

# СТРАТЕГИЈА ЗА РАЗВОЈ НА ПАЗАРОТ НА ДРЖАВНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

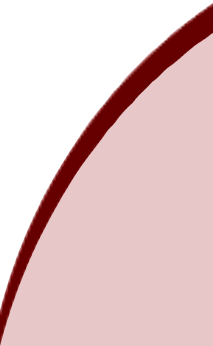


Министерство за финансии  
Народна банка на Република Македонија



# СТРАТЕГИЈА ЗА РАЗВОЈ НА ПАЗАРОТ НА **ДРЖАВНИ** **ХАРТИИ** ОД ВРЕДНОСТ

1



## Резиме

Стратегијата за развој на пазар на државни хартии од вредност е документ кој ги сублимира напорите на Владата на Република Македонија за поефикасно финансирање на буџетскиот ликвидносен јаз кој е детерминиран од временската неусогласеност на јавните приходи и расходи, односно на буџетскиот дефицит на Република Македонија, при истовремено поддржување на развојот на финансиските пазари.

Изготвувањето на овој документ е во согласност со Макроекономската политика на Република Македонија за 2003 година, со кој се предвидува реализација на проектот за издавање на краткорочни хартии од вредност.

### *Цели на Стратегијата и оценка на моменталната состојба на пазарот на капитал*

Главен акцент во Стратегијата е ставен на потребата од проширување на изворите за финансирање на буџетскиот дефицит што треба да придонесе кон намалување на трошоците на долг рок и краткорочно финансирање на тековните расходи, поттикнување подинамичен развој на финансиските пазари во Република Македонија, поттикнување на конкуренцијата во финансискиот сектор, која треба да придонесе кон креирање на нови финансиски инструменти и производи; подобрување на координацијата помеѓу фискалната и монетарната политика преку создавање на услови за спроведување на интервенции преку сопствени инструменти, на различни сегменти на финансиските пазари на долг рок; исцртување на кривата на приносот од безризични државни хартии од вредност со цел полесно утврдување на цената на останатите инструменти на финансиските пазари; креирање на финансиски инструменти адекватни на потребите на институциите кои треба да произлезат од реформата на пензискиот систем, промовирање на штедењето преку инфилтрирање во секторот на населението и др.

Во моментот, во Република Македонија не постои систем на финансирање на потребите на државата преку редовни емисии на државни хартии од вредност. Во земјава, од 1994 година постојат аукции на краткорочни хартии од вредност, односно благајнички записи на Народната банка на Република Македонија, кои се користат како инструмент за монетарно регулирање. Пазарот на државни хартии од вредност се карактеризира со повремени емисии на примарниот пазар на хартии од вредност, детерминирани од потребата за решавање на структурните проблеми: т.н. старо девизно штедење, исплата на банки по старо девизно штедење, елиминирање на селективни кредити, санација и реконструкција, а подоцна и приватизација на Стопанска банка а.д. Скопје, како и за денационализација. Со оглед на тоа што овие обврзници се издадени за намирување на одредени обврски на државата, преку еднократни и наменски емисии, нивните карактеристики не соодветствуваат на потребите на потенцијалните инвеститори (пред си долги рокови). Дел од овие хартии од вредност се релативно ликвидни на секундарниот пазар (преку Берзата), а нивното тргување е стимулирано од страна на државата преку давање на одредени поволности.

Во структурата на вкупниот јавен долг на Република Македонија, во кој се вклучуваат и издадените обврзници, доминантно учество има надворешниот долг. Со оглед на фактот дека голем дел од издадените обврзници од страна на државата се деноминирани во странска валута, поточно во евра, прои-злегува дека најголем дел од јавниот долг на земјата го чинат обврски во странска валута, што носи ризик по платниот биланс на земјата.

Во услови на неразвиен пазар на државни хартии од вредност може да биде отежнато пренасочувањето кон домашни извори на финансирање на јавниот долг, поради што развојот на пазарот на државни хартии од вредност се наметнува како потреба не само за поттикнување на развојот на финан-сиските пазари, туку и за ефикасно сервисирање на јавниот долг со цел одржување на макроекономска стабилност.

### **Активности за развој на примарниот и секундарниот пазар на државни хартии од вредност**

Со цел да се овозможи реализација на проектот за издавање на кратко-рочни хартии од вредност, ќе се изврши дозакружување на законската регулатива во областа на тргувањето со краткорочните хартии од вредност и воспоставување на институционална рамка на управување со јавниот долг. Се предвидува да се донесе акт за тргувањето преку шалтер, ќе се интер-венира во подзаконските акти, ќе се изврши разработка на процедурите на примарното и секундарното тргување на краткорочните државни хартии од вредност, креирање систем на порамнување на трансакциите со државните хартии од вредност во Централниот депозитар за хартии од вредност, што ќе овозможи порамнување на трансакциите во текот на истиот ден.

Развојот на примарниот пазар на државни хартии од вредност ќе почива на прифаќањето на пазарни принципи при покривање на буџетските дефи-цити, кои подразбираат **флексибилно и конкурентно утврдување на ка-матните стапки**. Имајќи го предвид степенот на доверба на потенцијалните инвеститори (банки, небанкарски финансиски институции, компании од не-финансискиот сектор, индивидуални инвеститори–домаќинства) како и нив-ната финансиска моќ, на почетокот ќе се започне со издавање на државни хартии од вредност со рок од **3 месеци кои ќе гласат во домашна валута**. Продолжувањето на рокот на државните хартии од вредност ќе оди посте-пено, во зависност од успешноста на државата во стекнување на поголема доверба кај потенцијалните инвеститори и во чекор со економскиот развој на земјата, а особено развојот на институционалните инвеститори (осигурител-ни компании, приватни пензиски и инвестициони фондови).

Од аспект на *техниките на продажба* на државни хартии од вредност во Република Македонија, предност се дава на **аукциската продажба**. Ова од причина што се очекува на почетокот **банките да бидат доминантни инвес-титори во државни хартии од вредност**, а тие имаат поголеми познавања за аукцискиот механизам и преферираат пазарно формирање на каматните стапки. Во текот на изминатив период банките активно учествуваа на аук-циите на благајнички записи во НБРМ што придонесе за стекнување на ис-куство во врска со функционирањето на аукцискиот механизам. Во прилог на аукциската продажба е и активното учество на правните и физичките лица на аукциите на благајнички записи, преку банки, во текот на изминативе две години.

Во врска со изборот на тип на тендер при аукциска продажба на државни хартии од вредност во Република Македонија, во почетокот се предвидува да се започне со **американскиот тип на аукција**. Основната причина за определување на овој тип на тендер се познавањата на банките и нивните клиенти за овој тип на аукција во споредба со тендерот со униформна цена, како резултат на нивното учество на аукции на благајнички записи каде се применува американскиот тип на аукција. Исто така, во услови кога постојат тешкотии за предвидување на побарувачката за државни хартии од вредност, примената на холандскиот тип на аукција може да резултира во прифаќање на пониска униформна цена, што значи поголеми трошоци за државата. Меѓутоа, ова не значи дека холандскиот тип на аукција не треба да се применува воопшто, туку дека неговото прифаќање би било поадекватно во подоцнежните фази на развој на пазарот по стабилизирање на побарувачката за државни хартии од вредност на одредено ниво, што ќе овозможи искористување на предностите од намалената неизвесност врз движењето на каматните стапки.

**Директно учество** на аукциите на државни хартии од вредност ќе имаат **банките** во Република Македонија а останатите учесници ќе можат да поднесуваат понуди за купување на државни хартии од вредност преку банките.

Поради тешкотиите околу утврдувањето на прецизните износи за секоја поединечна аукција, на почетокот при издавањето на краткорочните хартии од вредност Република Македонија ќе објавува шестмесечен **календар на аукции** во кој ќе бидат утврдени квартални износи за продажба на државни хартии од вредност, при што прецизниот износ за секоја аукција ќе биде објавен неколку дена пред одржување на аукцијата. Истовремено, при утврдувањето на износот на хартии од вредност за секоја аукција нема да има големи флукутации со цел да се обезбеди **стабилност во понудата**, што е од особено значење за одржување на интересот на инвеститорите за државни хартии од вредност. При утврдување на фреквентноста на аукциите, ќе се води сметка за поддржување на развојот на **секундарниот пазар на државни хартии од вредност**.

Развојот на секундарниот пазар на државни хартии од вредност е условен од изградба на конкурентна пазарна инфраструктура. Праксата покажува дека **пазарите преку шалтер** обезбедуваат поголема конкурентност во тргувањето со хартиите од вредност отколку институционализираните пазари, како што се кај нас Берзата за долгорочни хартии од вредност и Пазарот на пари и краткорочни хартии од вредност. Од особено значење за инвеститорите е временското порамнување на склучените трансакции да се изврши истиот ден ( $t+0$ ) со пренос на сопственоста на хартиите истовремено со плаќањето што главно го овозможуваат неинституционализираните пазари, односно пазарите преку шалтер.

За успешен развој на пазарот на државни хартии од вредност ќе постои **координација** помеѓу монетарната и фискалната политика, како резултат на потребата за постигнување на меѓусебно конзистентни таргети со цел остварување на главните цели на економската политика (ценовна стабилност, одржлив економски раст, полна вработеност и сл.).

Народната банка на Република Македонија ќе биде **агент на државата** во врска со емисијата на државни хартии од вредност, што ќе придонесе за натамошно олеснување на координацијата помеѓу монетарната и фискалната политика. За да не настане фрагментирање на пазарите за краткорочни хар-



ти при паралелно постоење на благајничките и државните записи, централната банка ќе продолжи со издавање на хартии од вредност со рок на достасаност најмногу до 1 месец, со што полесно ќе управува со нивото на ликвидност и каматните стапки во банкарскиот систем. Истовремено, државните хартии од вредност ќе се издаваат со подолги рокови (три месеци и подолго) и со износи соодветни на буџетските потреби и можности. На овој начин, напорите на централната банка за постигнување на крајната цел на монетарната политика ќе бидат сконцентрирани на пазарите со многу кратки рокови, при што Министерството за финансии ќе може постепено да го продолжува рокот за финансирање на буџетските дефицити.

