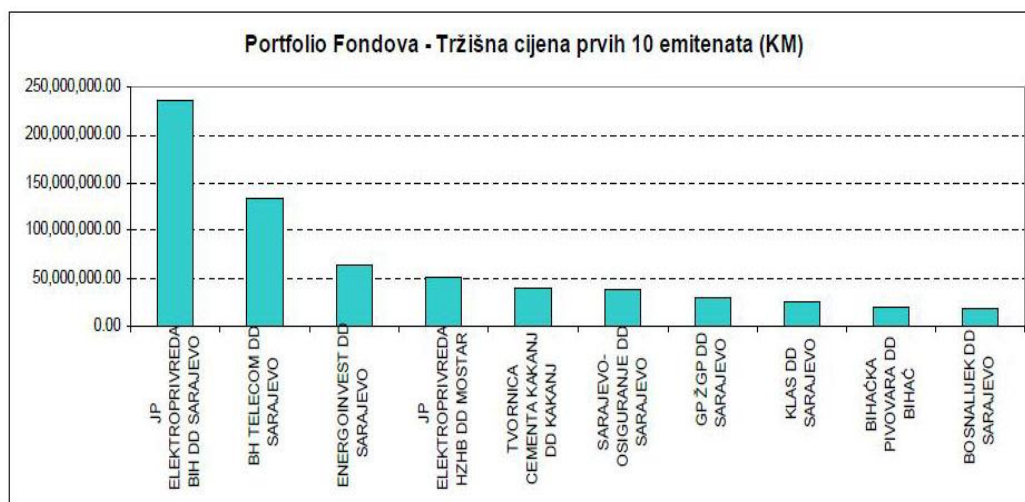


График 1: Тржишна цијена првих 10 емитената у БиХ

Лош имиџ који су приватизацијски фондови имали у јавности, један је од главних разлога што грађани у процесу приватизације нису искористили велик дио



цертификата. Ови фондови су одиграли позитивну улогу у убрзавању процеса приватизације и стимулисању тржишта капитала. Међутим, њихове могућности за покретање инвестиционог циклуса су у великој мјери биле ограничене недостатком капитала. С друге стране, ови фондови су имали удио од 5 до 80% у неколико стотина приватизираних предузећа, али већинско власништво је ипак било у тржишно најлошијим предузећима.<sup>23</sup> Све ово је утицало на немогућност инвестиционих фондова да у већој мјери утичу на динамизирање економије. Све до сад на тржишту БиХ су функционисали само приватизацијски фондови као врста затворених инвестиционих фондова. Први узајамни фонд на тржишту БиХ је основан тек у мају ове године. Само оснивање овог фонда значи повећање ликвидности, како за домаће, тако и за стране инвеститоре, те повећање атрактивности домаћег тржишта капитала.

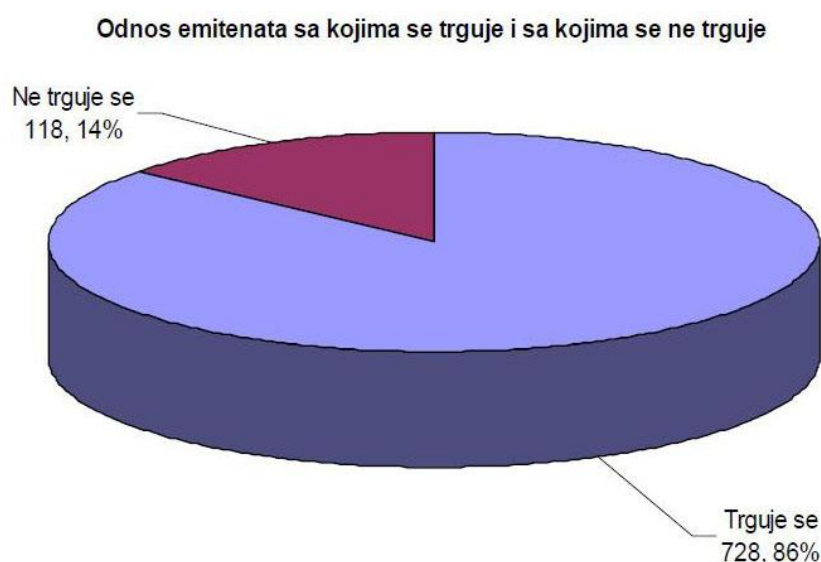


График 1: Однос емитената са којима се тргује и са којима се не тргује

Колективним инвестирањем на тржишту капитала Федерације БиХ, као својом искључивом дјелатности, бави се 11 инвестиционих фондова насталих трансформацијом приватизацијских инвестиционих фондова, којима управља 11 друштава за управљање фондовима. Основни капитал и тржишно учешће фондова у претходној години су приказани у табели 1.

<sup>23</sup> Комисија за вредносне папире Федерације БиХ, *Правилник о начину трансформисања приватизацијског инвестиционог фонда у инвестицијски фонд*, 2005.

Почетком рада Сарајевске берзе, приватизацијски инвестициони фондови у Федерацији БиХ, су почели са својом котацијом.

Табела 4: Структура БИФЕХ – а (Извор: Сарајевска берза)

Назив емитента	Учешће у БИФЕХ-у
<b>БИГ Д.Д. САРАЈЕВО</b>	25,63
<b>МИ-ГРОУП Д.Д. САРАЈЕВО</b>	11,56
<b>ПРОФ-ПЛУС Д.Д. САРАЈЕВО</b>	10,40
<b>НАПРИЈЕД Д.Д. САРАЈЕВО</b>	10,23
<b>ЕУРОФОНД Д.Д. ТУЗЛА</b>	7,75
<b>БОСФИН Д.Д. САРАЈЕВО</b>	7,74
<b>ЦРОБИХ ФОНД Д.Д. МОСТАР</b>	6,41
<b>БОНУС Д.Д. САРАЈЕВО</b>	6,15
<b>ХЕРБОС ФОНД Д.Д. МОСТАР</b>	5,87
<b>ФОРТУНА ФОНД Д.Д. БИХАЋ</b>	4,70
<b>ПРЕВЕНТ – ИНВЕНТ Д.Д.</b>	3,55

Њихово учешће на тржишту се мјери пондерисаним индексом Босниан Инвестмент Фунд ИндеХ – БИФХ, при чему се као пондер користи тржишна капитализација вриједносног папира, у овом случају дионица фондова. Овај индекс прати кретање курсева инвестиционих фондова листираних на Сарајевској берзи. Као почетне вриједности кориштени су курсеве дионица дана 28.05.2002. године, односно, првог дана када су постојали утврђени курсеве за све ПИФ-ове. Трансакције дионицама инвестиционих фондова имају значајно учешће у укупном промету на Сарајевској берзи.

Табела 5. - Инвестициони фондови у РС (Извор: Комисија за хартије од вредности Републике Српске)

**Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима**

Редни број	Фонд	Број предузећа у портфолиу		Основни капитал 2010.	Учешће (%)
		дан уписа	2010.		
1.	<b>ЗЕПТЕР ФОНД</b>	262	168	320.291.477	20,32
2.	<b>КРИСТАЛ ИНВЕСТ ФОНД</b>	111	96	191.748.332	12,12
3.	<b>ИНВЕСТ НОВА ФОНД</b>	225	179	187.191.287	11,87
4.	<b>БЛБ-ПРОФИТ</b>	174	128	181.079.220	11,48
5.	<b>ЈАХОРИНА КОНСЕКО ИНВЕСТ</b>	94	80	118.176.000	7,49
6.	<b>ЕУРОИНВЕСТМЕНТ ФОНД</b>	110	54	101.750.018	6,46
7.	<b>БОРС ИНВЕСТ ФОНД</b>	236	176	96.036.412	6,09
8.	<b>ПОЛАРА ИНВЕСТ ФОНД</b>	143	116	94.035.872	5,97
9.	<b>АКТИВА ИНВЕСТ ФОНД</b>	84	58	83.278.566	5,28
10.	<b>ВАУЧЕРСКО ИНВЕСТИЦИОНИ БИЗНИС</b>	136	114	77.530.284	4,92
11.	<b>ПИХ ПРИВРЕДНИК</b>	56	54	50.729.168	3,22
12.	<b>ВБ ФОНД</b>	81	86	42.730.520	2,71

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

13.	<b>БАЛКАН ИНВЕСТМЕНТ ФОНД</b>	11	13	32.252.696	2,05
	<b>Укупно</b>	1723	1322	<b>1.576.829.852</b>	100

Промет на котацији у претходној години, представља 19,47% укупног промета на берзи. Оснивање и пословање приватизационих инвестиционих фондова на подручју Републике Српске регулисано је Законом о приватизационим инвестиционим фондовима и друштвима за управљање инвестиционим фондовима РС.

На подручју овог ентитета формирано је 13 друштава за управљање фондовима и исти број приватизацијских инвестиционих фондова, који су у току 2002. године добили дозволу Комисије за вриједносне папире РС, за обављање послова. Ови фондови су уложили ваучере у 567 предузећа са ваучер листе и тако су формирали своје портфолије. Основни капитал и тржишно учешће фондова је приказано у табели 4 која слиједи.

*Табела 6: Структура ФИРС Индекса (Извор: Бањалучка берза)*

Акције	Учешће у индексу (%)
<b>БЛБ ПРОФИТ</b>	6,27
<b>БАЛКАН ИНВЕСТМЕНТ</b>	3,20
<b>БОРС ИНВЕСТ ФОНД</b>	3,88
<b>ЕУРОИНВЕСТМЕНТ</b>	2,72
<b>АКТИВА ИНВЕСТ ФОНД</b>	3,30
<b>ИНВЕСТ НОВА ФОНД</b>	10,65
<b>ЈАХОРИНА КОНСЕКО ИНВЕСТ</b>	4,10
<b>КРИСТАЛ ИНВЕСТ</b>	12,17

<b>ПОЛАРА ИНВЕСТ</b>	5,71
<b>ПРИВРЕДНИК</b>	2,61
<b>ВБ ФОНД</b>	5,12
<b>ВИБ ФОНД</b>	6,07
<b>ЗЕПТЕР ФОНД</b>	34,12

Дионице приватизационих инвестиционих фондова Републике Српске су уврштене на посебну котациону листу Бањалучке берзе. Процес трговине је започет 2003. године, и од тада промет дионицама фондова биљежи стални раст и по обиму трансакција и вриједности оствареног промета.

Индекс инвестиционих фондова Републике Српске – ФИРС, формиран је 2004. године, и његову вриједност одређују цијене свих приватизационих инвестиционих фондова. Учешће појединих дионица у индексу је одређено тржишном капитализацијом тог инвестиционог фонда.

Инвестициони фондови БиХ у 2011. години. Укупно је у инвестицијским фондовима ФБиХ крајем прошле године под управљањем било 894 милиона КМ. Нето вриједност имовине инвестицијских фондова у Федерацији Босне и Херцеговине смањена је у 2011. години за чак 118 милиона КМ или 11,6 посто у односу на претходну годину, показују годишњи извјештаји о пословању фондова до којих је дошао Пословни дневник.

Пад су забиљежили сви фондови Федерације БиХ. Укупна нето вриједност имовине свих инвестицијских фондова смањена је у годину дана са 1,01 милијарду конвертибилних марака, на 893,6 милиона КМ. Сви инвестицијски фондови забиљежили су, без изузетка, смањење нето средстава, почевши од највећег инвестицијског фонда БиГ-инвестиционе групе, која је у власништву АБДС друштва, у којем већинске удијеле имају словенски инвеститори.

Нето вриједност имовине БиГ групе је крајем прошле године износила 255,8 милиона КМ, а на тај ниво је пала са 313,6 милиона годину дана прије. И сарајевски фонд Ми Гроуп забиљежио је смањење нето средстава са 122,3, на 102,8 милиона марака. За 16 милиона марака смањена је вриједност средстава Проф-плус фонда, који је на почетку 2010. године располагао нето имовином у вриједности од 105,7, а на крају године нето вриједност имовине тог фонда износила је 89,7 милиона КМ.

Пад је забиљежио и сарајевски Бонус, којем је имовина под управљањем смањена са 79,7 на 64,9 милиона конвертибилних марака, а сличну судбину доживио је и тuzлански Еурофонд, којем је имовина смањена са 59 на 53 мил. КМ. Нето вриједност имовине ИФ Напред из Сарајева такође је пала, и то са 108,9 на 96,7 милиона КМ, а негативно су пословала и оба мостарска фонда.

Нето вриједност имовине Хербос фонда, којим управља Хербос Инвест, у већинском је власништву Херцеговачке банке, смањена са 88,8 на 78,4 милиона КМ. Цробих фонд, којим управља Хупо Алпе-Адриа Инвест, такође је исказао негативан пословни резултат, смањење нето вриједности имовине са 92,5 на 80,2 милиона КМ. За 12,3 милиона смањена је и вриједност средстава бихаћке Фортуне, док два инвестицијска фонда, сарајевски Бонус и Превент Инвест, до тренутка закључења броја још нису доставила своје извештаје Федералној комисији за вриједносне папире.

Директори друштава за управљање инвестицијским фондовима увјеравају како улагачи немају разлога за забринутост. Истичу како је потребно обратити пажњу на портфељ фондова, а не на вриједност удијела која је у просјеку мања за око 15 посто. Но берзански аналитичари тврде да није ријеч о краткотрајној осцилацији, него о тренду узрокованим свјетском економском кризом, чије трајање нико поуздано не може процијенити. Упркос негативним резултатима дионичарима се савјетује да не продају дионице, него да причекају крај кризе.

### **3.2. ЦББиХ**

У банкарском систему сваке земље главну улогу игра њена централна емисиона установа, односно Централна банка.

Приликом дефинисања појма Централна банка, битно је истаћи да је то специфична државна институција која се јавља као „банка банака“ и „банка државе“. Главна карактеристика банке је њена профитабилност, док је Централна банка непрофитабилна институција. Она је одговорна за вођење монетарне политике, што значи динамизирање понуде новца са циљем: стабилних цијена, економског раста, повећања запослености и стабилан платни биланс.

Функције Централне банке су:

- формирање и динамизирање масе оптицајног новца,

- успостављање кредитних и депозитних односа са банкама, државом и иностраним правним лицима.

У првој функцији огледа се њена основна функција монетарне политике чија је основа квантифицирање и динамизирање понуде новца. Друга функција представља „последње уточиште банкама или зајмодавац у крајњој инстанци“.

Теоретски, под појмом Централна банка сматра се државна институција која врши:

- емисију новчаница и кованог новца;
- регулише понуду ноца и кредита, девизни курс и каматне стопе;
- надзор финансијског система;
- улогу зајмодавца у крајњој инстанци;
- управљање девизним резервама земље;
- чување депозита банака и других финансијских организација;
- организованог платног промета;
- плаћање и кредитне послове с иностранством.

Централна банка Босне и Херцеговине је основана 20.06.2007. године Законом о Централној банци усвојеним од стране Перламентарне скупштине БиХ.<sup>24</sup>

Дејтонски мировни споразум је Централну банку Босне и Херцеговине правно регулисао на сљедећи начин:

- Централна банка БиХ заснива се на постојању Централне банке Босне и Херцеговине која ће бити једина одговорна за емисију новца и монетарну политику у цијелој Босни и Херцеговини
- Надлежности Централне банке одређиваће Парламентарна скупштина. Међутим у првих 6 година од ступања на снагу овог устава, Централна банка неће моћи давати кредите штампањем новца и у том погледу ће функционисати као currency board. Послије тога Парламантарна скупштина може ту надлежност дати Централној банци

- Управни одбор Централне банке ће се састојати од гувернера којег именује Међународни монетарни фонд, након консултација с Предсједништвом, и три члана које именује Предсједништво, од којих су два из Федерације (један Бошњак и један Хрват, који ће дијелити један глас) и један из Републике Српске, а сви ће имати мандат од 6 година. Гувернер неће бити држављанин Босне и Херцеговине нити било које сусједне државе. У случајевима подједнаких гласова, глас гувернера биће одлучујући.
- Након тога Управни одбор Централне банке Босне и Херцеговине ће се састојати од пет лица које именује Предсједништво на период од 6 година. Одбор ће међу својим члановима именовати гувернера на период од шест година.<sup>25</sup>

Циљеви Централне банке су одређени Дејтонским мировним споразумом као и њена правна регулатива. Централна банка прописује и одговорна је за монетарну политику Босне и Херцеговине. Монетарна стабилност се остварује „цурренцу боард“ аранжманом у којем је везана за Еуро односом  $1\text{KM} = 0,51129\text{€}$  уз пуно покриће у слободним конвертабилним девизним средствима према наведеном фиксом курсу. Централна банка располаже девизним резервама државе.

Заједно са агенцијама за банкарство она је надлежна за издавање дозвола за рад и надзор банака.

Цурренцу боард аранжман ограничава активности Централне банке, тако да не може кредитирати владу, не може финансирати економски развој, не може бити посуђивач у крајњој нужди и најважније не може жртвовати курс КМ због санирања економског дефицита и лошег економског дјеловања.

Централна банка је смјештена у Сарајеву а има своје главне јединице, једну у Републици Српској а двије у Федерацији Босне и Херцеговине. Централна банка има статус правног лица и пуно право да располаже својом имовином, да склапа уговоре и сл. Има печат са грбом Босна и Херцеговине и натписом *ЦЕНТРАЛНА БАНКА БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ*. Сличне печате са истим натписом имају и главне јединице са додатком натписа главне јединице и њена сједишта.

Закон о Централној банци Босне и Херцеговине прописује њене задатке:

---

<sup>25</sup> Дејтонским мировним споразумом оквирним споразумом иури.1996.ОХР-Сарајево



- Да дефинише, усвоји и контролише монетарну политику Босне и Херцеговине путем издавања домаће валуте (конвертибилне марке).
- Да држи и управља службеним девизним резервама Централне банке на сигуран и профитабилан начин.
- Да потпомогне или успостави и одржава одговарајуће платне и обрачунске системе.
- Да издаје прописе за остваривање активности утврђених у члану 2, став а, тачка 3 закона о ЦБ.
- Да координира дјелатности агенције које су надлежне за издавање банкарских лиценци и вршење супервизије банака у ентитетима на начин како то одреди Управно вијеће ЦБ.
- Да проводи монетарну политику у складу са чланом 2, став а, тачка 3 Закона о ЦБ.
- Да прима депозите од Босне и Херцеговине и комерцијалних банака ради испуњења захтијева за обавезним резервама.
- Да ставља и повлачи из оптицаја девизну валуту (Конвертибилна марка) укључујући новчанице и кованице законског средства плаћања, придржавајући се строго правила цурренцу боарда.<sup>26</sup>

Централна банка има право обављања банкарских услуга страним владама, страним централним банкама те међународним организацијама. Она је прави заступник Босне и Херцеговине на међународним састанцима по питању монетарне политике и њених надлежности. Она може преузети и одговорности као заступник БиХ, као и учествовати на међународним састанцима по питању финансијске и монетарне сарадње.

Специфичност политичке структуре Босне и Херцеговине утиче и на обликовање фискалног система. Уставом БиХ успостављен је буџет БиХ и прописан начин обезбјеђивања његових прихода из којих ће се сервисирати међународне обавезе и заједничке институције Босне и Херцеговине. Устав подразумијева

---

<sup>26</sup> Закон о Централној банци БиХ, Сл. Новине БиХ 1/97, 1997 године

неотуђивост фискалног суверенитета ентитета, али истовријемно и крајњу флексибилност у његовом коришћењу. Неотуђивост фискалног суверенитета без воље ентитета коме он припада треба да допринесе општој политичкој стабилности, док флексибилност у коришћењу фискалног суверенитета треба дати допринос економској рационалности<sup>27</sup>.

Институционални оквир трезорског пословања подразумијева успостављање на свим нивоима власти: државне власти, средишње власти и локалних заједница, а систем трезора подразумијева да сви могу дати налог за плаћање, али само одјел трезора може дати одобрење да се тај налог обави. Овим системом трезор дјелује превентивно на потрошњу.

Посредством система трезора и техника управљања буџетом обезбјеђује се управљање новчаним токовима (уплате и исплате), рачуноводствене евиденције, које се обављају по уплатним и исплатним рачунима, и утврђује висина потраживања и обавеза.

Трезор у локалној управи, а такође и на свим другим нивоима управе, мора бити организован као посебна цјелина унутар службе за финансије. То даље значи да се мора организовати одјелење, одсјек или неки други нижи облик службе који ће у свом називу имати назив трезор, а у систематизацији тог организационог дијела радна мјеста која ће обављати функције трезора треба да буду стриктно дефинисана.

Разлози за увођење оваквог система у Федерацију Босне и Херцеговине су бројни, почев од тих да се кренуло од посебних захтјева ЕУ за усвајање међународно договорених и усклађених ЕУ принципа, стандарда и метода интерних финансијских контрола у јавном сектору и да је као предуслов укључивања БиХ у међународне привредне и финансијске токове оцјењена неопходност реформе јавних финансија и буџета.

Такође, ефикасност интерних контрола у највећој мјери зависи од ефикасности успостављања функције трезора на свим нивоима.

Реформа у области јавних финансија саставни је дио стратегије реформе јавне управе, која треба бити учинковитија, дјелотворнија и одговорнија и која би грађанима морала пружити боље услуге за мање новца, те пословала на основу транспарентних и отворених процедура, а кључна карика у стварању предуслова за

---

<sup>27</sup> Томаш, Р: *Фискална децентрализација у Босни и Херцеговини*, Економски анали, вол. 43, бр. 143, стр. 217-228, 1999.

провођење ефикасног система интерне финансијске контроле јесте успостављање трезора на свим нивоима.

У Босни и Херцеговини трезорско пословање представља битан процес у буџетском систему, као и у свим државама, уосталом. Као дио буџетског система, трезорско пословање наслоњено је на значајан правни оквир који се односи на буџет и буџетско рачуноводство, а регулисан је набројаним прописима:

1. Закон о буџетима у Федерацији Босне и Херцеговине, Сл. новине ФБиХ, бр. 19/06, 76/08, 5/09, 32/09, 9/10, 36/10 и 45/10;
2. Закон о трезору у Федерацији Босне и Херцеговине, Сл. новине ФБиХ, бр. 19/03 и 79/07;
3. Правилник о књиговодству буџета/прорачуна у Федерацији БиХ, Сл. новине ФБиХ, број 1/11;
4. Уредба о рачуноводству буџета/прорачуна у Федерацији БиХ, Сл. новине ФБиХ, број 87/10;
5. Уредба о утврђивању властитих прихода и начина и рокова расподјеле и основне одредбе у Федерацији БиХ, Сл. новине ФБиХ, број 11/07;
6. Упутство о извршавању буџета са Јединственог рачуна трезора, Сл. новине ФБиХ, број 94/07;
7. Остала акта (међународни рачуноводствени стандарди и кодекси, буџет, одлука о извршавању буџета, статут ...).

Ови законски акти не обрађују специфичне карактеристике пословања на општинском нивоу на задовољавајући начин, него се примјена са виших нивоа власти само пресликава на локални ниво, па преовлађује мишљење да је потребна дорада законских аката у циљу бољег функционисања трезорског пословања на општинском нивоу са терминологијом која би била прилагођена специфичним потребама општина.

Такође, било би јако корисно успостављање регистра буџетских корисника на основу релевантних законских прописа, и користећи се смјерницама за утврђивање буџетских корисника.

Фискални федерализам се односи на овлашћења различитих нивоа власти по питању установљавања, увођења и утврђивања висине одређених јавних прихода, а представља односе успостављене између федерације, федералних јединица и локалних заједница који су везани за фискалне приходе.

У БиХ постоји значајна разлика између нивоа власти који доноси пореску политику и нивоа власти који спроводи и добија пореске приходе. Држава скоро у потпуности зависи од трансфера које добије од два ентитета којима је дат велики степен фискалне аутономије. Буџет државе БиХ формира се на основу контрибуције од стране ентитета: двије трећине од Федерације БиХ, а једна трећина од Републике Српске, док је управљање фискалном политиком различито у оба ентитета.

Федерација БиХ функционише као децентрализована структура са врло мало вертикалне и хоризонталне сарадње између органа власти, а с друге стране, Република Српска функционише као административно и фискално централизована структура, са незнатним преношењем власти на локалну администрацију.

Према Уставу ФБиХ, кантони су надлежни за расподјелу прикупљених прихода општинама, а општа ситуација у погледу техничких питања која се односе на наплату јавних прихода у ФБиХ захтијева консолидацију, која треба да буде усмјерена ка увођењу савремене политике опорезивања која ће проширити пореску основу и тако осигурати хоризонталну и вертикалну једнакост, док смањење пореских стопа треба да подржи начело способности плаћања. Први кораци у правом правцу су већ предузети усвајањем Закона о порезу на доходак и Закона о порезу на добит који су укинули 60 кантоналних пореза и пореза на плату.

Фискална политика кључна је за успостављање макроекономске стабилности БиХ имајући у виду да је БиХ земља у транзицији, да има изражену потребу за спровођењем реформе фискалног система.

### ***1.11. Трезор и основни елементи трезорског пословања као кључни финансијски инструмент на финансијском тржишту ФБиХ***

Трезор је један од основних и најзначајнијих инструмента јавних финансија. Неки аутори прихватају схватање које трезор поистовјеђује с темељом финансијске науке, јер он обезбјеђује финансијску буџетску службу државе и осталих правно-територијалних јединица.

Када уопштено говоримо о трезору, можемо га дефинисати као *јавну институцију* путем које се спроводи претходно наведена функција, финансијска служба државе а с циљем да се унаприједи финансијско управљање државним

средствима, а представља специјално затворену и осигурану просторију у којој се депонују вриједности као што су: новац, драгоцјености и хартије од вриједности.

Може дјеловати као самостална институција или у оквиру министарства финансија.

Класична улога трезора се огледа у његовој функцији процеса плаћања и контроле. Из трезора се алиментирају сви расходи јавних колективитета предвиђени буџетом, или осталим ванбуџетским средствима.

Трезор, (инструмент управљања јавним финансијама) усмјерен је на три основна подручја управљања јавним финансијама, а то су:

- фискално управљање;
- алокацију средства;
- ефикасно располагање новцем.

Фискално управљање је управљање токовима прихода и расхода, билансним ставкама, имовином и обавезама, посебно обавезама по задуживању, као и управљање ризицима у дијелу доспјелих а неплаћених обавеза.

Трезор јесте посебна организациона јединица у оквиру службе за финансије, а представља врло комплексну област финансијског пословања свих нивоа управе, почев од државног до локалног нивоа.

Трезор је основна организациона јединица унутар Федералног министарства финансија и министарстава финансија кантона, у којима се у складу са овим законом и другим прописима обављају послови који се односе на планирање извршења и извршење буџета Федерације, као и буџета кантона; вођење рачуноводства и рачуноводствених политика; управљања новцем и вођење јединственог рачуна трезора; отплате дуга, издавања гаранција, нова задуживања, управљање неангажованим средствима и имовином.<sup>28</sup>

Нужно је да трезор у локалној управи, а исто тако и на свим осталим нивоима управе, мора бити организован као посебна цјелина унутар службе за финансије. То би даље значило да се мора организовати одјељење, одсјек или какав други, нижи облик службе, који ће у свом називу имати назив трезор, а у систематизацији тог

---

<sup>28</sup> Закон о Трезору у Федерацији Босне и Херцеговине, „Службене новине ФБиХ“, бр. 19/03 и 79/07

организационог дијела ће бити дефинисана радна мјеста која ће обављати функције трезора.

У јединицама оним локалне самоуправе, тј. општинама које имају мали број запослених и стога не посједују самосталну службу за финансије, ови се процеси обављају заједно с другим процесима.

Неопходно је издвојити финансијске процесе и процесе трезора барем на нивоу самосталне службе за финансије и трезор.

Основни принцип трезорског пословања јесте централизовано управљање финансијским средствима путем јединственог рачуна и централизовано евидентирање трансакција у главној књизи, уз реализацију буџетске контроле у претходним фазама уговарања и наруцби набавке, чиме се омогућава и транспарентност свих трансакција од усвајања до реализације буџета, односно фондовског финансијског плана кроз извјештајни систем трезорског пословања.

Након објашњења трезора с организационог аспекта, неопходно је трезор, односно трезорско пословање објаснити и разумјети и у функционалном смислу.

У функционалном смислу, трезор треба да обезбиједи ефикасно располагање и управљање буџетским средствима, што подразумијева централизован скуп процеса који се тичу планирања, контроле средстава која приспијевају и одлијевају се са рачуна којима располаже јединица локалне самоуправе, измирења обавеза, процеса праћења потраживања и имовине на располагању и коначно- благовремено, тачно и потпуно извјештавање за општински менаџмент на којем се базирају одлуке и одговорности истих.

Ефикасан и ефективан начин управљања јавним финансијама свеукупни су индикатори успјешности у раду којим се указује на спремност за приступање ЕУ. Адекватно управљање јавним финансијама приморава институције на одређивање приоритета и анализу опција политике у циљу расподијеле ресурса у оне области којима у највећем обиму доприноси испуњавању циљева владе.

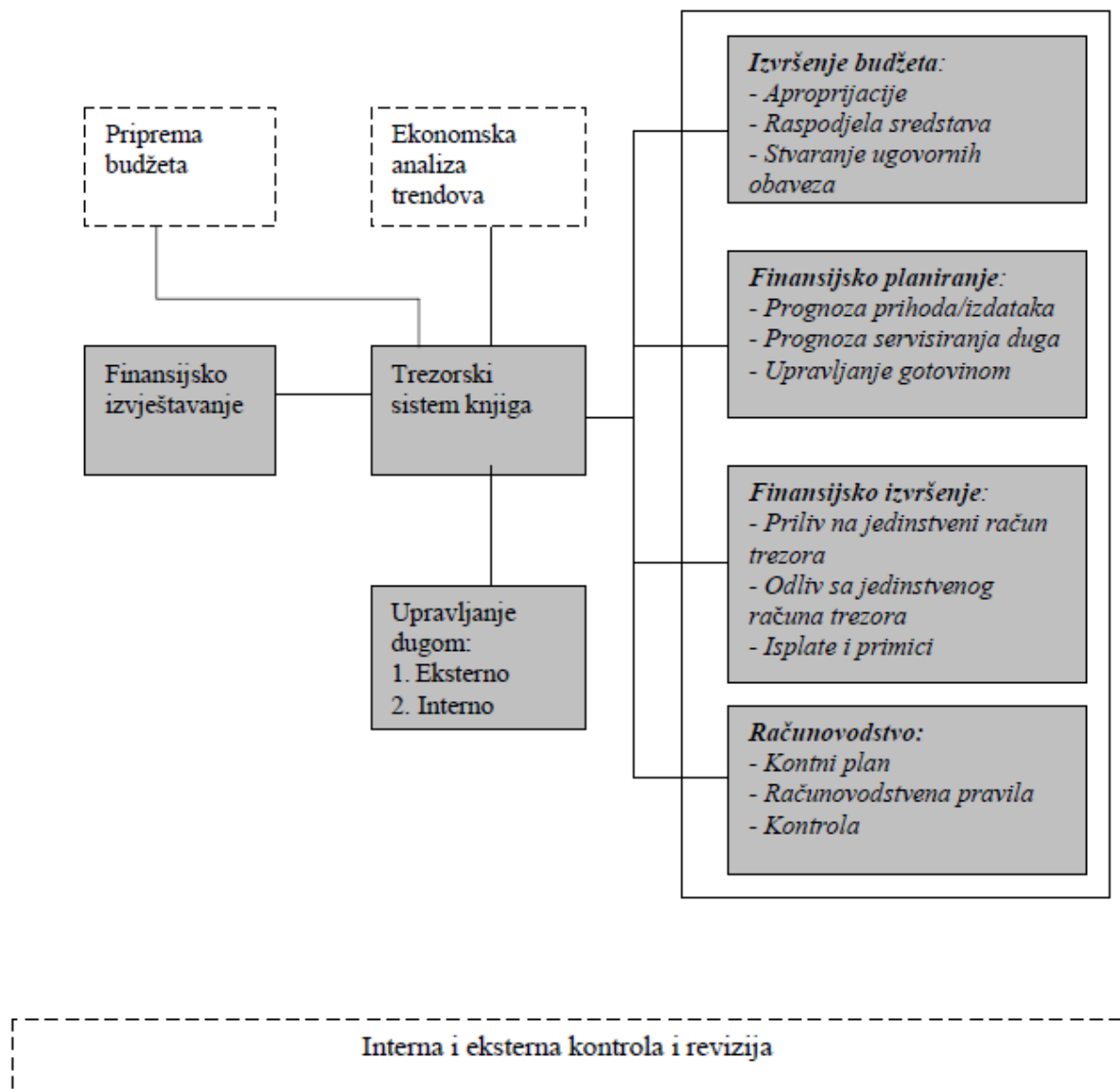
Систем управљања јавним финансијама је дефинисан процедурама путем којих се јавна средства преусмјеравају и управљају на начин којим се осигурава:

- фискална дисциплина,
- прате стратешки приоритети, и
- обезбјеђује ефикасна употреба јавних средстава.

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

У оквиру овог широког оквира финансијског управљања, функција трезора има за циљ да постигне постављене циљеве који су напријед споменути, што може обухватити неке или све од следећих активности:

- планирање извршења и извршење буџета,
- вођење рачуноводства и рачуноводствених политика,
- управљање новцем и вођење Јединственог рачуна трезора (ЈРТ),
- управљање дугом и гаранцијама,
- управљање донаторских средствима и партнерским фондовима из међународне помоћи,
- управљање имовином.



Слика 5: Главне функције које је трезор преузео (подручја унутар назначених испрекиданих линија често се воде од стране одвојених сектора у оквиру Службе за финансије )

Извор: [http://www.sogfbih.ba/uploaded/finansijski\\_okvir/](http://www.sogfbih.ba/uploaded/finansijski_okvir/)

Са друге стране, да би се омогућила успостава локалних трезора потребно је испунити основне предуслове:

- дигитализација и информатизација система локалне управе и буџетских корисника и умрежавање свих процеса;
- поуздана и довољна информациона опрема и информациона комуникациона инфраструктура;
- одговарајући програмски пакет - софтвер усклађен са свим одговарајућим законским одредбама везаним уз буџетско рачуноводство;
- едукација свих запосленика-средњи и виши ниво општег информатичког знања;
- тимски рад и пројектни менаџмент.

Када говоримо у управљању новцем локалне заједнице, на страни прихода и примитака имамо:

- Јединствени рачун трезора;
- прикупљање изворних и других прихода и примитака буџета, као и ванбуџетских фондова;
- уређивање односа с банкама ради контролисаног усмјеравања прикупљених прихода;
- контролу прикупљања прихода;
- распоређивање прихода између вишег државног нивоа и локалне заједнице према закону.

На страни издатака, у истом том случају, имамо:

- Јединствени рачун трезора и подрачуни буџетских корисника;



- додјелјивање и распоређивање новчаних средстава буџетским корисницима према утврђеним правилима, мјерилима или лимитима како би извршили плаћања својих издатака;
- провјера, одобравање и обрада захтјева за плаћање издатака које буџетски корисници шаљу на извршење плаћање с јединственог рачуна трезора, или
- аутоматизовано извршење плаћања по утврђеним намјенама буџетских корисника према утврђеним мјерилима.

### ***1.12. Основни принципи и ефекти трезорског пословања***

Основни принцип трезорског пословања јесте централизовано управљање финансијским средствима путем јединственог рачуна и централизовано евидентирање трансакција.

Централизовано управљање финансијским средствима обавља се преко јединственог рачуна (ЈРТ), а централизовано евидентирање трансакција у главној књизи, све то уз реализацију буџетске контроле у претходним фазама уговарања и наруџби набавке.

Тиме се обезбјеђује *транспарентност* свих трансакција, почев од усвајања до реализације буџета/фондовског финансијског плана, па кроз извјештајни систем трезорског пословања.

Увођењем система трезорског пословања остварују се веома значајни циљеви, од којих је основни да обавезе према буџетским корисницима не буду веће од износа који је предвиђен буџетом за одређену фискалну годину.

Појашњавање права, овласти и извора финансирања општина такође подразумијева наметање стандарда услуга, стандардизација образаца, недвосмислено дефинисање власништва и контроле над имовином, омогућавајући тако општинама да управљају јавном имовином као одговорни и аутентични власници.

Циљ увођења трезорског пословања у јединице локалне самоуправе су транспарентност рачуна, унапријеђење управљања јавним расходима и рационалност трошења средстава.

Ефекти трезорског пословања су бројни, а неки од најважнијих би били сљедећи:

- јасан и законит процес извршавања буџета;

- финансирање расхода у складу с одлукама;
- одговорно и ефикасно кориштење јавних ресурса;
- јефтиније и брже пословање;
- побољшање у процедури доношења одлука;
- оптимизирање финансијског руковођења;
- инструмент у борби против корупције;
- одговорност према грађанима;
- остварење значајнијих уштеда на одређеним позицијама директних трошкова а у корист пројеката;
- свеобухватне информације о финансијском положају и кретањима у општини/ ванбуџетском фонду;
- свеобухватну контролу потрошње буџетских корисника и ефикаснију расподијелу средстава.

Као користи од увођења трезорског пословања, а које су од изузетног значаја за нашу земљу издвојићемо:

- квалитетна контрола над приходима и трошењем средстава намијењених буџетским корисницима;
- транспарентност располагања средствима буџетских корисника;
- ослобађање значајних средстава за друге пројекте;
- једнообразност рачуноводственог планирања, праћења и извјештавања- што аутоматски значи једноставнију консолидацију;
- квалитетнији интерни надзор;
- повећање квалитета услуга локалних органа;
- избегавање вишеструких уноса истих података и самим тим смањење могућности грешке;
- потпуна интегсираност рачуноводственог процеса;
- укључивање менаџерских структура у буџетске процесе, и коначно,
- задовољство грађана услугама локалне управе.

Потпуније схватање трезорског пословања могуће је једино кроз сагледавање и појашњење његових битних елемената и функција.

Законом о трезору институција Босне и Херцеговине („Службени гласник БиХ“, бр.27/00) успостављен је Јединствени рачун трезора (ЈРТ) у институцијама БиХ. Јединственим рачуном трезора обухваћени су сви рачуни отворени код Централне банке БиХ, као рачуни и пословних банака преко којих се извршавају плаћања и држе новчана средства Буџета институција БиХ и буџетских корисника.

Јединствени рачун трезора представља скуп рачуна отворених код комерцијалних банака. За општине, имајући у виду карактер њихових послова и задатака, битни рачуни које треба отворити код комерцијалних банака су следећи: депозитни рачун, један или више трансакцијских рачуна, а по потреби и намјенски подрачуни и рачун за инвестиције и заштиту средстава.

Рачун за прикупљање јавних прихода, или депозитни рачун јесте рачун на који се врши уплата свих прихода и примитака који припадају општини. Може постојати само један депозитни рачун, отворен у једној банци, а морају га користити сви буџетски корисници за уплату прихода од властите дјелатности. Буџетски корисници не смију више имати своје трансакцијске рачуне код комерцијалних банака.

Ипак, трансакцијски рачуни јесу отворени код комерцијалних банака и може их у оквиру јединственог рачуна трезора бити више отворених код различитих банака.

Ако постоји потреба, у оквиру јединственог рачуна трезора могу се наћи и рачуни за инвестиције и заштиту средстава, као и намјенски подрачуни, које Закон дозвољава и познаје их, али њихова примјена враћа процесе финансијског пословања на нека прошла времена у вези с намјенским рачунима и одвојеним финансијским плановима и извјештајима изван буџетских оквира. Оно што се жели постићи намјенским подрачунима отвореним код комерцијалних банака много квалитетније се може ријешити унутар трезора и његових процеса. Отварањем могућности за намјенске подрачуне теже се заштитити средства од ненамјенског трошења, а заштитни механизам се даје комерцијалним банкама, умјесто трезору који баш треба да развија ту функцију.

Сви рачуни унутар ЈРТ морају се отворити по процедури и у складу са Законом о јавним набавкама у БиХ. То значи да сви рачуни код комерцијалних банака, односно избор банака код којих ће се отварати рачуни, морају бити урађени у јавној процедури расписивањем тендера.

Унутар широко постављеног оквира финансијског управљања, једна од ункција Трезора је и централизација новчаних салда унутар ЈРТ-а, а све у циљу да би се смањили трошкови и повећала ефикасност исплата и убирања прихода.

У току 2002. године у сарадњи Министарства финансија и трезора, УСАИД-а и Орацле-а извршена је имплементација Информационог система финансијског управљања (ИСФУ) у Министарству финансија и трезора и код корисника Буџета институција БиХ, чиме је обезбјеђена савремена информацијска подршка функционисању Јединственог рачуна трезора.

Јединствени рачун трезора је инструмент који је базиран на принципима свеобухватности, јединствености и ажурности. У складу са важећим законима<sup>29</sup> и позивним правом, Јединственим рачуном трезора обухваћена су и сва донаторска средства намијењена финансирању институција на територији Федерације.

Великом броју буџетских корисника Трезор пружа услуге које нису способни сами да раде, док је неким бити прилично болна чињеница да су изгубили арбитрарну моћ да одлучују о управљању новчаним средствима која нису њихова.

У складу са законским прописима, корисници Буџета институција БиХ, имају аутономно право располагања одобреним буџетским средствима. Путем аутоматизираних система, Министарство финансија и трезора у име корисника буџета (а у складу са принципом ажурности и усвојеним процедурама) врши сва плаћања обавеза буџетских корисника и усклађивање стварних и књиговодствених стања на банковним рачунима.