Ќе се формира **Комитет за координација на управувањето со јавниот долг, монетарната и девизната политика**, во чии рамки ќе се дискутира и одлучува за активностите кои треба да бидат преземени со цел понатамошен развој на примарниот и секундарниот пазар на државни хартии од вредност.

За имплементација на поставените цели и активности во Стратегијата, изготвен е Акционен план кој е составен дел на Стратегијата.

## 1. ВОВЕД

Стратегијата за развој на пазар на државни хартии од вредност е документ кој ги сублимира напорите на Владата за поефикасно финансирање на буџетскиот ликвидносен јаз кој е детерминиран од временската неусогласеност на јавните приходи и расходи, односно на буџетскиот дефицит на Република Македонија, при истовремено поддржување на развојот на финансиските пазари.

Изготвувањето на овој документ е во согласност со Макроекономската политика на Република Македонија за 2003 година, каде е истакната важноста на развојот на финансиските пазари како значаен предуслов за динамизирање на економскиот раст. Истовремено, оваа стратегија го поддржува остварувањето на целите на Стратегијата за управување со јавниот долг, каде како најзначајни цели се истакнати: обезбедување на потребните финансиски средства за развој на земјата, намалување на трошоците за сервисирање на јавниот долг на долг рок и развој на финансиските пазари во Република Македонија.

Главен акцент во стратегијата е ставен на потребата од пазарно финансирање на буџетските расходи и развојот на пазарот на државни хартии од вредност, и воопшто на развојот на финансиските пазари во Република Македонија. Притоа, пазарното определување на каматните стапки на издадените државни хартии од вредност и зафаќањето на широк круг на инвеститори се основните пазарни принципи од чие запазување зависи остварувањето на целта на оваа стратегија насочена кон развој на пазарот на државни хартии од вредност.

Во рамките на стратегијата е разгледана моменталната состојба на примарниот и секундарниот пазар на државни хартии од вредност како и состојбата на надворешниот и внатрешниот долг на државата, што ќе помогне да се објасни потребата од негов развој. Притоа, се истакнати основните предуслови и причини за развојот на пазарот на државни хартии од вредност,



како и ризиците поврзани со финансирањето на потребите на државата преку емисија на хартии од вредност.

Со оглед на значењето на јасната законска регулатива за поддржување на развојот на пазарот на државни хартии од вредност, стратегијата посебно внимание посветува на законската рамка за издавање и тргување со државни хартии од вредност. Истовремено, во овој дел е опфатено и прашањето за институционалната рамка за управување со јавниот долг.

Имајќи го предвид почетниот стадиум на развој на пазарот на државни хартии од вредност во Република Македонија, најголемо внимание во рамките на оваа стратегија е посветено на развојот на примарниот пазар на државни хартии од вредност. Притоа, клучните елементи за воспоставување на развиен пазар на државни хартии од вредност се согледуваат во правилен избор на финансиски инструменти, зафаќање на широк круг на потенцијални инвеститори и избор на адекватни техники на продажба. Исто така, во рамките на оваа стратегија се идентификувани активностите кои треба да бидат преземени со цел развој на секундарниот пазар на државни хартии од вредност.

На крај, разгледан е потребниот координативен аранжман помеѓу монетарната и фискалната политика, во насока на разграничување на инструментите и создавање на форми на соработка за размена на информации, заради остварување на заедничката цел – развој на пазарот на државни хартии од вредност.

## 2. ЦЕЛИ НА СТРАТЕГИЈАТА ЗА РАЗВОЈ НА ПАЗАРОТ НА ДРЖАВНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Основната цел на оваа Стратегија е насочена кон **развој на примарниот и секундарниот пазар на државни хартии од вредност** кои, следствено, треба да овозможат **поефикасно финансирање на буџетските потреби на краток рок** (непречено тековно финансирање на јавните расходи) и **на долг рок** (обезбедување долгорочни финансиски ресурси за поддршка на развојот на економијата). Притоа, на почетокот, напорите ќе бидат сконцентрирани на развој на пазарот на краткорочни државни хартии од вредност со цел поефикасно управување со ликвидноста на буџетот, чиј рок постепено ќе биде продолжуван во зависност од успехот на државата во стекнувањето на довербата на потенцијалните инвеститори и развојот на институционалните инвеститори. Остварувањето на оваа цел ќе овозможи **пазарно финансирање на буџетскиот дефицит во домашна валута и истовремено намалување на макроекономскиот ризик поврзан со надворешното финансирање**. Покрај оваа клучна цел, Стратегијата е фокусирана и на остварување на следниве значајни цели:

- Поттикнување динамичен развој на финансиските пазари во Република Македонија;
- Проширување на изворите за финансирање на буџетскиот дефицит што треба да придонесе кон намалување на трошоците на долг рок;
- Поттикнување на конкуренцијата во финансискиот сектор, која треба да придонесе кон креирање на нови финансиски инструменти и производи;
- Зголемување на оперативната независност на централната банка и олеснување на имплементацијата на монетарната политика преку соз-

давање на услови за понатамошен развој на пазарно ориентиран монетарни инструменти кои подразбираат спроведување на вистински флексибилни операции на отворен пазар;

- Подобрување на координацијата помеѓу фискалната и монетарната политика преку создавање на услови за спроведување на интервенции на различни сегменти на финансиските пазари (примарен и секундарен, респективно) на долг рок;
- Исцртување на кривата на приносот од безризични државни хартии од вредност со цел полесно утврдување на цената на останатите инструменти на финансиските пазари;
- Креирање на финансиски инструменти адекватни на потребите на институциите кои треба да произлезат од реформата на пензискиот систем;
- Промовирање на штедењето преку инфилтрирање во секторот на населението;
- Поголема едукација на јавноста за значењето на финансиските пазари во развојот на економијата.

### 3. МОМЕНТАЛНА СОСТОЈБА

#### 3.1 Пазар на државни хартии од вредност

Основна карактеристика на пазарот на државни хартии од вредност во Република Македонија е непостоење на континуиран примарен пазар што придонесува за заостанување на развојот на финансиските пазари во Република Македонија зад оние во земјите во транзиција. До сега, Република Македонија нема воведено систем на финансирање на потребите на државата преку редовни емисии на државни хартии од вредност. Она што во земјата постои од 1994 година е извршувањето на аукции на благајнички записи на Народната банка на Република Македонија кои се користат како инструмент за монетарно регулирање.

Непостоењето на континуиран примарен пазар на државата е детерминирано од повеќе фактори и тоа:

- за сервисирање на надворешниот долг на земјата средства се обезбедуваа, пред се, преку нови задолжувања кај меѓународните финансиски институции и преку кредит од Народната банка на Република Македонија;
- приходите остварени од продажба на претпријатијата во општествена сопственост беа значаен извор за финансирање на јавните расходи;
- не постоеше трезорски систем, како систем за ефикасно управување со јавните финансиски ресурси, си до 2001 година;
- при извршувањето на јавните расходи се користеше системот на „cash rationing“, или т.н одложена потрошувачка (ненавремена исплата на достасаните обврски) и сл.

Повременото присуство на примарниот пазар од страна на државата беше детерминирано од потребата за решавање на проблемот со т.н. старо девизно штедење, исплата на банки по старо девизно штедење, елиминирање на селективни кредити, санација и реконструкција, а подоцна и приватизација на Стопанска банка а.д. Скопје, како и за денационализација (Табела 1).

**Табела 1. Обврзници кои моментално се издадени во Република Македонија**

Намена	Година на издавање	Издаден износ	Прва рата	Последна рата	Рок (години)	Каматна стапка % годишно	Исплата на главнина	Исплата на камата	Состојба на 31.12.2002	Состојба на 31.12.2003
Санација на Стопанска банка	1996	75.0	1996	2010	15	Есконтна стапка	1 Април	секој месец	42.7	37.4
Селективни кредити	1996	17.3		2020	25	Без камата	-	-	17.03	17.03
Депонирани девизни влогови	2000	546.5	2002	2011	10	2	1 април 1 октом.	1 април 1 октом.	494.2	430.7
Приватизација на Стопанска банка	2001	120.1	2001	2014	14	3-месечен еурибор + 1 процентен поен	31 март 30 јуни 30 септем. 31 декем.	31 март 30 јуни 30 септем. 31 декем.	111.5	105.1
Денационализација (прва емисија)	2002	2.1	2003	2012	10	2	1 јуни	1 јуни	2.1	1.5
Денационализација (втора емисија)	2003	39	2004	2013	10	2	1 јуни	1 јуни		3.9
<b>Вкупно</b>		<b>799.73</b>							<b>667.53</b>	<b>630.73</b>

Извор: Министерство за финансии на Република Македонија

**Табела 2. Тргување со државни хартии од вредност на секундарен пазар во првата половина на 2003 година**

Месец	Обврзници на РМ за „старо девизно штедење“			Обврзници на РМ за денационализација–прва емисија			Обврзници на РМ за денационализација–втора емисија			Учество на сите обврзници
	Промет во денари	Просечна цена	Учество во вкупен промет	Промет во денари	Просечна цена	Учество во вкупен промет	Промет во денари	Просечна цена	Учество во вкупен промет	
Јануари	20.395.912	61,42	19,7	573.571	58,70	0,5				20,3
Февруари	35.496.869	61,06	32,4	11.485.537	58,61	10,5				42,9
Март	33.511.397	63,74	17,3	3.299.197	62,03	1,7	17.409.582	52,29	9,0	28,1
Април	14.529.174	57,16	6,15	141.976	55,15	0,06	16.844.049	50,78	49,4	55,6
Мај	25.636.428	59,29	17,3	1.965.363	60,00	1,33	69.668.611	56,49	47,2	65,9
Јуни	68.873.878	63,77	28,8	1.957.778	58,11	0,81	97.946.709	59,14	41,0	70,6

Извор: Билтени на Македонска берза а.д. Скопје

Со оглед на тоа што овие обврзници се издадени за намирување на одредени обврски на државата, нивните карактеристики не соодветствуваат на потребите на потенцијалните инвеститори (пред се поради подолги рокови). Мал дел од овие хартии од вредност се релативно ликвидни на секундарен пазар (Берза) и нивното тргување е стимулирано од страна на државата преку давање на одредени поволности (Табела 2).