Преко Јединственог рачуна се обављају све трансакције буџета Владе и врши успостављање система Главне књиге, путем које се обезбјеђује тачна евиденција свих трансакција и пословних догађаја, као и расхода и других плаћања, стања имовине и извора власништва који су увези са буџетом у једној фискалној години, тј. до тачног датума у складу са финансијским планом или класификацијом.

Успостављањем Јединственог рачуна трезора у институцијама БиХ остварена је рационализација у управљању новчаним средствима Буџета институција БиХ, обезбјеђено је дневно управљање ликвидношћу буџета институција БиХ и створена је могућност пласирања одређеног износа новчаних средстава који није потребан за извршавање обавеза институција БиХ.

---

<sup>29</sup> Овдје се првенствено мисли на Закон о финансирању институција БиХ, Закон о трезору институција БиХ и Закон о Буџету институција БиХ

	Распоређени јавних приходи по основним корисницима				
	јануар-новембар 2009./2010.g.				
	износ		структура		index
	2009.	2010.	2009.	2010.	2010/2009
<b>Federacija</b>	1.008.465.421	1.099.247.481	19	19	109
<b>Kantoni</b>	1.573.175.306	1.653.883.087	29	29	105
<b>Općine</b>	457.287.240	471.461.463	9	8	103
<b>Fondovi</b>	2.200.085.108	2.304.010.882	41	41	105
<b>Federalni i ostali koris.</b>	109.858.791	110.106.254	2	2	100
<b>UKUPNO:</b>	5.348.871.866	5.638.709.167	100	100	105

*Слика 6: Распоређени јавни приходи по основним корисницима*

*Извор: [www.revicon.info/](http://www.revicon.info/)*

Законом о трезору институција Босне и Херцеговине у институцијама БиХ успостављен је систем Главне књиге трезора<sup>30</sup>, као официјелна финансијска и рачуноводствена евиденција институција БиХ. Увођењем Информационог система финансијског управљања у институцијама БиХ остварен је аутоматизирани систем Главне књиге трезора и помоћних књига, који обезбјеђује ажурну и тачну евиденцију свих новчаних трансакција, прихода, расхода, издатака, стања обавеза као и стања имовине у институцијама БиХ. На рачунима - контима Главне књиге трезора евидентирани су све промјене које се односе на промјене у имовини, приходима, расходима и обавезама институција БиХ.

Главна књига трезора са ЈРТ представља основни систем управљања јавним средствима.

Имплементацијом аутоматизованог система Главне књиге остварује се потпуна поузданост свих финансијских извјештаја који се односе на извршење Буџета институција БиХ као и буџетских корисника сачињених на основу података из Главне књиге трезора.

Заједно са Јединственим рачуном трезора (ЈРТ), Главна књига трезора представља основни елемент трезорског пословања заједно. Све промјене по

<sup>30</sup> „Службени гласник БиХ“, бр.27/00

стварном стању рачуна морају бити евидентирани у главној књизи, односно сви рачуни који постоје унутар ЈРТ морају бити обухваћени главном књигом трезора.

Главна књига трезора представља системску књиговодствену евиденцију финансијских трансакција и пословних догађаја на нивоу буџетских класификација. На контима главне књиге књижи се стање и промјене цјелокупне имовине, капитала, прихода, обавеза, примитака, расхода, издатака, резултата пословања и ванбилансне евиденције за све буџетске кориснике на нивоу органа власти који доноси буџет, с једне стране, и на нивоу свих појединачних корисника тог буџета са друге. Главна књига трезора је књига заснована на принципу двојног књиговодства, у којој се евидентирају све промјене на свим рачунима, прецизније- сви приходи, примици, расходи, издаци, стање и промјене имовине, обавезе и потраживања.

Основни принцип трезорског система пословања је да се трансакције у Главној књизи књиже искључиво вриједносно, а да је обавеза корисника буџета, односно фонда да залихе, ситни инвентар и стална средства евидентирају по врсти и количини у својим помоћним књигама.

Трансакције које се евидентирају у трезорском систему уносе се по процедурама прописаним у корисничким приручницима за сваки модул посебно.

Стварање обавеза је право корисника буџета, односно фонда, које је ограничено висином расположивих средстава у буџету, односно фондовском финансијском плану, као и одредбама прописаним законом и другим прописима који се односе на набавку и стварање обавеза.

На нивоу општине и њених буџетских корисника не може више постојати ниједна главна књига изузев Главне књиге општинског трезора.

У складу са рачуноводственим процедурама и правилима, након Главне књиге, још један од битних елемената процеса јесу помоћне књиге. Оваквих књига (за разлику од Главне књиге, која може бити само једна) може бити више, али морају све бити повезане том једном, Главном књигом трезора. Кроз Главну књигу и помоћне књиге обезбјеђују се све функције у систему трезорског пословања.

Преко главне и помоћних књига обезбјеђују се све функције у систему трезорског пословања. Интерним контролним поступцима утврђују се поступци пријема, контроле, обраде и уноса у пословне књиге (помоћне и Главну књигу) књиговодствених докумената о насталим пословним промјенама. Прописане су и све процедуре информатичке и функционалне заштите рачуноводственог система Главне књиге трезора као и помоћних књига трезорског пословања.

У помоћне књиге спадају:

- помоћна књига обавеза,
- помоћна књига потраживања,
- помоћна књига набавке,
- помоћна књига сталних средстава,
- помоћна књига благајне,
- остале помоћне књиге у складу са Законом и интерним актима.

Буџетски корисници су дужни да воде помоћне књиге на којима се књижи стање и промјене нематеријалних и материјалних средстава, залиха материјала и ситног инвентара по врсти и количини, потраживања и обавезе. Буџетски корисници, по потреби, воде и друге помоћне књиге. Помоћна књига дуга води се у служби за финансије.

### ***1.13. Обезбјеђење вођења рачуноводства фондова***

Буџетски корисници воде књиговодство буџета по начелу фондовског књиговодства,<sup>31</sup> који представља систематски оквир који омогућује планирање и евидентирање финансијских промјена и трансакција буџета по сегментима у сврху осигурања контроле намјенског трошења средстава буџета.

Фондовско књиговодство се односи на кориштење фондовских кодова у рачуноводственој евиденцији унутар трезорског пословања. Само кориштење ових кодова путем софтверске апликације, велики је корак у постизању основних циљева трезорског пословања, а ти циљеви су ефикасно управљање и располагање буџетским новцем. Фондовски код омогућава да се у потпуности контролишу и исправно евидентирају сва намјенска средства. Ово представља велику предност у односу на доба када се нису користили фондовски кодови или кад су се користили тек форме ради. Постављањем фондовског рачуноводства у систем трезорског пословања ишчезава потреба за отварањем намјенских подрачуна код комерцијалних

---

<sup>31</sup> Правилник о књиговодству буџета у Федерацији Босне и Херцеговине, Сл. Новине Ф БиХ, број: 1/11

банака, а вођење прихода и расхода по фонду омогућава менаџменту да увијек има информацију о намјенским средствима, приливу, одливу и стању на рачуну.

Обезбјеђивањем свих рачуноводствених процеса умногоме олакшава успостављање система трезорског пословања. Рачуноводствена функција представља услов за трезорско пословање, а услов за рачуноводствено пословање је вођење пословних промјена, тј. њихово евидентирање по организационом, функционалном и економском коду.

Овај начин евидентирања значи много за испуњавање основних циљева трезора и помаже менаџменту, који на основу оваквих евиденција и извјештаја управља и располаже средствима на најбољи могући начин.

Организациони код заснива се на организационој структури општине, тако да сваки буџетски корисник у оквиру трезора добија свој организациони код.

Без исправно дефинисаних буџетских корисника врло је тешко, чак и немогуће успоставити остале процесе трезорског пословања.

Функционални и економски кодови су прописани Законом и контним планом, тако да њихова примјена није непознаница струци из области финансија и рачуноводства.

Обезбјеђење буџетске контроле представља један од најбитнијих циљева трезорског пословања. То имплицира да се мора провјерити има ли планираних средстава за те намјене у буџету, те колико има расположивих средстава, прије него што дође до покретања поступка набавке. Овом функцијом трезора избјегавају се проблеми, јер би иначе дошло до немогућности реализације већ уговорених обавеза, или пак прекорачења одобрених буџетских средстава, што је до сада био проблем у великом броју буџета.

Рачуноводствена контрола врши се на нивоу сваког корисника буџета, обавезно прије подношења захтјева за резервацију средстава, а подразумијева сљедеће поступке:

- провјера поступка при набавци роба и услуга и уступању радова у складу са прописима који уређују ову материју;
- провјера да је услуга обављена, односно да је испоручена роба у складу са наруџбом или уговором;
- контрола књиговодствене документације: формална, рачунска и суштинска.



Потписивање књиговодствене документације врши руководилац органа управе или лице кога он писмено овласти, а поступак контроле обавља овлаштено лице за те послове.

Код корисника буџета, такође се врши и финансијска контрола утрошка средстава у складу са одобреним буџетом. Никаква активност која може проузроковати трошење буџетских средстава не може бити подузета од стране буџетског корисника без претходног одобрења Службе за финансије.

Трезор треба да обезбиједи могућност да развије функцију која одступа од књиговодствено-рачуноводственог признавања настанка догађаја, то јест признавања трошка, расхода или прихода, а то је да има категорију потрошено и категорију резервисано у својим евиденцијама.<sup>32</sup> Било је примјера да рачуноводство евидентира само фактуре и ситуације приспјеле у општину, а наруцбе и уговоре у званичној евиденцији не, што је доводило до јако лоших информација и лоших одлука донесених на бази тих информација. На трезору је да то мора превазићи и обезбиједити да оног момента кад уговор буде потписан буду умањена и средства на буџетској позицији за износ уговорене или за износ издате наруцбе. Овакав приступ трезора менаџменту пружа потпуну, ажурну и благовремену информацију.

У моменту када се укаже потреба за набавком одређене врсте робе или извршењем неке услуге од стране добављача, лице које руководи набавкама о томе обавјештава, писменим захтјевом за набавком коју потписује руководилац буџетског корисника или лице које оно писмено овласти, а тај се захтјев потом доставља служби за финансије.

Након провјере планираних и расположивих средстава у буџету служба за финансије на тај захтјев даје сагласност и исти представља документ за унос наруцбенице у модул набавки.

Захтјев мора имати све елементе који су потребни за унос података на наруцбеници (податке о добављачу, врсти, количини и цијени робе или услуга), а сагласност, која се у систему одобри, производи резервацију средстава у буџету корисника буџета и представља основ за издавање наруцбенице, што практично значи смањење расположивих средстава у буџету за укупан износ набавке.

Корисник буџета је у обавези да свакодневно прегледа и утврђује резервацију средстава по основу наруцбеница.

---

<sup>32</sup> Роба и услуге набављају се путем наруцбенице, осим у изузетним случајевима као што су комуналне услуге, хитне набавке код познатих добављача и слично.

Како би трезорски систем пословања ефикасно функционисао, један од елемената који морају бити успостављени је свакако и *централизовано плаћање свих издатака са Јединственог рачуна трезора*. Ово значи да ће трезор плаћати све издатке за све буџетске кориснике с једнога мјеста.

Унесене обавезе корисника плаћају се са Јединственог рачуна трезора, путем помоћне књиге за плаћања, за коју је надлежан Трезор. Плаћање се врши на основу листе приспјелих обавеза за плаћање, према приоритетима прописаним одредбама *Одлуке о извршавању буџета*, као и висини расположивих новчаних средстава.

Трезор израђује регистар налога за плаћање који се, након потписа овлаштених лица, шаље на реализацију пословној банци, и врши одабир плаћања. Након извршеног плаћања банка доставља извод Трезору, који врши контролу извршеног плаћања, односно поравнање података из извода банке са подацима из помоћне књиге за плаћање.

Плаћање се врши путем збирних налога за плаћање, са потписима лица која располажу финансијским средствима у јединици локалне самоуправе.

Да би се могло говорити о потпуно обезбјеђеном трезорском систему пословања, елемент који се мора обезбиједити јесте и *централизовани обрачун и исплата плаћа за све буџетске кориснике на нивоу локалне самоуправе*, што значи да би требало да апсолутно сви буџетски корисници трезору достављају податке за обрачун и исплату плата, а да трезор из система врши исплату за све упосленике за које се плата обезбјеђује из буџета.

Рјешење покрива све активности које односе на обрачун и исплату плата у условима трезорског пословања. Погодно је за државне институције и организације са великим бројем запослених.

Корист од оваквог рјешења је вишеструка, јер обезбјеђује потпуну контролу исплате средстава из буџета, док се трезор растерећује од процесирања великог броја трансакција везаних за плате и омогућено је да се функција трезора фокусира на планирање и извршење буџета.

Директне користи од оваквог софтверског рјешења (о софтверским рјешењима генерално ће бити ријечи касније у оквиру овог рада) за Трезор би биле:

- Трезор води податке само о директним партнерима трезора;
- Не води податке о многобројним комитенетима (кредиторима) запослени;
- Трезор се фокусира на планирање и контролу извршења буџета;

- Велике уштеде на трошковима банкарских провизија;
- Кроз аутоматски интерфејс интегрисан са трезорима вишег нивоа (Орацле Финанциалс)<sup>33</sup> итд.

Све уплате се обављају консолидованим налозима за плаћање чиме се битно смањује укупан износ који се плаћа за банкарске провизије и остварују се значајне уштеде у пословању организације.

### ***1.14. Оперативни план извршења буџета***

Ни као организациона јединица, нити у функционалном смислу Трезор нема надлежности за буџетско планирање, односно процедуру планирања буџета за фискалну годину. Надлежност Трезора почиње усвајањем буџета и касније се своди на праћење извршења буџета и извјештавање о његовом извршењу.

Да би остварио квалитетно обезбјеђење извршења буџета, Трезор мора осигурати још један битан елемент трезорског пословања, а то је мјесечни план прилива и одлива буџетских прихода и расхода. Сви буџетски корисници треба да за Трезор припреме и поднесу приједлоге оперативних буџета за извршавање усвојеног буџета, мјесечно и тромјесечно, како би исти могао припремати мјесечни и тромјесечни план на нивоу цијеле општине.

Служба за финансије обавезна је извијестити буџетске кориснике о одобреним средствима након усвајања годишњег буџета и одобравања оперативних планова. Буџетски корисници одговорни су за наплату и убирање прихода у својој надлежности.

На основу алокације расположивих буџетских средстава, корисници буџета припремају и достављају приједлоге оперативних буџета служби за финансије за извршење усвојеног буџета. У приједлозима оперативних буџета обухваћени су расходи и издаци за сваки мјесец, а они се могу извршити само ако су у складу са усвојеним оперативним буџетом. Служба за финансије издаје буџетским корисницима смјернице и инструкције у циљу исправног оперативног планирања.

---

<sup>33</sup>

[http://www.ocean.ba/OC\\_Rjesenja/](http://www.ocean.ba/OC_Rjesenja/)

Стварни расходи сваког буџетског корисника морају бити у складу са буџетским износима планираним за сваки одобрени оперативни план. Средства буџетских корисника додјељују се на основу расположивих средстава буџета, а њихов износ Служба финансија ће саопштити сваком буџетском кориснику прије почетка раздобља на које се односи: буџетски корисници могу закључивати уговоре о набавци роба, извођењу радова и обављању услуга на основу оперативних планираних износа, у складу са оквирним законским прописима, као и актима које доноси Служба за финансије општине.

Оперативно планирање је право и обавеза сваког корисника буџета, а његова дужност је да што прецизније планира мјесечне расходе и издатке, јер од благовременост и континуираност у извршавању његових обавеза директно зависне од његовог планирања.

Огромна одговорност и обавеза код трезорског пословања јесте на служби за финансије, која ће морати да преузме одговорну и активну улогу, те да учини додатне напоре у току припреме за прелазак на трезорско пословање. Ту посебну пажњу треба обратити на планске функције, које морају бити прилагођене трезорском пословању.

У случају да расходи одступају од мјесечног динамичког плана, Одлуком о извршењу буџета општине потребно је дефинисати јасно услове под којима се врши интерна прерасподјела средстава унутар ставки буџета корисника, а највише до 10% одобрених средстава за тог корисника, пратећи Закон о буџетима ФБиХ. Одлуком о извршењу буџета општине се дефинише прерасподијела између буџетских корисника.

Битан елемент трезорског пословања који се мора постићи да би трезор у потпуности обезбиједио своје циљеве, јесте извјештавање по свим основама буџетских корисника, поготову код оних корисника буџета код којих постоји значајна менаџерска функција.

По неписаном правилу, додатни финансијски извјештаји су периодични извјештаји (мјесечни и квартални), а према потреби могу бити и седмични, па чак и дневни.<sup>34</sup> Сврха ових извјештаја може бити додатно извјештавање о извршењу буџета, плаћању обавеза, о стању новчаних средстава на одређени дан или у краћем

---

<sup>34</sup> Правилник о финансијском извјештавању и годишњем обрачуну буџета у ФБиХ (*Службене новине ФБиХ*, број 17/05)

временском периоду као што су: стање салда на рачунима на одређени дан, стање орочених средстава, износ прикупљених прихода за одређени период<sup>35</sup> и сл.

Извјештаји се израђују на захтјев и за потребе општинског вијећа, начелника, руководећих службеника, или на захтјев и за потребе буџетских корисника који су, на основу законских прописа, овлаштени да исте захтијевају. Форму и садржај додатних финансијских извјештаја, укључујући и одобрење за њихову израду и доставу утврђује начелник на приједлог Службе за финансије.

Приликом израде информација о буџету заснованих на програмима или резултатима, од буџетских корисника се захтјева да доставе информације које би биле од помоћи особама задуженим за планирање политике и доношење одлука у процесу доношења одлука о најважнијим приоритетима друштвене и економске политике за које ће се издвојити оскудна буџетска средства.

У табелама прегледа приоритета буџетских корисника и документацији програмског буџета се од буџетских корисника захтијева да јасно прецизирају:

- Стратешке циљеве (тј. шта буџетски корисник настоји да постигне);
- Програме и оперативне циљеве (тј. шта буџетски корисник ради да би постигао стратешке циљеве);
- Трошкове програма (тј. колико кошта реализација сваког од програма);
- Мјере учинка (тј. мјерење резултата програма у остварењу оперативних циљева и напретка у постизању стратешких циљева).

Наведени подаци су од кључног значаја за вршење анализе примјерености, ефикасности и ефективности владиних програма и услуга.

Извјештаји буџетским корисницима се посебно односе на оне кориснике који имају своје приходе и утврђену намјену трошења тих прихода, те је ажурна и прецизна информација у оваквим случајевима неопходна.

Наредни битни елемент трезорског система је контролна функција трезора у односу на буџетске кориснике, која почиње од достављања првог мјесечног плана реализације прилива и одлива средстава, па све до извршења плаћања на основу документације о испоштованим прописаним процедурама.

---

<sup>35</sup>

укупно, или по основним групама прихода

Битно је истаћи да је у свим овим, појединачно изложеним и описаним корацима-фазама, трезор дужан да интервенише на уочене неправилности.

Интерна финансијска контрола у јавном сектору обухвата дио начела *ацџуис цоммунатауре* које је успоставила Европска унија као цјеловит систем интерних финансијских контрола за добро управљање приходима, расходима, средствима и обавезама у јавном сектору, без обзира на њихов извор.

### **1.15. Поддршка ЕУ**

ЕУ је финансирала пројекат “Јачање капацитета Министарства финансија и трезора у имплементацији децентрализованог система управљања у Босни и Херцеговини.”<sup>36</sup>

Унија је финансирала овај пројекат у износу од 1,8 милиона ЕУР, са циљем подршке јачању институционалних капацитета Министарства финансија и трезора БиХ, неопходних за имплементацију децентрализованих система управљања ЕУ ИПА фондовима у БиХ.

Главни циљ децентрализације је јачање земаља корисница у правилном и ефикасном управљању ЕУ претприступним фондовима, чиме се повећава и њихова самосталност у кориштењу помоћи коју пружа ЕУ.

У Федерацији Босне и Херцеговине тај је систем још увијек у процесу изградње што се тиче садашњег обима помоћи из ИПА претприступних фондова, која на просјечном годишњем нивоу износи 100 милиона ЕУР. Оно чему БиХ тежи јесте да постане земља кандидаткиња, а у том случају ће морати да реализује сва средства ИПА-е на децентрализиран начин, што даље значи да потпуну бригу о програмирању, набавци и процесима имплементације преузима земља корисница, и да она као таква мора имати обезбијеђене структуре неопходне за имплементацију, системе, надлежности, али изнад свега одговорности.

Тај систем подразумијева процес дугорочне обуке и стварање структура које ће омогућити добијање акредитације.

Овај је пројекат помогао БиХ да направи прве кораке у систему децентрализације, првенствено у стварању структуре људства која ће радити на децентрализацији у цјелини.

---

<sup>36</sup> <http://www.delbih.ec.europa.eu/>

Ипак, све функције које су требале бити успостављене нису етаблиране од стране надлежних органа, тако да су одређене радње морале бити одложене или није их било могуће извршити. Европска Унија с нестрпљењем чека да види напредак у именовану свих ДИС функција тако да те структуре могу почети са изградњом њихових капацитета, обуку и примање савјета док се буду организовале у складу са захтјевима ИПА Проведбене уредбе.

Након што добар дио посла буде урађен, и државне структуре покажу да је то учињено у складу са траженим стандардима, ЕУ ће дати одобрење за додјелу и управљање средствима Уније, чиме се службено потврђује да једна земља постаје дио ДИС система, спремна да на одговарајући начин учествује у управљању овим дијелом прорачуна ЕУ.

Резултате трогодишњег рада у оквиру пројекта у успостављању нових сектора, Државног фонда (НФ) и Централног финансијског и уговарачког одјељења (ЦФЦУ), који ће са Министарством финансија и трезора БиХ управљати будућом финансијском помоћи Европске уније.

Циљ је био једноставан - изградити капацитет ЦФЦУ и НФ како би били спремни да постану функционални у децентрализованом систему акредитације. Основне активности су: обука особља, студијске посјете другим земаљама, као што је Македонија, Хрватска и Литванија, стажирање унутар и ван пројекта са особљем ЕУ и са колегама из других земаља из окружења, а у циљу размјене искуства.

Међународна заједница треба да игра активну и конструктивну улогу у лобирању за промјене у текућој политици, промјене које воде према одговорнијој и ефикаснијој јавној управи, али и да осигура конкретну помоћ општинама у Босни и Херцеговини.

Захваљујући помоћи добијеној од ЕУ, као најбитнији резултат Босна и Херцеговина сада има веома добро обучено особље, које је савладало вјештине за рад, те свеобухватне писане процедуре које ће их водити у послу. Најважније је што се ради о младим, добро обученим људима, веома мотивираним, ентузијастима и особама са великим самопоуздањем у послу.

Стратегијом за имплементацију Децентрализованог система имплементације помоћи ЕУ у Босни и Херцеговини, усвојеном од стране Вијећа министара БиХ, предвиђено је оснивање одговарајућих органа и тијела у оквиру институција БиХ које су задужене за имплементацију помоћи ЕУ у Босни и Херцеговини. Једна од

битних структура у оквиру Министарства финансија задужена за финансијско управљање помоћи Европске уније у БиХ јесте Државни фонд.

Под надлежношћу овлаштеног државног службеника за овјеравање (Национал Аутхорисинг Официер), Државни фонд је задужен за организацију банковних рачуна, подношење захтјева за добијање средстава од Европске комисије, одобравање преноса средстава примљених од Европске комисије на оперативне структуре или на крајњег корисника и подношење финансијског извјештаја Европској комисији.

### *1.16. Банкарски систем Федерације Босне и Херцеговине*

Пословање банкарског сектора у 2014. години, као и претходне двије године, одвијало се и даље у условима дјеловања финансијске и економске кризе, а позитивна кретања у првој половини године успорена су дешавањима у еурозони. Велика неизвјесност око развоја дужничке кризе и погоршање прогноза за раст у еурозони је утицало и на успоравање економског раста и погоршања у макроекономским условима у БиХ. Иако раст и развој банкарског сектора стагнира, а страни извори финансирања имају тренд смањења, оцјењује се да је стабилност, сигурност и ликвидност укупног система задовољавајућа, а у 2014. години забиљежена су и одређена позитивна кретања, од којих су најзначајнија: оживљавање кредитних активности и благи раст кредита, континуирани раст штедних депозита становништва, побољшање профитабилности код већине банака и посљедично јачање капиталне основе, те успоравање негативних трендова у сегменту квалитета активе.

На дан 31.12.2011. године у Федерацији БиХ банкарску дозволу имало је 19 банака, од чега су двије банке под привременом управом (Херцеговачка банка д.д. Мостар и Поштанска банка БХ д.д. Сарајево). У банкарском сектору ФБиХ са 31.12.2011. године било је укупно запослено 7.369 радника, што је незнатно мање (19 запосленика или 0,2%) у односу на крају 2010. године. Код анализе кретања и промјена најзначајнијих билансних категорија треба истаћи два кључна догађаја у 2011. години, која су имала значајан утицај на показатеље пословања укупног



система: ступање на снагу Закона о рачуноводству и ревизију у Ф БиХ и у вези с тим измјене подзаконских аката Агенције, по којима су банке обавезне да сачињавају и презентирају извјештаје у складу са Међународним рачуноводственим стандардима (МРС) и Међународним стандардима финансијског извјештавања (МСФИ) и провођење пројекта реструктурирања код једне велике банке, преносом значајног износа неквалитетне активе на други правни ентитет.

Билансна сума банкарског сектора са 31.12.2011. године износила је 15,2 милијарде КМ и већа је за 1% или 115 милиона КМ у односу на крај 2010. године. Кредити, као највећа ставка биланса банака у 2011. години забиљежили су раст од 4% или 432 милиона КМ и на крају године износили су 10,4 милијарде КМ или 68,6% од билансне суме банака у ФБиХ. Новчана средстава износе 4,38 милијарди КМ и мања су за 1% или 65 милиона КМ у односу на крај 2010. године. У 2011. години дошло је до промјена у учешћу два најзначајнија извора финансирања банака: депозита и кредитних обавеза, односно смањења учешћа депозита са 74,5% на 72,8% и учешћа кредитних обавеза са 9,3% на 8,7%. Основни разлог смањења учешћа ова два извора финансирања су пад депозита у 2011. години за 1,6% или 182 милиона КМ и кредитних обавеза за 6% или 84 милиона КМ. У истом периоду штедни депозити, као најзначајнији сегмент депозитног и финансијског потенцијала банака, задржали су позитиван тренд раста и на крају 2011. године, износили су 5,36 милијарди КМ, што је за 8% или 388 милиона КМ више него на крају 2010. године. Нето капитал је, као и регулаторни, због утицаја наведених измјена прописа и примјене МРС/МСФИа, повећан за 2% или 41 милион КМ и са 31.12.2011. године износи 2,1 милијарда КМ. Стопа адекватности капитала банкарског система, као један од најважнијих показатеља снаге и адекватности капитала банака, са 31.12.2011. године износила је 17,1%, што је више од законског минимума (12%) и представља задовољавајућу капитализираност укупног система и јаку основу и темељ за очување његове сигурности и стабилности.

Према подацима из биланса успјеха за 2011. годину, банке у Федерацији БиХ оствариле су позитиван финансијски резултат, добит у износу од 84 милиона КМ. Позитиван финансијски резултат остварен је код 15 банака у укупном износу од 127 милиона КМ, док су четири банке исказале губитак у износу од 43 милиона КМ.

Раст и развој банкарског сектора и структура према власништву: У сљедећој табели даје се преглед промјена у броју и власничкој структури банака у посљедњих пет година.

**Табела 9: Преглед промјена у броју и власничкој структури банака**

	Државне банке	Приватне банке	У К У П Н О
<b>31.12.2006.</b>	5	18	23
Промјене у 2007. години:			
спајање / припајање		-1	-1
измјена власничке структуре	-2	2	
<b>31.12.2007.</b>	3	19	22
Промјене у 2008. години:			0
спајање / припајање		-1	-1
одузете дозволе	-1		-1
<b>31.12.2008.</b>	2	18	20
У 2009. години није било промјена			0
<b>31.12.2009.</b>	2	18	20
Промјене у 2010. години:			0
одузете дозволе	1	18	19
<b>31.12.2010.</b>	1	18	19
У 2011. години није било промјена			0
<b>31.12.2011.</b>	1	18	19

Банкарски сектор у 2011. години, као и претходне двије године, карактерише стагнација, односно незнатан раст билансне суме, а у сегменту кредитирања настављен је позитиван тренд благог раста из 2010. године. Актива банака остварила је минималан раст од 1% или 115 милиона КМ и достигла износ од 15,2 милијарде КМ. Током посљедње три године, под утицајем економске и финансијске кризе, билансна сума се кретала између 15,07 милијарди КМ и 15,2 милијарде КМ, односно осцилирала је унутар +/-130 милиона КМ. Незнатан раст билансне суме од 1% у односу на 2010. годину резултат је искључиво преласка на нову методологију, односно банке су са 31.12.2011. године примијениле одредбе МРС-а 39 везано за признавање и мјерење финансијске имовине и обавеза, што се позитивно одразило на биласну суму. У изворима депозити су смањени за 2% или 182 милиона КМ, а кредитне обавезе за 6% или 84 милиона КМ.

У активи банака с учешћем од 68,6% најзначајнија ставка су кредитни пласмани који су у 2011. години повећани за 4% или 432 милиона КМ и износе 10,4 милијарде КМ. Највеће промјене се односе на два доминантна сектора. Кредити становништву повећани су за 6% или 308 милиона КМ, износили су пет милијарди, што је учешће од 48,4%, док су кредити приватним предузећима имали раст од 2% или 102 милиона КМ, износе 4,9 милијарди КМ, што је 47,2% укупних кредита.

Новчана средстава смањена су за 1% или 65 милиона КМ, износила су 4,38 милијарди КМ, што је учешће од 28,8% у активи.

Депозити, с учешћем од 72,8% и износом од 11 милијарди КМ и даље су најзначајнији извор за финансирање банака у ФБиХ.

Укупан капитал банака износио је 2,1 милијарду КМ (дионички 1,19 милијарди КМ) и већи је за 23% или 386 милиона КМ, а два су основна разлога овако високог раста: након измјене регулативе и методологије у укупан капитал је укључена нова ставка (резерве за кредитне губитке формиране из добити) од 292 милиона КМ, те остварена добит на нивоу система од 84 милиона КМ.

Након 2001. када је на нивоу система остварен губитак у износу од 33 милиона КМ, започео је позитиван тренд успјешног пословања, који је због ширења глобалне економске и финансијске кризе у 2008. заустављен, тако да је забиљежен значајан пад профитабилности укупног банкарског система у Федерацији БиХ. У 2010. години, као посљедица негативног утицаја кризе, пад профитабилности је био најизраженији. Медутим, у 2011. години забиљежена су позитивна кретања у сегменту профитабилности, с тим да треба истаћи да је финансијски резултат укупног система задњих неколико година под кључним утицајем једне банке. Према подацима из биланса успјеха за 2011. годину, банке у Федерацији БиХ оствариле су позитиван финансијски резултат-добит у износу од 84 милиона КМ, што је, након 2006. и 2007. године (88 милиона КМ и 110 милиона КМ), трећа највећа добит остварена до сада у банкарском сектору у ФБиХ. Позитиван финансијски резултат остварен је код 15 банака у укупном износу од 127 милиона КМ, што је за 131% или 72 милиона КМ више него у 2010. години (14 банака), док су четири банке исказале губитак у износу од 43 милиона КМ, што је за 73% или 105 милиона КМ мање него претходне године. Разлог побољшања профитабилности укупног сектора у 2011. години је, с једне стране, раст нето каматног прихода као резултат значајног пада каматних расхода, а с друге стране, трошкови исправке вриједности имали су висок

пад у поређењу с трошковима резерви за кредитне губитке на крају 2010. године, с напоменом да се не ради о утицају промјене методологије (исти није кључан), него је тренд у кварењу квалитета активе у 2011. години знатно успорен, што је резултирало нижим трошковима исправака вриједности.

Укупан приход у 2011. износио је 889 милиона КМ и за 3% или 29 милиона КМ је већи него у 2010. години, нето каматни приход износио је 572 милиона КМ, с релативно високом стопом раста од 8% или 41 милион КМ, што је резултат повећања каматних прихода (за 1% или 10 милиона КМ) и смањења каматних расхода (за 10% или 31 милион КМ), а у структури укупног прихода учешће нето каматног прихода је повећано са 62% на 64%. Оперативни приходи, као друга компонента укупног прихода, имали су пад од 4% или 12 милиона КМ и смањење учешћа са 38% на 36%, а износили су 317 милиона КМ. На страни расхода, трошкови исправке вриједности мањи су за 51% или 196 милиона КМ у односу на трошкове резерви за кредитне губитке на крају 2010. године, износе 190 милиона КМ (21% укупног прихода), због чега су и укупни некаматни расходи имали значајан пад од 17% или 164 милиона КМ, односно остварени су у износу од 790 милиона КМ.

### *1.17. Структура банкарског сектора*

На дан 31.12.2011. године у Федерацији БиХ банкарску дозволу имало је 19 банака. Број банака је исти као и 31.12.2010. године. Посебним законом регулисано је оснивање и рад Развојне банке Федерације БиХ, Сарајево, која је правни сљедбеник Инвестицијске банке Федерације БиХ д.д. Сарајево, од 1.7.2008. године. Привремену управу са 30.12.2011. године имале су двије банке (Херцеговачка банка д.д. Мостар и Поштанска банка БХ д.д. Сарајево). У 2011. години није било битнијег ширења мреже организационих дијелова банака. Настављен је тренд ширења мреже пословних јединица банака, али у знатно мањем обиму него претходних година, чему је основни узрок финансијска криза. Банке су вршиле реорганизацију своје мреже пословних јединица тако што су у већој мјери вршиле промјене организационог облика, организационе припадности или адресе у сједишту постојећих организационих дијелова, али и спајање и укидање неких организационих дијелова, а све у циљу рационализације пословања и смањења трошкова пословања. Оваквих промјена било је 35 (34 су имале банке из Федерације

БиХ и једна банка из Републике Српске). У Федерацији БиХ укинута је 10 организационих дијелова банака из Федерације БиХ и једне банке из Републике Српске. Истовремено, банке из Федерације БиХ основале су 11 нових организационих дијелова на територији Федерације, а банке из Републике Српске су основале два нова организациона дијела у Федерацији БиХ.

Са наведеним промјенама, банке из Федерације БиХ су са 31.12.2011. године имале укупно 612 организационих дијелова што је у односу на претходну годину више за 0,2%. Број организационих дијелова банака из Републике Српске у Федерацији БиХ повећан је са 21 на 22, или за 4,8%. Са 31.12.2011. године седам банака из Федерације БиХ имале су 56 организационих дијелова у Републици Српској, а девет банака је имало 12 организационих дијелова у Брчко Дистрикту. Шест банака из Републике Српске имале су 22 организациона дијела у Федерацији. Промијењен је само број организационих дијелова банака из Републике Српске на територији Федерације БиХ. Дозволу за обављање међубанкарских трансакција у унутрашњем платном промету 31. 12. 2011. године имале су све банке, а осигуране депозите имало је 16 банака.

### ***1.18. Власничка структура банака у ФБиХ***

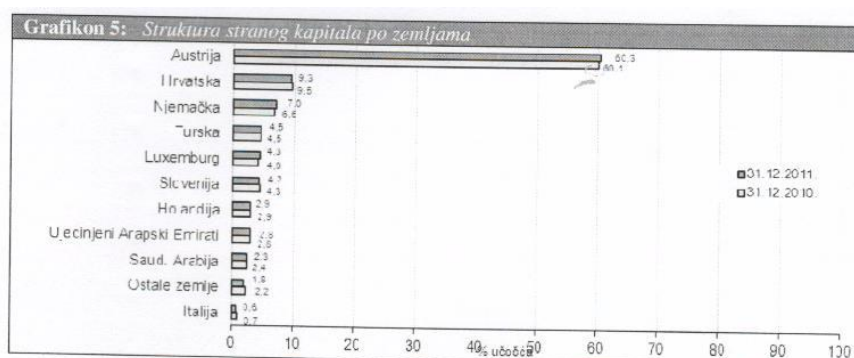
На крају 2011. године власничка структура банака у Федерацији БиХ је била следећа: једна банка у претежно државном власништву, а од 18 банака у претежно приватном власништву седам банака је у већинском власништву домаћих правних и физичких лица (резидената), док је 11 банака у већинском страном власништву. Према критерију земље поријекла власника-дионичара, односно критерију директно или индиректно већинско власништво преко чланица из групе, на крају 2011. године највеће је учешће банкарских група и банака из Аустрије (57,6%), слиједи италијанске банке (16,4%), док остале земље имају учешћа мања од 6,5%. У 2011. години дошло је и до мањих промјена учешћа државног, страног и приватног домаћег (резидената) капитала у укупном дионичком капиталу, који је са 31.12.2011. године износио 1.194 милиона КМ. Учешће државног капитала од 3,2% је смањено за 0,4 процентна поена. Страни капитал номинално је повећан за 13 милиона КМ, односно на 981 милион КМ, а учешће је смањено са 82,5% на 82,2%. Приватни

капитал (резидената) повећан је за 11 милиона КМ, износио је 174 милиона КМ, а учешће у укупном дионичком капиталу повећано је са 13,9% на 14,6%.

Структура власништва над банкама<sup>37</sup> са 31.12.2011. године, оцјењена на основу расположивих информација и увида у самим банкама, је сљедећа:

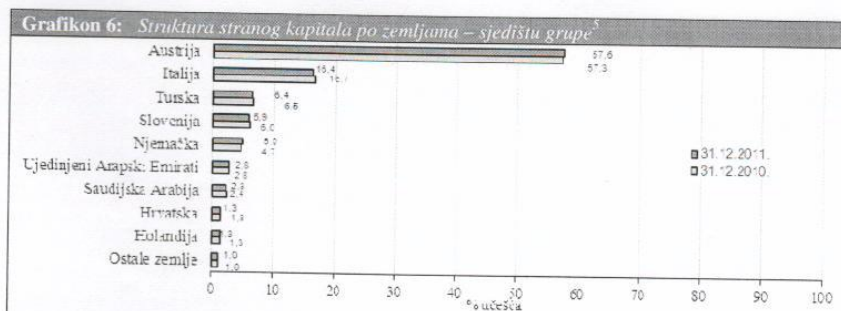
- У приватном и претежно приватном власништву 18 банака (94,7%);
- У државном и претежно државном власништву<sup>38</sup> 1 банка (5,3%).

Од 18 банака у претежно приватном власништву, седам банака је у већинском власништву домаћих правних и физичких лица (резидената), док је 11 банака у већинском страном власништву. Ако се анализира само страни капитал, по критерију земље поријекла дионичара, са 31.12.2011. године стање је скоро исто као и на крају 2010. године: у власништву дионичара из Аустрије било је 60,3% страног капитала, на дионичаре из Хрватске односи се 9,3% страног капитала, док су остале земље имале појединачно учешће мање од 7%.



Међутим, ако се узму у обзир капиталне везе, структура страног капитала може се посматрати и по критерију земље сједишта мајке-матиче, односно групе у чијем су већинском власништву (директно или индиректно преко чланица из групе) банке у Федерацији БиХ. Према овом критерију стање је такође незнатно промијењено у односу на крај 2010. године: банкарске групе и банке из Аустрије с највећим учешћем од 57,6%, слиједи италијанске банке с учешћем од 16,4%, док су остале земље имале појединачно учешће мање од 6,5%.

<sup>37</sup> Критериј подјеле банака је власништво на дионичком капиталу банака  
<sup>38</sup> Државно власништво се односи на домаћи државни капитал БиХ.



Структура власништва може се проматрати и с аспекта финансијских показатеља, односно према вриједности укупног капитала.<sup>39</sup>

-u 000 KM-

**Tabela 4: Struktura vlasništva prema ukupnom kapitalu**

BANKE	31.12.2010.		31.12.2011.		INDEKS			
	1	2	Po novoj metod.	Po prethodnoj metod.	5 (3/2)	6 (4/2)		
Državne banke	46.586	3%	50.499	2%	47.388	3%	108	102
Privatne banke	1.650.039	97%	2.032.521	98%	1.782.270	97%	123	108
U K U P N O	1.696.625	100%	2.083.020	100%	1.829.658	100%	123	108

Иако се укупан капитал повећао за значајних 23% или 386 милиона KM, највише због измјене регулативе и посљедично методологије, односно преласка на признавање и мјерење финансијске имовине у складу с MPC 39,структура власништва је остала скоро непромијењена.

Посматрано кроз учешће државног, приватног и страног капитала у дионичком капиталу банака добије се детаљнија слика о структури власништва капитала банака у Федерацији БиХ.

- u 000 KM-

**Tabela 5: Struktura vlasništva prema učešću državnog, privatnog i stranog kapitala**

DIONIČKI KAPITAL	31.12.2009.		31.12.2010.		31.12.2011.		INDEKS	
	Iznos	Učešće %	Iznos	Učešće %	Iznos	Učešće %	5/3	7/5
Državni kapital	41.860	3,6	41.860	3,6	38.072	3,2	100	91
Privatni kapital (rezidenti)	153.365	13,1	163.074	13,9	174.088	14,6	106	107
Strani kapital (nerezidenti)	975.943	83,3	968.363	82,5	981.412	82,2	99	101
U K U P N O	1.171.168	100,0	1.173.297	100,0	1.193.572	100,0	100	102

Дионички капитал банака у Федерацији БиХ у 2011. години је већи за 20,3 милиона KM или 1,7%, у односу на 31.12.2010. године. Структура дионичког капитала је незнатно промијењена: државни капитал је смањен за 3,8 милиона KM,

<sup>39</sup> Из биланса стања по схеми ФБА: поцев од 31.12.2011. године, поред дионичког капитала, емисионог аџиа, нераспоредене добити и резерви, и осталог капитала (финансијски резултат текућег периода), у укупан капитал се укључују и резерве за кредитне губитке формиране из добити.

приватни капитал (резиденти) повећан је за 11 милиона КМ, а приватни капитал (нерезиденти) је повећан за 13,1 милион КМ. Анализа власничке структуре банака с аспекта дионичког капитала детаљније показује промјене и трендове у банкарском систему ФБиХ, и то у промјени структуре власништва. Удио државног у укупном дионичком капиталу са 31.12.2011. године износи 3,2 % и мањи је за 0,4 процентна поена у односу на 31.12.2010. године.

Учешће приватног капитала (резидената) у укупном дионичком капиталу од 14,6% је за 0,7 процентних поена веће у односу на крај 2010. године. Номинално повећање од 11 милиона КМ односи се на повећање по основу промета са државним капиталом у банкама, те незнатно по основу промета са нерезидентима, укупно у седам банака у нето износу од 6,1 милион КМ, док је из основа интерне докапитализације (из резерви) дионички капитал код једне банке повећан за 2,3 милиона КМ, а из емисије обичних дионица код друге банке капитал резидената је повећан за 2,6 милиона КМ.

Номинално износ страног капитала (нерезидената) повећан је за 13,1 милион КМ, док је учешће у укупном дионичком капиталу смањено за 0,3 процентна поена у односу на 31.12.2010. године. Ово повећање било је по основу нових емисија дионица у три банке, те незнатно по основу промета са резидентима у девет банака.

Тржишни удио банака у већинском страном власништву са 31.12.2011. године износио је високих 91,0%, банака с већинским домаћим приватним капиталом 7,7%, а удио банака с већинским државним капиталом 1,3%.

### ***1.19. Профитабилност ФБиХ банака***

Банке се могу разликовати према многобројним критеријима. Само неки од њих су величина активе, обим и дјелокруг пословања, структура прихода и трошкова итд. Споменуте категорије као и бројне макроекономске варијабле утичу на њихову цјелокупну профитабилност и успјешност пословања. Циљ је утврдити у којој мјери специфичне карактеристике банке као и макроекономски услови утичу на изабране показатеље профитабилности банака у ФБиХ. Резултати истраживања показали су да у кратком року и у стабилним макроекономским условима веће показатеље профитабилности активе остварују добро капитализоване банке с већим тржишним



удијелима које ефикасно управљају оперативним трошковима те успијевају превалити већи дио трошкова "неприходујуће" активе на своје комитенте.

Зарада или добит је примарни циљ пословања сваке пословне банке, но тек под условом да су у сваком тренутку способне извршити све доспјеле обавезе те барем очувати вриједност уложеног капитала дионичара. Међутим, профитабилност и успјешност пословања банака није важна само њиховим дионичарима, управама, запосленима и комитентима већ и цјелокупној јавности, а с обзиром на у знаности и пракси познате тзв. позитивне и негативне екстерналије њихова пословања. Након раздобља њихова редефинисања, реструктурирања и рехабилитације, банковни систем у ФБиХ, као уосталом и у другим земљама, очекивано управља с највећим дијелом укупне националне штедње, стога се од њега оправдано очекује да својим кредитним и другим активностима не тежи само остваривању интереса својих власника већ да подупиरे и развој цјелокупне економије ФБиХ.

Надаље у раду ћемо утврдити и истражити детерминанте профитабилности банака ФБиХ, при чему ће се посебно анализирати изабрани фактори окружења (брutto домаћи производ, инфлација, курс) као и фактори који су специфични за сваку банку (величина биланса, структура прихода и трошкова). Резултати истраживања упоредиће се с истраживањем које су спровели Демиргуц-Кунт и Левине те ће се, уколико се покаже сличност резултата, индиректно моћи потврдити претпоставка о уједначености босанске банковне праксе и њихове пословне политике с праксом и пословном политиком банака у развијеним земљама. Детерминанте профитабилности банака БиХ анализираће се регресијском методом, а подаци су кориштени из базе података Банк Сцопе.

Истраживања о профитабилности банковног система могу се подијелити у двије групе: истраживања која анализирају профитабилност банака у једној земљи и истраживања која чине то исто, али на међународном нивоу.<sup>40</sup>

Већина до сада спроведених истраживања која анализирају профитабилност банака углавном су усмјерена на банковни систем САД (нпр. Бергер, 1995.а; Ангбазо, 1997), што и не чуди с обзиром на изузетно доступност релевантних извора података у САД. Ови аутори су показали да постоји позитивна корелација између стопе профитабилности дионичарског капитала банака и обима (просјечног/укупног)

---

<sup>40</sup> *Pretražene su sljedeće baze podataka: ABI/Inform, Proquest, Econlit, Emerald, Ebsco Business Source premiere, pri čemu su korištene ključne riječi bankarstvo i profitabilnost*

капитала и (просјечне/укупне) имовине банке (тј. мултипликатора дионичарског капитала), те ефикасности менаџмента. Неколико истраживања спроведено је и у мањим земљама. Тако су Барајас и други аутори показали да је либерализација финансијског тржишта имала позитиван учинак на профитабилност колумбијских банака. Афанасиефф и аутори (2002) користе панелско истраживање како би утврдили који фактори највише утичу на каматне приходе бразилских банака. Спатхис, Космидоу и Доумпос кориштењем више критеријалне анализе утврдили су да на профитабилност грчких банака највише утиче величина банке, при чему су мање банке биле профитабилније, али и ризичније, што је у супротности с налазом истраживања о профитабилности туниских банака<sup>41</sup> те налазом истраживања које су спровели Бергер (1995) и Frame и Kamerschen (1997).

Друга група истраживања покушава одредити детерминанте профитабилности банака на узорку више земаља. Demirguc-Kunt и Levine мјерили су утицај неколико независних варијабли на профитабилност банака на узорку 2.237 банака из 43 земље. Након овог истраживања спроведено је неколико сличних истраживања (нпр. Nier, 2000; Goddard, 2004).

Фриес, Невен и Сеабригхт анализирали су пословање банака у транзиционим земљама те су показали да је реформа банковног система основна претпоставка његове стабилности.

У протеклом раздобљу спроведено је и неколико различитих истраживања профитабилности и успјешности босанског банковног система. Тако су ефикасност банака у ФБиХ анализирали Крафт и Тиртироглу, а слично истраживање је поновљено с аспекта приватизације и уласка банака у страном власништву у босански банковни систем, при чему је дат нагласак на трошковној ефикасности банака (Крафт, Хофлер, Пауне, 2004). Вујчић и Јемрић анализирали су ефикасност босанских банака кориштењем ДЕА методе (енгл. дата енвелопмент анализис) с посебним освртом на поријекло капитала банке и њихову величину. Наведена истраживања нису директно упоредива са овим радом јер користе потпуно другачију методологију и податке.

---

41

*Naceur, 2003*

### 1.19.1. Мјерење и фактори профитабилности банака у ФБиХ

Профитабилност пословања банака уобичајено се оцјењује и исказује примјеном стандардизованих рачуноводствених показатеља профитабилности просјечне укупне имовине (активе) банака (РОА) те стопом профитабилности просјечног дионичарског капитала банке (РОЕ).<sup>42</sup> Стопа профитабилности просјечне имовине банке (РОА) израчунава се као обим нето добити и просјечне укупне имовине. Другим ријечима РОА је рачуноводствена стопа приноса на активу (имовину) банке, тј. на укупну просјечну имовину којом управља менаџмент банке. Показује колико управа банке остварује марака нето добити на 1КМ активе (или колико има КМ на 100 КМ активе). Стопа профитабилности просјечног дионичарског капитала (РОЕ) банке израчунава се као обим нето добити и просјечног дионичарског капитала. Ова мјера власницима банке говори о томе колику је добит менаџмент банке остварио по 1 КМ њиховог удијела у капиталу банке. Овај показатељ израчунава се на темељу књиговодствене, а не тржишне вриједности дионичарског капитала банке.

Иако на вриједности ових показатеља дјелују и екстерне варијабле (нпр. регулаторна ограничења, монетарна и фискална политика), они су општеприхваћени показатељи успјешности рада управе банке из следећих разлога:

1. Нето добит је разлика између остварених укупних прихода и трошкове банке у одређеном раздобљу, што је у директној вези с пословном политиком банке коју утврђује управа и надзире њезино спровођење.
2. РОА је у првом реду одређена структуром активе банке и њезином способношћу да генерише приходе и добит, док је РОЕ уз споменуто одређена и висином мултипликатора дионичарског капитала, што је такође директна одговорност управе банке (Koch, MacDonald).

Фактори профитабилности банака могу се подијелити у двије основне групе: факторе карактеристичне за пословање појединачне банке (интерни фактори) и факторе окружења (екстерни фактори). Неке од њих су у свом истраживању користили Демиргуц-Кунт и Левине, при чему су интерним факторима третирани

---

<sup>42</sup>"DuPont system of financial analysis" bankama prilagodio David Cole 1972.

сљедећи показатељи: тржишни удијел изабране банке, обим нето одобрених кредита комитентима и краткорочног финансирања банке (примарно депозити), обим дионичарског капитала и укупне имовине банке, обим оперативних трошкова и укупне имовине банке, те обим "неприходујуће" имовине и укупне имовине банке.<sup>43</sup> Уобичајено се претпоставља да би већи тржишни удијел поједине банке требао имати позитиван утицај на профитабилност те институције. Различите хипотезе о дјеловању тржишта на различите начине објашњавају ову претпоставку, иако доступни статистички податци као и поједина истраживања спроведена у САД-у и неколицини других земаља не дају коначан одговор на споменуту проблематику. Према хипотези релативне тржишне снаге (енгл. *relative market power hypothesis*) само предузећа која су у монополском (олигополском) положају и имају велике тржишне удијеле те високо диференциране производе могу остварити изнадпросјечне профитне марже. Што више, хипотеза ефикасне структуре (енгл. *efficient structure hypothesis*) управо полази од претпоставке да најефикасније компаније постижу највеће тржишне удијеле. Бергер је тестирао ове двије теорије у банкарству те је показао да је величина банке повезана с њиховом профитабилношћу, при чему су исто показали Фраме и Камерсцхен. С друге стране, Смиррлоцк (1985) долази до закључка да концентрација није а priori повезана са супериорном ефикасношћу водећих банака већ банке које имају одређене компаративне предности у односу на остале с временом постају велике и, логично, заузимају све веће тржишне удијеле. Профитабилност дионичарског капитала (РОЕ) банке требала би бити у позитивној вези с обимом капитала и имовине банке. Ниско капитализоване банке, због израженије финансијске полуге у раздобљу успјешног пословања, требале би остваривати веће вриједности овог показатеља, али су из истог разлога уједно и изложеније ризику несолвентности. С друге стране, претпоставља се да би високо капитализоване банке с вишим обимом дионичарског капитала и укупне имовине банке требале остваривати нешто нижи РОЕ (*ceteris paribus*), међутим, у мањој би мјери требале бити изложене ризику несолвентности, што би у коначници могло резултирати нижим трошковима финансирања тих банака, а што би требало позитивно утицати и на њихову профитабилност.

Показатељ одобрени нето кредити комитентима / краткорочно финансирање банке је у основи показатељ ликвидности. Овај обим поједностављено приказује

---

<sup>43</sup> *Ne-prihodujuća imovina (engl. non-income assets) u slučaju banke predstavlja npr., gotovina, nekretnine, informatička tehnologija, itd..*

однос одобрених банковних кредита и депозита, као и данас најважнијег извора кредитне активности банака. Барем теоријски, мање вриједности овог показатеља требале би бити прихватљивије од већих, јер указују на већи односно мањи степен ликвидности банке. С друге стране, већи степен ликвидности банке не мора нужно означавати разборито пословање банке већ управо супротно - неадекватан "цасх" менаџмент и високе опортунитетне трошкове. Банка с већим удијелом "неприходујуће" имовине требала би такође, остваривати ниже стопе профитабилности од оних с мањим удијелом "неприходујуће" имовине. Темељем такве имовине банка не остварује директне приходе, но с друге стране она је често предуслов осталим банковним активностима (нпр. пословни простор, програмска подршка, законом прописане некаматносне резерве ликвидности итд.).

Нето каматна маржа представља разлику између укупних каматних прихода и укупних трошкова камата. Мијења се с промјенама каматних стопа. Иако се нето каматна маржа у случају банака развијених земаља може оцијенити релативно стабилном, она се услед све израженије конкуренције међу банкама као и између банака и осталих финансијских институција, с временом ипак полагамо смањује. Начелно, висина нето каматне марже зависи о композицији и квалитети активе и пасиве, доспијећу кредита и депозита, њихове осјетљивости на тржишно кретање каматних стопа, те стању у цјелокупној економији. Обим оперативних трошкова и имовине банке требао би бити негативно повезан с профитабилношћу, што значи да раст овог обима смањује профитабилност банке и обрнуто.

Фактори окружења су: стопа раста бруто домаћег производа, инфлација, просјечан девизни курс те бруто домаћи производ по становнику. Раст бруто домаћег производа требао би имати позитиван утицај на профитабилност банке. Инфлација може позитивно и негативно утицати на профитабилност овисно о способности управе банке да ефикасно управља средствима банке у условима инфлације. Коначно, неадекватна политика курса могла би имати и негативан утицај на профитабилност банке, што се објашњава на следећи начин. У случају прецијењености домаће валуте, домаће компаније ће бити неконкурентне на свјетском тржишту, што ће умањити њихове извозне активности, обим производње, па у коначници и бруто домаћи производ, што би напосљетку требало негативно утицати и на профитабилност банака.

### ***1.19.2. Регресиона анализа профитабилности банака ФБиХ***

Ово истраживање укључује податке о профитабилности и пословању банака те о макроекономским показатељима у посматраном раздобљу. Као извор података о банкама кориштена је база Банк Сцопе из које су прибављени подаци о пословању банака ФБиХ у раздобљу од 2005. до 2011. године. Службена статистика кориштена је као извор података о макроекономским показатељима. Ово истраживање спроведено је на темељу методологије коју су користили Демиргуц-Кунт и Левине у свом раду, уз нужна прилагођавања. Они спроводе регресијску анализу профитабилности банака уз двије зависне варијабле: стопу профитабилности просјечне укупне имовине банака те стопу профитабилности просјечног дионичарског капитала банака. Демиргуц-Кунт и Левине користе показатеље финансијске структуре и степена финансијског развоја што је у потпуности оправдано када се спроводи истраживање на узорку од више земаља. Будући да је ово истраживање спроведено само на узорку једне земље, те варијабле нису укључене у регресијску анализу.

У овом су раду кориштене све независне варијабле као што је био случај и код Демиргуц-Кунт и Левине, стога није кориштена уобичајена процедура одабира елиминацијом из великог скупа потенцијалних зависних варијабли. База података Банк Сцопе садржи податке из консолидисаних и/или неконсолидисаних биланса стања и рачуна добити и губитка пословних банака. Предност ове базе података садржана је у чињеници да она у електронском облику обухвата податке за велик број банака у скоро свим земљама свијета. Потребно је нагласити да је у ФБиХ током посматраног раздобља (2006-2011) пословало укупно педесетак банака, али нису све пословале током цијелог посматраног раздобља. У овом се случају ради о истраживању које користи податке о банкама кроз дуже временско раздобље. Овакво истраживање даје боље резултате од истраживања које би било спроведено у само једној години. Подаци о показатељима пословања банака и макроекономским показатељима здружени су у једну серију те је у анализи кориштена серија са свим опажањима. Другим ријечима, спроведен је "поолинг" временских пресјека. Табела 9 садржи просјечне вриједности и стандардне девијације варијабли о профитабилности

и пословању банака те макроекономских показатеља кориштених у овом истраживању.

Повезаност између профитабилности банака и показатеља пословања и показатеља макроекономског окружења истражиће се примјеном сљедеће методологије. Темелјна регресијска једначина је као што слиједи:

$$P_{j,i} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^N \alpha_k X_{k,i} + \sum_{k=N+1}^M \alpha_k X_{k,i} + \epsilon_i, \quad j = 1, 2$$

при чему је  $P_{j,i}$  зависна варијабла (РОА или РОЕ) за банку  $i$ ,  $X_{1,i}, \dots, X_{N,i}$  су показатељи пословања банке  $i$ ,  $X_{N+1,i}, \dots, X_{M,i}$  су макроекономске варијабле, а  $\epsilon_i$  је случајна грешка.

Регресионе једначине процијене су кориштењем просјечних података о 46 банака током посматраног раздобља. Процијениће се параметри двију регресионих једначина с различитим зависним варијаблама (стопа профитабилности просјечне укупне имовине банака те стопа профитабилности просјечног дионичарског капитала банке), али истим независним варијаблама (обим капитала и имовине банке, обим кредита и имовине банке, обим "неприходујуће" имовине и укупне имовине банке, бруто домаћи производ по становнику, обим оперативних трошкова и имовине банке, тржишни удијел, стопа раста бруто домаћег производа, просјечан девизни течај те инфлација).

*Табела 9: Просјечне вриједности и стандардне девијације показатеља пословања и профитабилности банака те макроекономских показатеља*

Варијабла	Просјечна вриједност	Стандардна девијација
Обим капитала и имовине банке	22,9378	12,75846
Обим кредита и имовине банке	48,5266	11,8159
Нето одобрени кредити / краткорочно финансирање банака	56,3466	16,4499
Обим "неприходујуће" имовине и укупне имовине банке	2.2176	1,52223

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

БДП пер capita	5469,2360	656,6988
Обим оперативних трошк и имовине банке	4,1889	1,8937
Тржишни удио	2,4896	4,2148
Стопа раста бруто домаћег производа	3,5873	1,4554
Просјечан девизни течај	7,5151	0,0368
Инфлација	2,9955	0,6015
Нето каматна маржа (НИМ)	5,7046	2,6180
Стопа профитабилности просјечне имовине банке (РОАА)	1,6498	1,0618
Стопа профитабилности просјечног укупног капитала банке (РОАЕ)	10,7161	5,4223

За процјену параметара кориштена је метода најмањих квадрата кориштењем "поолинга" временских просјека. Резултати су приказани у табели 2, у којој се налазе процјењене вриједности регресионих параметара.

*Табела 10: Резултати модела вишеструке линеарне регресије*

Независне варијабле	Зависне варијабле	
	Стопа профитабилности просјечне укупне имовине банака (РОАА)	Стопа профитабилности просјечне укупне имовине банака (РОАА)
Обим капитала и имовине банке	0.022678 (0.035311)	_ 0,246453*** (0.123510)
Обим кредита и имовине банке	_0.031321 (0.014848)	_0.101404 (0.075841)
Нето одобрени кредити / краткорочно финансирање банака	_ 0.032497** (0.017600)	_0.135564 (0.099326)



## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

Обим "неприходујуће" имовине и укупне имовине банке	0.124659*** (0.106256)	0.327459 (0.410803)
БДП пер capita	0.000287 (0.000886)	0.000343 (0.004206)
Обим оперативних трошкова и имовине банке	0.344128* (0.089622)	1.988434* (0.491978)
Тржишни удијел	0.024457 (0.026594)	0.470683** (0.199748)
Стопа раста бруто домаћег производа	1.217303* (0.413699)	3.066846 (1.894507)
Просјечан девизни курс	9.755747 (10.09571)	65.53446 (49.37099)
Инфлација	1.334507 (0.879642)	5.159339 (4.139299)
Нето каматна маржа (НИМ)	0.349613* (0.100055)	1.352366* (0.388370)
Ад Р2	0.430711	0.421441
Дурбин-Ватсон	1,811375	1,998638

*\*, \*\*, \*\*\* статистички значајно уз 1%, 5% и 10% вјероватности*

Стопа профитабилности просјечне укупне имовине банака под утицајем је пет варијабли: нето одобрени кредити / краткорочно финансирање банака (статистички значајан уз 5%), обима "неприходујуће" и укупне имовине банке (статистички значајан уз 10%), обима оперативних трошкова и имовине банке (статистички значајан уз 1%), стопе раста бруто домаћег производа (статистички значајан уз 1%) и нето каматне марже (статистички значајан уз 1%). Позитивног су предзнака сви показатељи, осим нето одобрени кредити / краткорочно финансирање банака. Другим ријечима, између показатеља нето одобрени кредити / краткорочно финансирање банака и стопе профитабилности просјечне укупне имовине банке постоји негативна веза. Остали показатељи имају позитиван утицај на стопу профитабилности просјечне имовине банака. Стопа профитабилности просјечног дионичког капитала банака под утицајем је четири варијабле: обима капитала и

имовине банке (статистички значајан уз 10%), обима оперативних трошкова и имовине банке (статистички значајан уз 1%), тржишног удијела (статистички значајан уз 5%) и нето каматне марже (статистички значајан уз 1%). Тржишни удио позитивно је повезан са стопом профитабилности просјечног дионичког капитала (статистички значајно уз 1%), што је у складу с већином досадашњих истраживања, при чему треба узети у обзир да под тржишним удијелом подразумејемо имовину банке у укупној активи банковног система. Тиме се потврђује претпоставка да у правилу највеће банке у ФБиХ остварују и највише стопе профитабилности.

Параметар уз обим оперативних трошкова и имовине банке има негативан предзнак, што значи да очекивано смањење оперативних трошкова резултира повећањем показатеља профитабилности банака. Резултати овог истраживања слични су резултатима истраживања које су провели Демиргуц-Кунт и Левине, али на њиховом, много већем узорку и дужој временској серији, сви макроекономски показатељи имају статистичку значајност. Они су као зависну варијаблу користили РОА те су резултати истраживања до неке мјере успоредиви. Оба истраживања пронашла су статистичку значајност варијабли нето одобрени кредити / краткорочно финансирање банака, обим "неприходујуће" имовине и укупне имовине банке, те стопе раста бруто домаћег производа. Истраживање Демиргуц-Кунт и Левине детектирало је и статистичку значајност већег броја егзогених варијабли, а то су обим капитала и имовине банке, БДП *per capita* те стопе инфлације. Ово истраживање пронашло је статистичку значајност варијабли: обим оперативних трошкова и имовине банке те нето каматне марже.

Табела 11: Упоредни резултати истраживања и истраживања Демиргуц-Кунт и Левине за РОА

Варијабла	Демиргуц-Кунт и Левине	Резултати истражи- вања
Обим капитала и имовине банке	10%	
Обим кредита и имовине банке		
Нето одобрени кредити / краткорочно финансирање банака	5%	5%
Обим "неприходујуће" имовине и	1%	10%

укупне имовине банке		
БДП пер цапита	5%	
Обим оперативних трошкова и имов. Банке		1%
Тржишни удио		
Стопа раста бруто домаћег производа	5%	1%
Просјечан девизни курс		
Инфлација	10%	
Нето каматна маржа (НИМ)		1%

Емпиријски резултати регресијског модела показују да је профитабилност банака ФБИХ у проматраном раздобљу од 2006. до 2011. зависила првенствено од карактеристика специфичних за сваку банку, премда стопа раста бруто друштвеног производа има позитиван утицај на стопу профитабилности имовине банке (РОА). Описан је утицај статистички значајних показатеља на показатеље профитабилности банака. Други показатељи који су кориштени као егзогени у овим моделима, такође имају очекиване предзнаке, али нису статистички значајни те се њихов утицај неће посебно разматрати. У складу с резултатима спроведеног истраживања може се закључити да су уобичајене претпоставке о утицају посматраних варијабли на профитабилност банака исправне, односно њихов утицај се барем у одређеној мјери може оцијенити у складу са њиховим утицајем у банковним системима развијених земаља, а што су потврдила у претходном дијелу рада приказана истраживања.

Конкретније, РОА је функција нето добити и просјечне укупне активе банака у одређеном раздобљу. Стога и не чуди негативан утицај сљедећих егзогених варијабли на овај показатељ: нето одобрени кредити / краткорочно финансирање банака, обим оперативних трошкова и имовине банке. Наиме, веће вриједности показатеља нето одобрени кредити / краткорочно финансирање банака имају негативан утицај на РОА јер управо тај показатељ указује на повећану ликвидност банака, али уједно и на већи удио "неприходујуће" имовине, односно имовине темељем које банке не остварују приходе, за разлику од кредитних и других профитабилнијих потраживања банака. Оперативни трошкови једнако утичу на показатељ РОА јер овај показатељ у основи приказује способност банке да

контролише оперативне трошкове. То је и разумљиво јер већи удио оперативних трошкова у укупним приходима банке указује на смањену трошковну ефикасност посматране институције.

С друге стране, следеће егзогене варијабле имају позитиван утицај на РОА: обим "неприходујуће" имовине и укупне имовине банке, нето каматна маржа (НИМ) и стопа раста бруто домаћег производа. Што је мањи обим "неприходујуће" имовине и укупне имовине банке, то је већи удио имовине банке која је у функцији остваривања добити. То је у складу с негативним утицајем већих вриједности показатеља нето одобрени кредити / краткорочно финансирање банака. Једнако је ово истраживање потврдило позитиван и снажан утицај нето каматне марже (НИМ) на профитабилност банака, с обзиром на чињеницу да каматни приходи и даље чине најважнију компоненту укупних прихода банака. Премда се у задњих 20-ак година због појачане конкуренције на тржишту, као и све строжих регулаторних ограничења пословања, банке све више окрећу нетрадиционалним активностима (нпр. новим услугама) и новим изванбиланим операцијама, некаматни приходи које такве активности генерирају још увијек не надмашују укупне некаматне трошкове (енгл. бурден). Стога се нето каматна маржа (НИМ) у банковном жаргону још увијек истиче као најважнија компонента нето прихода (енгл. bread and butter). Потврђен је и позитиван утицај стопе раста БДП-а на РОА јер он директно указује на повећану економску активност босанске привреде која не би била могућа без активне улоге банака.

Показатељи који статистички значајно утичу на РОЕ, донекле су идентични показатељима који статистички значајно утичу на РОА. Конкретније, обим оперативних трошкова и имовине банке негативно утиче на РОЕ, а нето каматна маржа (НИМ) има позитиван утицај, што је идентично утицају који имају на РОА. Два су показатеља који утичу статистички значајно на РОЕ, али немају статистички значајан утицај на РОА. Ради се о показатељима обим капитала и имовине банке и тржишном удијелу. Показатељ обим капитала и имовине банке има негативан утицај, што потврђује претпоставку да би банке с израженијом финансијском полугом, тј. с мањим удијелом дионичарског капитала у укупној имовини банке *sine qua non* требале остваривати виши показатељ РОЕ. С друге стране, тржишни удио поједине банке има позитиван утицај на РОЕ те институције. Такав утицај овог показатеља на профитабилност само још на један начин потврђује оправданост статистичке значајности и смјера утицаја показатеља обима капитала и имовине

банке. Банке с високим тржишним удијелом дакако су највеће банке у систему. Како су уобичајено велике банке слабије капитализоване од мањих банака, онда из тог разлога и овај показатељ индиректно потврђује утицај финансијске полуге на стопу профитабилности дионичарског капитала (РОЕ).

Код вредновања резултата потребно је узети у обзир да су кориштени подаци само оних банака које су имале комплетне показатеље за одређену годину. Овај рад треба стога сматрати прелиминарним истраживањем иза којег тек треба слиједити потпунија анализа детерминанти профитабилности босанских банака. Таква анализа требала би се спровести на подацима свих банака у посматраном раздобљу или би требало користити неки од алгоритама замјене недостајућих података. У кратком року и стабилним макроекономским условима профитабилније слабије капитализоване банке с већим тржишним удијелом које ефикасно управљају оперативним трошковима те имају низак удио "неприходујуће" имовине чије трошкове успјешно преваљују на своје комитенте њиховим укључивањем у цијену банковних кредита и других услуга. Ово истраживање потврдило је уобичајене претпоставке о утицају појединих стандардизованих варијабли на рачуноводствене показатеље профитабилности банака РОА и РОЕ у банковном систему Босне и Херцеговине. Тиме се индиректно доказује и претпоставка о уједначености босанске банковне праксе, као и њихове пословне политике с банкама у другим земљама на чијим су банковним системима спроведена претходна истраживања.

### *1.19.3. Ликвидност банкарског сектора ФБиХ*

Управљање ризиком ликвидности је, уз управљање кредитним ризиком, најважнији и најсложенији сегмент банкарског пословања. Одржавање ликвидности у тржишној економији је перманентна обавеза банке и основна претпоставка за њену одрживост на финансијском тржишту, те један од кључних предуслова за успостављање и очување повјерења у банкарски систем у свакој земљи, његову стабилност и сигурност.

До избијања глобалне финансијске и економске кризе, у нормалним условима пословања банака и стабилном окружењу, ризик ликвидности је за банке имао секундаран значај, односно кредитни ризик је био у првом плану и успостављени системи управљања, односно идентификовања, мјерења и контроле овог ризика били

су под континуираним надзором у циљу његовог унапређења и побољшања. Међутим, треба истаћи да је међузависност свих ризика којима банка јесте или може да буде изложена у свом пословању веома висока. Када је дошло до поремећаја на финансијским тржиштима због утицаја глобалне кризе, ризик ликвидности је нагло добио на значају, и управљање овим ризиком постало је кључни фактор за несметано пословање, благовремено извршавање доспјелих обавеза и очување дугорочне позиције банке, у смислу њене солвентности и капиталне основе. У посљедњем кварталу 2008. године, након ширења глобалне кризе и њеног негативног утицаја на финансијски и економски систем у БиХ, дошло је до пораста ризика ликвидности у банкама у ФБиХ. Иако је дошло до повлачења дијела штедних депозита и нарушавања повјерења у банке, оцјењено је да ниједног тренутка ликвидност банкарског система није била угрожена, јер су банке у ФБиХ, због регулаторних захтјева и прописаних лимита, који се темеље на конзервативном приступу, имале значајна ликвидна средства и добру позицију ликвидности.

У 2009. години заустављена су негативна кретања из посљедњег квартала 2008. године, а основни показатељи ликвидности, захваљујући највећим дијелом смањеној кредитној активности, су побољшани. У 2010. години долази до благог погоршања показатеља, што се са нешто мањим интензитетом наставило и у 2011. години, као посљедица смањења новчаних средстава по основу благог повећања кредитних активности и инвестиција у вриједносне папире, плаћања кредитних обавеза, раста ненаплаћених потраживања, те благог погоршања рочне структуре извора. Упркос томе, ликвидност банкарског система у Федерацији БиХ и даље је добра, са задовољавајућим учешћем ликвидних средстава у укупној активи те добром рочном ускладеношћу финансијске активе и обавеза. Међутим, због још увијек присутног утицаја и дјеловања финансијске кризе у свијету, те дужничке кризе у еурозони, која се негативно рефлектује на банкарске системе појединих европских земаља и банке "мајке" банака у ФБиХ, оцјена је да ризик ликвидности и даље треба бити под појачаним надзором. Поред наведеног, треба имати у виду чињеницу да је утицај кризе на реални сектор још увијек изражен, чије се негативне посљедице рефлектују на укупно привредно и економско окружење у којем банке у БиХ послују, што резултира кашњењем дужника у отплати доспјелих кредитних обавеза и растом ненаплативих потраживања, односно до смањења прилива ликвидних средстава у банкама и конверзије кредитног ризика у ризик ликвидности.

Одлуком о минималним стандардима за управљање ризиком ликвидности прописани су минимални стандарди које је банка дужна да осигура и одржава у процесу управљања овим ризиком, односно минимални стандарди за креирање и спровођење политике ликвидности која осигурава способност банке да потпуно и без одлагања извршава своје обавезе на дан доспијећа. Наведени пропис представља оквир за управљање ризиком ликвидности и садржи квалитативне и квантитативне одредбе и захтјеве према банкама. Прописани су лимити које банке требају испуњавати везано за просјечни декадни минимум и дневни минимум новчаних средстава у односу на краткорочне изворе, као и минимални лимити рочне усклађености доспијећа инструмената финансијске активе и обавеза до 180 дана.

У структури извора финансирања банака у Федерацији БиХ на дан 31. 12. 2011. године највеће учешће од 72,7% и даље имају депозити, затим слиједе узети кредити (укључујући субординисане дугове<sup>44</sup> с учешћем од 10,1%. Узети кредити су са дужим периодима рочности и представљају квалитетан извор за дугорочне пласмане, те побољшавају рочну усклађеност ставки активе и обавеза. С друге стране, рочна структура депозита је знатно неповољнија<sup>45</sup>, а након дужег периода побољшања, током 2010. године дошло је до благог погоршања, што је тренд који се, са нешто мањим интензитетом, наставио и у 2011. години.

Рочна структура депозита по уговореном доспијећу је релативно добра, с учешћем краткорочних депозита од 55,8% и дугорочних 44,2%. У односу на крај 2010. године евидентно је благо побољшање рочности због смањења учешћа краткорочних депозита за 1,9 процентних поена и за исто повећање дугорочних депозита. Промјене у рочној структури резултат су смањења краткорочних депозита за 5% или 312 милиона КМ и истовременог повећања дугорочних депозита за 3% или 130 милиона КМ. Код дугорочних депозита је и даље доминантно учешће два сектора, и то: становништва са повећањем учешћа са 51,6% на 57,7% и банкарских институција са смањењем учешћа са 27,4% на 18,1% (разлог је смањење депозита "мајке" код једне банке за 440 милиона КМ). У депозитима ороченим од једне до три године највеће учешће од 66,4% имају депозити становништва, уз напомену да је, због споријег пораста ових депозита од укупних депозита од једне до три године, дошло до благог смањења учешћа за 0,7 процентних поена, док у периоду преко три године највеће учешће од 46% и даље имају депозити банкарских институција (на

---

<sup>44</sup> Субординисани дугови: узети кредити и ставке трајног карактера.

<sup>45</sup> Према преосталом доспијећу

крају 2010. године 60,9%). Иако рочна структура депозита по уговореном доспијећу приказује благо побољшање рочности, за анализу ризика ликвидности релевантнија је рочност депозита по преосталом доспијећу, јер приказује стање депозита за период од извјештајног датума до датума доспијећа.

### ***1.20. Активности комерцијалних банака на финансијском тржишту ФБиХ***

У току трећег тромјесечја 2010. укупно је пословало 30 комерцијалних банака у БиХ, и то 20 са сједиштем у ФБиХ и 10 са сједиштем у РС. Агенција за банкрство Федерације БиХ увела је привремену управу у Поштанску банку БиХ д.д. Сарајево 5. октобра 2010. због пада нето капитала испод законом прописане нивое и несигурне нивое ликвидности ове банке.

У односу на претходно тромјесечје није било промјена у власничкој структури банака у БиХ, 21 банка у страном власништву, седам у домаћем приватном власништву и двије у већинском државном власништву. Међутим, 26. октобра 2010. потписан је споразум о куповини дијела имовине и преузимање дијела обвеза Уна банке Бихаћ д.д. Бихаћ, која је под привременом управом од стране Балкан Инвестмент банке Бања Лука, а окончање процеса куповине је планирано до краја 2010.

У токум трећег тромјесечја 2010. није било промјена у броју банака скрбника, тако да се укупно 11 банка бавило пословима скрбништва у овом раздобљу.

Износ осигураног депозита за физичке особе износи 35.000 КМ од 1. априла 2010, а у програм осигурања депозита у БиХ укључено је 25 комерцијалних банака.

Квалитет aktive у трећем кварталу 2010. је наставио погоршање из претходних периода, тако да учешће неквалитетне aktive банака (НПА, категорисане као Ц, Д, Е) у укупној активи у трећем кварталу износи 6,3%, што је више за 0,4 процентна поена у односу на претходни квартал.

Неквалитетни кредити који чине већину неквалитетне aktive, према укупним кредитима, на крају трећег квартала износе 9,2%, што је више за 0,6 процентних поена у односу на крај другог квартала. Пораст овог индикатора узрокован је порастом неквалитетних кредита због све веће немогућности зајмопримаца да сервисирају своје обавезе.



У погледу капитализованости, стопа адекватности капитала за цјелокупни банкарски систем је на вишем нивоу од законског минимума од 12% и у трећем кварталу износила је 15,6%, што је више за 0,5 процентних поена у односу на крај претходног квартала. Основни капитал према ризиком пондерисаној активи износио је 12,4%, што је више за 0,4 процентна поена у односу на претходни квартал. Повећање ових вриједности је узроковано смањењем ризиком пондерисане активе у односу на благо повећање основног капитала.

Профитабилност банкарског сектора је додатно погоршана у трећем кварталу, тако што су комерцијалне банке у БиХ забиљежиле негативан финансијски резултат у другом и трећем кварталу 2010. године. Поврат на просјечни дионички капитал (РОАЕ) износио је -3,5% на крају трећег квартала, док је исти износио 2,0% у истоме периоду 2009. године, а поврат на просјечну активу (РОАА) износио је -0,4% на крају трећег квартала 2010. године.

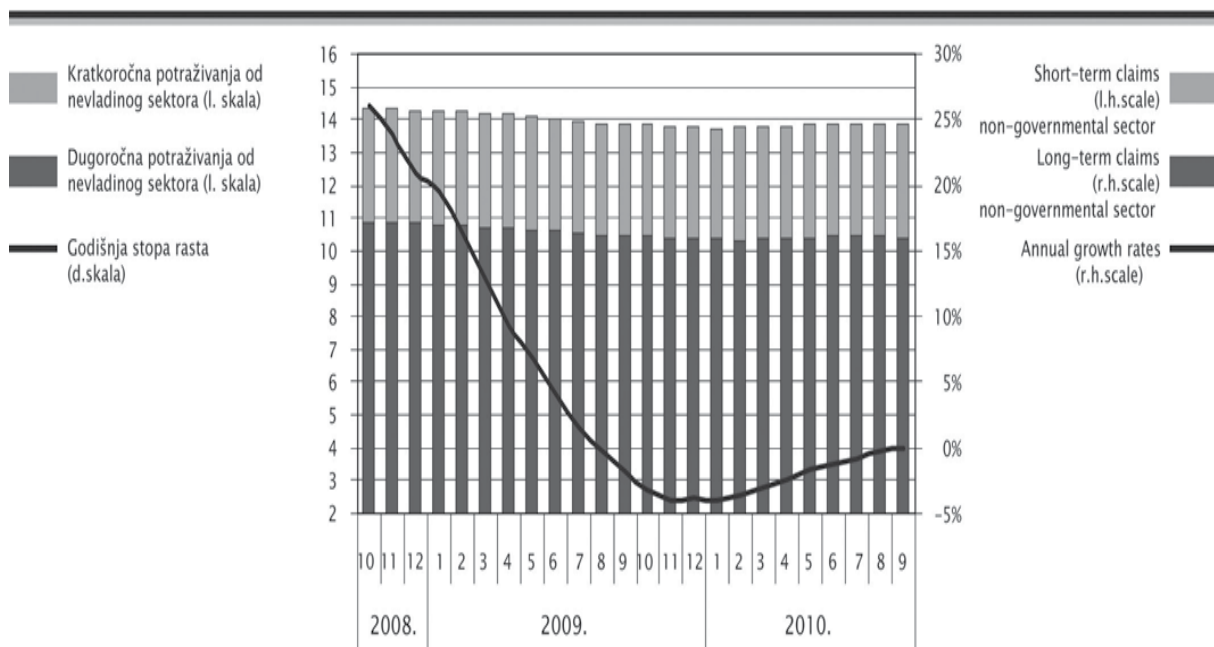
Ликвидност система је доста стабилна и не биљежи погоршање, тако да ликвидна средства према укупним средствима износе 29,3% у трећем кварталу 2010. године, а ликвидна средства према краткорочним финансијским обавезама 50,3%. Мјере које је ЦББиХ предузела у претходном периоду у вези са обавезном резервом су имале утицај на повећање ликвидности банкарског сектора. Тако је повећан износ вишка резерви за 201,6 милиона КМ, или 14,4% у трећем, у односу на други квартал 2010. године.

Девизна позиција има уобичајне флукуације, па је нето девизна позиција у трећем кварталу била 7,6%. Индексирани кредити и кредити у страним валутама према укупним кредитима износили су 70,1%, што је ниже за два базна поена у односу на претходни квартал. Истовремено, обавезе у страним валутама према укупним финансијским обавезама смањене су на 67,7% са 68,9%.

### ***1.20.1. Потраживања комерцијалних банака***

Укупна потраживања комерцијалних банака у БиХ износила су 14,25 милијарди КМ на крају трећег тромјесечја 2010. године, што представља повећање од 15,4 милијуна КМ, или 0,1% у односу на крај другог тромјесечја 2010. године. Дугорочна потраживања, која чине 72,8% укупних потраживања у септембру,

смањена су за 85,1 милијун КМ, или 0,8% у односу на крај другог тромјесечја 2010. У исто вријеме, краткорочна потраживања су повећана за 100,5 милијуна КМ, или 2,7%. Годишња стопа раста укупних потраживања је 0,7%, што представља заокрет након негативног тренда из претходних мјесеци.



Izvor: tabele 18 i 19

Source: tables 18 and 19

Графикон 4: Потраживања од невладиног сектора по рочности и годишња стопа раста (у милијардама КМ)

Извор: [www.cbbh.ba](http://www.cbbh.ba)

Потраживања од нефинансијских приватних предузећа и удружења на крају трећег квартала 2010. износила су 6,76 милијарди КМ, а њихов удио у укупним потраживањима износио је 47,5%.