### 3.2 Јавен долг на Република Македонија

Јавниот долг ги опфаќа сите финансиски обврски на државата кон доверителите во земјата и кон доверителите во странство, односно внатрешниот и надворешниот долг на државата. И покрај тоа што не постои уни-

верзална дефиниција, постои консензус помеѓу економистите дека соодветно ниво на учество на вкупниот долг во Бруто домашниот производ е она кое: а) не ја намалува флексибилноста и солвентноста на фискалната политика, б) не го зголемува учеството на отплатата на долгот во буџетскиот дефицит, в) не влијае негативно на очекувањата на финансиските пазари и г) не врши притисок врз реалните каматни стапки на комерцијалните банки. Според критериумите од Мастрихт, вкупниот долг на секоја поединечна земја членка на Европската монетарна унија не треба да надминува 60% од Бруто домашниот производ.

На 31.12.2002 година вкупниот јавен долг (внатрешен и надворешен)<sup>1</sup> на Република Македонија изнесуваше 2,2 милијарди САД долари, односно 59% од БДП.

### 3.2.1 Внатрешен долг

Внатрешниот долг на Република Македонија ги подразбира обврските по следниве основи:

- обврзницата за преземање на побарувањата од Стопанска банка заради извршена приватизација (нова обврзница),
- обврзницата издадена заради извршена санација на Стопанската банка (голема обврзница),
- обврзницата за старо девизно штедење,
- обврзниците за денационализација,
- обврските по основ на користен долгорочен кредит од Народна банка на Република Македонија и
- издадените гаранции во корист на правни субјекти кои имаат користено кредити од домашните деловни банки – домашни гаранции.

Приоритет на Република Македонија е на редовна основа да се сервисираат обврските по основ на издадени обврзници во државата и користени кредити од домашни институции. Имено, секоја година средствата за намирување на обврските по внатрешниот долг се планираат во буџетот, од каде понатаму се намируваат на редовна основа. Така, на 31.12.2002 година, домашниот долг изнесуваше 667 милиони евра, односно 655 милиони САД долари и учествува во вкупниот долг со 29,7% .

### 3.2.2 Надворешен долг

Вкупниот надворешен долг на Република Македонија го сочинуваат обврските кон странските мултилатерални, билатерални и приватни кредитори по користење на краткорочни, среднорочни и долгорочни заеми и кредити, на Владата на Република Македонија, вклучувајќи го јавниот сектор и домашните приватни правни лица.

Надворешниот долг на Република Македонија (јавен и приватен), со состојба на 31.12.2002 година, изнесува 1.517,67 милиони долари.<sup>2</sup>

Состојбата на долгорочниот долг со датумот на пресек 31.12.2002 година е резултат на остварените текови на нови задолжувања, сервисирање на долгот и курсни разлики.

1) Вкупниот јавен долг е пресметан како збир помеѓу надворешниот долг и вкупно издадените обврзници и кредитот кон НБРМ

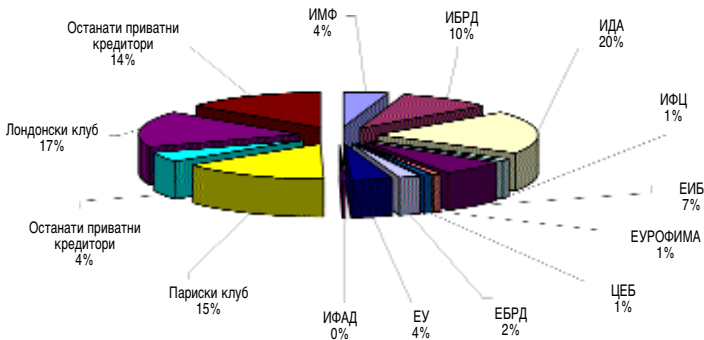
2) Краткорочен, среднорочен и долгорочен надворешен долг

### Структура на надворешниот долг по кредитори

Најголем дел од надворешниот долг на Република Македонија го сочинуваат долгот кон Парискиот клуб на кредитори, Лондонскиот клуб на кредитори и долгот кон ИДА (Меѓународната развојна асоцијација) од мултилатералните кредитори.

Структурата на надворешниот долг на Република Македонија покажува дека најголем дел од долгот отпаѓа на обврските кон билатералните кредитори—Париски клуб (15% од вкупниот надворешен долг) и Лондонски клуб на кредитори (17% од вкупниот надворешен долг), што е дел од наследениот долг на Република Македонија од поранешна СФРЈ.

### СТРУКТУРА НА НАДВОРЕШНИОТ ДОЛГ ПО КРЕДИТОРИ СО СОСТОЈБА НА 31.12.2002, ВО МИЛИОНИ ДЕНАРИ



### Структура на надворешниот долг по рочност

Ориентацијата во позајмувањето кон мултилатералните кредитори и репрограмирањето на обврските кон Парискиот и Лондонскиот клуб на кредитори, придонесоа за релативно поволна рочна структура на надворешниот долг на Република Македонија. Најголемо учество во долгот, или околу две третини, имаат кредитите со рок на достасаност над 10 години, потоа доаѓаат кредитите со рок на отплата од 6 до 10 години и се кредитни обврски со рок на достасување меѓу 1 и 5 години.

### Степен на задолженост

Според меѓународните стандарди за дефинирање на степенот на задолженост и врз основа на показателот учество на вкупниот надворешен долг (долгорочен, среднорочен и краткорочен) во бруто домашниот производ (просек од последните три години), кој во 2002 година изнесува 45,2%, Република Македонија се вбројува во редот на средно, до умерено задолжени-те економии.

<b>1</b>	<b>Официјални кредитори</b>	<b>1.048,15</b>
<b>1.1</b>	<b>Мултилатерални кредитори</b>	<b>756,01</b>
1.1.1	ИМФ	67,39
1.1.2	ИБРД/ИДА	440,65
1.1.3	ИФЦ	17,86
1.1.4	Европска инвестициона банка	102,13
1.1.5	ЕУРОФИМА	11,96
1.1.6	Банка за развој при Советот на Европа	14,50
1.1.7	ЕБРД	57,00
1.1.8	ЕУ	64,62
1.1.9	ИФАД	5,20
<b>1.2</b>	<b>Билатерални кредитори</b>	<b>292,14</b>
1.2.1	Париски клуб на кредитори <sup>3</sup>	227,86
1.2.2	Други билатерални кредитори	64,28
<b>1.3</b>	<b>Приватни кредитори</b>	<b>469,52</b>
1.3.1	Лондонски клуб „НФС“ од 1997	253,77
1.3.2	Останати приватни кредитори	215,75
	<b>ВКУПНО:</b>	<b>1.517,67</b>

Вкупниот надворешен долг според просекот на извоз на стоки и услуги од последните три години изнесува 118,1%, вкупното сервисирање на долговите во однос на извозот на стоки и услуги (просек од последните три години) е 17,2%, а отплатите на камата 3,9%. Според овие три критериуми, македонската економија спаѓа во групата на ниско задолжени земји. Степенот на задолженост се движи во толерантни рамки и во споредба со соодветните индикатори на останатите транзициони економии, задолженоста е на задоволително ниво. Меѓутоа, при следење на задолженоста со индикаторите на извозот треба да се имаат во вид одделни специфичности на македонскиот извоз. Имено, голем дел од извозот отпаѓа на износот на доработките, при што реалната вредност на извозот е значително помала. Исто така, значаен дел од побарувањата се затвораат со компензациони работи. Доколку степенот на задолженост се пресметува само со ефективниот девизен прилив од извозот на стоки и услуги, тој би бил повисок.

### Степен на задолженост на Република Македонија

Според неколку критериуми

Вкупен надворешен долг (% од БДП)		Вкупен надворешен долг (% од извозот на стоки и услуги)		Сервисирање на долгот (% од извозот на стоки и услуги)		Отплати на камата (% од извозот на стоки и услуги)	
2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
42,3	45,2	107,9	118,1	14,7	17,2	4,4	3,9

Извор: Народна банка на Република Македонија

Стандардите за дефинирање на степенот на задолженост и врз основа на тоа класифицирање на земјата во одредена група на земји, се дадени одделно за секој показател и тоа:

3) Краткорочен, среднорочен и долгорочен надворешен долг

- Вкупен надворешен долг спрема просекот на бруто домашниот производ во последните три години, висока задолженост над 50%; умерена задолженост значи 60% од граничната вредност (50%), но не и достигнување на критичното ниво, што значи интервалот меѓу 30–50; и помала задолженост под 30%.
- Вкупен надворешен долг спрема просекот на извозот на стоки и услуги од последните три години, висока задолженост над 275%; умерена задолженост значи 60% од граничната вредност (275), но не и достигнување на критичното ниво, што значи во интервалот меѓу 165–275%; и помала задолженост под 165%.
- Сервисирање на долгот спрема просекот на извозот на стоки и услуги од последните три години, висока задолженост над 30%; умерена задолженост значи 60% од граничната вредност (30%), но не и достигнување на критичното ниво, што значи во интервалот меѓу 18–30%; и помала задолженост под 18%.
- Отплата на камата спрема просекот на извозот на стоки и услуги од последните три години, висока задолженост над 20%; умерена задолженост значи 60% од граничната вредност (20%), но не и достигнување на критичното ниво, што значи во интервалот меѓу 12–20%; и помала задолженост под 12%.