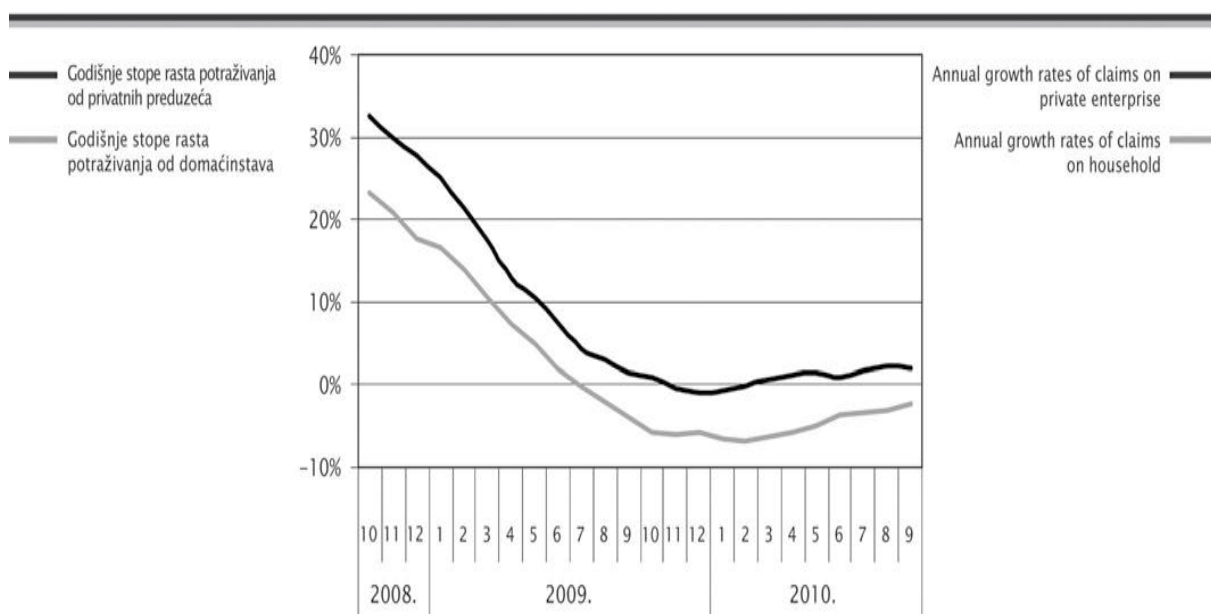
У односу на претходни квартал, ова потраживања су незнатно смањена за 5,8 милиона КМ, или 0,1%, док су на годишњем нивоу повећана за 133,0 милиона КМ, или 20%, што је индикатор још увијек успорених кредитних активности. Годишње стопе раста дугорочних потраживања су нешто више од краткорочних потраживања. Удио дугорочних потраживања износи 62,7% у укупним потраживањима од нефинансијских предузећа и удружења, с тим да годишња стопа раста износи 2,6% у септембру.

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

Потраживања од домаћинстава на крају трећег квартала 2010. износила су 6,28 милијарди КМ, што представља смањење од 4,5 милиона КМ, или 0,1% у односу на крај претходног квартала, односно смањење од 146,3 милиона КМ, или 2,3% на годишњем нивоу. На потраживања домаћинстава се односи 44,1% укупних потраживања комерцијалних банака.

Краткорочна потраживања од домаћинстава повећана су за 34,1 милион КМ, или 4,6%, а дугорочна смањена за 38,7 милиона КМ, или 0,7% током трећег квартала 2010. године.

На годишњем нивоу краткорочна потраживања од домаћинстава су повећана за 5,8%, док су дугорочна смањена за 3,3%.



Izvor: tabele 18 i 19

Source: tables 18 and 19

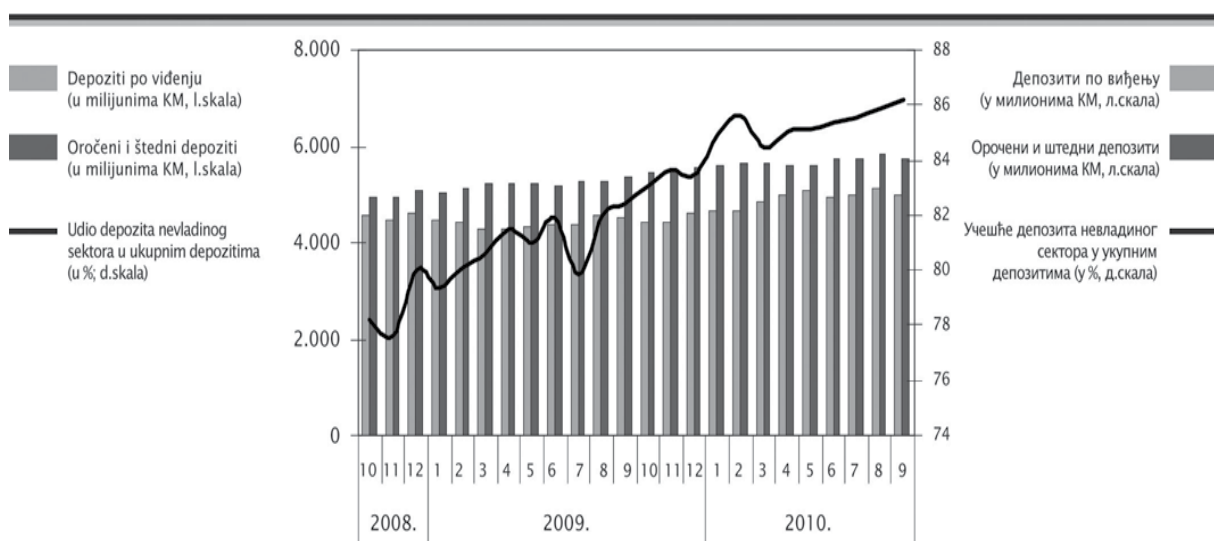
Графикон 5: Годишње стопе раста потраживања од домаћинстава и приватних предузећа

Извор: [www.cbbh.ba](http://www.cbbh.ba)

### 1.20.2. Депозити код комерцијалних банака

На крају трећег тромјесечја 2010. депозити су износили 12,49 милијарди КМ, што представља смањење од 25,3 милиона КМ, или 0,2% у поређењу са подацима на крају другог тромјесечја 2010. године, а на годишњем нивоу забиљежено је повећање за 520,1 милијун КМ, или 4,3%. Проматрано према валутној структури, 51,5% се односи на депозите у КМ на крају трећег тромјесечја 2010. године.

Укупни депозити сектора владе на крају трећег тромјесечја 2010. износе 1,72 милијарде КМ и смањени су за 100,2 милијуна КМ у односу на крај другог тромјесечја. Удио у укупним депозитима износи 13,8%, што је ниже за 0,8 процентних поена у односу на крај претходног тромјесечја. Укупни депозити невладиног сектора износили су 10,76 милијарди КМ у септембру и смањени су за 74,9 милијуна КМ, или 0,7% у односу на претходно тромјесечје, док су на годишњем нивоу већи за 895,9 милиона КМ, или 9,1%.



Izvor: tabele 16 i 17

Извор: табеле 16 и 17

Графикон 6: Депозити невладиног сектора по рочности (у милијардама КМ)

Извор: [www.cbbh.ba](http://www.cbbh.ba)

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

Депозити становништва износе 6,16 милијади КМ у септембру 2010. и тиме имају највеће учешће од 49,3% у укупним депозитима. Годишње стопе раста депозита становништва су знатно више у 2010. у односу на претходну годину. Тако је годишња стопа раста за депозите сектора становништва износила 13,7% у септембру 2010. Посматрано према валутној структури, 32,0% укупних депозита становништва се односи на депозите у КМ и овај обим је на истом нивоу као у другом кварталу 2010. године.

У односу на претходни квартал, орочени и штедни депозити биљеже раст од 1,3%. Раст на годишњем нивоу износи 12,3%, што је за 3,3 процентна поена ниже у односу на крај претходног квартала. Посматрајући структуру депозита по рочности, примјетно је веће учешће орочених и штедних депозита од 61,3%, а у структури ових депозита доминирају дугорочни депозити са учешћем од 81,3%. На крају трећег квартала забиљежено је смањење краткорочних депозита у КМ као и депозита по виђењу у иностраној валути у односу на претходни квартал. На годишњем нивоу забиљежено је смањење краткорочних депозита и у КМ и у иностраној валути. Дугорочни депозити имају позитивне стопе раста и у односу на претходни квартал повећани су за 2,4%, а на годишњем нивоу за 19,7%.

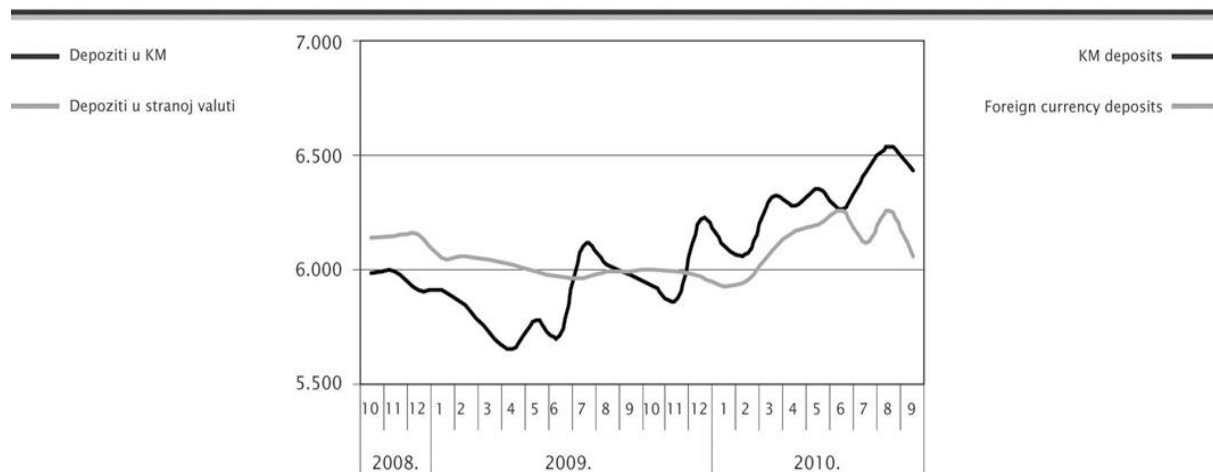
У септембру 2010. године 2,3% укупних депозита се односи на депозите нерезидената.

	Transakcioni računi i depoziti po viđenju/ Transaction accounts and demand deposits			Oročeni i štedni depoziti/ Time and savings deposits		
	Transakcioni računi/ Transaction accounts	Depoziti po viđenju/ Demand deposits	Ukupno/ Total	Kratkoročni/ Short-term	Dugoročni/ Long-term	Ukupno/ Total
Q1 2009	1.013	1.033	2.047	807	2.381	3.188
Q2	1.033	1.023	2.056	822	2.439	3.261
Q3	1.034	1.042	2.076	799	2.601	3.401
Q4	1.079	1.030	2.109	774	2.698	3.472
Q1 2010	1.144	1.130	2.274	784	2.936	3.720
Q2	1.169	1.194	2.364	735	3.041	3.775
Q3	1.205	1.207	2.413	716	3.113	3.828

Извор: [www.cbbh.ba](http://www.cbbh.ba)

Депозити приватних нефинансијских предузећа и удружења износили су 1,91 милијарду КМ и чине 15,3% укупних депозита. Током трећег тромјесечја 2010. настављен је тренд раста ових депозита, осим у септембру, када је на годишњем нивоу забиљежено благо смањење од 1,4%. У структури депозита нефинансијских

приватних предузећа и удружења и даље доминирају депозити по виђењу са удијелом од 74,8%, а посматрано према валутној структури, 63,7% се односи на депозите у КМ.



Izvor: tabela 20

Source: table 20

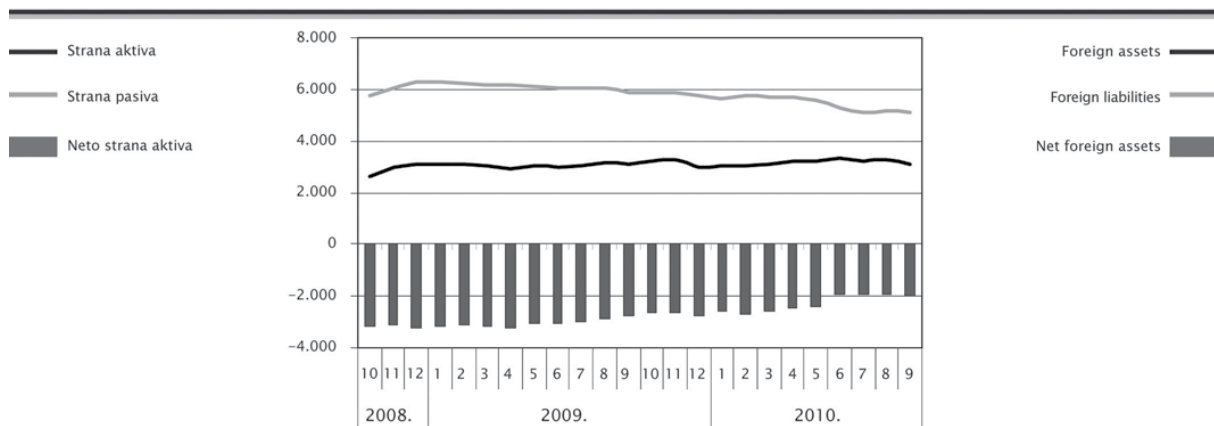
Графикон 7: Депозити приватних нефинансијских предузећа

Извор: [www.цббх.ба](http://www.цббх.ба)

### 1.20.3. Страна актива и страна пасива комерцијалних банака

У септембру 2010. нето страна актива (НСА) комерцијалних банака у БиХ износила је 2,01 милијарду КМ с негативним предзнаком због веће стране пасиве (-5,08 милијарди КМ) у односу на страну активу (3,07 милијарди КМ).

## Могућности финансирања јавног сектора финансијским дериватима

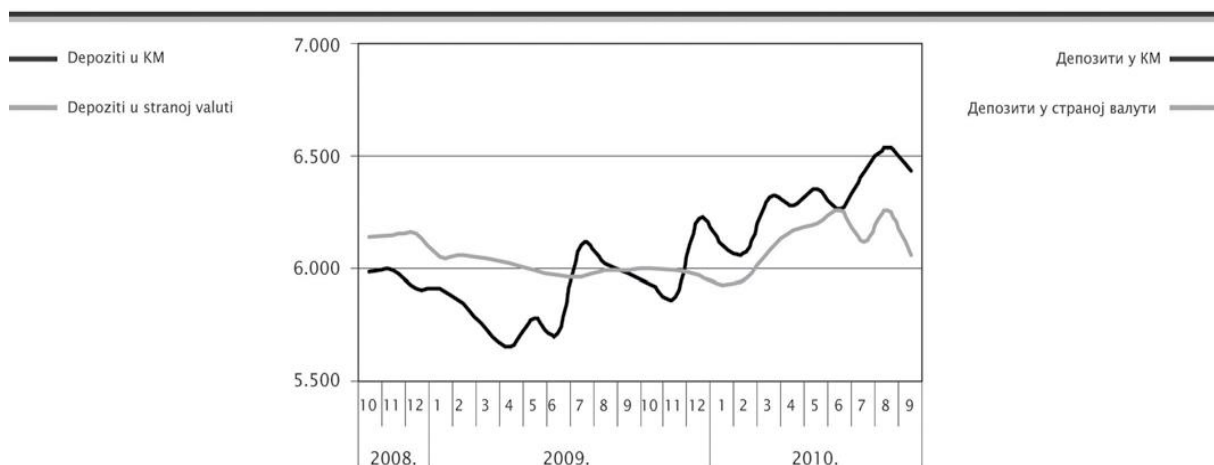


Izvor: tabela 11

Source: table 11

Графикон 8: Страна актива и страна пасива (у милионима КМ)

Извор: [www.цбх.ба](http://www.цбх.ба)



Izvor: tablica 20

Извор: табела 20

НСА смањена је за 57,8 милиона КМ на крају трећег квартала 2010. у односу на крај претходног квартала. Ово смањење је последица смањења стране пасиве од 210,6 милиона КМ и смањења стране активе за 268,4 милиона КМ.

Краткорочна страна актива смањена је за укупно 223,6 милиона КМ, од чега се 198,4 милиона КМ односи на краткорочне депозите код кореспондентних банака, а 79,9 милиона КМ на средства на рачунима код кореспондентних банака у иностранству. Дугорочна страна актива смањена је за 44,7 милиона КМ.

У исто вријеме, на страни пасиве забиљежено је смањење у износу од 210,6 милиона КМ. У ставци краткорочне пасиве највеће смањење забиљежено је код

краткорочних депозита и кредита нерезидената у износи од 87,9 милиона КМ. Дугорочна страна пасива је смањена за укупно 127,9 милиона КМ, а смањење се углавном односи на орочене депозите нерезидената (90,3 милиона КМ) и смањење обавеза према нерезидентима (41,8 милиона КМ).

На годишњем нивоу, НСА комерцијалних банака повећана је за 770,7 милиона КМ или 27,7% на крају трећег квартала 2010. Као последица смањења стране пасиве за 13,7% и смањења стране активе за 1,2%.

## ***IV. ПОГЛАВЉЕ***

### ***2. Финансијски деривати на финансијским тржиштима у БиХ***

Финансијски деривати су финансијски инструменти чије перформансе зависе од перформансе неке друге активе. Слободно можемо рећи да деривати представљају једну велику “изведену” групу хартија од вриједности чија цијена зависи од тржишне цијене или одговарајућег индекса једног или више оригиналних инструмената. У основи, деривати обухватају форварде, фјучерсе и опције.<sup>46</sup> Корпорације, институционални инвеститори и индивидуални инвеститори користе деривате како би управљали ризиком који потиче од флукуација каматних стопа, промјене девизних курсева или промјене цијене појединих роба. Деривати су дакле, финансијски инструменти чија вриједност зависи од других основних финансијских инструмената.

Деривати су финансијски инструменти изведени из обвезница, диница, валута, каматних стопа, робе или су чак утемељени на специфичним догађајима попут временских промјена. Могу се састављати за разноврсну имовину, од опипљиве материјалне до нематеријалне финансијске имовине.<sup>47</sup> Постоје двије

---

<sup>46</sup> Иако већина аутора која проучава проблематику финансијских деривата у њих убраја и форварде, поједини аутори форварде не сматрају дериватима, јер нису ликвидни тј. не могу се продавати. Међутим, и за овакав став треба имати резерву јер су продаје форварда за поједине врсте роба (гориво, нафта, мазут) забалежене на тзв. ОТС (over the counter) тржиштима, која подразумевају ванберзанску трговину.

<sup>47</sup> Анђелић Горан Б., Фјучерси као облик терминског берзанског посла, Свет финансија 2002, вол. 28, бр. 189, стр. 9-13



основне групе деривата - прву групу чине они инструменти који мијењају својства потраживања произашлих из неке финансијске имовине, а другу групу чине деривати који су у интеракцији с имовином на коју се односе, односно за коју су састављени. Деривати се могу сматрати инструментима чија је цијена односно вриједност изведена из цијене неке везане имовине за коју се састављају, најчешће неке вредноснице, обично имају развијено секундарно тржиште а одликује их и висока ликвидност.<sup>48</sup> Њихова се вриједност темељи на инструменту за који се стварају, односно њихова се вриједност изводи из вриједности темељног инструмента, немају самосталну вриједност нити могу постојати без везане имовине за коју се стварају. Само тржиште финансијских деривата је изразито динамично и обухвата бројне инструменте, а најразвијеније секундарно тржиште имају опције, фјучерси и термински послови.

Дериватни инструменти постоје већ вијековима, прво су се развили као инструменти управљања ризицима промјене цијена робе на робним берзама и све варијације искључиво робних деривата су остале једини дериватни инструменти три стотине година, све до појаве финансијских деривата. У новије вријеме је започет развој тржишта финансијских деривата, од 1970-их година надаље, па је тржиште финансијских дериватива једно од најмлађих на цјелокупном финансијском тржишту.<sup>49</sup>

Потреба за примјеном деривата у сврху испуњења њихове темељне функције појавила се у хаосу нафтне кризе у свијету, флукуације курсева и неравномјерних конјуктура привреда у свијету, посебно након укидања везаних девизних курсева. Деривати су у таквом окружењу требали да омогуће побољшање тржишне ефикасности диверзификацијом и преузимањем дијелова ризика, и сигурније планирање инвестиција, уз минимални трошак. Нагли раст тржишта финансијских деривата 80-их година 20. вијека може највише да захвали интересу економских субјеката који су полако почели схватати нужност примјене деривата у заштити свог портфеља од ризика којима су изложени у свакодневном пословању и предности деривата због зараде на шпекулативним пословима и арбитражи. Улазак у 21. вијек донио је нове изазове у трговању дериватима, тржиште је постало све захтјевније и због тога је потребно стално прилагођавање новим потребама учесника на том

---

<sup>48</sup> Тушкан Бранка, Управљање ризицима употребом финансијских дериватива у РХ, Зборник економског факултета у Загребу, број 1, 2009. стр. 108

<sup>49</sup> Питић, Г.Љ., Штимац, М., Петковић, Г.К., Ерић, Д.Д., Јелић, Р., Берзански појмовник. Берза, Београд, 1992.

тржишту тако да се лепеза деривата којима се тргује сваким даном све више шири, на примјер, на све сложеније варијанте опција и структуриране производе.<sup>50</sup>

Група финансијских деривата може се подијелити према карактеру основних инструмената на деривате тржишта новца, деривате девизног тржишта и деривате тржишта капитала. Њима се тргује на организованим тржиштима али и на неформалним тржиштима, зависно од својстава појединих финансијских деривата.<sup>51</sup>

### *2.1. Деривати новчаног тржишта*

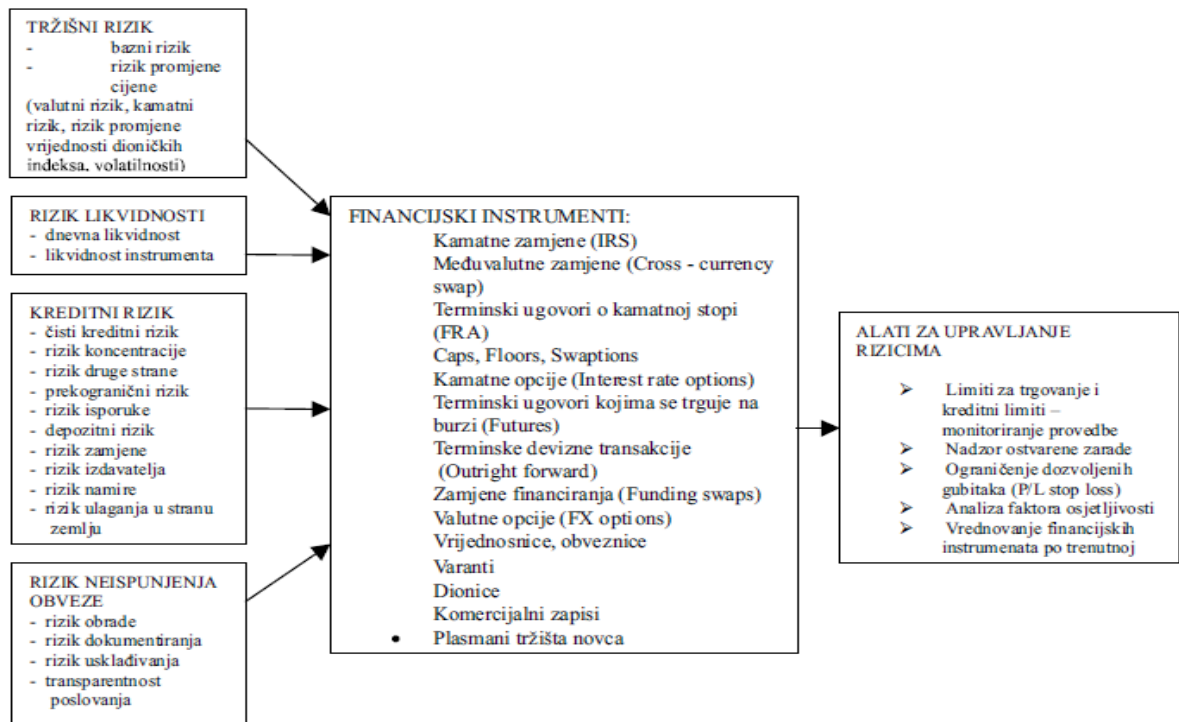
Деривати новчаног тржишта или каматни деривати изведени су финансијски инструменти усмјерени првенствено на управљање каматним ризиком. Наведени инструменти имају углавном доспијеће до 1 године, краткорочног су карактера и штите од ризика промјене каматних стопа. Овој групи припадају термински уговори о каматној стопи, финансијски рочници новчаног тржишта и каматне замјене. Каматни деривативни инструменти су препознати у свијету већ дуже вријеме и успјешно их користе бројне финансијске и нефинансијске институције. У ФБиХ и РС међутим засад још није развијено тржиште у мјери адекватној потребама с обзиром да и каматни ризик, уз изложеност валутном ризику, све више утиче на пословање различитих пословних субјеката. Деривати девизног тржишта односно валутни деривативи обухватају три основне групе:<sup>52</sup>

---

<sup>50</sup> Маринковић Срђан, Скакавац Анђа, Тржиште деривата у Србији - стање и перспективе даљег развоја, Фацта университатис - сериес: Економиц анд Организатион 2010, вол. 7, бр. 1, стр. 47-59

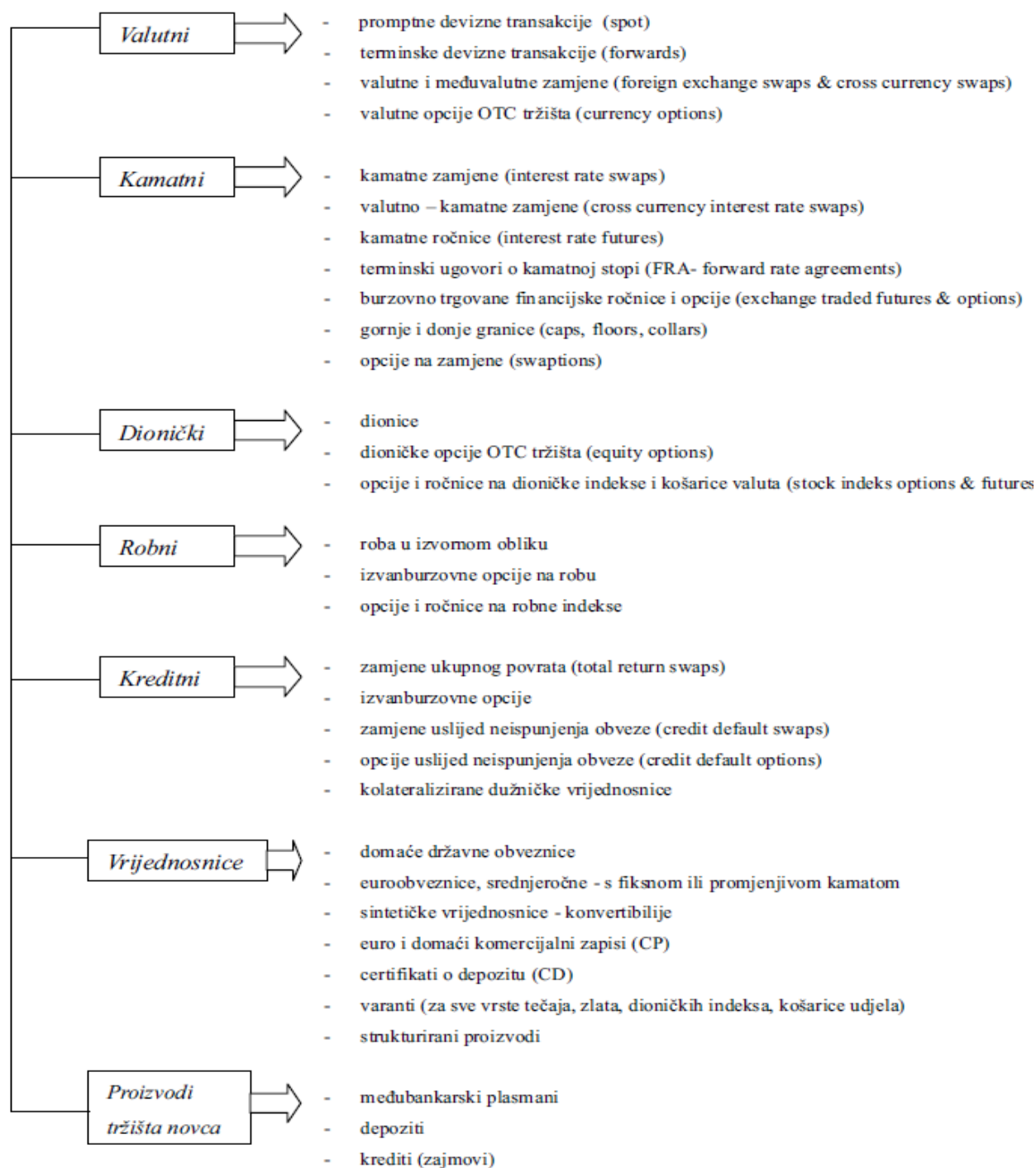
<sup>51</sup> Орсаг Силвије, Изведенице, Хрватска удруга финансијских аналитичара, Загреб, 2006. стр. 35

<sup>52</sup> Еремић, М.Б., Развој и актуелна структура глобалног тржишта деривата. *Финансије*, вол. 59, бр. 1-6, стр. 5-54, 2004.



Илустрација 10: Корелација ризика и финансијских инструмената, Извор слике: Katz, I.D. (1995.): *Financial Risk Manager*", Euromoney Publications PLC, London, стр. 81.

- валутне замјене,
- валутне опције и
- валутне терминске уговоре - терминске послове и валутне рочнике.



*Илустрација 11: Групе производа финансијског тржишта према сличним ризичним својствима, Извор: Katz, I.D. (1995.): Financial Risk manager, Euromoney Publications PLC, Nestor House, Playhouse Yard, London, стр. 59-61*

Њима се управља валутним ризиком или ризиком промјене девизног курса који утиче на вриједност активе и пасиве неког субјекта деноминиране у страним валутама. Деривати тржишта капитала су изведени финансијски инструменти чија су везана имовина инструменти тржишта капитала, попут обвезница, дионица, дионичких индекса и осталих изведених инструмената који су утемељени на

дугорочним финансијским инструментима. Тако се у ову групу убрајају дионичке опције, опције на дионичке индексе, опције на финансијске рочнике, цапс, флоорс, опције на замјене, рочници на обвезнице, рочници на дионичке индексе, варанти, конвертибиле, замјене на тржишту капитала: главничке замјене и замјене дионичких индекса.

### **2.2. Основне карактеристике фјучерса**

Фјучерси су термински уговори о куповини и продаји одређене (конкретне) активе чија реализација са становишта испоруке те активе и њеног плаћања слиједи у наредном времену али прецизно дефинисаном. Заправо, фјучерс уговор је такав уговор којим купац изражава спремност да прода тачно дефинисану активу, уважавајући примјену важећих стандарда, при чему се трансакција мора извршити тачно одређеног дана и према уговором утврђеној цијени. Дакле, у моменту закључивања уговора нема нити преноса уговорене активе од продавца на купца, нити плаћања куповине те активе.<sup>53</sup> Једино се у моменту закључивања уговора врши плаћање одређене провизије односно депозита који износ се користи као гаранција да ће преузете обавезе бити на уговорени начин и у уговореном року извршене. Ова провизија уобичајно се назива маргина. За ову провизију користе се и други називи, као што је иницијална маржа, али њена суштина у свим условима остаје иста. Дакле код фјучерс уговора нема физичког преноса активе у моменту закључења уговора, него се само стиче право односно ствара обавеза за куповину односно испоруку те активе на тачно одређени дан.<sup>54</sup>

Примјера ради, ако су у фјучерс уговору дефинисани основни елементи:

- акције фирме “Ф”,
- јуни 1994. године,
- курс 90.

То значи да ова актива (акције) мора бити купцу предата посљедњег радног дана у јуну мјесецу 1994. године, а да ће купац за ту активу исплатити 90% номиналне вриједности. Видљиво је да је и код фјучерс уговора коришћена

---

<sup>53</sup> Питић, Г.Љ., Штимац, М., Петковић, Г.К., Ерић, Д.Д., Јелић, Р., Берзански појмовник. Берза, Београд, 1992.

<sup>54</sup> Анђелић Горан Б., Фјучерси као облик терминског берзанског посла, Свет финансија 2002, вол. 28, бр. 189, стр. 9-13

стандардна типизација (дефинисање курса) али и посебна типизација карактеристична за фјучерсе, по којој се испорука активе и њено плаћање уговора у мјесецима марту, јуну, септембру и децембру, и то задњег радног дана у том мјесецу.

Стандардизација фјучерс уговора може бити вршена по различитим основама. Најчешће се примењује:<sup>55</sup>

- предмет трговања,
- количином трговања,
- начином испоруке,
- начином плаћања и сл.

Фјучерс уговори сматрају се ликвидним терминским уговорима и њиховим главним карактеристикама могу се сматрати:

- Реализација уговора везана је за фиксно одређени термин. Овај термин, уз наведену стандардизацију условљен је начином и технологијом рада клириншке куће.
- Трговање фјучерсима врши се на берзи фјучерса а цијене се презентују јавности путем објављивања,
- Клириншке куће као посебно специјализоване институције незаобилазне су у реализацији фјучерс уговора,
- Каштити партнера из уговора посвећује се потребна пажња, о чему се брину клириншке институције са којима и купац и продавац закључују посебне уговоре,
- Реализацију фјучерс уговора гарантују клириншке институције (клириншке куће), код фјучерс уговора најчешће не долази до стварне односно физичке испоруке, већ се врши исплата разлика у нивоу цијена.

Фјучерс уговори закључују се на специјализованим фјучерс берзама. Међу најпознатије берзе данас спадају IMM (International Monetard Market), CBOT (The Chicago Board of Trade) и LIFFE (London International Financial Future Exchange). Будући да код ових уговора нема физичког преноса предмета куповине, и купац и продавац изложени су ризику несолвентности, јер могу наступити и различити разлози због којих обавеза не може бити извршена. Због тога се ови уговори ријетко

---

<sup>55</sup> Еремић, М.Б., Развој и актуелна структура глобалног тржишта деривата. *Финансије*, вол. 59, бр. 1-6, стр. 5-54, 2004.

склапају у директном контакту купца и продавца, него се практикује њихово закључивање преко клиринга (Clearing House). Сви уговори морају бити регистровани.

### 2.2.1. Историјат фјучерс послова

Постоје неке индикације да су први фјучерс уговори у свом најпримитивнијем облику склапани још у старој Индији и то 2000 година пре наше ере. Значајан замах развоју фјучерса дале су и купопродајне трансакције на вашарима и сајмовима у Енглеској и Француској у XII вијеку. Први забиљежени случај организоване трговине фјучерсима забиљежен је у Јапану 1730. године<sup>56</sup> и односио се на трговину пиринчем.

Земљопосједници који су живјели у јапанским селима су од својих кметова сваке сезоне убирали дио љетине са поља пиринча и одвозили је у веће градове у којима се те вишкове пиринча складиштили и продавали. У замјену за ускладиштени пиринч земљопосједници су добијали потврде које су могли да продају уколико им је новац био потребан прије стварне продаје робе, а које су истовремено садржале право да се добије одређена количина пиринча (стандардизованог квалитета) у будућности по унапријед утврђеној цијени и тачног дефинисаног дана у години. Крајем XVII вијека на јапанском тржишту пиринча једино је била дозвољена трговина фјучерсима. Врховна влада је још 1730. године и званично признала тржиште као *cho – ai - mai - kaisho* или буквално као “пиринч којим се тргује преко књиге”. Бројна правила овог тржишта су готово идентична правилима савремених терминских берзи а подразумевају сљедеће:

- временски периоди на које се односе уговори су ограничени;
- сви уговори су стандардизовани;
- ниједан уговор није могао бити пренесен у наредни уговорни период;
- сва трговина се морала остварити преко клириншке куће;

---

<sup>56</sup> упоредити са Вешовић, Ј. Значај трговине фјучерсима, Весник, стр 46

- сваки трговац је са клириншком кућом морао да успостави ниво кредита по свом избору.<sup>57</sup>

Међутим, први прави термински послови на берзама се ипак региструју средином XIX вијека на Лондонској берзи метала (London Metal Exchange – LME). Оно што је јако битно напоменути јесте да се радило о пословима са берзанском робом, углавном металима – бакар, алуминијум, цинк, олово и други – а не о финансијским инструментима. Радило се о правим терминским пословима са робом, гдје су се трговци договарали око цијене, али испорука и плаћање су остављани за неки будући датум. Проблем са првим терминским пословима на робним берзама се састојао у томе што ти уговори нису били стандардизовани и није постојао институционални механизам (оличен у постојању клириншке куће) који је гарантовао сигурност испоруке и плаћања.

Некако паралелно, са друге стране Атлантског океана, у САД, у Чикагу (на чикашкој робној берзи – Chicago Board of Trade – CBOT) се такође снажно развијају термински послови између трговаца пољопривредних производа. Уводе се одређена побољшања у терминској трговини – извршена је стандардизација количина, начина плаћања и испоруке, да би 1874. године била креирана и прва клириншка кућа као гарант испоруке и плаћања.<sup>58</sup>

Од 1970. године, када су донијети значајни прописи којима се спречавају злоупотребе у трговини фјучерсима, тржиште фјучерса доживљава праву експанзију најприје у САД, а затим и у Јапану, Великој Британији, Француској и Њемачкој. Крајем 1995. број закључених трансакција на тржишту фјучерса је премашио 700 милиона. Сматра се да у овом тренутку укупна годишња вриједност фјучерса износи преко 150 000 милијарди долара.

Финансијски фјучерс уговор је споразум између купца и продавца који је постигнут данас и који предвиђа испоруку одређене хартије од вриједности за готовину неког датума у будућности.

---

<sup>57</sup> адаптирано према Вукајловић, В. Тржиште фјучерса, Финансије, стр. 597

<sup>58</sup> Ерић, Д. Финансијски деривати – изведене хартије од вредности, Финансијска тржишта и инструменти, стр. 383



### ***2.3. Дефинисање фјучерса***

Бројни аутори и финансијске институције дале су свој допринос дефинисању фјучерса и управо та бројност често доводи до конфузије и мијешања са осталим врстама терминских послова.

Као што смо већ изложили у раду видимо да је фјучерс уговор стандардизовани споразум о продаји и испоруци одређене количине робе, специфицираног квалитета, на одређену локацију у одређено вријеме по унапријед одређеној цијени.<sup>59</sup>

Иако наведена дефиниција добро репрезентује суштину фјучерса, она “пати” од одређене миопије у смислу да предмет испоруке не мора бити роба већ то може бити и нека хартија од вриједности. Зато се може рећи да фјучерс представља уговор о купопродаји одређене стандардне количине робе или финансијског инструмента чије ће се испоруке и плаћање обавити у будућности по цијени која је утврђена у моменту склапања уговора. Фјучерс уговор, као и сваки други уговор, носи обавезе и права како за купца тако и за продавца. Основно право купца је да добије активу (робу или хартију од вриједности) која је предмет уговора, а основна обавеза се односи на плаћање те активе. Обавеза продавца је да испоручи активу, а самим потписивањем уговора стиче право да добије одређена новчана средства.

Фјучерс уговори се закључују између трговаца и клириншке куће која гарантује испуњење обавеза из уговора. Захваљујући присуству клириншке куће на тржишту фјучерса, купац и продавац у уговору одговарају једино на обавезе према клириншкој кући. Уговорне стране немају више међусобних обавеза јер се клириншка кућа понаша као купац према продавцу и продавац према купцу (купчев продавац и продавчев купац).

Такође, треба истаћи да код појединих врста фјучерса уопште не постоји физичка испорука чак ни у року доспјелости уговора. Тако на примјер код фјучерса на индексе, који се базирају на индексима акција, не може се очекивати испорука индекса јер се ради о неопипљивој ствари. Умјесто тога за ове уговоре

---

<sup>59</sup> Strassheim, D. Introduction to Forward and Futures Contracts, Understanding Financial Derivatives, str 74

се као средство испоруке користи новац. Зато су они и познати као фјучерси са новчаним поравнањем (cash-settled futures).<sup>60</sup>

### *2.3.1. Трговина финансијским фјучерсима на фјучерс тржиштима*

Трговина финансијским фјучерсима на фјучерс тржиштима обично се приказује у облику ванбилансних ставки у финансијским извјештајима банака и других финансијских институција. На нашим финансијским тржиштима постоје и готовинска (понекад се називају промптна) тржишта и фјучерс тржишта. На готовинским финансијским тржиштима, финансијска актива се размјењује између купаца и продаваца. Продавци финансијске активе уклањају активу из својих биланса стања и приказују губитке/добит у својим билансима успјеха. Купци финансијске активе додају купљену ставку у своје билансе стања. На готовинским тржиштима, купци и продавци размјењују финансијску активу за готовину онда када се цијена утврди. На фјучерс тржиштима, купци и продавци размјењују уговор који предвиђа испоруку финансијске активе одређеног датума у будућности. У тренутку сачињавања уговора, ни купац ни продавац не врше куповину нити продају у том временском тренутку.

Када банка или други инвеститор купује или продаје фјучерс уговоре по утврђеној цијени, они морају да депонују иницијалну маржу. Иницијална маржа је минимални доларски износ по уговору који одређује берза на којој се врши трговање. Овај депозит може бити у готовини или у облику финансијског инструмента, као што је благајнички запис. Иницијална маржа је акцијски капитал инвеститора у позицији кад он купује (или продаје) уговор. На крају првог дана трговања, обрачунски курс (курс који утврђује берза, на основу трговине обављене тог дана) се распоређује са курсем по којем се извршило трговање. Уколико се курс повећа, купац уговора је на добити, док је продавац на губитку за исти износ. Сваки рачун трговца се дневно усклађује. Ово значи да се рачун акцијског капитала купца повећава са промјеном цијене, док позиција акцијског капитала продавца опада за исти износ. Када позиција акцијског капитала трговца опадне испод минималног износа (који утврђује берза), трговац мора да депонује додатна средства на рачун

---

<sup>60</sup> Hashemian, R.V. Futures, Financial Markets, str 84

акцијског капитала да би одржао своју позицију, или ће се позиција фјучерса затворити у року од 24 часа. Уколико се добит повећава, вишак средстава, може да се повуче. Процес дневног усклађивања се врши на крају сваког трговинског дана. Овај механизам дозвољава трговцима да заузму позицију са минималним инвестирањем средстава.

### 2.4. Трговина фјучерсима

Најприје треба рећи да је за трговину фјучерсима карактеристичан јако висок ниво леврица односно да се малим улагањима могу стећи велики добити. Илустровано примјером то би подразумијевало следеће: за склопљени фјучерс уговор на 100 000 \$ учесник у трансакцији ће морати да стави депозит од 10 000 \$ (10%). Уколико буде имао среће у предвиђању кретања цијена у будућности, актива из уговора може достићи вриједност од 130 000 \$. Њеном продајом учесник у трговини ће зарадити 30 000 \$. Уколико се стави у однос износ депозита и остварене добити доћи ће се до податка да је зарада 300 %.

УЛАЗАК НА ТРЖИШТЕ	ЗНАЧИ ДА	ИЗЛАЗАК СА ТРЖИШТА	ЗНАЧИ ДА
<b>ОТВАРАЊЕ ДУГЕ ПОЗИЦИЈЕ</b>	Закључује се фјучерс уговор за <b>КУПОВИНУ</b>	<b>ОТВАРАЊЕ КРАКТЕ ПОЗИЦИЈЕ</b>	Закључује се фјучерс уговор за <b>ПРОДАЈУ</b>
<b>ОТВАРАЊЕ КРАКТЕ ПОЗИЦИЈЕ</b>	Закључује се фјучерс уговор за <b>ПРОДАЈУ</b>	<b>ОТВАРАЊЕ ДУГЕ ПОЗИЦИЈЕ</b>	Закључује се фјучерс уговор за <b>КУПОВИНУ</b>

Табела 12: Језик фјучерса

Закључивањем фјучерс уговора врши се заузимање позиције. Дуга позиција подразумијева посједовање активе на прометном тржишту, док на терминском тржишту дуга позиција подразумијева очекивање да се добије актива. Кратка позиција на терминском тржишту подразумијева обавезу да се испоручи актива, а на промтном тржишту подразумијева непосредовање активе.

Купац фјучерса заузима дугу позицију и очекује да у року доспјећа фјучерс уговора добије неку активу (на промтном тржишту он је у краткој позицији).

Уколико цијена почне да расте он ће бити на добитку за износ који је једнак разлици између текуће тржишне цијене и већ уговорене цијене. Уколико цијена падне, он ће остварити губитак јер би након рока доспијећа активу могао да набави по нижој цијени.

Продавац фјучерс уговора заузима кратку позицију (на промптном тржишту он је у дугој позицији јер посједује активу). Уколико цијена почне да расте он ће остварити губитак јер ће морати да испоручи активу чија ће цијена у тренутку доспијећа бити виша од уговорене цијене. У случају пада цијена он ће остварити добитак који је једнак разлици између текуће тржишне цијене и уговорене цијене.

На слици 12 и 13 приказане су позиције купца и продавца фјучерса, а у табели 1 терминологија која се користи приликом трговине фјучерс уговорима.



Слика 12.: Фјучерси - позиције

У трговини фјучерсима свака позиција односно уговор чије обавезе нису пренесене на неку другу страну или извршене у складу са фјучерс уговором (испурука основне активе на коју се фјучерс односи и плаћање по основу активе) сматрају се отвореним позицијама.

Ликвидација позиције односно извршавање позиција може се регулисати на два начина. Први подразумијева продају фјучерса трећем лицу чиме се истовремено обавезе из уговора преносе на то лице. Други начин ликвидирања обавеза подразумијева извршавање уговорних обавеза у складу са фјучерс уговором.

Купци и продавци своје трансакције с фјучерсима започињу контактирајући своје комисионе брокере фјучерсима, који са своје стране клијентове налоге упућују брокерима на паркету (floor broker) а ови трансакције (trades) извршавају у складу са садржајем налога. Сви налози се извршавају на

паркету берзе у складу с правилима берзе. Један важан аспект ових правила јесте у томе да се захтијева да све цијене потражње и цијене понуде (bids and offers) буду предочене свим трговцима у рингу да би се осигурало извршење налога по јавним и конкурентним цијенама, тј да би се извршење обавило по систему отвореног узвикивања.

Цијене по којима су трансакције извршене бивају забиљежене и послате (disseminated) широм свијета за неколико секунди. Пошто су налози извршени, брокери који су купили и брокери који су продали извјештавају о свим трансакцијама клириншку кућу и ратификују (confirm) њихове спецификације.

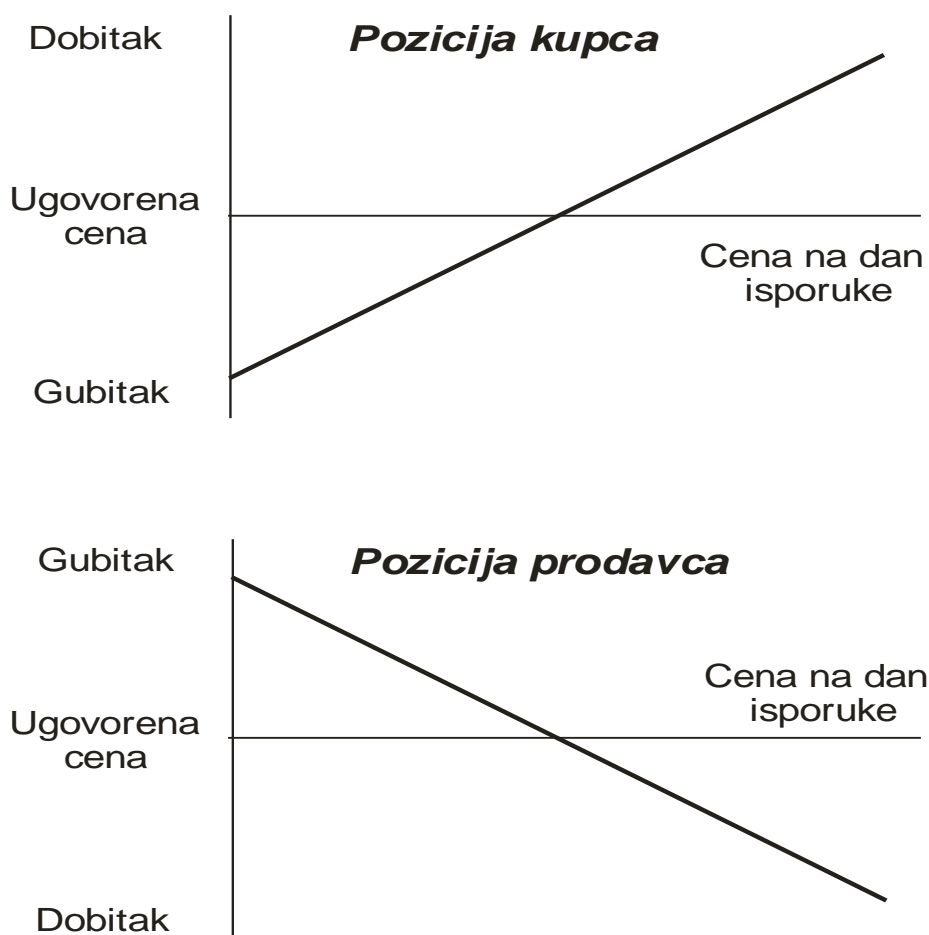
Уколико постоји неслагање око тога ко је извршио који налог и по којој цијени, тзв. случајеви трансакција “изван трговине” (an outtrade transaction), посебан комитет берзе одмах приступа разматрању и одлучује како да се ријеше. Кад су једном већ ратификоване од стране односних брокера, о извршеним трансакцијама повратно се достављају извјештаји комисионим брокерима, и затим сваки комисиони брокер писмено извјештава купца или продавца да је трансакција чије је извршење захтијевао реализована и по којој цијени.

Пошто је једном започео трансакцију на фјучерс тржишту било куповином, било продајом фјучерса, клијент је тиме истовремено успоставио, отворио позицију на фјучерс тржишту; клијент (trader) је овом операцијом, у складу с терминима фјучерс уговора (contract terms), преузео облигацију или да прими испоруку (дуга позиција) или да учини испоруку (кратка позиција) робе на коју уговор гласи у моменту доспјелости уговора...

Постоје три општа начина да се ликвидира фјучерс позиција, односно да се ликвидира уговорна облигација:

- физичка испорука;
- вршење компензирајуће фјучерс трансакције (offseting);
- предузимање замјене фјучерса за робу (Exchange Futures for Physicals EFP).

Цијели процес трговања на берзи робних фјучерса започиње, у ствари, тиме што члан берзе регистрован за извршење брокерских послова у вези са одређеном робом (a registered commodity representative) отвара рачун потенцијалном клијенту који је схватио начин и ризик пословања на берзи фјучерса и који жели да тргује фјучерсима.



Слика 13: Графички приказ позиција купца и продавца код трговине фјучерсима

Куповина фјучерса би, прије свега, требала да буде мотивисана жељом да се одређена количина активе набави у будућности по унапријед одређеној цијени. Временом је овај разлог трговине фјучерсима потиснут у други план. У стварности мање од 4% фјучерс уговора резултује у физичкој испоруци активе на коју се уговор односи. У већини случајева врши се поравнање уговора без трансфера активе.<sup>61</sup>

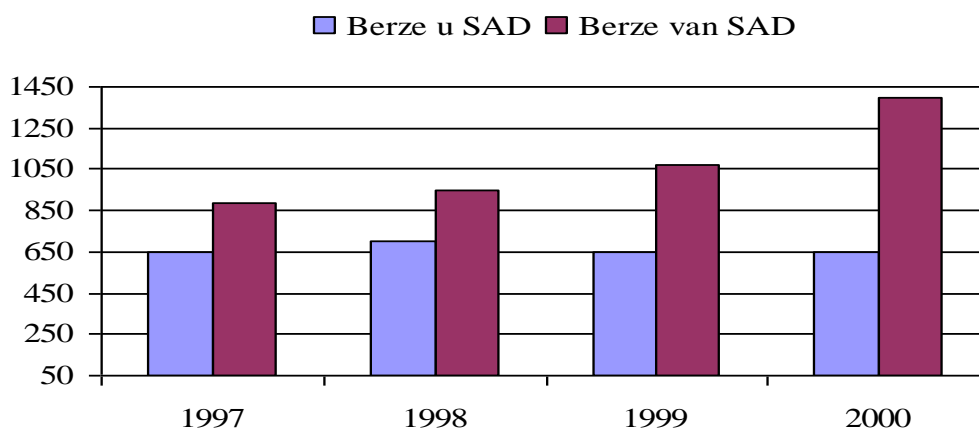
У садашњим условима трговина фјучерса је првенствено мотивисана жељом да се путем куповине и продаје фјучерс уговора оствари зарада. Такође, значајан разлог трговине фјучерсима може бити жеља да се управља ризиком путем хеџинга.<sup>62</sup> Сама ријеч hedge на енглеском језику означава ограду односно

<sup>61</sup> Hashemian, R.V. Futures, Financial Markets, str 83

<sup>62</sup> Хеџинг је трансфер ризика од драстичних промена цена на друге учеснике тржишта фјучерса.

ограђивање. У берзанском жаргону, хецовање или хецинг заправо представља веома сложену и балансирану акцију на тржишту која има за циљ оградивање од ризика промјена цијена у ближој или даљој будућности.<sup>63</sup>

На крају, на слици 14 видимо графички приказ обима трговања фјучерсима и опцијама у САД и свијету.



Слика 14: Обим трговања у фјучерсима и опцијама у САД и осталим свјетским берзама у периоду од 1997. до 2000. године у милионима уговора.

### 2.4.1. Учесници у трговини фјучерсима

Берзански трговци су чланови берзе и своје трансакције врше у берзанском рингу или око њега, тргујући за свој или туђ рачун. Могу трговати више пута у току дана, зауимати кратке и дуге позиције. Берзански трговци могу радити на једној или више берзи. Предност им је што могу трговати са минималним маржама.<sup>64</sup>

Хецери учествују у трговини фјучерсима да би извршили трансфер ризика на друге учеснике на тржишту. Ако хецер посједује активу, која чини основу фјучерс уговора, тј. његова позиција на промптном тржишту је дуга, он на терминском тржишту заузима кратку позицију – позицију продаје и на тај начин се штити од потенцијалног пада цијене активе коју посједује. Кратка позиција на

<sup>63</sup> Вељковић, Д. и Еремић, М. Спот и фјучерс тржишта, Пласман и тржиште, стр 26

<sup>64</sup> Вукајловић, В. Тржиште фјучерса, Финансије, стр 596

промптном тржишту и заузимање дуге позиције на терминском тржишту има за последицу смањење ризика од потенцијалног раста цијена. Дуга позиција обавезује хецера да купи активу на дан доспијећа уговора.

Шпекуланти су најбројнији учесници у трговини фјучерсима и они својим понашањем у трговини (сталне куповине и продаје) обезбеђују ликвидност тржишту фјучерса. Њихова заинтересованост за учешће у трговини је прагматичне природе и односи на стицање зараде по основу флукуација у цијени фјучерса. Зарада шпекуланата је везана за разлике у цијени фјучерса у одређеном временском интервалу. Они су често окривљени и за прављење великих скокова цијена или за толико снижавање цијена да могу чак да угрозе производњу појединих производа.

Веома мали број шпекуланата не затвара позицију прије доспијећа уговора. У зависности од тога када затварују позиције шпекуланти се могу подијелити у три групе:

Скалпери (scalpers) затварују позиције веома брзо у току једног дана, користећи краткотрајне осцилације у цијени фјучерса,

Дневни трговци (day traders) користе разлике у закључним цијенама два узастопна дана, на крају кога затварају позиције.

Позициони трговци (position traders) могу да држе позицију отвореном и до дана доспијећа уговора, у зависности од њихове процјене разлика у цијени.<sup>65</sup>

### ***2.5. Cash flow на тржишту фјучерса***

Најприје је важно уочити да постоји разлика између цијене фјучерса и вриједности фјучерса. На самом почетку вриједност фјучерса једнака је нули јер су цијена фјучерса и уговорена цијена једнаке. Како цијена сваког дана флукуира односно одступа од иницијалне цијене, фјучерс стиче неку вриједност.

Цијена фјучерса је повезана са цијеном на спот тржишту у сваком тренутку до момента извршења уговора. Између ове двије цијене постоји разлика која је, теоретски посматрано, једнака трошковима држања активе која је предмет уговора. Зашто је то тако најбоље је илустровати на једноставном примјеру. Замислимо да неко жели да има одређену активу за шест мјесеци. Тај неко има

---

<sup>65</sup> Вешовић, Ј. Значај трговине фјучерсима, Весник, стр 50



двје алтернативе. Прва је да сада позајми новац и купи активу, а друга је да заузме дугу фјучерс позицију за активу која га интересује. И једна и друга алтернатива имаће исти резултат – посједовање активе кроз шест мјесеци, али и трошкове. Трошак прве алтернативе једнак је цијени активе у садашњем тренутку, спот цијени, увећаној за трошкове камате позајмљеног новца. Уколико купљена актива служи као колатерал, реално је претпоставити да ће трошкови камате бити једнаки безризичној каматној стопи (*risk-free rate*). Према томе, цијена фјучерса биће једнака спот цијени увећаној за трошкове финансирања:

$$F_0 = S_0 (1 + r)T$$

У овој једначини,  $F_0$  је текућа тржишна цијена фјучерса,  $S_0$  је цијена на спот тржишту, а  $r$  је годишња стопа приноса без ризика.<sup>66</sup>

Трошак друге алтернативе је разлика између више цијене у будућности и текуће цијене тј. спот цијене.

За финансијске фјучерсе трошкови држања су чисти финансијски трошкови. Већина финансијских фјучерса као основу има актива која не доноси приход (нпр. дивиденду) у току уговорног периода фјучерс уговора. Цијена фјучерса за такве уговоре се рачуна по сљедећој једначини:

$$F_0 = S_0 (1 + or T)T$$

За фјучерс уговоре чија је основна актива хартија од вриједности са интермедијарним новчаним током, цијена се одређује тако што се од претходне једначине одузме садашња вриједност новчаног тока који произилази из те хартије од вриједности.

$$F_0 = S_0 (1 + or T)T - PV(D)$$

Цијена робних фјучерса у случају када постоје трошкови складиштења рачуна се по сљедећој формули:

$$F_0 = S_0 (1 + or T)T - PV(C)$$

---

<sup>66</sup> Arshadi, N. and Karels, V.G. Forwards and Futures, Modern Financial Intermediaries and Market, str 398

Где је  $PV(C)$  садашња вриједност трошкова складиштења.<sup>67</sup>

Куповина или продаја фјучерс уговора подразумијева кретање цасх флоу-а у виду варијације марже до момента извршења уговора, који резултира из праксе дневног поравнања уговорене цијене фјучерса и цијене салдирања односно тржишне цијене фјучерса. Са порастом тржишне цијене фјучерса расте и износ марже на рачуну купца који се третира као прилив готовине. Уколико дође до пада тржишне цијене фјучерса доћи ће до кретања цасх флоу-а у супротном смијеру. На рачуну купцу доћи ће до смањења износа марже, док ће на рачуну продавца доћи до повећања износа марже за исти износ за који је дошло до смањења износа марже на рачуну купца и који се може сматрати његовим добитком. Овај механизам дневног формирања и обрачунавања добитака и губитака уведен је у трговину фјучерсима како би клириншка кућа увијек имала нулту нето позицију.

Фјучерс цијене се свакодневно објављују у финансијским извештајима. Читање извјештаја о фјучерсима подразумијева, прије свега, познавање таблице мјесеци. ZGM07 је фјучерс на злато који истиче у јуну 2007. године. Ево детаљнијег и сликовитијег појашњења.

Табела 13: Кодови мјесеци за тумачење извјештаја о цијенама фјучерса

Кодови месеци	
Месец	Код
Јануар	Ф
Фебруар	Г
Март	Х
Април	Ј
Мај	К
Јун	М
Јул	Н
Август	Q

<sup>67</sup> Arshadi, N. and Karels, V.G. Forwards and Futures, Modern Financial Intermediaries and Market, str 400

Grain and Oilseed Futures							
	OPEN	HIGH	LOW	SETTLE	CHG	LIFETIME HIGH LOW	OPEN INT
<b>Corn (CBT)-5,000 bu.; cents per bu.</b>							
May	232.50	234.50	232.50	233.25	.50	301.00 227.25	24,081
July	231.00	233.25	230.25	231.50	.25	297.25 227.25	215,359
Sept	231.25	233.00	230.50	231.25	...	276.00 229.00	45,560
Dec	233.00	235.25	232.00	233.25	.50	269.00 230.50	94,350
Mr04	240.00	242.00	240.00	240.50	.50	264.00 236.75	11,067
May	245.50	245.50	244.25	244.50	.50	255.50 241.00	1,275
July	246.75	247.75	246.25	246.50	.50	264.50 241.75	3,287
Dec	241.25	241.25	241.00	241.00	-.75	260.00 232.50	2,689
Est vol 48,891; Wed 74,521; open int 398,010, +240.							
<b>Oats (CBT)-5,000 bu.; cents per bu.</b>							
May	158.75	168.00	158.75	167.75	11.50	221.00 158.00	246
July	147.00	151.00	147.00	149.25	2.00	197.00 146.50	3,697
Sept	141.50	141.50	141.50	141.50	1.50	175.00 139.75	215
Dec	143.00	143.00	142.00	142.25	.50	163.50 140.50	1,460
Est vol 695; Wed 1,643; open int 5,747, -47.							

Слика 15: Примјер извјештаја о цијенама фјучерса.

- Прва колона приказује датум истека уговора;
- **Open** – цијена по којој је извршена прва трансакција у току тог дана;
- **High i Low** – највиша и најнижа цијена по којима је трговано тог дана;
- **Settle (settlement price)** – просјечна цијена у посљедња два минута трговања (важна обрачунска категорија за клириншку кућу);
- **Open interest** – број закључених уговора у току претходног трговања.

### 2.5.1. Сврха трговања финансијским фјучерсима

Тржишта финансијских фјучерса направљена су тако да преносе ризик од флукутација каматних стопа са инвеститора који неће да прихвате ризик, као што су комерцијалне банке и штедне институције, на шпекуланте који су спремни да прихвате и евентуално профитирају од таквих ризика. Фјучерс уговорима тргује се на организованим берзама (као што је Chicago Board of Trade, Chicago Mercantile Exchange, London Futures Exchange).

На паркету берзе, појединци који се називају брокери на паркету извршавају налоге да купе или продају ове уговоре по најповољнијој могућој цијени. На примјер, када банка или друга институција контактира брокера и понуди му да прода фјучерс уговоре (тј. банка или друга институција хоће да „прода на празно“ фјучерсе), то значи да она обећава да ће испоручити хартије од вриједности на основу којих је склопљен уговор, купцу ових уговора одређеног датума и по унапријед утврђеној

цијени. Исто тако, банка или друга институција могу да се појаве на фјучерс тржишту као купци уговора (тј. банка или друга институција одлучује да „купе акције ради шпекулације“ са фјучерсима), саглашавајући се да ће прихватити испоруку хартија од вриједности на основу којих је склопљен уговор или да ће платити готовину клириншкој кући на дан када уговор доспијева на основу њихове цијене у том тренутку.<sup>68</sup>

Фјучерс уговорима се тргује и на ванберзанском тржишту (овер тхе цоунтер (ОТЦ)), без укључивања берзе, што је често много мање скупо за трговце. Међутим, ванберзанска фјучерс трговина је углавном много ризичнија зато што берза гарантује обрачун сваког уговора, чак и у случају када једна или друга уговорна страна пропусти да изврше своју обавезу. Даље, ризик ликвидности је обично мањи код фјучерса којима се тргује на берзи, код опција и других финансијских инструмената, усљед присуства великог броја шпекуланата и стручњака на берзи који су увијек спремни да се појављују као купци или продавци инструмената којим се тргује.

Колико је фјучерс уговора потребно банци или другој финансијској фирми за покриће велике изложености ризику? Циљ је да се надокнади губитак нето вриједности због промјена каматних стопа на тржишту добитком од трговине на тржишту фјучерс уговора.

$$\text{Број потребних фјучерс уговора} = \frac{\text{Дактив а} - \frac{\text{Укупна пасива}}{\text{Укупна актива}} \times \text{Дпасива)} \times \text{Укупна актива}}{\frac{\text{Период основне хартије од вредности наведене у фјучерс уговору}}{\text{Цена х фјучерс уговора}}}$$

### 2.6. Клириншке куће и врсте фјучерс уговора

<sup>68</sup> Еремић, М.Б., Развој и актуелна структура глобалног тржишта деривата. *Финансије*, вол. 59, бр. 1-6, стр. 5-54, 2004.

Основна функција клириншких кућа као посебних специјализованих берзанских институција јесте заштита интереса уговорених страна. Када се учесници у фјучерс послу усагласе о условима у којим ће се трансакција реализовати, сваки за себе те услове преноси на клириншку кућу. Тако клириншка кућа постаје званични пословни партнер оба ова учесника у послу. На тај начин ризик несолвентности преноси се на клириншку кућу (Clearing House). Ризик из овог посла мора се што више контролисати. Због тога су уговорене стране у обавези да клириншкој кући за сваку трансакцију појединачно уплаћују одређени износ на име иницијалне марже, што представља одређени гарантни износ. Та средства клириншка кућа држи код себе на посебном рачуну који се назива рачун марже. Висина марже, која се још уобичајено назива маргина, одређује сама клириншка кућа и она зависи од типа фјучерс уговора. Уобичајено се утврђује у процентима од номиналне вриједности уговора.

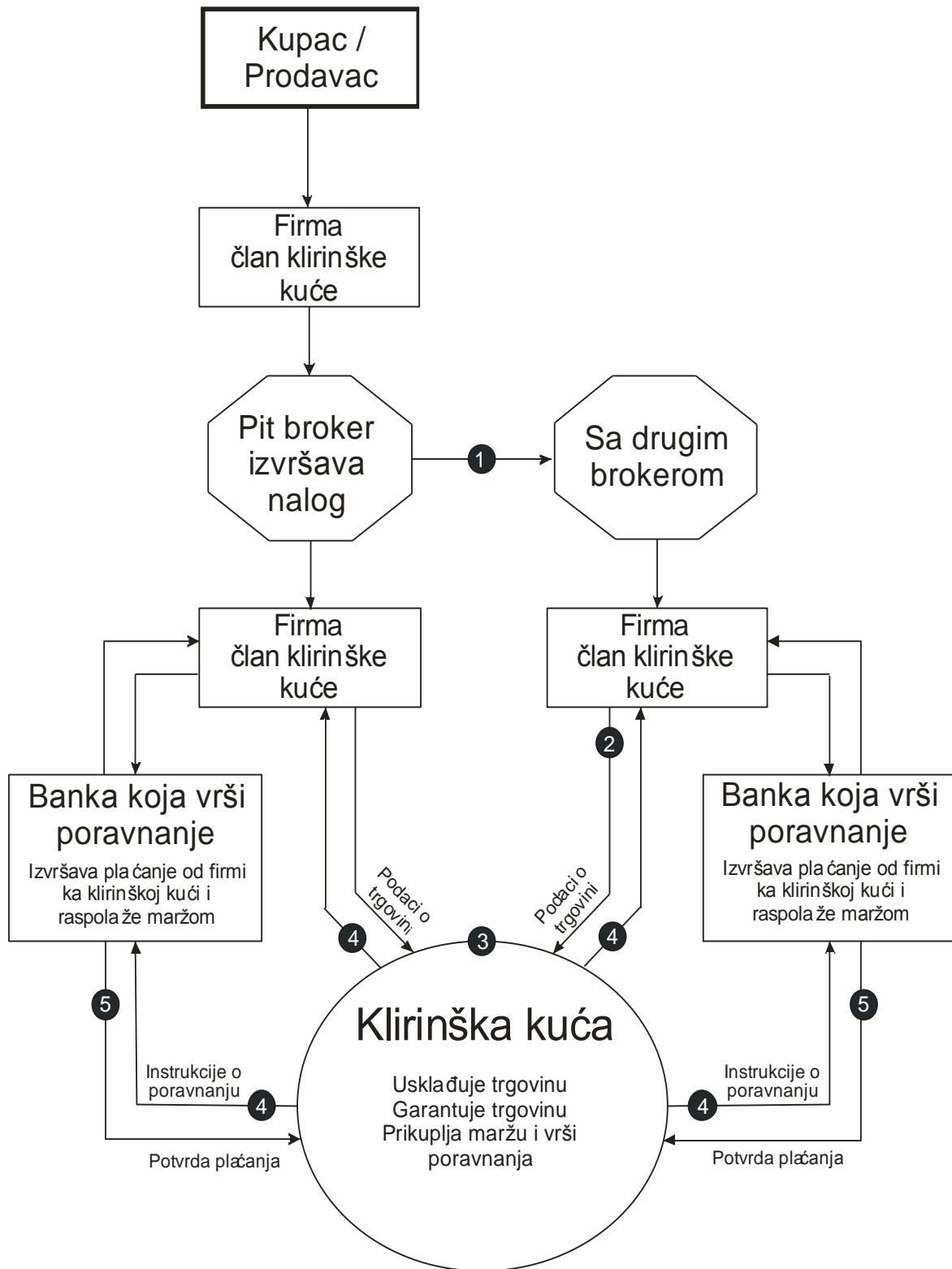
Да би гарантовала да ће сви уговори бити извршени онако како је то специфицирано свака берза мора да има структуру која обезбеђује процедуре које осигуравају да ће све уговорне обавезе бити испуњене. Берзе због тога оснивају клириншке куће (clearinghouse), које имају есенцијалну и интегралну улогу за активности које се дешавају на берзама фјучерса. Клириншке куће су пословнице берзи које обезбеђују да се трговина коректно администрира.<sup>69</sup>

Имајући у виду да су клириншке куће гарант уговорних обавеза, оне морају бити добро капитализоване. Капитал потиче од чланова клириншких кућа, који истовремено могу бити чланови дотичне берзе, али и не морају. Такође, ни сви чланови берзе нису чланови клириншких кућа.

Чланови клириншких кућа морају држати значајне суме новца у виду депозита код клириншке куће чији су члан. Износ зависи од броја уговора којим члан клириншке куће тргује. Минимални депозит је неколико милиона долара.

---

<sup>69</sup> Strassheim, D. Introduction to Forward and Futures Contracts, str 76



Слика 16: Шема функционисања клириншке куће

Зато што цио процес закључивања фјучерса зависи од солвентности чланова клириншке куће, финансијско стање се пажљиво прати од стране

званичника берзе. Уколико тако процијене, берзански званичници могу да захтијевају додатан износ депозита или једноствано могу да ограниче број уговора којима се може трговати за дати ниво депозита.

Сваки “брокер на поду” (floor broker или pit broker – брокер који на самој берзи извршава налоге клијената) је повезан са чланом клириншке куће која руководи његовим трансакцијама. Корист за чланове клириншке куће лежи у приходу који се остварује приликом трансакције, а подразумијева релативно малу таксу која се наплаћује од брокера.

На слици 1 дат је шематски приказ трансакција приликом трговине фјучерсима и њихов редосљед извршавања.

Закључивање уговора треба да буде регистровано код клириншке куће. За регистровање сваког уговора плаћа се одређена такса. По извршеној регистрацији смањује се неизвјесност око понашања клијената према уговореним обавезама, јер клириншка кућа гарантује испуњење уговора обема странама и истовремено се излаже ризику ако нека од уговорних страна не одговори обавезама. Због тога иницијални депозит или маржа (initial or original margin) има третман депозита повјерења према клириншкој кући. Његова висина износи 5–10% од вриједности тржишног материјала који је предмет уговора и полаже се у виду готовине или краткорочних државних хартија од вриједности.<sup>70</sup>

Учесници у трговини фјучерсима су дужни да на својим рачунима посједују ниво готовине у износу од 75% од износа иницијалне марже у виду марже одржавања (maintance margin).

Промјена висине маржи је посљедица повећања или смањења отворених позиција и дневних прилагођавања цијени салдирања. Када маржа на рачуну клијента падне на ниво марже одржавања (као резултат дневног салдирања) активира се позив за уплату марже (margin call). Уколико клијент не одговори позиву, клириншка кућа ће искористити своје право да ликвидира његову позицију, издавањем налога за продају у клијентово име.

Фјучерс уговори имају свој курс и он се на фјучерс берзи стално мијења. Кретање курса фјучерса редовно се прати у клириншкој кући која у зависности од праваца и интензитета тог кретања за своје клијенте прати губитке и добитке. Како је сваки губитак једног клијента истовремено и добитак другог, то је салдо клириншке

---

<sup>70</sup> Вешовић, Ј. Значај трговине фјучерсима, Весник, стр 51

куће увијек нула. Међутим, битно је да се ти губици односно добици крећу у границама уплаћене премије. Док се год ти губици и добици крећу у тим границама нема никаквих додатних плаћања. Ти губици и добици се само евидентирају. Ако, примјера ради, губитак премаши износ иницијалне марже, партнер је обавезан да изврши нову, додатну уплату марже. Да би се укупан посао праћења цијена могао успјешно организовати, и да би сав тај посао могао да се сматра ефикасним, клириншке куће утврђују тзв. минималне промјене курса (tick). То је, заправо граница испод које се промјене курса не евидентирају, односно изнад које се те промјене евидентирају. Свакако да та граница зависи од врсте фјучерс уговора. Уобичајено је да се та скала (минималне промјене курса) утврђује у проценту од укупног курса ефеката, на примјер 1/100% до 1/30%.<sup>71</sup>

Дакле да би се трансакције из фјучерс уговора могле реализовати, неопходно је постојање одређеног система механизма који сачињавају:

1. маргине,
2. дневно прилагођавање,
3. одржавање и кориговање маргина.

Учесници у трансакцијама по фјучерс уговорима су привредни субјекти који се на овај начина желе осигурати од ризика и који се уобичајено називају хедџери (hedgers) и субјекти који желе шпекулисати и који се уобичајено зову трговци шпекуланти (traders-trejdrs).

Основни ризик од кога се хедџери желе заштитити јесте ризик промјене цијена. Сам назив (енглески) ових учесника значи: обезбједити се, осигурати односно покрити, оградити се. Заправо, хедџери овим пословима приступају ради заштите од могућих губитака који би могли настати усљед промјена цијена одређене активе. Хедџинг послови на фјучерс берзи требало би да спријече настанак ризика и посебно се користе код уговарања набавке сировина. Ови послови су комбинација промптног и терминског посла, заправо комбинација промптне куповине и терминске испоруке. Примјера ради, купи се промптно какао, а термински се прода у какао прах који би тек требало да се произведе. На овај начин се покушава обезбједити заштита од могућег губитка који би настао усљед промјене цијена купујући будуће количине.

---

<sup>71</sup> Еремић Милан Б., Посредници и посредовање у процесу трговања на тржишту робних фјучерса, Економски анали 2003, вол. 44, бр. 159, стр. 63-94



Код хедџинг послова, у зависности од очекиваних кретања и намјере за заштиту од ризика који може настати као последица таквих кретања разликују се:

- терминска хедџинг (ili hedž) продаја (short hedge) гдје се остварује заштита од губитака који би могли настати усљед пада цијена од тренутка касније продаје робе, и
- терминска хедџинг (ili hedž) куповина (long hedge) гдје се остварује заштита од губитака који би могли настати усљед пораста цијена од тренутка касније куповине робе.

Шпекуланти (traders) јесу они учесници у фјучерс пословима и операцијама на фјучерс берзама чија је основна активност усмјерена на остваривање што веће зараде. У том смислу њима је својствено намјерно помјерање цијена у жељеном правцу.

Фјучерс уговори могу се посматрати и са аспекта рокова доспјећа ефеката који су предмет трговине. По том основу фјучерс уговоре можемо посматрати као:

- краткорочне фјучерс уговоре и
- дугорочне фјучерс уговоре.

Предмет краткорочних фјучерс уговора јесте куповина и продаја на термин свих врста краткорочних ефеката као што су краткорочне обвезнице, депозити и сл., гдје се за уговарање каматне стопе користи систем индекса (Ако је номинална вриједност једног ефекта 100 јединица а уговорена каматна стопа за период његовог доспјећа од три мјесеца је 10% тада се овим системом уговара: “стопа 90”). На овај начин се ови послови разликују од неких сродних послова. Разлика између ове стопе, која је нека врста цијене на фјучерс тржишту и класичних каматних стопа истих ових ефеката на промптном тржишту, назива се „басис“ чија је јединица мјере 0,01%. (Стопа 90 на фјучерс тржишту значи стопу од 10%, а ако је за исте ефекте стопа на промптном тржишту 9,55%, то значи да је басис 45 поена ( $10 - 9,55 = 0,45$ )). Дугорочни фјучерс уговори су такви уговори на термин код којих су предмет куповине и продаје сви они ефекти са фиксним приходом који имају дугорочни карактер.

### 2.6.1. Финансијски и робни фјучерси

Најбољи критеријум за подјелу фјучерса је основна актива на коју се фјучерс односи. У том смислу, фјучерсе је могуће подијелити на робне, валутне, индексне и каматне.

Са становишта предмета куповине и продаје у фјучерс уговорима разликујемо:<sup>72</sup>

- финансијске фјучерсе,
- робне фјучерсе.

Финансијски фјучерси су такви фјучерси код којих је предмет куповине и продаје вриједносни папири, девизе, валуте, каматне стопе и сл. Дакле, финансијски фјучерси су такви купопродајни уговори између купаца и продаваца спремних да купи односно да прода одређену тачно дефинисану количину стандардних берзанских ефеката, и то да реализација уговора услиједи тачно одређеног датума. Форма ефеката који се појављују као предмет куповине и продаје високо је стандардизована и типизирана, те су и фјучерс уговори такође стандардизовани. Када су у питању вриједносни папири као предмет трговања у фјучерс уговорима, најчешће се јављају различите врсте обвезница.

Код закључивања фјучерс уговора и дефинисања купопродајне цијене ефеката којима се тргује присутно је двоструко исказивање курсева и то:<sup>73</sup>

1. куповног курса, као курса по коме је неко спреман да плати одређени берзански ефекат и
2. продајног курса, као курса по коме је неко спреман да тај ефекат прода.

Подјела фјучерс уговора на краткорочне и дугорочне, примјенљива је на финансијске фјучерсе, али и код њих само када се тргује ефектима који имају рокове

---

<sup>72</sup> Штагић Драган, Фјучерси, Финансије 1996, вол. 51, бр. 9-10, стр. 810-827

<sup>73</sup> Еремић Милан Б., Посредници и посредовање у процесу трговања на тржишту робних фјучерса, Економски анали 2003, вол. 44, бр. 159, стр. 63-94

доспјећа. Примјера ради код трговања обвезницама могуће је са становишта рока говорити о краткорочним фјучерс уговорима, док код трговине девизама, које немају рокове доспјећа, таква подјела нема смисла.

За разлику од финансијских фјучерса, робни фјучерси за предмет куповине и продаје имају неку робу која у свјетској трговини има посебно мјесто. Историјски посматрано, робни фјучерси су се појавили прије финансијских и њима су на неки начин претходили.

Основна актива робних фјучерса је нека роба (житарице, сунцокрет, стока, месо, дрво, метали, нафта и слично). Робним фјучерсима се тргује знатно дуже него другим врстама фјучерса.

Робни фјучерс уговор представља споразум између купца и продавца у коме се купац обавезује да прихвати испоруку одређене робе по уговореној цијени у назначеном периоду у будућности. Робни фјучерси разврстани су у неколико група:

1. Уговори на житарице и уљарице;
2. Уговори на месо и живу стоку;
3. Уговори на храну и влакна;
4. Уговори на метале и нафту;
5. Остали уговори.

Цијене робних фјучерса доступне су, не само специјализованим кућама и трговцима, већ и свим заинтересованим лицима, јер их свакодневно објављују финансијски часописи.

Садржај фјучерс уговора код робних фјучерса своди се на обавезу да се реализује испорука (краткорочно) или да се реализује набавка (дугорочно) одређене количине робе захтјеваног квалитета, у унапријед одређеном временском периоду за цијену која је утврђена на берзанском паркету према уобичајеном поступку, у вријеме истека уговора.

Ради испуњавања строгих захтијева берзанског пословања и заштите уговорених страна у фјучерс уговорима, ови уговори су високо типизирани и стандардизовани, и то до те мјере да је од битних елемената, осим наравно уговорних страна, једино цијена је промјењива и она се утврђује на мјесту трговања на берзи.

Данас у свијету постоји више развијених специјализованих робних берзи на којима се тргује фјучерсима. Најчешћа роба која је предмет куповине и продаје јесу пољопривредни производи, у првом реду све врсте житарица, стока, као и производи агроиндустријског комплекса као што су какао, кафа, шећер, памук и сл. затим обојени и племенити метали, производи црне металургије, нафта и гас итд.

### 2.6.2. Валутни фјучерси

Chicago Mercantile Exchange је преко Internation Monetary Market–а 16.маја 1972. године представила шест фјучерс уговора који су гласили на страну валуту. Представљени уговори гласили су на британску фунту, њемачку марку, канадски долар, јапански јен, швајцарски франак и мексички пезос.<sup>74</sup> Наведени валутни фјучерси су и данас предмет трговине. Они представљају алтернативу класичним терминским уговорима које нуде комерцијалне банке. Начин, односно механизам трговине сличан је оним код робних фјучерса. Појава валутних фјучерса дочекана је опрезно јер то по мишљењу многих тржиште валутних фјучерса је било непотребно јер постоји развијено банкарско тржиште класичних терминских валутних уговора. Међутим, значајан допринос развоју тржишта валутних фјучерса дао је распад Смитсоновог споразума (The Smithsonian Agreement) марта 1973. године, чиме су створени услови за слободну флукуацију свих валута.

Тржиште валутних фјучерса креирано је, прије свега за оне који у свом пословању користе стране валуте. Валутни фјучерси представљају алтернативу класичним терминским уговорима, које нуде комерцијалне банке.

Појава валутних фјучерса дочекана је са извјесном скепсом и то из два разлога. Прво, валутни фјучерс уговор био је први из групе финансијских фјучерса, па многи трговци нису вјеровали у успјех трговања фјучерсима који су засновани на финансијским инструментима. Друго, у то вријеме је постојало, а и данас постоји, веома развијено банкарско тржиште валутних forward уговора, због чега је, по мишљењу многих, тржиште валутних фјучерса било непотребно.