Според препораките на Светската банка, доколку три од четирите показатели влегуваат во даден интервал, земјата се класифицира во соодветната група на земји. Меѓутоа, се напоменува дека приближувањето до критичното ниво, односно граничната вредност на одреден показател треба се толкува мошне внимателно, со оглед на фактот дека при премин од една во друга група на земји треба да се има предвид и движењето во изминатиот период, а не само во тековниот период.

#### 4. ОСНОВНИ ПРЕДУСЛОВИ ЗА УСПЕШЕН РАЗВОЈ НА ПАЗАРОТ НА ДРЖАВНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

На развојот на пазарот на државни хартии од вредност мора да се гледа како на динамичен процес во кој најзначајна е стабилноста на макроекономскиот и финансискиот систем во изградбата на ефикасен пазар и воспоставувањето на кредибилитет на Владата како емитувач на хартиите од вредност. Основни предуслови кои треба да бидат исполнети за воспоставување на ефикасен пазар на хартии од вредност деноминирани во домашна валута се: стабилна држава со висок кредибилитет, цврста фискална и монетарна политика, ефикасна правна, даночна и регулаторна инфраструктура, сигурни аранжмани за отплата на долговите, либерализиран финансиски систем со конкурентни посредници и одредено ниво на развој на трезорскиот систем.

Одржувањето на **макроекономската рамнотежа** и стабилност на националната економија е еден од основните приоритети на Република Македонија. Во Република Македонија, макроекономската стабилност, пред сè, е резултат на ценовната стабилност, стабилниот курс на денарот, поусогласените односи во трговскиот и платниот биланс и одржливост на фискалната позиција на среден рок. Освен тоа, во последната декада има квалитативно подобрување на реформските процеси, што придонесе за заживување на економската активност.

Република Македонија иако беше подложена на транзиционите процеси кои се реализираа во фискалниот, монетарниот, финансискиот, даночниот и царинскиот систем, надворешно-трговскиот систем, успеа да ја одржи макроекономската стабилност (Табела 3).

Од осамостојувањето до денес во **финансискиот систем** се спроведува континуирана реформа (од аспект на регулатива, сопственост, корпоративно управување, принцип на пазарно работење), која постепено започна да дава позитивни резултати. Финансискиот систем во Република Македонија во моментот го креираат следниве финансиски институции: банките, штедилниците, Македонската берза за долгорочни хартии од вредност, брокерските друштва, осигурителните друштва и лизинг претпријатија, а во блиска иднина кон нив ќе се надврзат и капиталните пензиски фондови и инвестиционите фондови.

**Табела 3. Основни макроекономски индикатори**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
					оценка	проекција
<b>Реален сектор</b>						
Бруто домашен производ						
– реална стапка на раст	4.3	4.5	-4.5	0.7	2.75	4.0
– по тековни цени, во милиони денари	209,010	236,389	233,841	241,243	252,242	266,393
– во милиони САД долари	3730	3899	3437	3727	4627	4982
Инфлација (трошоци на живот, просек)	0.7	5.8	5.5	1.8	1.75	3.0
Просечна месечна нето-плата						
– номинална стапка на пораст	2.9	5.5	3.5	6.9	3.9	3.5
– реална стапка на пораст	3.6	-0.3	-1.7	4.5	2.1	2
Стапка на невработеност						
(Анкета на работна сила)	32.4	32.1	30.5	31.9	30.4	29.0
<b>Фискален сектор</b>						
(% од БДП)						
Приходи на централниот буџет	22.6	24.5	22.2	23.8	22.1	21.3
Расходи на централниот буџет	21.8	21.8	28.0	29.2	23.5	22.2
Буџетски дефицит/суфицит	0.8	2.7	-5.8	-5.4	-1.4	-0.9
<b>Надворешен сектор</b>						
Изоз (ФОБ) (стапка на пораст)	-7.9	11.0	-12.5	-3.7	21.7	6.6
Увоз (ФОБ) (стапка на пораст)	-6.7	19.3	-16.6	12	13.1	3.7
Трговски биланс, салдо (во мил. долари)	-496	-690	-521	-765	-769	-759
Трговски биланс, % од БДП	-13.3	-17.7	-15.2	-20.5	-16.6	-15.2
Тековна сметка, салдо (во мил. долари)	-32.5	-75.3	-235	-321	-292	-347
Тековна сметка, % од БДП	-0.9	-2.1	-6.8	-8.6	-6.3	-7.0
Девизни резерви (во милиони долари)	450	700	756	735	816	839
Девизни резерви (месечна покриеност на увозот)	2.4	4.3	4.2	3.6	3.9	3.9
Надворешен долг (милиони долари)						
(крај на период)	1438	1438	1444	1549	1650	1697
Надворешен долг						
(% од БДП)	38.6	36.9	42.0	41.6	35.7	34.1.
Странски директни инвестиции						
(милиони САД долари)	32	175	443	78	105	120
<b>Монетарен сектор</b>						
Кредитирање на приватен сектор						
(номинална стапка на пораст)	9.4	17.2	7.3	9.9	9.5	7.2

Извор: Државен завод за статистика, Министерство за финансии и НБРМ.



Од сите финансиски сегменти во Република Македонија најразвиен е банкарскиот сектор. Заклучно со декември 2002 година, банкарскиот сектор на Република Македонија го сочинуваат 21 банка од универзален тип и 17 штедилници. Со оглед на функциите што ги извршуваат и учеството од 99% во вкупниот финансиски потенцијал, банките го претставуваат речиси целокупниот македонски банкарски систем. Покрај другите т.н. банкарски работи, банките имаат можност за учество на пазарот на капитал преку емисија на сопствени хартии од вредност и преку посредување во прометот со хартии од вредност на други субјекти.

Пазарот на капитал во Република Македонија е релативно нов сегмент, меѓутоа, спореден со пазарите од регионот тој е доста развиен. Имено, во 1992 година беше формирана Комисијата за хартии од вредност, Македонската берза за долгорочни хартии од вредност е основана во 1995 година, а на 31.12.2001 година започна со работење и најновата институција—Централниот депозитар на хартии од вредност.

Тргувањето со хартии од вредност, кои се во дематеријализирана форма, на Македонската берза за долгорочни хартии од вредност се врши преку првиот – официјален пазар и вториот – неофицијален пазар. Досега на Берзата има вкупно 97 котирани акционерски друштва, чии акции се нудат на продажба, што е исклучителен успех за една мала економија.

Значителен придонес во развојот на пазарот на капитал имаше издавањето на државните обврзници. Обврзниците дадоа голема раздвиженост и нови моменти и можности на пазарот на капитал.

Следејќи го трендот на окрупнување и глобализација на финансиските институции во 2003 година продолжуваат проектите на билатерални поврзувања на Македонската берза за долгорочни хартии од вредност.

Една од најзначајните реформи во фискалниот дел, односно во делот на управувањето со јавните финансии претставува имплементирањето на трезорскиот систем во 2001 година. Поимот „трезорски систем“ означува збир на функции на државата кои се насочени кон обезбедување на ефикасен финансиски менаџмент со јавните финансиски ресурси, фискална дисциплина и наменска и транспарентна јавна потрошувачка. Функциите преку кои се остваруваат овие цели се: извршување на буџетот (платен промет за потребите на буџетските институции), управување со јавните приходи, буџетско сметководство, управувањето со долгот, управувањето со ликвидноста и сл.

Една од најзначајните трезорски функции, воопшто, а особено во контекст на развојот на пазарот на државни хартии од вредност, претставува cash management-от, односно планирањето и управувањето со ликвидноста на јавните ресурси. Развиен систем на планирање на ликвидноста е неопходен заради:

- непречено финансирање на јавните расходи во текот на целата фискална година;
- избегнување на состојба на кумулирање на ненамирани обврски;
- избегнување на ликвидносни шокови во економијата;
- минимизирање на цената на изворите за финансирање на буџетските потреби;
- максимизирање на приносот на привремено слободните средства;
- постигнување на основните цели на буџетската политика, односно постигнување на планираните економски таргети;
- унапредување на координацијата помеѓу фискалната и монетарната политика во интерес на целокупната макроекономска политика.

Значењето на оваа функција особено доаѓа до израз во помалите економи, каде државата е многу значаен субјект на пазарот, односно од нејзината експанзивна или рестриктивна политика зависат економските текови воопшто.

Со спроведувањето на реформата на трезорскиот систем во Република Македонија во 2001 година, односно со имплементирањето на клучните трезорски функции се создадоа предуслови за ефикасно управување со јавните приходи и расходи. Функцијата управување со ликвидноста се имплементираше преку напуштање на концептот на ad-hoc финансирање и ставање поголем акцент на планскиот пристап во работењето на буџетските институции. Во оваа смисла, се воведоа соодветни процедури: планирање на буџетски алокации на месечно ниво, планирање на позначајни расходи на неделна основа, обезбедување евиденција за преземените обврски на буџетските корисници (вклучително и на датум на нивно достасување), обврска за известување за очекувани приливи, и тоа за сите приходи независно од нивниот извор и сл.

За развојот на оваа функција голема улога одигра и консолидирањето на сите јавни финансиски ресурси во рамки на единствената трезорска сметка (концепт на „единствена трезорска сметка“). Консолидирањето овозможи централизирано следење и контрола на сите буџетски приходи и приходи на буџетските институции, како и на буџетските расходи и на расходите на буџетските институции.

Во услови на нагласен плански пристап во користењето на јавните ресурси од страна на буџетските институции, како и во услови на консолидирани финансиски средства се овозможи отпочнување со редовни проекции на ликвидноста на буџетот и на останатите приливи и одливи кои ги остваруваат буџетските институции. Тенденција и нужност е краткорочните проекции на ликвидноста (неделни проекции) да прераснат во месечни, квартални и годишни. Продолжувањето на временскиот хоризонт е нужност заради водење на ефикасни политики на државата во однос на видот, рочноста и износот на средствата потребни за финансирање на буџетските потреби на краток и долг рок.