Основна актива у валутним фјучерсима је валута неке земље. Као и код других врста фјучерса постоје стандардне “количине” валута које су предмет

---

<sup>74</sup> Chicago Mercantile Exchange

уговора и најчешће се ради о најјачим валутама као што су долар, евро, фунта или јен.

Валутни фјучерси су првенствено интересантни за финансијске институције и компаније које послују на различитим тржиштима и због тога пословање обављају у различитим валутама. За њих трговина фјучерсима представља инструмент хединга. Функционисање валутних фјучерса најбоље је представити на практичном примјеру.

Данас, форекс тржиште (Foreign currency futures markets) представља једно од највећих тржишта фјучерса а истовремено и тржиште које се најбрже развија. Самим развојем тржишта валутних фјучерса уочене су и одређене предности овог тржишта у односу на банкарско тржиште класичних терминских уговора.<sup>75</sup> Предности су :

- уговори су доступни на мање износе;
- имају ниже кредитне стандарде;
- много је лакше управљати стеченом позицијом на тржишту фјучерса него на тржишту класичних терминских уговора.

Када је успостављена позиција на основу класичног валутног терминског уговора веома је тешко и скупо ликвидирати такву позицију прије извршења или преузимања испоруке валуте. Са валутним фјучерсом лакше је и јефтиније ликвидирати позицију а да се при томе не мора вршити или преузимати испорука валуте.

Тржиште валутних фјучерса као и сва друга тржишта има своје учеснике. Учесници на овом тржишту дијеле се на хедере, шпекуланте, трговце арбитражера.

Хедере чине: мултинационалне компаније, извозници, увозници, банке и брокери. Основни задатак је заштита од курсног ризика а свој профит очекују не из флукуација курсног ризика већ по основу менаџерских склоности и пословне активности.

Шпекуланти тргују валутним фјучерсима да би остварили профит на промјенама курса. Они валуте користе за куповину или продају валутних фјучерс уговора и не користе их у друге сврхе. За разлику од хедера који се покушавају заштитити од ризика шпекуланти преузимају ризике на себе како би остварили

---

<sup>75</sup> Штагић Драган, Фјучерси, Финансије 1996, вол. 51, бр. 9-10, стр. 810-827

профит. Шпекуланти су често изложени критици али су веома важан фактор пословања терминских берзи.

Трговци користе валутне фјучерсе како би отклонили евентуалне губитке на увозу или извозу проузроковане промјенама курса валута.

Арбитражери желе да остваре профит без ризика користећи арбитражне могућности, односно користећи разлике у курсевима валута на различитим берзама.

Тржиште валутних фјучерса за разлику од тржишта класичних терминских валутних уговора је централизовано, стандардизовано и оријентисано на мањи број корисника.

Дакле, разлике између ова два тржишта своде се на:

1. Код класичних терминских валутних уговора не постоји дневни лимит промене цијена, док код валутних фјучерс – уговора такви лимити постоје као и код свих фјучерс уговора;
2. Валутни фјучерс - уговори доступни су за испоруку само четири дана у години док банке нуде класичне терминске валутне уговоре испоручиве на било који дан;
3. Тржиште валутних фјучерса нуди стандардизоване уговоре са тачно одређеним износом валута, док тржиште класичних терминских валутних уговора нуди уговоре на захтјеване износе;
4. Тржиште валутних фјучерса надгледа и контролише Commodity Futures Commission са циљем да заштити интересе уговорених страна док је тржиште класичних терминских валутних уговора саморегулирајуће тржиште;
5. На IMM-у мање од 2% закључених валутних фјучерс – уговора реализује се кроз процес испоруке, док се на тржишту класичних терминских валутних уговора тај проценат креће изнад 90%;
6. Трговина валутним фјучерсима обавља се на организованој берзи, док се трговина класичним терминским валутним уговорима остварује кроз предговоре директно између уговорених страна;
7. Терминска берза на којој се котирају валутни фјучерс–уговори гарантује испоруку по основу уговора који се котирају док банка у трговини класичним терминским валутним уговорима увијек гледа прво сопствени интерес;
8. Терминске берзе допуштају брокерима шпекулативне трансакције, док банке генерално обесхрабрују шпекулације од стране појединаца;

9. Код трговине валутним фјучерсима захтијева се депозит, док код трговине класичним терминским валутним уговорима депозит не постоји.

Тржиште валутних фјучерса је постало успјешно захваљујући шпекулантима јер су они највећи корисници овог тржишта и представља интегрални дио свјетског терминског тржишта.

### ПРИМЈЕР 1

Шевролет у Сан Дијегу увози мерцедесе на америчко тржиште и мора за њих да плати у €. Шевролет наручује 300 аутомобила за испоруку кроз два мјесеца по просјечној цијени од 45.000\$, али Шевролет за њих мора да плати у € како је одређено уговором у укупном износу од 12.285.000 € (а то је 13.500.000\$ ,  $1\$ = 0.91\text{€}$  односно  $1\text{€} = 1.10\$$ ). Шевролет се боји да ће долар ослабити у односу на € и они не желе да плате више \$ за фиксну цијену у €. Због тога Шевролет одлучује да хеџира свој валутни ризик на Међународном тржишту новца (International Monetary Market) које постоји у оквиру СМЕ (Chicago Mercantile Exchange).

Уговор је конципиран на сљедећи начин: један уговор је вриједан 125.000€ и множи се са курсом \$ у €. Ако је  $1\text{€} = 1.05\$$  вриједност уговора је  $125.000 \times 1.05 \$ = 131.250 \$$ .

Зато што су потребни € за 60 дана за плаћање аутомобила, Шевролет купује (заузима дугу позицију) фјучерс уговор на €. Уколико € почне да јача, Шевролет ће остварити добитак на куповини фјучерса, али ће изгубити уколико буде морао да да више долара за исти износ €. Губитак на промтном тржишту неутрализоваће се на тржишту фјучерса преко сљедећег механизма:

$$12.285.000 \text{ €} / 125.000 = 98 \text{ уговора,}$$

Купује се 98 уговора по курсу од  $1\text{€} = 1.10 \$$ ,

$$\text{Један уговор} = 1.10 \$ \times 125.000 = 137.500 \$,$$

За 60 дана мијења се курс и однос је  $1\text{€} = 1.20 \$$ ,

$$\text{Један уговор} = 1.20 \$ \times 125.000 = 150.000 \$,$$

Шевролет сада продаје 98 уговора по курсу  $1\text{€} = 1.20\text{\$}$  и неутрализује иницијалну куповину 98 уговора. Шевролет зарађује  $12.500\text{\$}$  на сваком фјучерс уговору или  $1.225.000\text{\$}$  на својој фјучерс позицији,

Шевролет сада мора да купи  $\text{€}$  да би платио аутомобиле и то по курсу  $1\text{€} = 1.20\text{\$}$  што је неповољније од курса од  $1\text{€} = 1.10\text{\$}$  у моменту склапања уговора о испоруци аутомобила, Шевролет је тај губитак на промјени курса неутрализовао добитком по основу куповине фјучерса.<sup>76</sup>

### 2.6.3. Каматносни фјучерси

Основна актива каматних фјучерса су хартије од вриједности које држаоцу доносе одређени приход у виду камате. У овакве хартије од вриједности се најприје убрајају обвезнице, а затим и сертификати о депозиту, комерцијални папири и благајнички записи.

Добро је познато да се вриједност набројаних хартија од вриједности мијења у зависности од каматних стопа. У случају раста каматних стопа долази до пада њихове вриједности и обратно. Из овога се закључује да је основни мотив трговине каматним фјучерсима заправо заштита од губитка по основу промјене каматних стопа. Најчешћи учесници у трговини каматним фјучерсима су банке.

Каматни фјучерси који се користе као средство трансфера ризика каматне стопе. Овај ризик произилази из сталних флукуација каматаних стопа на финансијском тржишту. Каматне фјучерсе најчешће користе предузећа и портфолио инвеститори. Они се могу користити и као средство шпекулативне операције, посебно у сврху коришћења разлике у рочној структури каматних стопа. Каматни фјучерси су, како краткорочни финансијски инструменти, тако и дугорочни финансијски инструменти. Цијена каматних фјучерса креће се инверзно у односу на кретање каматне стопе, тј. уколико каматна стопа расте, цијене уговора падају и обрнуто.

Појавом, односно настанком валутних фјучерса било је јасно да је само питање времена када ће се појавити каматносни фјучерс – уговори (The interest rate futures contract).

---

<sup>76</sup> Adaptirano prema Strassheim, D. Introduction to Forward and Futures Contracts, Understanding Financial Derivatives, str 98



Каматоносни фјучерс је врста терминског уговора којим се продавац и купац обавезује да ће продавац испоручити а купац прихватити испоруку назначеног износа одређеног финансијског инструмента у предвиђеном времену у будућности. Каматоносни фјучерс – уговори за разлику од робних фјучерса припадају новијем времену.

Први каматоносни фјучерс уговор представио је Chicago Board of Trade 20. октобра 1975. године гдје је омогућило хипотекарним банкама коришћење механизма хединга у борби против неочекиваних флукуација каматних стопа. Послије тога International Monetary Market је као дио Chicago Mercantile Exchange-а 6. јануара 1976. године креирао фјучерс уговор на краткорочне државне обвезнице са роком доспјећа 90 дана (90 days T-bill futures), а IMM је у децембру 1981. године креирао уговор на евро долар.<sup>77</sup>

Од тог периода на тржишту каматоносних фјучерса константно се повећава обим трговине, број корисника и у данашње вријеме представља највећи дио трговине фјучерсима. Постоји више разлога који су довели до убрзаног раста обима трговине, а један од разлога јесте и тај што су владини дилери постали активни учесници на новом тржишту.

Многи каматоносни фјучерси били су на листингу различитих берзи али само одређени број је опстао док су други нестали због слабог интересовања за њима. Познато је да су каматоносни фјучерси који су опстали привукли велику пажњу двије најзначајније групе учесника на терминском тржишту и то: хедере и шпекуланте. Ипак, треба истаћи да већина учесника у терминској трговини користи каматоносне фјучерсе у хединг–трансакцијама још од момента њихове појаве на тржишту.

Каматоносни фјучерс уговори се дијеле:

- према доспјећу и
- према кредитном ризику.

Према доспјећу каматоносне фјучерс уговоре дијелимо на краткорочне, средњорочне и дугорочне, а према кредитном ризику на уговоре са јавним и уговоре са приватним кредитним ризиком.

---

<sup>77</sup> Штагић Драган, Фјучерси, Финансије 1996, вол. 51, бр. 9-10, стр. 810-827

### 2.6.4. Индексни фјучерси

Индексни фјучерси су уговори који се ослањају на берзанске индексе. Међу индексним фјучерсима веома су популарна сљедећа четири уговора:

- S & P 500 – The Standard & Poor’s 500 Index Futures, којим се тргује на CME (Chicago Mercantile Exchange);
- The New York Stock Exchange Composite Index Futures, којим се тргује на NYFE (The New York Future Exchange);
- VLA – Value Line Composite Average Index Future, којим се тргује на KCBT;
- MMI – The Major Market Index Futures Contract, којим се тргује на CBT (Chicago Board of Trade).

Приликом утврђивања цијена индексних фјучерса мора се водити рачуна о текућој вриједности индекса и кретања вриједности датог индекса у наредном периоду.

Основна актива индексних фјучерса су индекси засновани на портфолију акција. Индекси се састављају на основу хипотетичког портфолија акција који најбоље представља структура акција на берзи и кретање њихових цијена.

За разлику од већине фјучерс уговора, фјучерси на индекс не захтијевају испоруку активе на коју се односе. Разлог овоме лежи у чињеници да размјена подразумијева трансакционе трошкове куповине пула акција (basket of shares), а може да изазове и проблем неликвидности тржишта. Због тога се све позиције затварају о року доспјећа и врши се салдирање на основу вриједности индекса у тренутку доспјећа уговора.<sup>78</sup>

Позната терминска берза у Канзасу у САД, Kansas Sity Board of Trade (КCBТ) понудила је тржишту фјучерс уговор који се базирао на вриједности композитног индекса (the Value Line Composite Index) 24. фебруара 1982. године. Овакву брзу појаву индексни фјучерс–уговора није нико очекивао и поред тога они су прихваћени веома брзо, а посебно на терминским берзама у Њујорку. Индексни фјучерси су значајни јер повезују глобална кретања на терминском тржишту и

---

<sup>78</sup> Arshadi, N. and Karels, V.G. Forwards and Futures, Modern Finacial Intermediaries and Market, str 398

власништво над акцијама и тиме помажу инвеститорима да управљају ризиком. Инвеститори користе индексне фјучерсе како би (1) заштитили портфељ акција од флукуација цијена и (2) евентуално стекли неарбитражни профит на бази коришћења пролазних дистанци између промптних и терминских цијена. Осим инвенститора индексне фјучерс уговоре користе и шпекуланти. Они прихватају тржиште индексних фјучерса из више разлога. Прво, маржа на индексне фјучерсе је много мања од маржи које важе на промптном тржишту. Друго, трансакциони трошкови су такође нижи у односу на трошкове на промптним берзама. Управо, шпекуланте и привлаче нижи трошкови. Због тога они активно учествују у берзанској трговини.

Тржиште индексних фјучерса опслужује различите учеснике, а веома важна карактеристика овог тржишта је да су шпекулативне трансакције доступне свим трговцима. Такође, треба истаћи да се на тржишту котирају фјучерс–уговори засновани на различитим индексима. Данас, међу индексним фјучерсима популарност имају четири а то су:

- S & 500 – The Standard & Poor's 500 Index Futures који се котира на Chicago Mercantile Exchange-у (CME);
- The New York Stock Exchange Average Index Futures, који се котира на New York Futures Exchange-у (NYFE);
- VLA – Value Line Composite Average Index Futures, који се котира на Kansas City Board of Trade-у (KCBT);
- MML – The Major Market Index Futures Contract који се котира на Chicago Board of Trade-у (CBT).

### ***2.7. Технологија рада са фјучерс уговорима***

Технологија рада са фјучерс уговорима обухвата све стандардне операције берзанског пословања и операције које произлазе из специфичности фјучерс уговора, почев од утврђивања курса односно цијене ефеката до осигурања од курсног ризика оба учесника у послу.

Курс, односно цијена ефеката који су предмет фјучерс уговора утврђује се у зависности од тога да ли се ради о дугорочним или краткорочним фјучерс

уговорима. Код дугорочних фјучерс уговора поступак утврђивања цијене познат под називом „котација фјучерса“ утврђује се и исказује индексима. Ови индекси не исказују каматну стопу него цијену која ће морати да се плати за одређени ефекат односно за конкретни предмет куповине и продаје на тачно одређени дан испоруке. (Котација: „курс 90“ значи да је цијена тих ефеката на које се курс односи утврђена у висини од 90% од вриједности тих ефеката, и да та цијена важи за унапријед тачно одређени дан). Успјешност посла утврђује се на основу промптне цијене тих ефеката на њиховом тржишту.

Због чињенице да код фјучерс уговора врло ријетко долази до стварне примопредаје ефеката, важну улогу има цијена тих ефеката на промптном тржишту, посебно у условима добро организованог тржишта фјучерсима. Учесталост ових цијена указује на постојање релативне стабилности ових тржишта, док значајна одступања цијена на овим тржиштима изискује арбитража између њих, који поступак сам по себи доприноси уједначавању односно приближавању цијена на тим тржиштима. Комплексност ових питања потпуније се уочава ако се зна да и поред постојања одређеног степена корелације између цијена на фјучерс тржиштима и цијена на промптним тржиштима, та корелација најчешће није потпуна. Та непотпуност произлази из чињенице да је у пракси веома тешко, скоро сасвим ријетко, пронаћи довољно одговарајућих ефеката чији услови са аспекта камате и рока у потпуности одговарају условима фјучерс уговора који су у принципу увијек стандардизовани.<sup>79</sup>

Хронолошки посматрано, након утврђивања цијене предмета куповине и продаје, утврђују се границе минималне промјене цијена (тицк). Ове границе, односно скала, различити су по појединим предметима трговања али и по појединим берзама. Тако је, примјера ради, на фјучерс тржишту у Чикагу та граница 1/32%. Тумачање ове границе је сљедеће: Котација конкретне обвезнице на том тржишту по цијени од 79–21/32 значи да 79% и 21/32% од номиналне вриједности ефеката (рецимо: 1000 јединица) мора бити плаћено на дан доспјећа фјучерс уговора, а то је 790 (79% од 1000) плус 6,65 (21/32% од 1000) односно то је 796,65 јединица. Ако се ради на примјер о обвезницама, ако је трговина по свим условима, на дан доспјећа се за 796,65 јединица може добити обвезница номиналне вриједности 1000 јединица са

---

<sup>79</sup> Еремић Милан Б., Посредници и посредовање у процесу трговања на тржишту робних фјучерса, Економски анали 2003, вол. 44, бр. 159, стр. 63-94

припадајућом каматом коју је одредио емитент те обвезнице, и преосталим роком до њеног доспјећа. Јединица промјене цијене јесте 1/32%, што значи да се за сваку јединицу промјене цијене, цијена мијења за 0,33 јединице (1/32 од 1000 јединица).

### 2.8. Форвард

Форвард или термински уговор је проста изведена хартија од вриједности, односно уговор о купопродаји одређене финансијске активе по унапријед дефинисаној цијени, гдје ће се испорука активе и коначно плаћање извршити одређеног дана у будућности. Ови уговори углавном нису стандардизовани, тј. услови реализације трансакције се индивидуално уговарају између купца и продавца, без посредника (или клириншке куће), што их разликује од фјучерса. Уговор се углавном склапа између двије финансијске институције или између финансијске институције и једног од њених клијената–предузећа. Овим уговором обично се не тргује на берзи. Термински уговор је ОТС инструмент и они се углавном извршавају.

Једна од уговорних страна у терминском уговору прихвата „дугу позицију“ и сагласна је да купи предметну активу на познат и будући датум за познату и специфицирану будућу цијену. Друга страна прихвата „кратку позицију“ и сагласна је да прода активу истог дана по истој цијени. Цијена у терминском уговору се назива цијена испоруке. Цијена испоруке у вријеме склапања уговора је изабрана тако да је вриједност терминског уговора за обе стране једнака нули. То значи да нема трошкова за ступање у дугу или кратку позицију. Касније та вриједност постаје позитивна или негативна у зависности од кретања цијене основне активе. На примјер, ако цијена активе нагло порасте након склапања уговора, вриједност дуге позиције у терминском уговору постаје позитивна док вриједност кратке позиције постаје негативна. Држалац кратке позиције у вријеме доспјелости уговора испоручује активу држаоцу дуге позиције у замјену за новчани износ еквивалентан цијени испоруке. Кључна варијабла која одређује вриједност терминског уговора једнака је нули у моменту његовог склапања. Терминска цијена представља цијену испоруке која чини да уговор има нулту вриједност. Током времена, терминска цијена се мијења, док цијена испоруке остаје иста. Генерално посматрано, терминска цијена варира са доспјелошћу посматраног уговора.

Дакле, форвард или термински уговор је проста изведена хартија од вриједности, односно уговор о купопродаји одређене финансијске активе по унапријед дефинисаној цијени, гдје ће се испорука активе и коначно плаћање извршити одређеног дана у будућности. Ови уговори углавном нису стандардизовани, тј. услови реализације трансакције се индивидуално уговарају између купца и продавца, без посредника (или клириншке куће), што их разликује од фјучерса. Уговор се углавном склапа између двије финансијске институције или између финансијске институције и једног од њених клијената–предузећа. Овим уговором обично се не тргује на берзи.

Термински уговор је ОТС<sup>80</sup> инструмент и они се углавном извршавају. Једна од уговорних страна у терминском уговору прихвата „дугу позицију“ и сагласна је да купи предметну активу на познат и будући датум за познату и специфицирану будућу цијену. Друга страна прихвата „кратку позицију“ и сагласна је да прода активу истог дана по истој цијени. Цијена у терминском уговору се назива цијена испоруке. Цијена испоруке у вријеме склапања уговора је изабрана тако да је вриједност терминског уговора за обе стране једнака нули. То значи да нема трошкова за ступање у дугу или кратку позицију. Касније та вриједност постаје позитивна или негативна у зависности од кретања цијене основне активе.

На примјер, ако цијена активе нагло порасте након склапања уговора, вриједност дуге позиције у терминском уговору постаје позитивна док вриједност кратке позиције постаје негативна. Држалац кратке позиције у вријеме доспјелости уговора испоручује активу држаоцу дуге позиције у замјену за новчани износ еквивалентан цијени испоруке. Кључна варијабла која одређује вриједност терминског уговора једнака је нули у моменту његовог склапања. Терминска цијена представља цијену испоруке, која чини да уговор има нулту вриједност. Током времена, терминска цијена се мијења, док цијена испоруке остаје иста. Генерално посматрано, терминска цијена варира са доспјелошћу посматраног уговора.

Опцијски уговори или опције дају право једној уговорној страни да купи или прода у уговору садржано финансијско средство, а друга страна је у обавези

---

<sup>80</sup>ОТС (over the counter)

да изврши продају, односно куповину. Опције су, такође, предмет трговања на тржишту хартија од вриједности.

### ***2.9. Промптна и терминска тржишта***

Сва тржишта са аспекта начина плаћања и испоруке могу се подијелити у двије велике групе и то на:

- промптна и
- терминска.

Промптна тржишта се још називају и спот или кеш (готовинска) тржишта и на њима се обављају промптни послови. За ове послове је карактеристично да се плаћања и испоруке извршавају одмах или у неком краћем периоду (неколико дана) након закључења уговора (при чему је број дана одређен правилима берзе).

81

На терминским тржиштима се обављају термински послови и за разлику од спот тржишта, куповина и продаја која се обаве на њима не захтијевају у свим случајевима и физички трансфер робе. Додатно, послови који се обављају на њима најчешће и не доводе до стварне испоруке робе и плаћања, већ се пословне трансакције своде на куповину и продају уговора о куповини и продаји одређене активе која је стимулисана уговором.

Термински уговори који се закључују на терминским тржиштима могу имати један од следећа три облика:

- форварди,
- фјучерси и
- опције.

### ***2.10. Варанти и права***

Варанти (warrants) и права (rights), као и опције, дају нека опциона права инвеститорима. Варанти се најчешће емитују заједно са обвезницама и

---

<sup>81</sup> Вељковић, Д. и Еремић, М. Спот и фјучерс тржишта, Пласман и тржиште, стр 19

преференцијалним акцијама и омогућују њиховом имаоцу да у одређеном периоду времена купи одређени износ акција, по одређеној цијени која је, готово без изузетка, виша од тренутне тржишне цијене акције. Они могу бити везани за ове хартије, али су чешће одвојиви, са могућношћу несметаног слободног промета.

Иако су варанти веома слични цалл опцијама, основна разлика лежи у чињеници да варанте емитују корпорације, које уједно и гарантују за њих, док код опција то није случај. Такође, рок доспјећа варанта најчешће се мјери годинама, док се код опција он мјери у мјесецима, а по извршењу варанта, корпорација га повлачи из оптицаја и емитује нову акцију. Дакле, она добија новац, смањује број варанта у оптицају и повећава број својих акција што утиче на њену структуру капитала. О емитовању додатних варанта одлучује само корпорација, па тако може доћи у ситуацију да се извршењем свих варанта њихов број сведе на нулу.

Опције се, пак, практично могу неограничено исписивати и много их је лакше емитовати па је крајње теоретски случај да се њихов број у промету сведе на нулу. Ако се то, пак, и деси, то није резултат одлуке компаније чија се акција налази у основи опције. Међутим, иако је варант финансијски инструмент који емитује корпорација и у функцији је њеног прикупљања капитала, и промет њиме утиче на приходе корпорације, као и на њену стурктуру капитала, са аспекта инвеститора он има карактеристике као цалл опција. Варанти се у промету налазе како на берзама, тако и на ванберзанском тржишту и њихове котације се налазе међу котацијама акција на финансијским страницама дневних новина.

Слично варантима, права се, такође, односе на могућност куповине одређених акција по одређеним цијенама у одређеном року, али су те цијене, по правилу, ниже од тренутних тржишних цијена, а рок је најчешће ограничен на двије или четири недјјеље. Права се, по правилу, дају постојећим акционарима, у пропорцији са њиховим досадашњим власништвом над акционарским капиталом, приликом додатне емисије акција компаније. Иако је у Србији честа пракса да се постојећим акционарима понуде акције из нове емисије по нижим цијенама, права, као финансијски инструмент и предмет трговања, не постоји. За разлику од нас, трговање овим хартијама на развијеним тржиштима веома је развијено и често се практикује.



### ***2.11. Свопови и инвестиционе полисе осигурања***

Своп (swap) је финансијски уговор који обавезује једну страну да замијени (свопује) скуп исплата које посједује за други скуп исплата које посједује друга страна. Свопови се често користе код хецинга, како би се умањио одређени ризик, на примјер, каматни ризик, а користе се и у шпекулативним радњама. Већином свопова тргује се на ванберзанском тржишту, мада се одређени типови свопова могу наћи и на трговању на тржиштима фјучерса. Постоје двије основне врсте свопова: валутни и каматни свопови. Док се валутни своп своди на замјену скупа исплата у једној валути за скуп исплата у другој валути, каматни свопови подразумијевају замјену једног скупа каматних исплата за други скуп каматних исплата. Каматни свопови јавили су се почетком 80-их година у вријеме раста тражње за хецинг финансијским инструментима.

Свопови могу да смање трошак управљања ризиком с обзиром на то да су јефтинији од преуређења портфолио структуре. Са друге стране, свопови, као уговори, могу трајати дуго времена, на примјер 10 и више година, што им даје изразиту предност у односу на каматни хецинг са другим деривативним хартијама од вриједности. Тржиште каматних свопова, најчешће је организовано и контролисано од стране великих комерцијалних и инвестиционих банака.

Валутни своп подразумијева размјену периодичног скупа исплата у једној валути, за периодични скуп исплата у другој валути. Основна варијанта овог свопа подразумијева размјену главница у различитим валутама и поновна замјена главница по унапријед одређеном девизном курсу о доспијећу посла. Могу се користити као механизам релаксирања ограничења у прометању девизама.

Инвестициони финансијски инструменти осигурања су полисе осигуравајућих компанија које имају инвестициони карактер. Најпознатији од ових инструмената је гарантовани инвестициони уговор (GIC), креиран у пракси америчких компанија. Код овог инструмента, инвестициона компанија је сагласна да плати одређени доларски износ о року доспјећа у замјену за једнократно уплаћену премију. Износ који се исплаћује једнак је премији плус акумулисана камата по уговором утврђеној стопи. По својим карактеристикама, гарантовани инвестициони уговор је, у ствари, дугорочна обвезница без купона. Он се емитује на рок доспијећа од 1 до 20 година, а гарантована каматна стопа зависиће од

тржишних услова и рејтинга осигуравајуће компаније. Инвеститори су, углавном, пензијски фондови.

### ***2.12. Однос цијена на спот и терминском тржишту***

Цијена на терминском тржишту може бити већа, мања или једнака цијени на промптном тржишту.<sup>82</sup>

Контанго (contango) је такав однос да су цијене на терминском тржишту више од цијена на спот тржишту. У нормалним условима пословања цијене на терминском тржишту су увијек више него цијене на спот тржишту за збир трошкова складиштења, осигурања, трошкова финансирања и других трошкова који се односе на робу а настају до термина доспијећа уговора. Ова разлика (спреад) може понекад бити и већа или мања од збира трошкова што зависи од многобројних фактора.

Беквордација (backwardation) се јавља у случају када су цијене на терминским тржиштима ниже него цијене на промптним тржиштима. Овакав однос цијена се јавља у случају превелике тражње на спот тржишту. Ова појава најчешће је узрокована истовременим дејством два или више фактора. Ови фактори, на примјер, укључују интензивну тражњу фабриканата ради обнове залиха, проширења производње, падања нивоа залиха на берзи или политичке тешкоће у земљама гдје су лоцирани главни добављачи. Беквордација је као појава неограничена и често зависи од психологије берзанских и ванберзанских трговаца.

Икуал (equal) подразумијева једнакост цијена на спот и терминском тржишту. Он се јавља у случају преласка контанга у беквордацију и обратно као и у случају када не постоји притисак на цијене (берзанско мртвило).

### ***2.13. Концептуалне разлике фјучерс уговора у односу на форварде и опције***

---

<sup>82</sup> Вељковић, Д. и Еремић, М. Спот и фјучерс тржишта, Пласман и тржиште, стр 26

Форварди (форвард уговори) су нестандардизовани уговори о купопродаји одређене активе по унапријед утврђеној цијени са испоруком одређеног дана у будућности на тачно одређеној локацији.

Иако се може рећи да су фјучерси само варијанта форварда, постоје битне концептуалне разлике између ове двије врсте уговора.<sup>83</sup>

Прво, испорука код форвард уговора се извршава тачно одређеног дана у будућности, док се испорука код фјучерса извршава било ког дана у мјесецу испоруке који је унапријед одређен уговором. Друго, фјучерс уговорима се може трговати што практично значи да се, уз надокнаду, права и обавезе могу пренијети на другог учесника у трговини. Форвардима се не може трговати из чега се закључује да су фјучерси много ликвиднији уговори. Треће, имајући у виду присуство клириншких кућа у трговини фјучерсима, може се закључити да су са аспекта извршавања уговорних обавеза они много сигурнији него форварди. Четврто, форвард уговори се закључују између страна које се међусобно познају тако да је значајан фактор саме трговине и повјерење. За разлику од њих, за фјучерсе се везује изразита неперсоналност (уговорне стране се не познају). Пето, у највећем броју случајева фјучерси о року доспијећа не подразумевају стварну испоруку активе која је предмет уговора, већ се само врши поравнање. Форварди подразумевају стриктну обавезу испоруке активе која је предмет уговора.

На крају треба истаћи да су фјучерси високо стандардизовани у погледу количине, квалитета, термина и мјеста, док код форвард уговора све претходно наведено подлијеже преговорима уговорних страна.

Опције су изведене хартије од вриједности које своје власнику дају право, али га и не обавезују, да купи или прода активу (цалл или пут опција) која се налази у њеној основи, по унапријед уговореној цијени у одређеном периоду времена. Обавеза купца опције је да плати опциону премију продавцу, који је од тог момента дужан да изврши оно што од њега захтијева купац, сходно уговорном правилу.<sup>84</sup>

Опције, као и фјучерси, омогућавају заштиту од ризика у случајевима неочекиваних кретања на тржишту, али је истовремено присутна и могућност

---

<sup>83</sup> Денчић, К. Фјучерси – сличности и разлике са форвардима и опцијама, Економске теме, стр 206

<sup>84</sup> Вешовић, Ј. Значај трговине фјучерсима, Весник, стр 48

стварања профита уколико су тржишна кретања у складу са очекивањима инвеститора (односно, купца опције). Из наведеног се закључује да се главне сличности између фјучерса и опција своде на заштиту од ризика, као и то да се и фјучерсима и опцијама може трговати на секундарном тржишту.

Суштинска разлика између ове двије врсте финансијских деривата је у обавезама и правима уговорних страна. У случају фјучерса, и једна и друга страна (и купац и продавац) имају уговорне обавезе и морају их испунити у складу са уговором, а такође, и једна и друга страна имају уговорна права. У случају опција, обе уговорне стране имају права, али само једна страна има стриктну обавезу и то је продавац, који у случају одлуке купца опције да изврши реализацију права из опције мора да изврши обавезе из уговора. Купац опције своје право да не изврши обавезе (да купи или прода одређену активу) унапријед плаћа продавцу у виду опционе премије, која у случају да купац одлучи да не изврши права из опције, остају продавцу опције као чист добитак.

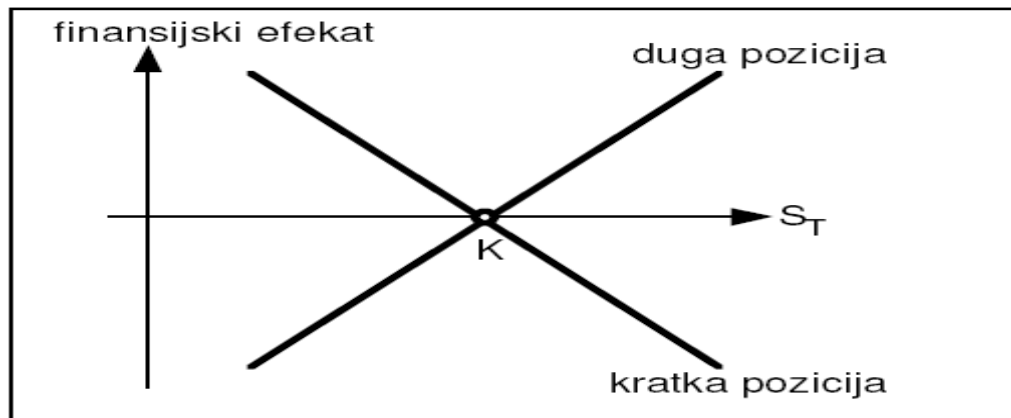
#### ***2.14. Обрачун цијена фјучерс и форвард уговора***

Форвард уговор, као и фјучерс уговор, је споразум двије стране, од којих је једна у куповној позицији (дуга или хоса позиција) и која се обавезује да купи од друге стране, која је у продајној позицији (кратка или беса позиција) и која се обавезује да прода, у уговору садржано средство на један будући датум  $T$  (дан доспијећа) по унапријед уговореној цијени испоруке  $K$ .

Текућа цијена уговора  $V_{K,T}(S_t, \tau)$  временској јединици  $t$  зависи од цијене испоруке  $K$ , времена испоруке  $T$ , текуће (или тзв. промптне) цијене садржаног средства  $S_t$  и времена до доспијећа  $\tau = T - t$ .

Разлика између форвард и фјучерс уговора је у томе да се форвард уговор реализује тек на дан доспијећа, без међувремених плаћања, дотле се фјучерс уговорима може трговати на тржиштима хартија од вриједности, те се и прије времена доспијећа може одредити нека текућа цијена. Она цијена испоруке  $K$  за коју је цијена уговора  $V_{K,T}(S_t, \tau)$  једнака нули назива се форвард цијена, односно фјучерс цијена и означава са  $F_t$ . У тренутку склапања уговора у

временској јединици  $t=0$ , цијена уговора једнака је нули и нема плаћања између странака, тако да је  $F_0 = K$ .



Слика 17: Финансијски ефекат форвард уговора на дан доспијећа T

Финансијски ефекат форвард уговора за уговарача који је у куповној позицији је  $S_T - K$ ; купац ће купити садржано средство по уговореној цијени K и продати је по цијени  $S_T$ . Дакле, оствариће позитиван ефекат ако је  $S_T > K$ . Финансијски ефекат за продајну позицију је  $K - S_T$ , продавац ће остварити позитиван ефекат ако је  $K > S_T$ .

### ПРИМЈЕР 1

Један инвеститор је на дан 1. септембра 2008. склопио форвард уговор који га обавезује да купи (дуга позиција у уговору) од будућег продавца (кратка позиција у уговору) 100.000 ЕУР по курсу 1 ЕУР= 82 дин, са роком доспијећа 60 дана. Нека је курс 31. октобра исте године 1 ЕУР = 85 дин. Какав је финансијски ефекат остварен?

Овдје је  $K = 8.200.000$  дин,  $t = 1.$  септембар,  $T = 31.$  октобар,  $\tau = 60$  дана и  $S_T = 8.500.000$  дин.

Инвеститор ће 31. октобра 2008. купити средства за K дин и може је продати за  $S_T$  дин, и оствариће позитивни финансијски ефекат од 300.000 дин.

Ако не постоји дивиденда садржане хартије од вриједности и не постоје трошкови, тада је вриједност форвард уговора за дугу позицију, у временској

јединици  $t$ :  $V_{K,t}(S_t, \tau) = S_t - K \cdot e^{-r \cdot \tau}$  гдје је  $r$  континуелна стопа која је једнака стопи приноса неризичног средства, пошто се сматра да

инвеститор губи камату по стопи  $r$ , јер своја финансијска средства није уложио у неризичне хартије од вриједности; израз  $e^{-r \cdot \tau}$  је дисконтни фактор, којим се обрачунава ранија вриједност за временски период  $\tau = T - t$ . У овом случају форвард цијена је  $F_t = S_t \cdot e^{r \cdot \tau}$ .

### ПРИМЈЕР 2

Један инвеститор је на дан 1. октобра 2008. склопио форвард уговор који га обавезује да након три мјесеца купи акцију чија је садашња цијена  $S_0=50$  ЕУР, а цијена испоруке је уговорена по форвард цијени. Обрачунава се 6% камате годишње на безризична средства, уз континуелно камаћење. Одредити форвард цијену и представити графички финансијски ефекат за дугу и кратку позицију! Колики је финансијски ефекат ако је цијена средства на дан доспијећа 60 ЕУР?

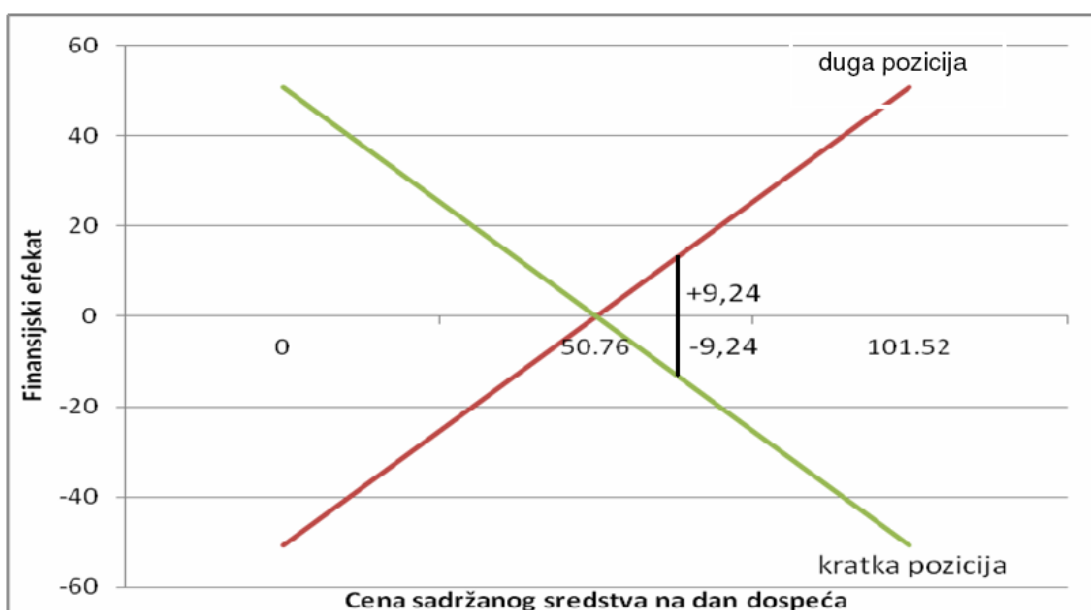
Вриједност уговора:

$$V_{K,0}(S_0, \tau) = S_0 - K \cdot e^{-r \cdot \tau} = 50 - 60 \cdot e^{-0,06 \cdot (90/360)} = S_T - K \cdot 0,985112$$

Форвард цијена је

$$F_T = S_0 \cdot e^{r \cdot \tau} = 50 \cdot e^{0,06 \cdot (90/360)} = 50 \cdot 1,015113 = 50,76 \text{ EUR}$$

На графикону, праве финансијских ефеката за дугу и кратку позицију сијеку хоризонталну осу у тачки форвард цијене. Финансијски ефекат на дан доспијећа је  $S_T - F_T = 60 - 50,76 = 9,24 \text{ EUR}$



Слика 18: Финансијски ефекат форвард уговора на дан доспијећа  $T$  на хартију од вриједности уз обрачун камате

Ако садржана хартија од вриједности плаћа дивиденде (или има трошкове) у дискретним временским јединицама, са укупном дисконтованом вриједношћу  $D_t$  у текућој временској јединици  $t$ , тада је вриједност форвард уговора у временској јединици  $t$ :

$$V_{K,t}(S_t, \tau) = S_t - D_t - K \cdot e^{-r \cdot \tau}$$

Форвард цијена је овдје:  $F_t = (S_t - D_t) \cdot e^{r \cdot \tau}$

### ПРИМЈЕР 3

Један инвеститор је склопио форвард уговор са доспијећем од једне године, за куповину обвезнице чије је доспијеће 5 година, с купонима од по 100 ЕУР, који се исплаћују сваких 6 мјесеци. Садашња прометна вриједност обвезнице је 1100 ЕУР, а уговорена цијена испоруке 1200 ЕУР. Континуелна годишња стопа камаћења је 12%.