Без квалитетно финансиско планирање не е можно развивање на пазарот на државни хартии од вредност. Степенот на развој кој го достигнува трезорот во Република Македонија овозможува поактивна улога на државата на пазарот на државни хартии (определување на стратешки насоки за задолжување, користење и избор на нови соодветни инструменти, утврдување на одржливо ниво на емисија, проценка на ризици и сл.).

## 5. ОСНОВНИ ПРИЧИНИ ЗА РАЗВОЈ НА ПАЗАРОТ НА ДРЖАВНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Основни причини за развојот на пазарот на државни хартии од вредност во Република Македонија се следниве:

- **Поефикасно финансирање на буџетските потреби на краток и долг рок.** Ефикасното финансирање на буџетските потреби на краток рок подразбира непречено извршување на буџетските расходи заради остварување на функциите на државата и заради избегнување на состојба на кумулирање на достасани ненамирени обврски. Ненавременото на-

мирување на достасаните обврски влијае негативно на кредибилитет на државата како должник. Исто така, ненавременото намирување на обврските на државата може да има и социјални последици (трансфери во областа на социјалата, исплата на пензии, трансфери за детски додаток и сл.). Користењето на државните хартии од вредност како инструмент со кој би се амортизирале краткорочните неусогласености помеѓу јавните приходи и јавните расходи, односно како инструмент со кој навремено би се обезбедиле финансиски средства ќе има клучно влијание во остварување на претходно наведеното. Ефикасното финансирање на буџетските потреби на долг рок подразбира обезбедување на финансиски ресурси за финансирање на јавните капитални проекти, кои директно влијаат врз развојот на економијата, за рефинансирање на постојниот долг и сл.

■ Потреба за постигнување на **одржливо ниво на задолженост**, поради можноста земјата да се соочи со опасност од навлегување во голем кредитен ризик и неможност навремено да ги сервисира своите обврски. Надворешната задолженост на Република Македонија, како земја во развој не е преголема. Земјата се наоѓа блиску до границата која значи премин од умерена кон висока екстерна задолженост, но на краток рок нејзината ликвидност кон странство не е загрозена.

Вкупните задолжувања кои се очекува да бидат направени во 2003 година, се усогласени со ММФ и истите се дел од Програмата за економски и финансиски политики која ќе го поддржува Стенд бај аранжманот.

■ Неразвиените пазари на државни хартии од вредност претставуваат **пречка за понатамошен развој на пазарно ориентирани инструменти на монетарната политика**. По монетарното осамостојување на Република Македонија беа преземени голем број на активности во насока на трасирање на пат кој води кон целосно користење на индиректни монетарни инструменти. Еволуцијата кон индиректни, пазарно ориентирани инструменти на монетарно регулирање беше попречувана од непостоенето на државни хартии од вредност, комерцијални хартии од вредност, здрави финансиски институции и длабоки и транспарентни финансиски пазари. Сепак, Народната банка на Република Македонија го напушти користењето на директни монетарни инструменти во почетокот на 2000–та година, на тој начин одразувајќи го општиот стремеж на економијата кон зголемување на улогата на пазарните сигнали и воведување на пазарни институции и инструменти. Во последниве неколку години, поради постоење на структурен вишок на ликвидност во банкарскиот систем, основен инструмент за монетарно регулирање претставува издавањето на благајнички записи. Овој инструмент, заедно со аукција на кредити и девизни своп операции, влегува во групата на операции од типот на отворен пазар кои се дел од сетот на монетарните инструменти на Народната банка на Република Македонија, како и на останатите земји со неразвиени финансиски пазари. Понатамошниот развој на монетарните инструменти и можноста за примена на флексибилни операции на отворен пазар ќе бидат условени од развојот на пазарот на државни хартии од вредност кои претставуваат безризичен финансиски инструмент за ефикасно спроведување на монетарни интервенции.

- Со планираната **реформа на пензискиот систем** ќе започне да функционира повеќестолбен пензиски систем со што се отвора прашањето за пласирање на средствата прибрани по основ на придонеси за пензиско осигурување во новите фондови, од една страна, и финансирање на дефицитот во постојниот пензиски фонд, од друга страна.<sup>4</sup> Успешното решавање на овој проблем ќе зависи, во голем дел, од развојот на пазарот на државни хартии од вредност кој треба да креира финансиски инструменти адекватни на потребите на овие институции. Во спротивно, може да се соочиме со одлив на капитал по основ на прибрани придонеси за пензиско осигурување со цел пласирање во посигурни и попрофитабилни инструменти надвор од земјата.
- Се поттикнува развојот на **инвестиционите фондови**. На почетокот на 2000-та година е донесен Закон за инвестициони фондови, кој е работен според западноевропските принципи и стандарди и е усогласен со Директивата за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност. Три години по воспоставувањето на институционалната рамка, и покрај сите очекувања, на финансискиот пазар во Република Македонија не се појави ниту еден инвестиционен фонд. Една од основните причина за тоа е непостоењето на развиен пазар на државни хартии од вредност кои како безризични инструменти имаат значајно учество во портфолиото на инвестиционите фондови.

## **6. РИЗИЦИ ПОВРЗАНИ СО ЕМИСИЈАТА НА ДРЖАВНИТЕ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ И ВООПШТО СО УПРАВУВАЊЕТО СО ЈАВНИОТ ДОЛГ**

### **1- Ризик од рефинансирање**

Ризикот од рефинансирање се однесува на ризиците поврзани со времето на отплата на долгот, расположливоста со финансиски средства за отплата на долгот и трошоците поврзани со потребата за ново задолжување.

Ризикот од рефинансирање се зголемува кога достасуваат за плаќање високи износи на долг и други отплати во ист временски период. Затоа е значајно долгот да биде колку што е можно порамномерно распределен и да нема концентрација на обврските во ист временски период. За Република Македонија воведувањето на државните хартии од вредност ќе значи можност за намалување на шоките предизвикани од концентрацијата на обврските во одредени месеци од годината. Целта на политиката на управување со јавниот долг ќе биде постепена ориентација кон пазарите на капитал и приватните кредитори, и поголемо учество на долгот изразен во државни хартии од вредност. За да се постигне ова, потребно е поголемо внимание да се посвети на планирањето на финансиските потреби.<sup>5</sup>

4) Со планираната реформа во Пензискиот систем, ќе се појави дефицит во постојниот фонд, бидејќи 7% од наплатените приходи по основ на придонеси за пензиско осигурување кои сега се уплаќаат во постојниот пензиски фонд ќе се влеваат во новите пензиски фондови.

5) За да се обезбеди успешно планирање на финансиските потреби предуслов е да постои концентрација на надлежностите околу управувањето со вкупниот долг на државата кај една институција.

## 2 - Ризик поврзан со големината на долгот

Вообичаено, при оценката на овој вид на ризик размислувањата се во насока дали големината на долгот може да создаде услови за нарушување на финансиската стабилност. За земја во која долгот е релативно голем и има тенденција на постојан пораст логично е анализата да биде насочена кон одредување на нивото до кое долгот мора да се намали. Како најсоодветен показател се користи учеството на долгот во бруто домашниот производ. Политиките поврзани со управувањето со овој вид на ризик треба да бидат насочени кон одржливо ниво на буџетски дефицит.

## 3 - Пазарен ризик

Пазарниот ризик се однесува на ризикот од промена на девизните курсеви и каматните стапки на домашниот и на меѓународниот пазар на капитал. Пазарниот ризик особено е опасен во случаите кога најголем дел од долгот е изразен во странска валута. Затоа, политиката треба да биде насочена кон намалување на учеството на надворешниот долг во вкупниот долг преку предвремена отплата на дел од обврските и рефинансирање на дел од достасаниот надворешен долг со внатрешен долг. Инструмент за ова се државните хартии од вредност со фиксна цена (камата), кои истовремено можат да се искористат за промоција на домашното штедење и за развој на финансиските пазари.

## 4 - Ликвидносен ризик

Ликвидносниот ризик е поврзан со можноста за синхронизирање на краткорочните обврски со потребните средства за нивно финансирање. Како инструмент за намалување на овој вид на ризик може да се користи фискална резерва (задолжителен минимален износ на средства депонирани на сметката на државата), со цел државата како доверител, да не се доведе во состојба да не може навреме да ги исплати своите обврски, со што би се нарушил нејзиниот кредибилитет. Тука повторно се јавува потребата за прецизно проектирање на ликвидноста на буџетот.

Ризиците кои се погоре наведени не ја исцрпуваат анализата на проблемите поврзани со долгот, туку обезбедуваат основа за воспоставување приоритети при управувањето со долгот. Дотолку повеќе што ризичните структури на јавниот долг се често поврзани со несоодветни макроекономски политики—фискална, монетарна и девизна политика, при што постои причинско—последична поврзаност.

## 7. ЗАКОНСКА И ИНСТИТУЦИОНАЛНА РАМКА

Еден од главните предуслови за побрз развој на пазарот на државни хартии од вредност е јасно дефинирање на правната, регулаторната и супервизорската рамка. Основните делови од законската регулатива кои го поддржуваат ефикасниот пазар на државни хартии од вредност вклучуваат: доделување на правото на државата да се задолжува; буџетски правила за емисија на државни хартии од вредност; правила за организација на примарниот пазар; улогата на централната банка; политиката на управување со јавниот долг; правила за емисија на државните хартии од вредност и прави-



ла кои ќе го уредуваат функционирањето на секундарниот пазар. Законската рамка ги дефинира поттикнувањата за сите пазарни учесници – државата како емитувач, централната банка, регулаторните агенции, пазарните посредници и инвеститорите. Со законската рамка мора да се дефинираат правата и обврските на страните (емитувачот, инвеститорите и посредниците) вклучени во тргувањето со државни хартии од вредност на примарниот и секундарниот пазар.