Колика је садашња вриједност дивиденди?

$$D_0 = 100 \cdot e^{-0,12 \cdot (1/2)} + 100 \cdot e^{-0,12 \cdot 1} = 182,87 \text{ EUR}$$

Вриједност форвард уговора је:

$$V_{K,0}(S_0, \tau) = S_0 - D_0 - K \cdot e^{-r \cdot \tau} = 1100 - 182,87 - 1200 \cdot e^{-0,12 \cdot 1}$$

$$= -147,17 \text{ EUR} \quad \text{за дугу позицију} \quad \text{а} \quad \text{за кратку позицију} \\ +147,17 \text{ EUR}$$

Форвард цијена је:

$$F_T = (S_0 - D_0) \cdot e^{r \cdot \tau} = (1100 - 182,87) \cdot e^{0,12 \cdot 1} = 1034,06 \text{ EUR}$$

Ако садржана хартија од вриједности плаћа дивиденду по континуелној стопи  $d$ , тада је цијена форвард уговора у временској јединици  $t$ :

$$V_{K,t}(S_t, \tau) = S_t \cdot e^{-d \cdot \tau} - K \cdot e^{-r \cdot \tau}$$

### ПРИМЈЕР 4

Један инвеститор је склопио форвард уговор са роком доспијећа 3 мјесеца за куповину 10.000 УСД, чији је садашњи курс 1 УСД=0,8 ЕУР. Домаћа каматна

стопа је  $r=7\%$  годишње, континуелно, и у случају склапања форвард уговора инвеститор своја средства може дати на камаћење по домаћим условима. Када би умјесто тога инвеститор одмах купио 10.000 УСД и тај новац дао у зајам (или, што има исти ефекат, када би купио УС државне обвезнице), остварио би приход од камата по континуелној стопи од  $d=5\%$  годишње, што се може сматрати континуелном дивидендом. На овај начин, инвеститору се појављују континуелни трошкови по стопи  $r-d=2\%$ .

Колика је форвард цијена и колика је вриједност уговора ако се курс неће мијењати?

$$F_T = S_0 \cdot e^{(r-d) \cdot \tau} = 0,8 \cdot 10000 \cdot e^{0,02 \cdot (3/12)} = 8.040,10 \text{ EUR.}$$

Овдје је  $F_T = 8.040,10 > S_0 = 8.000$ , дакле за  $r > d$  и ако се курс неће промијенити, очекује се позитиван ефекат за имаоца уговора (дуга позиција),

па је вриједност форвард уговора  $V_{K,0}(S_0, \tau) = S_0 \cdot e^{-d \cdot \tau} - K \cdot e^{-r \cdot \tau} =$   
 $= 80.000 \cdot e^{-0,05 \cdot (3/12)} - 80.000 \cdot e^{-0,07 \cdot (3/12)} = 394,05 \text{ EUR.}$

### ***2.15. Осврт на опције***

Постоје хартије од вриједности које су по својој суштини посебне у односу на друге финансијске инструменте. Оне спадају у групу финансијских деривата, односно изведених хартија од вриједности, које су на специфичан начин повезани са финансијским инструментима.

Опције представљу посебан тип финансијских деривата. Организована трговина опцијама почела је 1973. године у Чикагу и од тада трговање опцијама доживљава велики бум. Коријени се везују за почетке терминског трговања који су постојали још 30-их година XVII вијека у Холандији и Јапану.

Опција подразумијева право, али не и обавезу, да се купи односно прода одређена актива, по унапријед уговореној цијени у оквиру одређеног временског периода. Ова специфичност опције, која купцу оставља могућност нереализовања опционог уговора, сврстава је у категорију која се означава појмом „условна права“. Цијена опције, која се плаћа да би се ово право стекло, назива се премија.



Односи приликом емисије опција се регулишу специфичним споразумом (опционим споразумом), у коме се купцу опције даје право да захтијева од продавца (емитента) опције, да на утврђени датум, прода или купи предмет опције по уговореној цијени опције. Такође, у зависности од тржишне ситуације, купац има право да на утврђени датум тражи исплату разлике између тржишне цијене предмета опције и уговорене цијене опције.

Треба напоменути да је уговорена цијена опције уговорена цијена активе, односно цијена по којој купац купује или продаје одређену активу (ХоВ, робу...) и не треба је мијешати са цијеном опције која се назива премија. Цијена обвезнице представља одређену премију продавца опције за преузети ризик и исплаћује се без обзира да ли ће купац реализовати право из опције. Ризик, који у овом случају сноси продавац опције, односно емитент, везан је за безусловну обавезу да уради оно што купац од њега тражи, без обзира на неповољну тржишну ситуацију у том моменту.

Купац куповне опције има право да купи одређену количину активе по фиксној цијени у току одређеног преиода времена. Да ли ће он то право извршити или не, зависи од разлике између тржишне цијене и уговорене цијене активе, односно ХоВ, на коју се опциони уговор и односи. Ако претпостави да ће цијена ХоВ наведене у опцији падати, он може да прода опцију прије рока доспијећа или ако је цијена наведене ХоВ на тржишту нижа од уговорене цијене, одустати од куповине од емитента и куповину извршити на тржишту, али у том случају плаћа договорену премију. У случају да је тржишна цијена, наведене ХоВ, виша од уговорене, купац ће се одлучити да реализује опцију, односно да ХоВ купи од емитента опције, а не на тржишту. У овој ситуацији, купац опције остварује добит у разлици између тржишне и уговорене цијене ХоВ.

Купац продајне опције исто ће, руковођен инертесима увећања добити, реаговати у случајевима разликовања тржишне цијене од уговорене и продати ако је уговорена цијена виша, односно одустати од продаје уговорене количине ХоВ ако је уговорена цијена нижа, односно ако продајом на тржишту може да добије више. Такође, опцију, може у сваком тренутку продати на секундарном тржишту и тиме пренијети права из опције.

Поред куповне и продајне опције постоје и други критеријуми за њихово разликовање. Тако имамо опције различите по начину њиховог искоришћења, односно европски, амерички и егзотични тип. Европски подразумева да власник

опције, право из опције, може искористити само на дан доспијећа, Амерички представља опцију, чије се право, може искористити било када од момента куповине па до рока доспијећа, а егзотични представља групу опција које су новијег датума и које су по својој структури комплексније и од европских и америчких, и куповних и продајних. Најчешћа је подјела опција на основу типа активне на које се односе, односно на финансијске, робне и реалне.

Опције представљају најзначајнији инструмент хедџинга, помоћу кога се инвеститори штите од различитих врста ризика. Помоћу опција је могуће смањити, некада и елиминисати ризик промјена цијена, тржишних индекса, каматних стопа, девизних курсева и тиме повећати сигурност инвеститора на тржишту.

Своп уговор се закључује између двије стране (посредством банке), путем којег се врши замјена исплата камата двије врсте, пребијањем камата и исплатом нето разлике, с циљем избјегавања каматног ризика и ризика девизних курсева.

Прије приказа обрачуна вриједности деривативних уговора, треба поменути неколико претпоставки о перфектном финансијском тржишту. Прва претпоставка се односи на непостојање арбитраже; арбитража значи да постоји могућност остварења неризичног профита. Међутим, на идеалном тржишту када сви инвеститори располажу свим информацијама и одмах реагују на сваку промјену, не може да постоји арбитража, јер би сви покушали да остваре неризични профит и, као последица трансакција, мјењају се цијене финансијских инструмената, па нестаје могућност остварења неризичног профита.

Друга група претпоставки се односи на то да не постоје трансакциони трошкови, порези ни рестрикције за непокривене позиције, а све хартије од вриједности су перфектно дјелјиве.

Опције представљају једну од најуспјешнијих финансијских иновација и ако су најразвијенија финансијска тржишта повремено забрањивала њихово кориштење. То се десило у Енглеској између 1931. и 1958. и у САД, између 1930. и 1973. године. Аргументи ових забрана су били засновани на ставу да опције подижу шпекулативни карактер, или у случају опција на робу, да немају рационалну економску функцију.<sup>85</sup>

Дакле, организована трговина опцијама почиње у САД 1973. године, када је при Чикашкој робној берзи (Chicago Board of Trade), основана опцијска берза,

---

<sup>85</sup>Васиљевић Бранко, *Основи финансијског тржишта*, Диамонд ХАРД, Београд, 1997. стр. 29

(Chicago Board Option Exchange). Формирање и организовање посебног тржишта опција омогућило је дјеловање секундарног тржишта које је до тада егзистирало као шалтерско тржиште.<sup>86</sup> Данас обим трговања опцијама на берзи опција у Чикагу је превазишао обим трговања на Њујоршкој берзи акција.<sup>87</sup>

Током посљедњих педесетак година фјучерси (фјучерс) и опције заузели су своје мјесто на међународном тржишту. Оригинално фјучерси и опције користили су берзанску робу, а у раним седамдесетим почиње њихова примјена и на финансијске инструменте. Валутни фјучерси доживљавају експанзију падом Bretton Woods система фиксних девизних курсева. Пад овог система најавио је нове финансијске инструменте који ће се користити као средства за смањење ризика у све више нестабилном окружењу.

Појам опције употребљава се у дијелу економске литературе који се бави финансијама, и то у оквиру приказа финансијских изведеница (деривата).<sup>88</sup> Према тој литератури финансијске изведенице биле би “финансијски инструменти, најчешће вриједносни папири, којима је вриједност изведена из вриједности неке друге темељитије варијабле, што може бити било која роба, финансијски инструмент, па чак и нека друга финансијска изведеница”,<sup>89</sup> а називају се и условљене тражбине, јер су тражбине из изведеница условљење тражбинама из вриједносних папира из којих су изведене.

Другим ријечима, финансијске изведенице били би финансијски инструменти изведени (деривирани) из примарних финансијских инструмената односно “чија је вриједност изведена из неке друге имовине или из неког другог финансијског инструмента.”<sup>90</sup> Оне се дијеле, односно класифицирају, у четири групе, и то на терминске уговоре (futures, forwards), замјене (swapove), опције и остале.<sup>91</sup>

Опције се виде као “уговори о куповини или продаји одређене робе или финансијског инструмента на одређени дан и према унапријед одређеној цијени, с тим да постоји могућност употребе права одустајања од уговора”<sup>92</sup>, односно као “уговори којима се њиховим власницима даје право куповине или продаје везане

---

<sup>86</sup> ибид

<sup>87</sup> Берзански појмови, Загреб, 1997.

<sup>88</sup> Орсаг Силвије, Изведенице, Хрватска удруга финансијских аналитичара, Загреб, 2006. стр. 11

<sup>89</sup> Орсаг Силвије, Вриједносни папири, Ревизон, Сарајево, 2003. стр. 662.

<sup>90</sup> Ибид, стр. 659

<sup>91</sup> Ибид, стр. 671

<sup>92</sup> Ловриновић Иван, Новчано тржиште срце финансијског тржишта, 1997. стр. 162.

имовине по цијени датој у опцији кроз одређено вријеме односно на одређени дан. Ради се, дакле, о уговорима који нису двострано обавезани...”<sup>93</sup>

Опције представљају најзначајнији инструмент хеџинга помоћу кога се инвеститори штите од различитих врста ризика.<sup>94</sup> Помоћу опција је могуће смањити, некада и елиминисати ризик промјена цијена, тржишних индекса, каматних стопа, девизних курсева и тиме повећати сигурност инвеститора на тржишту.

У финансијама, опција је уговор између продаваца и купца који даје купцу право - али не и обавезу - да купи или прода одређено добро (подложно добро) неког каснијег датума по договореној цијени. За давање опције, продавац заузврат приликом склапања уговора прикупља од купца новчану накнаду (премију). Куповна опција (цалл опција) даје купцу право да купи подложно добро; продајна опција (пут опција) даје купцу опције право продати подложно добро. Уколико купац одлучи искористити ово право, продавац је дужан продати или купити добро по договореној цијени. Купац може изабрати да не искористи право и пусти да опција истекне. Подложно добро може бити некретнина, земља или какво друго својство, дионице дионичког капитала или друге хартије од вриједности, као што су, између осталог, термински уговори (фјучерси). На примјер, куповина куповне опције даје право да се купи зацртана количина вриједносног папира по зацртаној договореној цијени, која је позната као извршна (страјк) цијена, у неко вријеме све до дана истека опције, док куповина продајне опције даје право да се прода. Приликом избора власника опције да искористи (изврши) опцију, страна која је продала, односно написала, опцију, мора испунити услове уговора.

Из изложених дефиниција можемо уочити да се под појмом опције у најширем смислу подразумијева право једне особе да једностраним тумачењем изазове настанак другог уговора, које је субјективно и у правилу преносиво право и због тих обиљежја подобно бити објектом (предметом) правних послова који се могу склапати након што је настало и након што га је стицатељ опције стекао. Најчешће је ријеч о праву да се изазове настанак купопродајног уговора за вриједносне папире, валуте, камате и робу која је уврштена у котацију на уређеном тржишту (берзи). То се право у економској литератури назива изведеница (деривативе) јер је ријеч о праву које је изведено или деривиран те вриједност која је такође изведена или

---

<sup>93</sup> Орсаг Силвије, Вриједносни папири, 2003. стр. 671

<sup>94</sup> Здравковић, Д., С. Комазец, Ж. Ристић, и А. Живковић, „Финансијско тржиште и берзе“, Економски факултет, Ниш, 1998, стр. 385-391.

деривирана "из друге имовине или из неког другог финансијског инструмента".<sup>95</sup> Трговање тим правом уобичајено је и у поредбеном берзанском праву квалифицира се као берзански термински посао, али тако се квалификује и опцијски уговор који је темељ настанка опције.

Опције, дакле, спадају у групу деривативних вриједносних папира, што значи да представљају изведене финансијске инструменте. Основна улога деривативе на финансијском тржишту је трансфер ризика. У њиховој основи налази се нека роба или неки финансијски инструмент, односно свака актива која има тржишност, и од чије цијене зависи цијена деривативе с којима се тргује на тржишту деривативе односно терминском тржишту.<sup>96</sup>

Многима деривативи служе да би смањили ризик. На примјер, пољопривредник који није сигуран колика ће цијена кукуруза бити у вријеме бербе и продаје, да би ту несигурност отклонио, он помоћу деривативе се штити од будућег пада цијене кукуруза и на тај начин избјегава велике губитке. Основна улога деривативе је трансфер ризика на оне судионике који су спремни да тај ризик прихвате и остваре велике профите / губитке, јер се њихове прогнозе о будућим кретањима цијена супротне од оних који желе да се заштите од ризика. Учесници који желе да се заштите од ризика називају се хедџери (хедџерс), а они који прихватају тај ризик, и на основу њега остварују профите / губитке, називају се трговци (традерс) које популарно називају шпекулантима (speculators). Терминска тржишта, односно тржишта деривативе никако не би могла функционисати, а да се на њима не појављује велики број шпекуланата који су увијек спремни да се "коцкају".

Неке финансијске институције тендирају да користе деривативе као извор прихода. Тако је опште чувен инцидент везан за колапс Barings Bank-е у фебруару 1995. године. Али не само ње. Велике финансијске потешкоће имали су и: Procter & Gamble, Orange Country, Hammersmith i Fulham Local Authority. На примјеру Barings banke, Nick Leeson је очито покушао искористити мале разлике у цијени финансијских инструмената које је куповао на берзама далеког истока и продавао их на другим берзама, покушајући искористити процес познат као арбитража. У јануару и фебруару 1995. године, кладио се на Јапанске дионице купујући значајну количину фјучерс уговора на индекс Nikkei 225 на берзама у Осаки и Токију. Наступио је

---

<sup>95</sup> Ибид, стр. 659

<sup>96</sup> Орсаг Силвије, Изведенице, Хрватска удруга финансијских аналитичара, Загреб, 2006. стр. 24

неповољан период на Јапанској берзи дионица, што је и резултирало катастрофом поменути банке.<sup>97</sup>

Већ смо навели да су опције право да се купи или прода одређени предмет, као што су акције или државне обвезнице, по унапријед утврђеној цијени, у утврђеном року. Управо то право да се купи или прода одређена актива, и могућност да се од тог права одустане су основни елементи који опције чине различитим од фјучерса, код којих постоји обавеза да се или прода одређена актива, одређеног дана, по унапријед утврђеној цијени, уколико се претходно не "изађе" из уговора. Опција представља уговор између продаваца и купца у коме је садржано право, али не и обавеза, купца да купи или прода неки финансијски инструмент у одређеном временском раздобљу или на утврђени термин у будућности, по цијени одређеној у моменту закључења уговора.<sup>98</sup>

Предмет уговора који је садржан у опцији назива се основном инвестицијом (underlying asset). Предмет уговора могу бити:

- робе (commodities) - пољопривредни производи као што је пшеница, нафта, дрво, разни метали ...
- валуте (currency);
- акције (stock, equities);
- фјучерс уговори (future contracts);
- берзански индекси (indexes).

Цијена уговора која се утврђује у тренутку закључивања уговора, односно цијена по којој се актива, која је предмет опцијског уговора може купити или продати, назива се цијена извршења (Strike price, exercise price). Страјк цијена или цијена извршења оних опција с којима се најактивније тргује обично је врло близу текућој цијени активе која је предмет опцијског уговора, изузев у случајевима изразитог раста или пада цијена. То је управо због тога што берза утврђује страјк цијене на основу разних анализа текућег тржишта. Опције доступне у неколико износа изнад или испод тренутне цијене (current price, spot price) основне инвестиције. На примјер, цијене акција које су испод 25 долара по дионици обично имају страјк цијене у интервалу 2 ½. Страјк цијена дионица изнад 50 долара обично се креће у интервалу од \$ 5. Што се тиче опција на дионице, оне нису доступне на

---

<sup>97</sup>Vaitilingama Romesh , Financial Times Guide To Using Financial Pages, FT Pitman Publishing, 1996.

<sup>98</sup> Васиљевић Бранко, Основи финансијског тржишта, Диамонд ХАРД, Београд, 1997. стр. 14

сваку акцију. Има око 2.200 акција на чијим се опцијама тргује.

Опцијама се тргује на берзама широм свијета: LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange)-London, CBOE-Chicago, EOE-Europska berza opcija, MONEP-Francuska, DTB-Njemačka, SOFFEX-Švajcarska ...Поред могућности да искористи опцију до њеног рока доспијећа или да то не учини купац опције има право и да је поништи (offset). Offsetting је поступак обрнут од оригиналне трансакције са циљем изласка из трговине. У случају куповине цалл опције, треба продати цалл опцију с истом страјк цијеном и датумом доспијећа. Ако се прода цалл, купује се цалл са истом страјк цијеном и датумом доспијећа. Исто вриједи и за пут опције. У случају куповине пут опције, треба продати пут са истом страјк цијеном и датумом доспијећа. Аналогно, ако се прода пут, треба купити пут опцију са истом страјк цијеном и датумом доспијећа.<sup>99</sup>

Постоји подјела на европске, америчке и азијске опције. Атрибуте азијске, америчке и европске (Asian, American and European style) не треба доводити у везу са географским локалитетом, иако су већином опција на US берзама америчке опције. Европском опцијом се право из опције може искористити само на дан доспијећа опције, а уколико се право из опције може реализовати у цијелом раздобљу до доспијећа, онда је ријеч о америчкој опцији. У пракси, европске опције се ријетко користе. Азијске опције такође ријетко срећемо, с обзиром на то да се њима почело трговати тек од 1994. године на CBOE. Азијске опције укључују право, али не и обавезу, купца да купи или прода уговорену активу по тржишној цијени која је изведена као просјек њених спот цијена у оквиру уговореног интервала. Азијске опције односе се на: нафту, метале и одређену групу валута. Све опције истог типа (*put ili call*) које имају исту основну инвестицију називају се класа опција. На примјер, све call опције на IBM чине класу опција. Све опције које су у истој класи и имају исту страјк цијену називају се серије опција. На примјер, све IBM call опције са страјк цијеном од 130 (и различитим роковима доспијећа) чине серију.

Постоје два типа опцијских уговора. Уговор у којем је садржано право да купац опције купи одговарајућу активу, која је предмет уговора по страјк цијени до истека рока важности, назива се куповна опција или кол (call) опција. Други тип опције се односи на уговор који даје право купцу опције да прода основну инвестицију уговора по страјк цијени до истека рока важности. Такву опцију

---

<sup>99</sup> Орсег Силвије, Вриједносни папири, Ревизон, Сарајево, 2003. стр. 716

називамо продајном опцијом или пут (put) опцијом. Права која носе у себи call i put опције, подразумијевају постојање друге уговорне стране која прихвата да изврши обавезу из уговора, како би се права реализовала.

Та друга страна уговора, назива се продавац опције. Ако се ради о продавацу цалл опције, односно продавцу права да се "нешто" купи, онда можемо говорити о уговорној страни која продаје право, за утврђену цијену (премију), да се од ње купи предмет опцијског уговора по цијени извршења. Продавац се обавезује на захтијев купца тог права да се оно реализује, испоручи предмет уговора у тачно утврђеном термину. Ако се ради о продавцу пут опције, односно продавцу права да се прода "нешто", онда можемо говорити о уговорној страни која продаје право, за утврђену премију, да се њој прода предмет опцијског уговора по цијени извршења, и обавезује се да ће на захтјев купца права да ће оно бити реализовано и да ће бити купљен предмет уговора у тачно утврђеном термину<sup>100</sup>.

### 2.15.1. Елементи опције – дефиниције и терминологија

*Уговорена цијена подлоге (strike price):*<sup>101</sup>

*Уговорена цијена подлоге (strike price)* - утврђена цијена по којој ималац опције, било куповне, било продајне може искористити своје право куповине или продаје, основног материјала који је подлога опције односно прелаз у термински уговор (цијена робе по којој ће се трансакција извршити ако до тога дође).

*Стварна вриједност (intrinsic value):*

*Стварна вриједност (intrinsic value)* - стварна вриједност опције одређује се разликом између уговорене цијене подлоге опције и текуће тржишне цијене тог материјала.

Ово значи да куповна опција има стварну вриједност уколико је уговорена цијена подлоге опције нижа од текуће цијене на терминском тржишту за дати материјал. На примјер куповна опција на лот кукуруза са цијеном од 0,25 ДИН/кг, у случају када је текућа цијена на термину 0,29 ДИН/кг, значи да опција има стварну вриједност од 0,04 ДИН/кг. Одговарајуће томе, продајна опција има стварну вриједност ако је уговорена цијена подлоге из опције виша од текуће терминске цијене за дати материјал.

---

<sup>100</sup> Орсаг Силвије, Изведенице, Хрватска удруга финансијских аналитичара, Загреб, 2006. стр. 112

<sup>101</sup> Fabozzi, F., F. Modigliani, F. J. Jones and M. G. Ferri, „Foundation of Financial Markets and Institutions, Prentice-Hall international, 1998, pp. 517-518.



Опцију - опционо право - није вриједно користити уколико опција нема стварну вриједност.

**Опција у добитку (*in the money*)** - у тржишној терминологији значи да опција има стварну вриједност (*има смисла користити опционо право*).

**Опција у губитку (*out of the money*)** - у тржишној терминологији значи да опција нема стварну вриједност (*нема смисла користити опционо право*).

**Опција на своме (*at the money*)** - у тржишној терминологији значи да је уговорена цијена подлоге опције равна цијени на одговарајућем термину (*нема смисла користити опционо право*).

Табеларни приказ - на примјеру кукуруза

Терминска цена (ДИН/кг)	Уговорена цена подлоге опције (ДИН/кг)	Класификација	
		куповна опција	продајна опција
0,29	0,25	у добитку	у губитку
0,29	0,29	на своме	на своме
0,29	0,34	у губитку	у добитку

*Временска вијредност (time value):*

**Временска вриједност (*time value*)** - исказује се у вриједности - цијени коју су купци спремни да плате за дату опцију преко њене стварне вриједности - због тога што у року важења опције очекују да ће се одговарајућа терминска цијена материјала мијењати у смјеру који повећава стварну вриједност опције. Будући да су на тржишту присутни продавци и купци, премија, која се састоји од збира временске и стварне вриједности, такође, одређује цијену по којој су продавци спремни да прихвате продају опционог права.

**Опциона премија (*option premium*)** - је, у ствари, **цијена опције**. Висина премије - цијене опције - формира се слободно на тржишту опција, сучељавањем

понуде и тражње. Постигнута премија је она коју купац опције плати продавцу опције за право које по опцији први стиче, а други уступа.

### *Терминологија:*<sup>102</sup>

- **Bear - Бер** (у буквалном преводу-медвјед) - Онај који сматра да ће тржишне цијене падати;
- **Bid - Бид** - Изражавање жеље да се купи одређена роба по одређеној цијени, супротно од »Offer«;
- **Broker - Брокер** - Физичко или правно лице које извршава налоге за фјучерсе и опцију у име финансијских и трговинских институција и/или јавности уопште;
- **Bull - Бул** (у буквалном преводу бик) - Онај који сматра да ће тржишне цијене расти;
- **Call Option - Кол-опција** - Опција која купцу даје право, али га не обавезује, да купи основни фјучерс уговор по страјк цијени, на дан доспијећа или прије истека датума доспијећа;
- **Clearing - Клиринг** - Процедура којом клириншка кућа врши салдирање и поравнање рачуна својих чланова и води рачуна о извршењу свих обавеза које проистичу из уговора о фјучерсима или опцијама;
- **Closing price - Цијена на затварању** - Последња цијена плаћена за одређену робу у једном радном дану;
- **Convergence - Конвергенција** - узајамно приближавање цијене на спот тржишту и цијене из фјучерса, у случају када је фјучерс близу доспијећа;
- **Dealer - Дилер** - Правна или физичка лица која хартијама од вриједности тргују чешће у својству принципала него као агенти, зарађујући на разлици у цијени;
- **Delta - Индекс** - Показатељ промјене вриједности премије на опције, добијен дијелењем промјене по јединици са фјучерс цијеном;
- **Gamma - Индекс** - показатељ брзине промјене Делта-индекса;
- **Hedger - Хедзер** - учесник на берзи кога занима искључиво роба, у смислу смањења ризика од евентуалних промјена цијена односно робе у будућности;

---

<sup>102</sup> Fabozzi, F., F. Modigliani, F. J. Jones and M. G. Ferri, „Foundation of Financial Markets and Institutions, Prentice-Hall international, 1998, pp. 517-518.

- **Leverage - Леверидз** - Улагање мањег износа у инвестиције много веће вриједности;
- **Limit order - Лимит налог** - Налог у коме налогодавац одређује горњи или доњи ниво цијена и/или вријеме извршења (доспијећа) по коме се трансакција има извршити;
- **Linkage - Линковање** - могућност да се купују (продају) фјучерси на једној берзи и касније исти продају (купе) на другој берзи;
- **Маргин цалл - Крајњи позив** - Позив упућен члану клиринга од стране клириншке куће да доплати депозит до прописаног минималног нивоа;
- **Offer** - Изражавање жеље да се прода нека роба по одређеној цијени, супротно од »Bid«;
- **Опцион - Опција** - Право да се одређени предмет трговања купи или прода по унапријед утврђеној цијени у унапријед утврђеном року;
- **Put option - Пут опција** - Опција која купцу даје право, али не обавезује га, да прода основни фјучерс уговор по страјк цијени, на дан доспијећа или прије истека датума доспијећа;
- **Ring - Ринг** - Простор за трговање (обично мањи простор за трговање одређеним робама) у оквиру берзанске сале за трговање;
- **Scalper** - У буквалном преводу тапкарош - трговац који краткорочним инвестирањем жели на брзину да оствари мали профит;
- **Speculator - Шпекулант** - Учесник на берзи који тргује искључиво ради остваривања профита;
- **Spot - Спот** - Начин трговања на берзи плаћањем пуне цијене у готовом - промптна трговина;
- **Spread - Спред** - Разлика у цијени између два односна тржишта или робе;
- **Strike price - Страјк цијена** - Унапријед утврђена цијена која представља износ који ће се платити или примити, ако се трансакција изврши;
- **Опције на акције** је уговор који власнику даје право да приликом емисије акција откупи одређену количину или да их прода у одређено вријеме за одређену цијену. То је чест метод стимулације, односно награђивања „топ менаџера“ за „постигнуте резултате“, као и начин за мотивисање „квалитетних“ кадрова.

- **Хед фонд** је инвестициони фонд који примјењује хединг стратегију. Хединг је процес који у преводу значи заштиту од ризика кретања цијена у будућности. Хедери су лица која желе да се заштите од негативног утицаја будућних цијена (курса), и у том смислу предузимају одређене акције. Класичан хединг би био куповина одређеног терминског уговора који означава испоруку робе одређеног датума у будућности.

На дан доспијећа разлика између тренутне цијене (спот цијене) и цијене уговора анулира се на такав начин да купац (продавац) не може бити у губитку. Хединг се врши кроз куповину фјучерса, опција, форварда и кроз свопове. Хединг се практикује на девизним, финансијским и робним тржиштима. Примјер на девизним тржиштима би био улажење у контрапозиције због колебања валута (код потраживања у доларима контра позиција би била узимање неког кредита у доларима). На овај начин курс утиче на обе стране, па ако би се курс лоше одразио на једној страни, позитивни ефекат на другој страни би неутралисао губитак.

### 2.15.2. *Врсте опција*

Опције се дијеле према више критеријума<sup>103</sup>: према заузетој инвестицијској позицији, према могућности извршења, према карактеру везане имовине, према покривености везаном имовином и према времену трајања. Са становишта заузете инвестицијске позиције, разликују се цалл и пут опције. Call опција даје своме купцу, у замјену за плаћену премију, право куповине од продаваца - односно састављача опције - уговорене везане имовине по извршној цијени фиксираној у опцији на одређени дан или кроз одређено раздобље до истицања њеног враћања. Стога се називају и куповним опцијама. Put опција је право продаје састављачу опције, везане имовине по зајамченој извршној цијени на дан њезиног доспијећа односно кроз вријеме њеног трајања. Стога се може назвати и продајном опцијом. Зависно од тога на који се начин може реализовати право из опције до тренутка његова истицања, разликују се поједине врсте опција. Основни облици су европске и америчке опције. Европске опције могу се извршити само на дан њиховог доспијећа. Америчке опције могу се извршити у било које вријеме до њихова доспијећа. Као

---

<sup>103</sup> Орсаг Силвије, Вриједносни папири, Ревизон, Сарајево, 2003. стр. 725-730

посебан тип опције наводе се и азијске опције код којих вријеме до истицања враћања одређује извршну цијену.

Према карактеру везане имовине, опције се дијеле на робне и финансијске опције. У робним опцијама предмет је роба, реална имовина, а у финансијским опцијама предмет је финансијска имовина, дакле вриједносни папири (дионице, обвезнице), али и друге изведенице (примјер су опције на рочници на индексе дионица, опције на рочници на каматне стопе, опције на валутне рочници, итд.) или индекси дионица. Према покривености разликују се покривене (covered) опције и непокривене (uncovered) односно голе (naked) опције. Покривене опције састављају се кад се посједује везана имовина, а непокривене кад се не посједује везана имовина. Према времену трајања, разликују се краткорочне опције, а опције су у правилу краткорочни финансијски инструменти, које истичу у правилу у року до девет мјесеци те дугорочне опције, као нпр. леапс опције (Long-Term Equity anticipation Securities), које истичу у раздобљу од двије до пет година.<sup>104</sup>

### **2.15.3. Трговање опцијама**

Опцијама се тргује на исти начин као и терминским уговорима - фјучерсима - осим што је разлика у неопходном осигурању. Купац опције плаћа одмах пуни износ премије продавцу опције. Он не полаже никакво осигурање нити је подложен било каквом позиву клириншке куће да пружи обезбјеђење. Продавац опције, напротив, мора положити одређено осигурање и изложен је стално обавези да висину обезбјеђења усаглашава на позив клириншке куће, истовремено како тај механизам функционише код терминског тржишта - фјучерс - у складу са кретањем цијене основног материјала. Ово стога што је продавац опције, ако је опција у профиту, стално изложен могућности да се опционално право које је продао активира против њега, тако да његов рачун маргине у клириншкој кући мора покривати висину евентуалног губитка по опцији. Усаглашавање се врши на дневној бази.

### **2.15.4. Call option**

---

<sup>104</sup> Орсат Силвије, Вриједносни папири, Ревизон, Сарајево, 2003. стр. 725-730

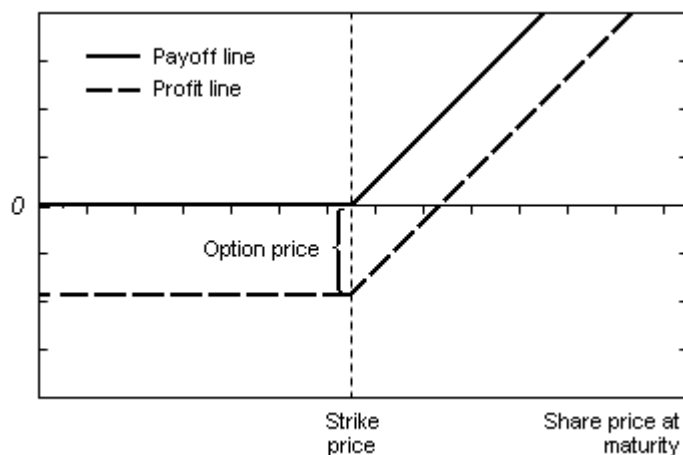
**Куповна опција (call option)** је финансијски уговор између двије стране, тј купца и продавца тога типа опције. Купац опције има право да купи уговорену количину одређеног финансијског инструмента до одређеног датума доспијећа и по унапријед уговореној цијени (strike price). Купац има право да купи, али не мора. С друге стране продавац је обавезан да прода финансијски инструмент ако и кад купац захтијева. Да би купац имао такво право куповине он мора да плати премију или тзв. цијену опције (option price) за то право.<sup>105</sup> Купац куповне опције жели да цијена финансијског инструмента расте да би он купио одређени инструмент по нижој цијени, тј. цијени по којој је он уговорио да купи. Продавац куповне опције с друге стране добија унапријед премију, али ризикује губитак ако цијена опције нарасте више од премије коју је он добио. Постоје и разлике између

- америчке куповне опције, у којој купац може да купи опцију било кад до дана истека опције;
- европске куповне опције, у којој купац може купити опцију само на дан истека.

Куповним опцијама се могу купити многи финансијски инструменти. Цијена опције (option price) је премија коју купац плаћа да би имао право да купи финансијски инструмент до рока доспијећа кад сматра да је најповољније по њега.

---

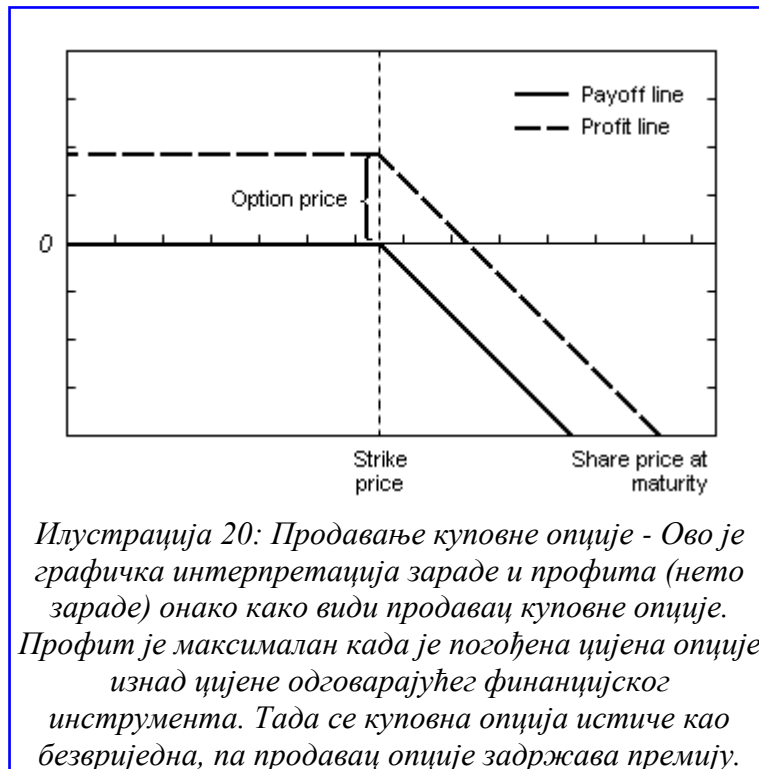
<sup>105</sup> Ристић, Ж., “Трзисте капитала: теорија и пракса”, Савремена администрација, Београд, 1990., стр. 221-224.



*Илустрација 19: Куповање куповне опције - Ово је графичка интерпретација зараде и профита код куповне опције, онако како види купац куповне опције. Већа цена акције значи већи профит. Коначно цена може бити довољна да отплати цену акције.*

### Примјер куповне опције:

- Инвеститор купује куповну опцију звану кол опцију по цијени од 50 на дан 16. септембар 2006. и плаћа премију од 5 јединица за ту куповну опцију. Садашња цијена акције је на примјер 40.
- Претпоставимо да је цијена акције нарасла на 60, тада се купац може одлучити да искористи опцију и да купи акцију по уговореној цијени од 50. Чим купи акцију купац је може продати на отвореном тржишту по 60 јединица и зарадити на тај начин 10 јединица. Пошто је платио премију 5 јединица нето зарада му је 5 јединица.
- Ако цијена акције никад не пређе 50 до дана доспијећа опције купац неће купити такву акцију, па ће куповна опција истећи као безвриједна, а купац опције ће имати губитак од 5 јединица.
- Купац опције може да изгуби највише премију, дакле 5 јединица, али има могућност неограничене зараде.
- Ако цијена акције нарасте на 55, тада ће купац купити акцију по уговореној цијени од 50. Зарада му је 5, али пошто је платио премију 5, његов нето профит је нула.



На слици се види цијена опције (option price) као почетни губитак купца ако је цијена акције (share price) испод уговорене цијене (strike price). Када цијена акције нарасте изнад уговорене цијене купац ће купити акцију по уговореној цијени, која је тада нижа од праве цијене акције. Купац има одређену зараду, али нето зарада је зарада минус цијена опције. Купац опције има нето зараду тек кад је цијена акције  $>$  уговорена цијена + цијена опције.

## V. ЗАКЉУЧАК

У савременим условима, приликом избора одређеног инструмента плаћања, значајан утицај врши фактор ризика. Природно је да пословни партнери желе што већу сигурност у погледу испуњења узајамних уговорних обавеза. Ту сигурност угрожавају пространа удаљеност странака и (не)могућност реалне процјене кредитне способности пословног партнера. У послу међународне трговине појављују се још и додатни фактори који у себи крију опасност, а то су: различитост правних система, дивергирајући трговачки обичаји, унапријед несагледиве државне мјере, нестабилност валута. У таквим условима важно је изабрати начин плаћања који у



највећој мјери пружа сигурност пословним партнерима, свводећи на минимум дејство фактора ризика. Зато данас све већи значај добијају они инструменти плаћања који поред платежне имају и функцију обезбјеђивања потраживања, а такође је и евидентно стварање посебних средстава за обезбјеђивање потраживања, са значајном улогом банака (банкарска гаранција). Недостатак готовинских средстава плаћања, као и низ других разлога практичне природе, потенцирају значај безготовинског плаћања и кредитне функције инструмената платног промета. Због тога се чек, мјеница и кредитне картице, све чешће данас налазе у употреби. Чек је данас у пословима међународне трговине постао хартија високе циркулационе способности и као такав у великој мјери потиснуо готовинско плаћање.

Такође је неопходно истаћи улогу банака у савременом платном промету, јер се највећи дио плаћања одвија управо преко банке као посебног субјекта међународног плаћања. Посебно је важна функција коју банке врше као банке гаранти. Интервенција државе у домену међународног платног промета је данас посебно изражена јер платни промет са иностранством је од животног значаја за економику сваке земље. Мјере економске политике су утолико ригорозније уколико је платни биланс са иностранством једне земље дефицитарнији, а девизне резерве мање. Платни промет са иностранством је регулисан императивним правом нормама које регулишу не само начин него и обим плаћања. Поред тога, билатералним и мултилатералним међудржавним споразумима стварају се између држава уговорница режими плаћања, који су обавезни за узајамно плаћање између субјеката права из ових држава. Плаћања која наше привредне организације, као уговорни партнери, врше у иностранству регулисана су, с једне стране, принудним девизним прописима и међудржавним споразумима, а с друге стране детерминисана и банкарском техником плаћања, чија правила имају међународни карактер. Управо ова проблематика међународног плаћања и инструмената међународног платног промета је предмет обраде овог дијела рада. С обзиром на то да се ради о интересантној, али и доста опширној правно-економској тематици, акценат је стављен на појмовно одређење инструмената платног промета, њихову функцију, улогу и значај у међународним плаћањима.<sup>106</sup>

У платном промету с иностранством, за разлику од платног промета који се одвија унутар једне земље, не постоји универзално законско средство плаћања које

---

<sup>106</sup> Бараћ С., Хаџић М., Стакић Б., Иваниш М.-Организација банкарства, Сингидунум ФФМО, Београд, 2005. стр.93

је прихваћено у свим земљама. Обављање, реализовање и специфичност међународног платног промета потпомогнуто је од стране инструмената плаћања те осигурање насталих плаћања. Унификацији инструмената плаћања допринијела је Међународна трговачка комора.

Обављање међународног платног промета усљед развоја свјетског тржишта, међународних економских односа, различитости пребивалишта, учесника у међународним плаћањима и због многих других фактора карактерише се несигурношћу и неизвјесношћу.

Изведене хартије од вриједности или финансијски деривати су веома значајни инструменти финансијских инструмената који су настали бумом финансијских иновација у посљедњих 25 година.<sup>107</sup> Њихова појава дала је берзанском пословању нову димензију доводећи до крупних промјена на финансијским тржиштима развијених земаља, али и на иностраном финансијском тржишту. Као што је већ споменуто, изведене хартије од вриједности се називају тако што се њихова вриједност изводи из вриједности неке друге основне активе, која се налази у њиховој основи. За разлику од основних хартија, финансијски деривати не одржавају нити један од два основна односа: кредитни и власнички.

Оне заправо представљају одређену врсту контингентних права на друге облике финансијске активе (нпр. акције, или остале основне вриједносне папире, каматна стопа, тржишни индекс, курс).