Од аспект на **примарниот пазар**, потребно е државата да ги воспостави принципите на еднаквост и јавност. Државата воспоставува правила со кои ќе обезбеди еднаков пристап (на сите заинтересирани кои сакаат да ги купат државните хартии од вредност) и фер конкуренција. Принципот на јавност подразбира отвореност од страна на државата за идните трансакции со државни хартии од вредност, во однос на навремено известување за календарот на аукциите, износите на емисиите и нивното доспевање.

Од аспект на **секундарниот пазар**, државата вообичаено ги регулира следниве 3 цели: (1) обезбедување на фер, ефикасен и транспарентен пазар, (2) минимизирање на системскиот ризик и (3) заштита на инвеститорите и корисниците на финансиските услуги. Првата цел значи заштита од несоодветни практики на тргување како што се пазарна манипулација и инсајдерско тргување. За да се обезбеди фер и транспарентен пазар потребно е информациите кои ќе влијаат врз цените да им бидат достапни на сите пазарни учесници во ист момент. За да се намали системскиот ризик потребно е да бидат исполнети некои барања како што се сигурни системи за порамнување на трансакциите, интерни контроли и супервизија и исполнување на минимален капитал од страна на пазарните посредници. Заштитата на инвеститорите, во некои земји од Европската унија се обезбедува преку компензациони шемии кои служат како заштита од измама и негрџа.

Во Република Македонија законската основа за задолжување е утврдена во Законот за буџети („Службен весник на РМ“ бр. 79/93, 3/94, 71/96, 46/2000, 11/01, 93/01, 46/02, 24/03), во кој се утврдени рамката и принципите за земање кредити и издавање на гаранции на јавниот сектор.

Според Законот за буџети, со буџетскиот документ се утврдува лимитот на годишното зголемување на вкупниот тековен долг, а за покривање на буџетскиот дефицит. Исто така, со законот се утврдува дека во буџетот на Републиката за тековната година се обезбедуваат средства за отплата на главнините и каматите кои пристигнуваат во текот на фискалната година по претходно склучените договори.

Долгот може да биде во форма на **заем, обврзници или државни записи**. Според Законот за буџети само државата има право да зема заеми од правни и физички лица од земјата и од странство врз основа на закон, за покривање на буџетскиот дефицит, и да дава гаранции за отплата на обврските по основ на земено заеми за оваа намена. За земање на заеми и давање на гаранции, на предлог на министерот за финансии, Владата донесува одлука. Државните записи можат да се водат од страна на НБРМ или од страна на Централниот депозитар за хартии од вредност за име и на сметка на Републиката. НБРМ или Централниот депозитар со хартии од вредност ги вршат сите неопходни технички услуги потребни за спроведување на одлуките во врска со долгот на Републиката што ќе ги довери министерот за финансии.

За долговите издадени во форма на обврзници и државни записи соодветно се применуваат одредбите од Законот за хартии од вредност („Служ-

бен весник на РМ, бр. 63/00, 103/00, 34/01, 4/02, 37/02 и 31/03). Обврзницата е должничка хартија од вредност со која издавачот се обврзува дека на сопственикот на обврзницата еднакратно или во рати, ќе му го исплати на определениот ден, износот на номиналната вредност на обврзницата и каматата. Државниот запис, пак е краткорочна хартија од вредност која ја издава Република Македонија со цел за прибирање на парични средства заради премостување на временската неусогласеност меѓу приливот на приходи и извршувањето на расходите на Буџетот на Република Македонија, односно за финансирање на буџетскиот дефицит. Акт за издавање на државни хартии од вредност донесува Владата. Содржината на актот и елементите кои треба да ги содржи се наведени во Законот за хартии од вредност.

Во согласност со законските прописи во Република Македонија (Закон за хартии од вредност) тргувањето со долгорочните хартии од вредност се одвива на Македонската берза за долгорочни хартии од вредност, за што постои изградена инфраструктура која овозможува ДВП порамнување. Истовремено, согласно со спомнатиов закон тргувањето со краткорочни хартии од вредност е предвидено да се одвива преку институционализираниот пазар на пари, при што регулативата не исклучува тргување со краткорочни хартии од вредност надвор од оваа институција. Досега, освен благајнички записи на Народна банка на Република Македонија,<sup>6</sup> не се издадени други краткорочни хартии од вредност преку редовни емисии поради што не постоеше потреба за поврзување на институционализираниот пазар на пари со Централниот депозитар за хартии од вредност, со цел овозможување на ДВП порамнување на склучените трансакции.

Имајќи го ова предвид, треба да се оцени дали на почетокот подобра решение би било искористување на постојната инфраструктура на берзата за тргување со краткорочните државни хартии од вредност на секундарен пазар, што би значело и потреба од менување на Законот за хартии од вредност во таа насока. На овој начин ќе се избегне инвестирање во нов систем кој треба да обезбеди тргување со краткорочни државни хартии од вредност во транзициониот период, до појавата на пазарот преку шалтер. Имено, во блиска иднина напорите на фискалната и монетарната политика ќе бидат насочени кон развој на пазар преку шалтер кој на конкурентска основа ќе овозможи намалување на трансакционите трошоци, што е основен услов за развој на ликвиден секундарен пазар на државни хартии од вредност. Исто така, останува и можноста институцијата Пазар на пари да биде подготвена и софтверски и кадровски за исполнување на својата законска обврска, односно да си ја врши функцијата–пазар и на краткорочни хартии од вредност.

Согласно со Законот за буџетите евиденцијата за отплата на долговите на Република Македонија, дадените заеми и издадените гаранции се води во Единствениот трезор кој функционира во рамките на Министерството за финансии. Во Секторот за трезор за таа цел во 2001 година е формирано одделение за управување со долгот. Исто така, паралелно со воведување на трезорското работење се формирани и други одделенија во Секторот

6) Благајничките записи на Народната банка на Република Македонија се тргуваат надвор од институционализираниот пазар на пари, при што за порамнување на склучените трансакции постојат пропишани процедури од страна на Народната банка на Република Македонија кои овозможуваат ДВП порамнување.

за трезор, меѓу кои и одделението за управување со ликвидноста, кое ги проектира ликвидносните потреби на државата. Се очекува овие две одделенија да бидат кадровски и технички доекипирани паралелно со зголемувањето на активностите околу претстојната емисија на државните хартии од вредност и потребата за посеопфатно следење на долгот во најширока смисла на зборот, со единствена цел подобро управување со јавниот долг и намалување на трошоците за негово финансирање.

Во тек е подготовката на **новиот Закон за јавни финансии**. Со овој закон, меѓу другото, ќе бидат регулирани повеќе прашања во поглед на видот на јавниот долг, критериумите за лимитирање на нивото на вкупниот јавен долг, транспарентноста во управувањето со долгот и слично.

## **8. РАЗВОЈ НА ПРИМАРЕН ПАЗАР НА ДРЖАВНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ**

Развојот на примарен пазар на државни хартии од вредност почива на прифаќањето на пазарни принципи при покривање на буџетскиот дефицит преку издавање на хартии од вредност. Притоа, политиката на управување со јавниот долг треба да избегне креирање на дисторзивни ефекти на примарниот пазар на државни хартии од вредност. Привилегирираниот пристап на државата до домашни извори на финансирање креиран преку регулативна рамка создава принудни пазари што резултира во забавување на развојот на секундарните пазари. Истото важи и за доделената улога на централната банка како купувач во крајна инстанца на новите емисии на државни хартии од вредност со цел покривање на буџетскиот дефицит по пониски каматни стапки. Поради тоа, издавањето на државни хартии од вредност треба да почива на пазарни принципи кои подразбираат флексибилно и конкурентно утврдување на каматните стапки.

Развојот на примарен пазар на државни хартии од вредност треба да претставува дел од процесот на економско стабилизирање преку изнаоѓање на неинфлациони извори на финансирање. Ако издавањето на државни хартии од вредност се подразбере како можност за зголемување на трошењата и креирање на поголем буџетски дефицит, неизбежно ќе доведе до активирање на инфлационите очекувања и зголемување на каматните стапки, а со тоа и на трошоците на владата за сервисирање на јавниот долг.

Клучните елементи за воспоставување на ефикасен примарен пазар на државни хартии од вредност опфаќаат: избор на финансиски инструменти, идентификување на потенцијални инвеститори и избор на адекватни технички на продажба.

### **8.1 Финансиски инструменти**

На фискалната власт и стојат на располагање различни видови на финансиски инструменти за управување со јавниот долг: државни записи, конвенционални обврзници (купонски обврзници со фиксна каматна стапка), обврзници со варијабилна каматна стапка, ануитетни обврзници, безкупонски обврзници, индексирани обврзници, конвертибилни обврзници, откупливи обврзници и сл. Овие финансиски инструменти можат да бидат класифицирани според различни критериуми, при што во продолжение ќе бидат истак-



нати некои од нив со цел подобро разбирање на карактеристиките на државните хартии од вредност.


Од аспект на рокот, финансиските инструменти за управување со јавен долг можат да се поделат на краткорочни, до една година, и долгорочни, над една година. Државата преферира издавање на долгорочни хартии од вредност, бидејќи краткорочните хартии од вредност треба да бидат почесто обновувани и носат ризик од рефинансирање. Исто така, потпирањето само на краткорочни финансиски инструменти резултира во исцртување на краткорочниот дел на кривата на приносот што не ги задоволува барањата на финансиските пазари за обезбедување на информации за вреднување на хартиите од вредност со подолги рокови од други поризични издавачи.

Од аспект на карактеристиките на каматната стапка, финансиските инструменти за управување со јавен долг можат да се поделат на хартии од вредност со фиксна каматна стапка и хартии од вредност со варијабилна каматна стапка. Најчесто, државата преферира издавање на хартии од вредност со фиксна каматна стапка, бидејќи варијабилната каматна стапка носи неизвесност околу идните трошоци за сервисирање на јавниот долг.

Од аспект на времето на плаќање на каматата, финансиските инструменти за управување со јавен долг можат да се поделат на купонски и безкупонски хартии од вредност. Купонските хартии од вредност се стандарден тип на должнички хартии од вредност, со серија на купонски плаќања (најчесто годишно или полугодишно). Безкупонските хартии од вредност се дисконтирани финансиски инструменти, со еднократна исплата на каматата и главнината на крајот на периодот на достасување. Притоа, приносот е имплицитно прикажан преку апрецијација на капиталот во периодот помеѓу денот на издавање и денот на достасување.

Од аспект на времето на плаќање на главнината, финансиските инструменти за управување со јавен долг можат да се поделат на ануитетни, каде главнината се плаќа во текот на периодот на достасување, и еднократни, каде главнината се плаќа на крајот на периодот на достасување.

Генерално, буџетскиот дефицит може да биде финансиран со краткорочни каматни стапки и/или со долгорочни каматни стапки. Финансирањето на буџетскиот дефицит со краткорочни каматни стапки се врши преку издавање на државни записи или обврзници со варијабилни каматни стапки. Од друга страна, финансирањето со долгорочни каматни стапки се врши преку издавање на обврзници со фиксни каматни стапки. Потпирањето на краткорочното финансирање е препорачливо во услови на голема неизвесност за идното движење на нивото на каматните стапки, при што обврзниците со варијабилни каматни стапки служат за продолжување на рочноста на задолжување на државата. Од друга страна, краткорочните хартии од вредност и обврзниците со варијабилни каматни стапки ја изложуваат државата на ризик од преземање на потребните монетарни и фискални мерки во услови на неочекувани неповолни движења, бидејќи неопходно зголемување на каматните стапки предизвикува директно зголемување на трошоците за сервисирање на јавниот долг. Меѓутоа, и покрај ваквите недостатоци на финансирањето со краткорочни каматни стапки, степенот на развој на финансиските пазари во земјите во транзиција на почетокот дозволува само краткорочно финансирање на буџетскиот дефицит. Во услови на неразвиени финансиски пазари каде не може да се утврди вистинското ниво на долгорочните каматни стапки, особено ако е присутна



висока и варијабилна инфлација, продолжувањето на рочноста на финансиските инструменти за финансирање на буџетскиот дефицит може да се оствари само постепено, во чекор со развојот на финансиските пазари.

Имајќи го предвид макроекономското и политичкото опкружување на Република Македонија кое влијае на одлуките на инвеститорите во хартии од вредност, основен предуслов за остварување на целите на Стратегијата е правилен избор на финансиските инструменти во иницијалниот стадиум на развој на пазарот на државни хартии од вредност. Веројатноста за успех во достигнување на посакуваното ниво на развој на пазарот на државни хартии од вредност е поголема доколку се започне со **краткорочни хартии од вредност (државни записи)**. Притоа, имајќи го предвид степенот на доверба на потенцијалните инвеститори, како и финансиската моќ на економските агенти, на почетокот оптимален рок за издавање на државни хартии од вредност претставува **3 месеци**. Продолжувањето на рокот за издавање на државните хартии од вредност ќе оди постепено, во зависност од успешноста на државата во враќањето на довербата кај потенцијалните инвеститори и во чекор со економскиот развој на земјата, а особено развојот на институционалните инвеститори (осигурителни компании, приватни пензиски и инвестициони фондови). Притоа, со оглед на должината на времето неопходно за достигнување на повисок економски развој, како и заземање на позначајно учество во институционалните инвеститори во финансискиот систем на Република Македонија, примарно ќе биде на почетокот најголем дел од напорите околу развојот на пазарот на државни хартии од вредност да бидат сконцентрирани на исцртување на **краткорочниот дел на кривата на приносот со рок до една година**. Имено, по согледување на интересот за издадените тримесечни државни записи, вниманието треба да биде фокусирано кон создавање на услови за пласман на **шестмесечни и дванаесетмесечни записи**, како **клучни рокови** на краткорочниот дел од кривата на приносот.

Еден од начините за зголемување на интересот на потенцијалните инвеститори за државни хартии од вредност, како и за продолжување на нивниот рок, претставува издавање на државни хартии од вредност деноминирани во странска валута или валутно индексирање на државните хартии од вредност за вредноста на еврото, со оглед на високиот степен на евроизација на домашното штедење. Ваквото решение, од една страна, може да ја поттикне побарувачката за државни хартии од вредност и да го продолжи нивниот рок, но од друга страна ќе има импликации врз засилување на евроизацијата на нашата економија. Ова дотолку повеќе ако се има предвид почетната фаза на развој на финансиските пазари, што може преку демонстративен ефект од страна на државата да ги поттикне идните инвеститори и издавачи на хартии од вредност да фаворизираат валутно индексирани инструменти што ќе придонесе за нивна доминација на финансиските пазари. Поради тоа, препорачливо е во иницијалната фаза на развој на пазарот на државни хартии од вредност да се стартува со **краткорочни финансиски инструменти деноминирани во домашна валута**.

Без оглед на фактот што ќе биде потребен подолг временски период за отпочнување со континуиран примарен пазар на долгорочни државни хартии од вредност, во рамките на оваа стратегија треба да бидат истакнати клучните рокови од долгорочниот дел на кривата на приносот кои економската литература ги има идентификувано врз основа на искуството на земји–

те со развиени пазари на државни хартии од вредност, и воопшто финансиски пазари. Така, во голем број на земји како клучни рокови за издавање на државни хартии од вредност на долгорочниот дел на кривата на приносот се избрани: **2, 5 и 10 години**. Притоа, основната предност од продолжувањето на кривата на приносот се согледува во намалување на ризикот од рефинансирање, како и во создавање на основа за полесно утврдување на цената на останатите финансиски инструменти. Имајќи го ова предвид, разбирливо е зошто голем број на влади настојуваат да го продолжат рокот на државните хартии од вредност и да креираат benchmark крива на принос.<sup>7</sup> Меѓутоа, дали одредена државна хартија од вредност ќе има benchmark карактеристики зависи, пред сè, од преференциите на пазарот. Како и да е, ова не значи дека државата не може да влијае на поддржување на одредени хартии од вредност како benchmark издаанија преку преземање на конкретни мерки кои ќе го насочуваат интересот на пазарните учесници кон избраните клучни рокови. Ова особено важи за Република Македонија поради почетниот стадиум на развој на финансиските пазари, каде државата преку идентификување на преференциите на потенцијалните инвеститори може полесно да ги утврди потребните мерки кои треба да се преземат со цел насочување на инвеститорите кон избраните клучни рокови од кривата на приносот.

Од аспект на видовите на финансиските инструменти, при изборот треба да се води сметка за дизајнирање на инструментите согласно со преференциите на разните групи инвеститори со цел зголемување на побарувачката за државни хартии од вредност. Истовремено, неопходен е висок степен на внимателност при одлучување за проширување на кошничката составена од различни видови на државни хартии од вредност со цел задоволување на различни потреби на инвеститорите, бидејќи големиот број на финансиски инструменти може да придонесе за раситнување и сегментирање на и така плиткиот пазар на државни хартии од вредност во иницијалната фаза, што крајно резултира во намалена ликвидност на овој пазар. Искуството од некои развиени пазари сугерира дека трошоците предизвикани од пазарната сегментација ги надминуваат ефектите од диверзификација на државните хартии од вредност. Поради тоа, Република Македонија од самиот почеток треба да биде насочена кон **оптимален круг на диверзифицирани хартии од вредност** преку стандардизирање на клучни типови на хартии од вредност и клучни рокови со цел поддржување на ликвидни пазари на државни хартии од вредност, како на краткорочниот дел, така и на долгорочниот дел на кривата на приносот.

## 8.2 Потенцијални инвеститори

Големите број на инвеститори во државни хартии од вредност имаат различни преференции, но заедничко за нив е настојувањето за поврзување на нивото на ризик и рокот на хартиите од вредност со истите на нивните извори на финансирање. Државата не може да ги знае потребите на секој потенцијален инвеститор во државни хартии од вредност, но идентификувањето на групи со слични преференции може да помогне во формулирањето на политиката за издавање на државни хартии од вредност. Најшироко,

7) Benchmark крива на принос се конструира од финансиски инструменти со ист степен на кредитен ризик (безриични државни хартии од вредност) и клучни рокови на достасување, и служи како репер за поефикасно вреднување на останатите финансиски инструменти.



постојат две основни групи на инвеститори во државни хартии од вредност: институции од финансиски и нефинансиски сектор (големи инвеститори) и индивидуални инвеститори (мали инвеститори).

Големите инвеститори ги претставуваат институциите од финансиски и нефинансиски сектор, како што се: банки, небанкарски финансиски институции (осигурителни компании, пензиски фондови, инвестициони фондови и сл.) и компании од нефинансиски сектор.

Банките преферираат краткорочни хартии од вредност со фиксни каматни стапки или среднорочни хартии од вредност со варијабилни каматни стапки, најчесто врзани за движењето на меѓубанкарските каматни стапки. Банкарските институции се ориентирани на хартии од вредност кои имаат најликвидни пазари, со можност за порамнување на склучените трансакции во реално време, со цел навремено задоволување на нивните ликвидносни потреби. За разлика од нив, небанкарските финансиски институции, кои се традиционални инвеститори во државни хартии од вредност, типично таргетираат подолг временски хоризонт и се заинтересирани за среднорочни и долгорочни хартии од вредност. Компаниите од нефинансиски сектор не се ориентирани кон инвестирање во долгорочни хартии од вредност, но поголемите компании ги користат пазарите на државни хартии од вредност за ефикасно управување со сопствената ликвидност. Поради цикличните готовински текови, компаниите од нефинансиски сектор имаат потреба од инвестирање на големи износи за краток временски период во ликвидни хартии од вредност. Свртувањето на интересот на компаниите од нефинансискиот сектор кон долгорочни државни хартии од вредност може да се постигне преку развој на репо пазари кои овозможуваат инвестициите во долгорочни хартии од вредност да бидат конвертирани во краткорочни инструменти.