Прави разлог финансијских деривата лежи у расту обима и значаја терминских послова на финансијским тржиштима. Задњих 25 година су доживјели праву експанзију али њихова историја је много дужа. Коријени њихових пословања налазе се у 17. вијеку на просторима Холандије и Јапана. Први, послови какве данас можемо срести са финансијским дериватима на берзама су се одвијали на Лондонској берзи метала. Ту су настали први прави термински уговори (forward) на различите метале (бакар и алуминиј најчешће). Ови уговори су били таквог типа, односно између купаца и продавца о испоруци и плаћању у будућности, с тим што се цијена и услови плаћања уговарају много раније, тј. на дан потписивања уговора. Ови уговори су се заснивали на потпуној аутономији воља уговорних страна, односно није постојао институционални механизам нити су били стандардизовани, иза којих би стајала клириншка кућа која би гарантовала сигурност испоруке и

---

<sup>107</sup> Орсаг Силвије, Изведенице, Хрватска удруга финансијских аналитичара, Загреб, 2006. стр. 11

плаћања. Модерно терминско пословање на робним берзама започиње у 19. вијеку на подручју америчког средњег запада и то на берзи Chicago Board of Trade (CBOT) која је основана 1848. године,<sup>108</sup> а ускоро се на овој берзи уводе побољшања у трговини форварда, уводи се стандардизација количина (нпр. за пшеницу 5.000 бушела, колико је и данас), уводи се стандардизована испорука током одређених мјесеци, док 1874. на Чикашкој трговачкој берзи је први пут створена клириншка кућа као гарант испоруке и плаћања.

Фјучерси спадају у финансијске деривате. Основно питање које се може поставити, а односи се на све финансијске деривате па самим тим и на фјучерсе, јесте зашто људи инвестирају у њих. Прави одговор јесте да су они креирани да би се путем хеџинга избјегао губитак по основу промјене цијене основне активе на коју се фјучерс односи.

Поред хеџинга односно дисперзије ризика на остале учеснике на тржишту мотив за трговину фјучерсима може бити и јако висок ниво леврица који је присутан у њиховој трговини. Наиме, ради се о томе да се само на основу релативно малог износа новца у виду марже може контролисати релативно велики број фјучерса, а самим тим и актива која је у њиховој основи. Вриједност активе, која је фактички контролисана, је много пута већа од вриједности марже коју је неопходно уплатити да би се уопште могло трговати фјучерсима.

Не треба посебно говорити о томе да се вјештом трговином фјучерсима може остварити и значајна зарада. У САД, на примјер, шпекуланти годишње зарађују и преко 100 000\$.

Све ово упућује на закључак да се фјучерсима у нашој земљи мора поклонити више пажње, како у домену теоријског фондирања, тако и у домену практичне примјене. Постоје бројни начини да се то учини, али један од најсигурнијих је да се одабере одговарајућа привреда на карти свијета и да се најбоља теорија и пракса ускладе са нашим нивоом развоја и сходно томе примјене у условима наше привреде.

Своју употребу у највећим размјерама финансијски деривати нашли су у сврси управљања ризицима. Наиме, њима се управља различитим врстама ризика, јер имају могућност трансфера и изолације специфичних врста ризика. Тако, компаније чије је пословање изложено ризику каматних стопа, девизних курсева или

---

<sup>108</sup> Вукина, Т.: "Основе трговања терминским уговорима и опцијама", Инфоинвест, Загреб, 1996., стр. 24.

цијени неке берзанске робе, своју нето изложеност овим факторима усмјеравају помоћу деривата. Међутим, кад кажемо управљање ризиком мислимо на активност која не мора подразумијевати неутрализацију или смањење ризика. Но, код деривата присутна је и „заштита од ризика“, активност при којој једним новчаним током трансакције можемо компензовати новчани ток друге трансакције и тако смањити ризик. Значај дериватних финансијских инструмената код управљања ризиком је и у њиховом изузетно високом леверици. Леверица у финансијском смислу представља улагање малог новчаног износа у инвестиције много веће вриједности. Значи, на терминском тржишту може се купити термински уговор за 10% од његове вриједности (као депозит). Од кретања цијена зависи да ли ће се овим уговором остварити зарада или губитак. Што се тиче домаћег финансијског тржишта можемо закључити да препреке бржем развоју и увођењу трговања новим деривативним инструментима на домаће финансијско тржиште и проблеми на које се притом наилази су бројни и различити: мала ликвидност тржишта, мали број учесника и код већине недовољно познавање деривата, мала капитализација и бројни други. Због свега тога мора се утврдити какво је савремено значење и успјех постигнут трговањем финансијским дериватима у свијету да би се указало на њихове предности и користи, а што би упутило на нужност веће заступљености у трговању у будућности.

Свакако да домаћа законска регулатива даје довољно простора за развој овог тржишта,<sup>109</sup> међутим, још увијек нису остварени неки значајнији резултати који би довели до развоја одређених сегмената тржишта деривата. Који инструменти ће се први користити на том тржишту, зависи од упознатости актера на тржишту са техником и стратегијом конкретног дериватног инструмента. Постоји много фактора од којих зависи развој дериватног тржишта у нашој земљи. Као најважније могли би издвојити: бржи развој спот финансијских тржишта, ефикасна заштита права повјериоца, активна улога државе у овом сегменту, трансформација банака и привреде и одговарајуће мјере монетарне и фискалне политике. Од динамике развоја ових фактора, зависиће и динамика развоја финансијског тржишта деривата. Слободно можемо рећи да је ситуација на нашем финансијском тржишту далеко повољнија у односу на период од прије десет година уназад. Наиме, прије десет година на тржишту су недостајали дугорочни кредитни инструменти, док данас

---

<sup>109</sup> Скакавац А., Дериватни финансијски инструменти, Економске теме, бр. 2, Ниш, 2008. стр. 127

постоје обвезнице старе девизне штедње са дугим роком, а тржиште акција је знатно уређеније.

Појава девизне терминске трговине у задње вријеме је почетак развоја тржишта деривата на девизном тржишту. Развој тржишта деривата требало би да има сличан развојни пут који су остварила развијена тржишта и које је започело са класичним терминским форвард уговорима као најједноставнијим дериватом. Касније би се појављивали софистицирани финансијски инструменти: опције, фјучерси и свопови. Стране домаће банке на нашем финансијском тржишту кроз свој стручни кадар и информациону технологију и пословне везе са инотржиштима у многоме ће олакшати развој тржишта деривата. Из свега реченог можемо предвидјети да ће ово тржиште у почетној фази свог развоја имати међубанкарски карактер, са појединачним учешћем неких компанија високог рејтинга. Учешће сектора привреде и грађанства могуће је очекивати са институционализацијом клириншке куће и успостављањем механизма који гарантује извршење уговора.

## VI. ЛИТЕРАТУРА

### Књиге, монографије, чланци

1. Milardović, A. Globalizacija, zbornik radova, priredio Anđelko Milardović, Pan Liber, Osijek, 1999.
2. Dragičević, A, Politička ekonomija prijelaznog društva, Školska knjiga, Zagreb, 1991. Vuković, 1993.
3. Živković A, Krstić B, Bojović, P, Monetarna ekonomija i bankarstvo, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, 2003.
4. Anđelković, C. Primena pravila UCP 600, Bankarstvo, br.11, Beograd, 2007.
5. Arslanagić, Safet, „Finansijsko tržište-tržište vrijednosnih papira i vrijednosni papiri“, Sarajevo, 1996.
6. Bernard J. Foley: "Tržišta kapitala ", Mate, Zagreb, 1998.
7. Bertrams, R., Roeland Bertrams looks at the advantages and risks of first demand guarantees and standbys, Documentary Credit Insight, 2, No. 3, Summer 1996.
8. Borko Krstić, „Bankarstvo“, Ekonomski fakultet, Niš, 1996.
9. Carić dr S, "Bankarski poslovi i hartije od vrednosti", Nomis, Beograd, 1999.
10. Carić dr S. i Hribovšek dr F, "Spoljnotrgovinska plaćanja", Beograd, 1990.
11. Cerović, D., "Sistem međunarodnog privrednog prava", knjiga prva, G. Milanovac, 1979.
12. Čaušević, F., „Vanjskotrgovinska politika i trgovinski bilans BiH“, Sarajevo, decembar 2005.
13. Dejan Erić, Petar Bojović, "Menadžment hartijama od vrijednosti", Kruševac, 2005.
14. Delegacija Evropske Unije u Bosni i Hercegovini, „Pridruživanje Evropskoj Uniji“, Ključni dokumenti, Izvještaj o napretku Bosne i Hercegovini, 2009.
15. Delegacija Evropske Unije u Bosni i Hercegovini, Strategija proširenja i ključni izazovi 2010. – 2011
16. Direkcija za ekonomsko planiranje Bosna i Hercegovina, „Ekonomski trendovi“, septembar 2009.
17. dr Branko Vasiljević, „Rizici u bankarskom poslovanju“, Beograd, 1988.
18. Dr Dejan Miljković, „Međunarodne finansije“, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007.
19. Dr Dragovan Milićević, „Platni bilans i devizni kurs“, Institut za ekonomsku diplomatiju, Beograd, 2006.
20. Dr Jovo Jednak, „Finansijska tržišta“, Beograd, 2005.
21. Dr Konstantin Pušara, „Međunarodne finansije“, Beograd, 2003.
22. Dr Milenko Dželetović, „Kurs dinara i monetarna stabilizacija“, Priština, 2003.
23. Dr Milutin Ćirović, „Devizni kursevi“, Beograd, 2000.
24. Dr Miroslav Vitez: "Berze hartija od vrednosti i berzanski poslovi – teorija i praksa ", Ekonomski fakultet, Subotica, 2000.
25. Dr Muhamed Pamukčić, prof. : "Poslovne finansije ", Ekonomski fakultet, Tuzla, 1997.
26. Dr P. Gavrilović, „Međunarodno poslovno finansiranje“, Ekonomski fakultet, Beograd, 1996.

27. Dr Rajko Radović, dr Pajo Panić, mr Vitomir Starčević: "Berzansko poslovanje", Papyrus, Bijeljina, 2000.
28. dr Slobodan Ž. Cvetanović, mr. Dejan R. Đurić, „Osnovi carinskog sistema i politike“, Niš, 2001.
29. dr Tomislav Todorović, „Carinski sistem Jugoslavije“, Beograd, 1997.
30. dr Žarko Ristić, dr Slobodan Komazec, dr Jovan Sejmenović, “Finansijska tržišta i berze“, UPS, Banja Luka, 2008.
31. dr Žarko Ristić, “Finansijski menadžment“, Beograd, 2002.
32. Dr Života Ristić: "Tržište kapitala – teorija i praksa", NIP-Privredni pregled, Beograd, 1990.
33. Dragutin Gajić, "Hartije od vrijednosti i njihov promet", Beograd, 1998.
34. Dušan Zdravković: Principi ekonomije, Niš, 2004.
35. Ekonomist, časopis, „Mogućnost predviđanja deviznih kurseva“, Beograd, 2000.
36. Ekonomski pregled, časopis, „Monetarna kretanja, kamatne stope i devizni kurs u 2006“, Beograd, br 06, 2006..
37. F. Turek, „Globalizacija i globalna sigurnost“, Interland d.o.o., Varaždin, 1999.
38. Fond otvoreno društvo, „Međunarodne podrške politici SEECs-Lekcije (ne)nauč ene u BiH“, 2001.
39. Frank J. Fabozzi & Sheri Kole: "Selected Topics in Investment Management for Financial Planning", Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1995.
40. Gutteridge/Megrah, The Law of Bankers' Commercial Credits, London, 1979.
41. Jacob A. Frenkel, „Globalization and Financial Markets: A Challenge for Economic Policy“, Zagreb Journal of Economics, vol. 4, No. 5, Zagreb, 2000.
42. James C. Van Horne: "Finansijsko upravljanje i politika", Mate, Zagreb, 1997.
43. James N. Rosenau, „The Complexities and Contradictions of Globalization“, Current History, November 1997.
44. Kadrija Hodžić, Skripta: „Međunarodna ekonomija“, 2010.
45. Karbasi, A. : A Comparative Study of Bankers' Commercial Credits with special Reference to šte 3ill of Lading in English and American Law, (neobjavljena doktorska teza), University College, Laodon, 1960.
46. L. Thurow, „Budućnost kapitalizma“, Mate, Zagreb, 1997.
47. Ljiljana Ristić: "Berze i finansijsko tržište – skripta", Megatrend, Beograd, 2000.
48. Ljubo Jurčić: „Globalizacija“, Ekonomist, br. 9-10 / 2000.
49. Mersida Sućeska, „Carinski prekršaji“, Sarajevo, 2009.
50. Milan Aleksić, „Međunarodna trgovinska politika“, Savremena administracija, Beograd, 1975.
51. Milena Raković, Finansije i finansijsko pravo, Banjaluka, Pravni fakultet, 2005.
52. Miroljub Labus: Osnovi Ekonomije, Beograd, 2001
53. Mr Nataša Simić, „Monetarne i javne finansije“, Megatrend, Beograd, 2005.
54. Narodna banka Srbije, „Izveštaj - kurs dinara u 2000 i 2001. godini“, Beograd, 2002.
55. Nohlen, Dieter: Politološki rječnik, PanLiber, Zagreb, 2001.
56. Olivier Blancard, „Macroeconomics“, izdanje MATE, Zagreb, 2006.
57. Paul Hirst, Grahame Thompson: „Globalizacija“, Liberata, Zagreb, 2001.
- 58.

- Павићевић, Б.: "Правни односи из банкарске гаранције (докторска дисертација)", Београд.
59. Предраг Јовановић-Гавриловић, „Међународно пословно финансирање“, Универзитет у Београду, Економски факултет, Београд, 2001.
60. Претнер др Л, "Иностранни документарни акредитиви у теорији и пракси", Загреб, 1965.
61. Прица, Б.: "Документарни акредитив", Анали Правног факултета у Београду, бр. 2/1954
62. Привредна Комора Републике Српске, „Нецаринске и техничке баријере-основна проблематика извоза у Србију“, 09.06.2009.
63. Проф. др Јован Сејменовић, “Акционарство и хартије од вриједности”, УПС, Бања Лука, 2008.
64. Проф. др. Ковачевић, Младен: "Међународна економија", Економски факултет, Београд, 2002.
65. Радишић, Ј.: "Облигационо право", Београд, 1979,
66. Розенберг др У, "Једнообразна правила и обичаји за документарне акредитиве", Загреб, 1984.
67. Samuelson, Paul & Nordhaus, William: Економја, ZSEM, Zagreb, 2007.
68. Савић Н., „Инфлација и транзиција у тржишну привреду“, Економски институт Београд, 1992.
69. Стојан Дабић, "Емисија и употреба хартија од вриједности", НИРО, "Књижевне новине", Београд, 1982.
70. Стојановић, “Теорија и политика цијена“, Економски факултет Ниш, 2003.
71. The World Bank : „ БиХ ка економском опоравку“. 1996.
72. Владо Пуљиз, „Глобализација и социјална држава“, зборник радова, РСП и СССХ, Загреб, 1998.
73. Војин Бјелица, Божидар Раичевић, Станко Радмиловић, Благоје Бабић, Марко Радић, "Финансије – теорија и пракса", Нови Сад, 2001.
74. Вукадиновић др Р, "Правни односи из међународног документарног акредитива", Београд, 1989.
75. Вукмир, Бранко: „Право међународних плаћања – Инструменти осигурања плаћања“, РРИФ плус д.о.о, Загреб 2007.
76. Жарко Мркушић и Ана Петрић-Мркушић: "Бурзовно пословање", Информатор, Загреб, 1990.
77. Allison, P.D., 2001. Missing Data (Quantitative Applications in the Social Sciences). London: SAGE publications.
78. Brooks, C., 2002. Introductory Econometrics for Finance. London: Cambridge University Press.
79. Demircug-Kunt, A. and Levine, R., 2001. "Financial Structure and Bank Profitability" in Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, Koch, T.W., MacDonald, S.S., 2005. Bank Management, South-Western College Pub.
80. Бјелица В., 2001, Банкарство, Стулос, Нови Сад
81. Вуњак Н., Ковачевић Љ., 2002, Пословно банкарство, Бецеј



82. Дукиц Д., Бјелица В., Ристиц Ж., 2003, Банкарство, Београд
83. Цурциц У., 2002, Банкарски портфолио менаџмент стратегијско управљање банком, билансом и портфолио ризицима банке, Фелтон, Нови Сад
84. Цировиц М., 2001, Банкарство, Bridge company, Београд
85. Rose P., 2002, Commercial bank management, McGraw Hill, Irwin
86. Rose P., Hudgins S., 2005, Банкарски менаџмент и финансијске услуге, Дата статус, Београд
87. Baker H.K., Powel G.E., 2005, Understanding financial management: a practical guide, Blackwell Publishing, Oxford
88. Lloyd B.T., 2005, Money, Banking and Financial Markets, South-Western College Pub, 1 edition, London
89. Klein G., Lambert J., 1987, The Business of banking, Methuen&Co.Ltd, London
90. The Basel Committee on Banking Supervision, Bazel sporazum o merenju kapitala., 2007, Jugoslovenski pregled, Beograd.
91. Драгичевић, М. (1996). Економија и нови развој. Загреб: Алинеа.
92. Дујшин, У. (1999). Глобализација, економске интеграције и Хрватска. Зборник Правног факултета у Загребу, 49, 2, 179-195.
93. Галић, Б. (2001). Глобализација, околиш и нови идентитети у постмодерној култури. Политичка мисао, 38, 3, 173-185.
94. Група аутора (2013). Економска дипломатија – изазов високог приоритета за Босну и Херцеговинустр. Сарајево: Вањскополитичка иницијатива.
95. Крешић, И. (1996). Значење глобализације у савременом просторном развоју свјетске привреде и политике. Економски преглед, 47, 1-2, 81-88.
96. Кузмановић, Р. (2006). Уставно право. Бања Лука: Факултет пословне економије.
97. Милардовић, А., Њавро, Ђ. (1999). Глобализација. У: Милардовић, А. (ур.). Глобализација. Осиек: ПанЛибар.
98. Петровић, Д. (2012). Спољна политика дејтонске Босне и Херцеговине. Сварог, бр. 4, 157 – 168.
99. Родин, Д. (1999). Глобализам: наставак модерне или нова парадигма?. Политичка мисао, 36, 1, 83-100.
100. Станичић, М. (2000). Глобално господарство и глобализација. Економски преглед, 51, 9-10, 918-927.
101. Шимоновић, И. (2005). Глобализација, државна сувереност и међународни односи. Загреб: Народне новине.
102. Видојевић, З. (2005). Куда води глобализација. Београд: ИП “Филип Вишњић”.
103. Врањеш, Н., Зељић, Д. (2013). Утицај глобализације на дипломатију малих земаља с освртом на министарство спољних послова. Дефендологија, вол. 6., бр. 33, 63-72.
104. (2003). Опћи правци и приоритети за спровођење спољне политике Босне и Херцеговине. Сарајево: Председништво Босне и Херцеговине.

- Закон о банкама Републике Српске, "Сл. гласник Републике Српске", бр. 44/03 од 14.07.2003.год.
105. Закон о приватизационим инвестиционим фондовима и друштвима за управљање приватизационим фондовима, "Сл. гласник Републике Српске", бр. 24/98 од 15.06.2000.год., 63/02 од 11.10.2002.год. и 67/05 од 21.07.2005.год.
106. Закон о предузећима, "Сл. гласник Републике Српске", бр. 24/98 од 15.07.1998.год., 62/02 од 07.10.2002. год., 38/03 од 30.05.2003.год., 97/04 од 09.11.2004.год. и 34/06 од 30.03.2006.год.
107. Законом о инвестиционим фондовима, "Сл. гласник Републике Српске", 92/06 од 22.09.2006.год.
108. Закон о пружимању акционарских друштава, "Сл. гласник Републике Српске", број 65/08, 92/09
109. Закон о приватизацији државног капитала у предузећима "Сл. гласник Републике Српске", број 51/06, 1/07, 53/07, 41/08 и 58/09
110. Закон о тржишту хартија од вриједности "Сл. гласник Републике Српске", број 92/06 и 34/09
111. Закон о привредним друштвима "Сл. гласник Републике Српске", број 127/08, 58/09 и 100/11
112. Закон о измјенама и допунама Закона о тржишту хартија од вриједности "Сл. гласник Републике Српске", број 30/12
113. Закон о тржишту капитала Србије "Сл. гласник Републике Српске", број 31/2011
114. Закон о привредним друштвима - Неслужбени пречишћени текст
115. ("Службене новине Федерације БиХ", бр. 23/99, 45/00, 2/02, 6/02, 29/03, 68/05, 91/07, 84/08)
116. Закон о тржишту вриједносних папира („Службене новине Федерације БиХ“ број 85/08)
117. Закон о инвестицијским фондовима („Службене новине Федерације БиХ“ број 85/08)
118. Закон о преузимању дионичких друштава („Службене новине Федерације БиХ“ број 7/06)
119. Закон о тржишту капитала ("Сл. гласник Републике Србије", бр. 31/2011)
120. Закон о инвестиционим фондовима ("Сл. гласник РС", бр. 46/2006, 51/2009 и 31/2011)
121. Закон о преузимању акционарских друштава ("Сл. гласник РС", бр. 46/2006, 107/2009 и 99/2011)
122. Закон о спречавању прања новца и финансирања тероризма ("Сл. гласник РС", бр. 20/2009, 72/2009 и 91/2010)
123. Закон о осигурању ("Сл. гласник РС", бр. 55/2004, 70/2004 - испр., 61/2005, 61/2005 - др. закон, 85/2005 - др. закон, 101/2007, 63/2009 - одлука УС и 107/2009)
124. Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима ("Сл. гласник РС", бр. 85/2005 и 31/2011)
125. Закон о банкама ("Сл. гласник РС", бр. 107/2005 и 91/2010)

126. Закон о привредним друштвима ("Сл. гласник РС", бр. 36/2011 и 99/2011)
127. Закон о приватизацији ("Сл. гласник РС", бр. 38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007, 123/2007 - др. закон и 30/2010 - др. закон)
128. Закон о Агенцији за приватизацију ("Сл. гласник РС", бр. 38/2001, 135/2004 и 30/2010)

### Интернет извори

- <http://www.boerse-berlin.de/index.php>
129. <http://www.belex.rs/>
  130. [http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com\\_content&task=view&id=1131&Itemid=62](http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=view&id=1131&Itemid=62)
  131. [http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com\\_content&task=view&id=57&Itemid=62](http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=view&id=57&Itemid=62)
  132. <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>
  133. <http://www.scribd.com/doc/12688716/globalizacija>
  134. <http://www.priv.rs/Agencija+za+privatizaciju/1/Naslovna.shtml>
  135. <http://www.apf.com.ba/Pravni-okvir/Default.aspx>
  136. <http://www.ekapija.com/website/sr/company/preview.php?id=92424>
  137. <http://skupstinabd.ba/ba/zakoni/ba/zakon-o-investicionim-fondovima.html>
  138. <http://www.investicionifondovi.com/>
  139. [http://banke.online.rs/29/trziste\\_kapitala/investicioni\\_fondovi.htm#](http://banke.online.rs/29/trziste_kapitala/investicioni_fondovi.htm#)
  140. <http://www.crhovrs.org/>
  141. <http://www.bdcentral.net/index.php/ba/institucije>
  142. <http://www.apml.gov.rs/cyr46/dir/%D0%97%D0%B0%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%B8.html>
  143. <http://mfp.gov.rs/pages/issue.php?id=8302>
  144. <http://www.revicon.info/dokumenti/pdf%20doc/Sadrzaj%20VRIJEDNOSNI%20PAPIRI.pdf>
  145. <http://www.scribd.com/doc/55655006/61/TR%C5%BDI%C5%A0TE-VRIJEDNOSNIH-PAPIRA>
  146. [http://ti-bih.org/wp-content/uploads/2011/03/PRIVATIZACIJA\\_DRZAVNOG\\_KAPITALA\\_U\\_BiH1.pdf](http://ti-bih.org/wp-content/uploads/2011/03/PRIVATIZACIJA_DRZAVNOG_KAPITALA_U_BiH1.pdf)
  147. <http://www.priv.rs/dokumenta>
  148. [http://www.aod.rs/levimeni\\_cyr/pravni\\_okvir/46.html](http://www.aod.rs/levimeni_cyr/pravni_okvir/46.html)
  149. <http://www.cbbh.ba/print.php?id=52>

### ЧАСОПИСИ

150. Angbazo, L. 1997. "Commercial bank net interest margins, default risk, interest-rate risk, and off-balance sheet banking". *Journal of Banking and Finance*, 21, 55-87.
151. Barajas, A., R. Steiner, and N. Salazar., 1999. "Interest spreads in banking in Colombia 1974-96". *IMF Staff Papers*, 46: 196-224.
152. Berger, A.N., 1995a. "The relationship between capital and earnings in banking".

- Journal of Money, Credit and Banking, 27, 404-431.
153. Berger, A. N., 1995b. "The Profit-Structure Relationship in Banking – Tests of Market- Power and Efficient-Structure Hypotheses". Journal of Money, Credit and Banking, 404-431.
  154. Frame, W. S., and D. R. Kamerschen. 1997. "The Profit-Structure Relationship in Legally Protected Banking Markets Using Efficiency Measures". Review of Industrial Organization, 12, 9-22.
  155. Goddard J., Molyneux P., and Wilson J.O.S., 2004. "The profitability of european banks: a cross-sectional and dynamic panel analysis". The Manchester School, 72(3), 363-381.
  156. Kraft, E., Hofler, R., and Payne, J., 2004. "Privatizacija, ulazak stranih banaka i efikasnost banaka u Hrvatskoj: analiza stohastičke granice fleksibilne Fourierove funkcije troška". Istraživanja 1-4 .
  157. Kraft, E. and Tirtiroglu, D., 1998. "Bank efficiency in Croatia: A stochastic frontier analysis". Journal of comparative economics, 26, 282-300.
  158. Naceur, S.B., 2003. "The determinants of the Tunisian banking industry profitability: Panel evidence". Economic Research Forum 10th Conference, December, Morocco, 275-291.
  159. Smirlock, M., 1985. "Evidence on the (Non) Relationship between Concentration and profitability in banking". Journal of Money, Credit and Banking, 17(1), 69-83..
  160. Dragičević, A, Politička ekonomija prijelaznog društva, Školska knjiga, Zagreb, 1991. Vuković, 1993.
  161. Živković A, Krstić B, Bojović, P, Monetarna ekonomija i bankarstvo, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, 2003.
  162. Anđelković, C. Primena pravila UCP 600, Bankarstvo, br.11, Beograd, 2007.
  163. Arslanagić, Safet, „Finansijsko tržište-tržište vrijednosnih papira i vrijednosni papiri“, Sarajevo, 1996.
  164. Bernard J. Foley: "Tržišta kapitala ", Mate, Zagreb, 1998.
  165. Bertrams, R., Roeland Bertrams looks at the advantages and risks of first demand guarantees and standbys, Documentary Credit Insight, 2, No. 3, Summer 1996.
  166. Borko Krstić, „Bankarstvo“, Ekonomski fakultet, Niš, 1996.
  167. Carić dr S, "Bankarski poslovi i hartije od vrednosti", Nomis, Beograd, 1999.
  168. Carić dr S. i Hribovšek dr F, "Spoljnotrgovinska plaćanja", Beograd, 1990.
  169. Cerović, D., "Sistem međunarodnog privrednog prava", knjiga prva, G. Milanovac, 1979.
  170. Čaušević, F., „Vanjskotrgovinska politika i trgovinski bilans BiH“, Sarajevo, decembar 2005.
  171. Dejan Erić, Petar Bojović, "Menadžment hartijama od vrijednosti", Kruševac, 2005.
  172. Delegacija Evropske Unije u Bosni i Hercegovini, „Pridruživanje Evropskoj Uniji“, Ključni dokumenti, Izvještaj o napretku Bosne i Hercegovini, 2009.
  173. Delegacija Evropske Unije u Bosni i Hercegovini, Strategija proširenja i ključni izazovi 2010. – 2011
  174. Direkcija za ekonomsko planiranje Bosna i Hercegovina, „Ekonomski trendovi“, septembar 2009.

175. dr Branko Vasiljević, „Rizici u bankarskom poslovanju“, Beograd, 1988.
176. Dr Dejan Miljković, „Međunarodne finansije“, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007.
177. Dr Dragovan Milićević, „Platni bilans i devizni kurs“, Institut za ekonomsku diplomatiju, Beograd, 2006.
178. Dr Jovo Jednak, „Finansijska tržišta“, Beograd, 2005.
179. Dr Konstantin Pušara, „Međunarodne finansije“, Beograd, 2003.
180. Dr Milenko Dželetović, „Kurs dinara i monetarna stabilizacija“, Priština, 2003.
181. Dr Milutin Ćirović, „Devizni kursevi“, Beograd, 2000.
182. Dr Miroslav Vitez: "Berze hartija od vrednosti i berzanski poslovi – teorija i praksa", Ekonomski fakultet, Subotica, 2000.
183. Dr Muhamed Pamukčić, prof. : "Poslovne finansije ", Ekonomski fakultet, Tuzla, 1997.
184. Dr P. Gavrilović, „Međunarodno poslovno finansiranje“, Ekonomski fakultet, Beograd, 1996.
185. Dr Rajko Radović, dr Pajo Panić, mr Vitomir Starčević: "Berzansko poslovanje", Papirus, Bijeljina, 2000.
186. dr Slobodan Ž. Cvetanović, mr. Dejan R. Đurić, „Osnovi carinskog sistema i politike“, Niš, 2001.
187. dr Tomislav Todorović, „Carinski sistem Jugoslavije“, Beograd, 1997.
188. dr Žarko Ristić, dr Slobodan Komazec, dr Jovan Sejmenović, "Finansijska tržišta i berze", UPS, Banja Luka, 2008.
189. dr Žarko Ristić, "Finansijski menadžment", Beograd, 2002.
190. Dr Života Ristić: "Tržište kapitala – teorija i praksa", NIP-Privredni pregled, Beograd, 1990.
191. Dragutin Gajić, "Hartije od vrijednosti i njihov promet", Beograd, 1998.
192. Dušan Zdravković: Principi ekonomije, Niš, 2004.
193. Ekonomist, časopis, „Mogućnost predviđanja deviznih kurseva“, Beograd, 2000.
194. Ekonomski pregled, časopis, „Monetarna kretanja, kamatne stope i devizni kurs u 2006“, Beograd, br 06, 2006..
195. F. Turek, „Globalizacija i globalna sigurnost“, Interland d.o.o., Varaždin, 1999.
196. Fond otvoreno društvo, „Međunarodne podrške politici SEECs-Lekcije (ne)naučene u BiH“, 2001.
197. Frank J. Fabozzi & Sheri Kole: "Selected Topics in Investment Management for Financial Planning", Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1995.
198. Gutteridge/Megrah, The Law of Bankers' Commercial Credits, London, 1979.
199. Jacob A. Frenkel, „Globalization and Financial Markets: A Challenge for Economic Policy“, Zagreb Journal of Economics, vol. 4, No. 5, Zagreb, 2000.
200. James C. Van Horne: "Finansijsko upravljanje i politika", Mate, Zagreb, 1997.
201. James N. Rosenau, „The Complexities and Contradictions of Globalization“, Current History, November 1997.
202. Kadrija Hodžić, Skripta: „Međunarodna ekonomija“, 2010.
203. Karbasi, A. : A Comparative Study of Bankers' Commercial Credits with special Reference to the Bill of Lading in English and American Law, (neobjavljena doktorska teza), University College, London, 1960.

204. L. Thurow, „Budućnost kapitalizma“, Mate, Zagreb, 1997.
205. Ljiljana Ristić: "Berze i finansijsko tržište – skripta ", Megatrend, Beograd, 2000.
206. Ljubo Jurčić: „Globalizacija“, Ekonomist, br. 9-10 / 2000.
207. Mersida Sućeska, „Carinski prekršaji“, Sarajevo, 2009.
208. Milan Aleksić, „Međunarodna trgovinska politika“, Savremena administracija, Beograd, 1975.
209. Milena Raković, Finansije i finansijsko pravo, Banjaluka, Pravni fakultet, 2005.
210. Miroljub Labus: Osnovi Ekonomije, Beograd, 2001
211. Mr Nataša Simić, „Monetarne i javne finansije“, Megatrend, Beograd, 2005.
212. Narodna banka Srbije, „Izveštaj - kurs dinara u 2000 i 2001. godini“, Beograd, 2002.
213. Nohlen, Dieter: Politološki rječnik, PanLiber, Zagreb, 2001.
214. Olivier Blancard, „Macroeconomics“, izdanje MATE, Zagreb, 2006.
215. Paul Hirst, Grahame Thompson: „Globalizacija“, Liberata, Zagreb, 2001.
216. Pavićević, B.: "Pravni odnosi iz bankarske garancije (doktorska disertacija)", Beograd.
217. Predrag Jovanović-Gavrilović, „Međunarodno poslovno finansiranje“, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Beograd, 2001.
218. Pretner dr L, "Inostrani dokumentarni akreditivi u teoriji i praksi", Zagreb, 1965.
219. Prica, B.: "Dokumentarni akreditiv", Anali Pravnog fakulteta u Beogradu, br. 2/1954
220. Privredna Komora Republike Srpske, „Necarinske i tehničke barijere-osnovna problematika izvoza u Srbiju“, 09.06.2009.
221. Prof. dr Jovan Sejmenović, “Akcionarstvo i hartije od vrijednosti”, UPS, Banja Luka , 2008.
222. Prof. dr. Kovačević, Mladen: "Međunarodna ekonomija", Ekonomski fakultet, Beograd, 2002.
223. Radišić, J.: "Obligaciono pravo", Beograd, 1979,
224. Rozenberg dr U, "Jednoobrazna pravila i običaji za dokumentarne akreditive", Zagreb, 1984.
225. Samuelson, Paul & Nordhaus, William: Ekonomija, ZŠEM, Zagreb, 2007.
226. Savić N., „Inflacija i tranzicija u tržišnu privredu“, Ekonomski institut Beograd, 1992.
227. Stojan Dabić, "Emisija i upotreba hartija od vrijednosti", NIRO, "Književne novine", Beograd, 1982.
228. Stojanović, “Teorija i politika cijena“, Ekonomski fakultet Niš, 2003.
229. The World Bank : „, BiH ka ekonomskom oporavku“. 1996.
230. Vlado Puljiz, „Globalizacija i socijalna država“, zbornik radova, RSP i SSSH, Zagreb, 1998.
231. Vojin Bjelica, Božidar Raičević, Stanko Radmilović, Blagoje Babić, Marko Radić, "Finansije – teorija i praksa", Novi Sad, 2001.
232. Vukadinović dr R, "Pravni odnosi iz međunarodnog dokumentarnog akreditiva", Beograd, 1989.
233. Vukmir, Branko: „Pravo međunarodnih plaćanja – Instrumenti osiguranja

- plaćanja“, RRIF plus d.o.o, Zagreb 2007.
234. Žarko Mrkušić i Ana Petrić-Mrkušić: "Burzovno poslovanje", Informator, Zagreb, 1990.
235. Allison, P.D., 2001. Missing Data (Quantitative Applications in the Social Sciences) London: SAGE publications.
236. Brooks, C., 2002. Introductory Econometrics for Finance. London: Cambridge University Press.
237. Demirguc-Kunt, A. and Levine, R., 2001. "Financial Structure and Bank Profitability" in Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets,
238. Koch, T.W., MacDonald, S.S., 2005. Bank Management, South-Western College Pub.
239. Rose P., 2002, Comercial bank management, McGraw Hill, Irwin
240. Rose P., Hudgins S., 2005, Bankarski menadžment i finansijske usluge, Data status, Beograd
241. Baker H.K., Powel G.E., 2005, Understanding financial management: a practical guide, Blackwell Publishing, Oxford
242. Lloyd B.T., 2005, Money, Banking and Financial Markets, South-Western College Pub, 1 edition, London
243. Klein G., Lambert J., 1987, The Business of banking, Methuen & Co. Ltd, London
244. The Basel Committee on Banking Supervision, Bazel sporazum o merenju kapitala., 2007, Jugoslovenski pregled, Beograd.
245. Dragičević, M. (1996). Ekonomija i novi razvoj. Zagreb: Alinea.
246. Dujšin, U. (1999). Globalizacija, ekonomske integracije i Hrvatska. Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 49, 2, 179-195.
247. Galić, B. (2001). Globalizacija, okoliš i novi identiteti u postmodernoj kulturi. Politička misao, 38, 3, 173-185.
248. Grupa autora (2013). Ekonomska diplomatija – izazov visokog prioriteta za Bosnu i Hercegovinu str. Sarajevo: Vanjskopolitička inicijativa.
249. Krešić, I. (1996). Značenje globalizacije u suvremenom prostornom razvitku svjetske privrijeđe i politike. Ekonomski pregled, 47, 1-2, 81-88.
250. Kuzmanović, R. (2006). Ustavno pravo. Banja Luka: Fakultet poslovne ekonomije.
251. Milardović, A., Njavro, Đ. (1999). Globalizacija. U: Milardović, A. (ur.). Globalizacija. Osijek: PanLibar.
252. Petrović, D. (2012). Spoljna politika dejtonske Bosne i Hercegovine. Svarog, br. 4, 157 – 168.
253. Rodin, D. (1999). Globalizam: nastavak moderne ili nova paradigma?. Politička misao, 36, 1, 83-100.
254. Staničić, M. (2000). Globalno gospodarstvo i globalizacija. Ekonomski pregled, 51, 9-10, 918-927.
255. Šimonović, I. (2005). Globalizacija, državna suverenost i međunarodni odnosi. Zagreb: Narodne novine.
256. Vidojević, Z. (2005). Kuda vodi globalizacija. Beograd: IP "Filip Višnjić".
257. Vranješ, N., Zeljić, D. (2013). Uticaj globalizacije na diplomatiju malih zemalja s

osvrtnom na ministarstvo spoljnih poslova. Defendologija, vol. 6., br. 33, 63-72.

258. (2003). Opći pravci i prioriteti za sprovođenje spoljne politike Bosne i Hercegovine. Sarajevo: Predsjedništvo Bosne i Hercegovine.

### Zakonska regulativa

259. Zakon o bankama Republike Srpske, "Sl. glasnik Republike Srpske", br. 44/03 od 14.07.2003.god.
260. Zakon o privatizacionim investicionim fondovima i društvima za upravljanje privatizacionim fondovima, "Sl. glasnik Republike Srpske", br. 24/98 od 15.06.2000.god., 63/02 od 11.10.2002.god. i 67/05 od 21.07.2005.god.
261. Zakon o preduzećima, "Sl. glasnik Republike Srpske", br. 24/98 od 15.07.1998.god., 62/02 od 07.10.2002. god., 38/03 od 30.05.2003.god., 97/04 od 09.11.2004.god. i 34/06 od 30.03.2006.god.
262. Zakonom o investicionim fondovima, "Sl. glasnik Republike Srpske", 92/06 od 22.09.2006.god.
263. Zakon o pruzimanju akcionarskih društava, "Sl. glasnik Republike Srpske", broj 65/08, 92/09
264. Zakon o privatizaciji državnog kapitala u preduzećima "Sl. glasnik Republike Srpske", broj 51/06, 1/07, 53/07, 41/08 i 58/09
265. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti "Sl. glasnik Republike Srpske", broj 92/06 i 34/09
266. Zakon o privrednim društvima " Sl. glasnik Republike Srpske", broj 127/08, 58/09 i 100/11
267. Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o tržištu hartija od vrijednosti "Sl. glasnik Republike Srpske", broj 30/12
268. Zakon o tržištu kapitala Srbije "Sl. glasnik Republike Srpske", broj 31/2011
269. Zakon o privrednim društvima - Neslužbeni prečišćeni tekst
270. ("Službene novine Federacije BiH", br. 23/99, 45/00, 2/02, 6/02, 29/03, 68/05, 91/07, 84/08)
271. Zakon o tržištu vrijednosnih papira („Službene novine Federacije BiH“ broj 85/08)
272. Zakon o investicijskim fondovima („Službene novine Federacije BiH“ broj 85/08)
273. Zakon o preuzimanju dioničkih društava („Službene novine Federacije BiH“ broj 7/06)
274. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik Republike Srbije", br. 31/2011)
275. Zakon o investicionim fondovima ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 51/2009 i 31/2011)
276. Zakon o preuzimanju akcionarskih društava ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 107/2009 i 99/2011)
277. zakon o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma ("Sl. glasnik RS", br. 20/2009, 72/2009 i 91/2010)
278. Zakon o osiguranju ("Sl. glasnik RS", br. 55/2004, 70/2004 - ispr., 61/2005, 61/2005 - dr. zakon, 85/2005 - dr. zakon, 101/2007, 63/2009 - odluka US i 107/2009)



279. Закон о добровољним пензијским фондovima и пензијским планovima ("Sl. glasnik RS", br. 85/2005 i 31/2011)
280. Закон о bankama ("Sl. glasnik RS", br. 107/2005 i 91/2010)
281. Закон о privrednim društvima ("Sl. glasnik RS", br. 36/2011 i 99/2011)
282. Закон о privatizaciji ("Sl. glasnik RS", br. 38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007, 123/2007 - dr. zakon i 30/2010 - dr. zakon)
283. Закон о Agenciji za privatizaciju ("Sl. glasnik RS", br. 38/2001, 135/2004 i 30/2010)