Индивидуалните инвеститори (домаќинства) преферираат нискоризични и нискоденоминирани финансиски инструменти со фиксни приливи, бидејќи немаат големи познавања за хартиите од вредност со варијабилни каматни стапки кои повеќе се наменети за специјализирани финансиски институции. Мотивот за држење на овие хартии од вредност е штедење, па најчесто побарувачката е ориентирана на подолгорочни хартии од вредност. Притоа, купените хартии од вредност остануваат во посед на индивидуалните инвеститори најчесто до крајот на периодот на достасување, поради што постоењето на длабоки и ликвидни пазари нема пресудно значење за овие инвеститори при донесувањето на одлука за купување на државни хартии од вредност. Во услови на висока инфлација, задржувањето на индивидуалните инвеститори на пазарот на државни хартии од вредност е условено од постоење на финансиски инструменти кои обезбедуваат заштита на реалната вредност на нивниот капитал. Во ваков случај, најкористен инструмент се индексирани обврзници кои, од друга страна, носат ризик од зголемени трошоци на буџетот за сервисирање на јавниот долг. Покрај ова, одржувањето на пазарот на индивидуални инвеститори инволвира повисоки административни трошоци во споредба со големите инвеститори. Меѓутоа, и покрај овие негативности, државата е заинтересирана за развој на пазарот на индивидуални инвеститори со цел проширување на изворите за финансирање на буџетскиот дефицит што влијае на намалување на трошоците, охрабрување на развојот на финансиските пазари и поттикнување на штедењето.

Значајна улога во проширување на спектарот на инвеститори во државни хартии од вредност, можат да имаат и странските инвеститори. Во стабилни

макроекономски услови, странските инвеститори можат да придонесат за зголемување на ликвидноста и продолжување на рокот на државните хартии од вредност. Меѓутоа, доколку странските инвеститори се сконцентрирани на краткорочниот дел на кривата на приносот, тогаш евентуалното нагло губење на довербата во кредибилитетот на државата може негативно да се одрази на макроекономската стабилност на земјата.

Во зависност од финансиските потреби и од целта на управувањето со јавниот долг државата може да биде ориентирана кон поединечна група или кон сите потенцијални инвеститори. Која група на инвеститори ќе има приоритет во најголем дел зависи од традицијата и институционалниот развој, како и од макроекономските и финансиските услови. Генерално, диверзификација на инвеститорите е основен услов за развој на пазарот на државни хартии од вредност бидејќи придонесува за зголемување на побарувачката, продолжување на рокот на хартиите од вредност, намалување на трошоците на државата, поттикнување на финансиски иновации и сл. Во земјите во транзиција најголем инвеститор во државни хартии од вредност се банките, додека индивидуалните инвеститори најголем дел од своите вишоци го пласираат во банкарски депозити. Но, веројатно е дека овој сооднос се менува во чекор со развојот на економијата и финансиските пазари. Поради тоа, фискалната власт треба да биде свесна не само за моменталните потреби на одредена група на инвеститори, туку и за останатите потенцијални инвеститори со цел дизајнирање на хартии од вредност на најефикасен начин, согласно со нивните преференции.

Поради неповолната економска состојба во која се наоѓаат компаниите и отсуството на институционални инвеститори (само осигурителни компании во пасивна улога од аспект на учеството на финансиските пазари), на почетокот во Република Македонија најголеми инвеститори во државни хартии од вредност се очекува да бидат **банките** кои преферираат краткорочни хартии од вредност. Очекуваниот почеток на работењето на **приватните пензиски фондови** во Република Македонија ќе придонесе за проширување на инвеститорската основа и постепено продолжување на рокот на државните хартии од вредност. Потенцијален инвеститор во државни хартии од вредност претставува и **Фондот за осигурување на депозити** кој има акумулирано значаен износ на средства, прибрани од премии на штедни влогови, кои поради законското ограничување за нивно пласирање во сигурни инвестиции, во изминатиов период беа вложувани во благajнички записи или како депозити во Народната банка на Република Македонија.

Проширувањето на пласманот на државни хартии од вредност кај секторот на компаниите и домаќинствата ќе придонесе за зголемување на штедењето и поттикнување на развојот на финансиските пазари. Во тој поглед веќе е направен првиот чекор кон инфилтрирање во овие сектори од страна на централната банка преку издавање на благajнички записи. Во текот на изминативе две години значително е зголемен интересот за купување на благajнички записи од страна на **правни и физички лица**, пред се, како резултат на високите каматни стапки. Имајќи го ова предвид, прифаќањето на **пазарни каматни стапки** од страна на државата претставува основен услов за привлекување на потенцијалните инвеститори во државни хартии од вредност.

Генерално, согласно со законската регулатива во Република Македонија дозволно е нерезиденти да инвестираат во домашни хартии од вредност.

Притоа, имајќи ги предвид опасностите кои произлегуваат од инвестирањето на нерезиденти во домашни хартии од вредност од спекулативни побуди, изградени се заштитни механизми кои ја намалуваат атрактивноста за краткорочно инвестирање во хартии од вредност од страна на нерезиденти. Како резултат на ова, се очекува дека Република Македонија ќе биде заштитена од влезот на спекулативни краткорочни инвестиции во финансиски инструменти кои може да предизвикаат негативни макроекономски ефекти во случај на влошување на економските и политичките услови во земјата.

Она што треба да се има предвид при привлекување на потенцијалните инвеститори е дека државните хартии од вредност нема да се продаваат самите, поради што ќе биде потребно да се посвети особено внимание на **промотивна кампања** за зголемување на довербата и интересот кај потенцијалните инвеститори. Истовремено, преку организирање на промотивна кампања за предностите од поседување на државни хартии од вредност ќе се зголеми **едукацијата** на јавноста за овој вид на хартии од вредност и за нивното значење во развојот на финансиските пазари, и економијата воопшто. Успешното организирање на промотивната кампања особено значајно ќе биде за зголемување на интересот на населението за инвестирање во државни хартии од вредност.

### 8.3 Техники на продажба

Постојат четири основни техники на продажба на државни хартии од вредност: продажба преку синдикат, јавен повик, континуирана продажба и аукциска продажба. Примената на споменативе техники за продажба на државни хартии од вредност зависи од степенот на развој на финансиските пазари, а поврзано со тоа и институционалниот развој. Притоа, изборот на одредена продажна техника зависи од типот на државни хартии од вредност. Аукцискиот механизам е вообичаена прифатена техника при продажба на трезорски записи. Од друга страна, подолгорочните хартии од вредност понекогаш се и повеќе проблематични за продажба поради што се дава предност на останатите техники. Генерално, постои тренд кон пошироко прифаќање на аукцискиот механизам при продажба на државни хартии од вредност. Притоа, во одредени услови можна е примена на повеќе техники при што е неопходно постигнување на координација помеѓу нив со цел спречување на појава на негативни ефекти од истовремена употреба.

Во споредба со останатите техники, аукциската продажба е најпазарен начин за минимизирање на трошоците за финансирање на буџетскиот дефицит. Предноста произлегува од конкуренција помеѓу одреден број на учесници кои настојуваат да добијат дел од ограничената понуда на државни хартии од вредност. Притоа, аукцијата треба да биде дизајнирана на начин кој ги искористува предностите од флексибилноста на каматните стапки и конкуренцијата помеѓу инвеститорите. Исто така, аукциите претставуваат транспарентен канал за дистрибуција на државните хартии од вредност во споредба со останатите техники на продажба.

Кога станува збор за техниките на продажба на државни хартии од вредност во Република Македонија, предност може да се даде на **аукциската**

8) Оваа техника е слична со приватен пласман како посебна техника на продажба која е насочена кон дизајнирање и продажба на хартии од вредност согласно со потребите на одредена група инвеститори, најчесто институционални инвеститори.

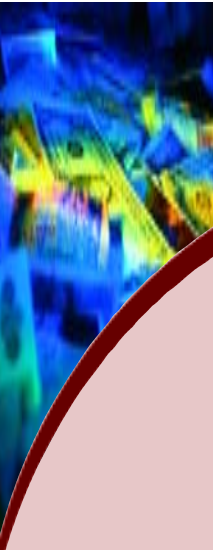
**продажба.** Ова од причина што се очекува на почетокот банките да бидат доминантни инвеститори во државни хартии од вредност кои имаат поголеми познавања за аукцискиот механизам и преферираат пазарно формирање на каматните стапки. Покрај ова, во текот на изминатиов период банките активно учествуваа на аукциите на благајнички записи што придонесе за стекнување на искуство во врска со функционирањето на аукцискиот механизам. Во прилог на аукциската продажба на државни хартии од вредност е и активното учество на правните и физичките лица на аукциите на благајнички записи во текот на изминативе две години.

Учеството на аукција на државни хартии од вредност треба да биде ограничено на одредена група на инвеститори. Најчесто директно учество на аукцијата е дозволено на банките и некои други финансиски посредници, додека останатите инвеститори поднесуваат понуди на индиректен начин, преку учесниците со директен пристап на аукцијата. Основен принцип при детерминирање на опфатот на учесниците е овозможување на задоволително ниво на конкуренција што ќе спречи можно поврзување помеѓу учесниците од шпекулативни побуди. Исклучок од ова правило е можен кога ексклузивното право за учество на аукција е доделено на одреден број на агенти, вообичаено наречени примарни дилери, кои за возврат обезбедуваат стимулативни услуги за развој на пазарот на државни хартии од вредност.

Имајќи предвид дека фискалната власт во Република Македонија ќе настојува да привлече што поголем број на инвеститори во државни хартии од вредност, на почетокот поадекватно би било промовирање на голем број на учесници на аукциите, што ќе придонесе за полесен пристап на примарен пазар на државни хартии од вредност и следствено, повисок степен на конкуренција. Притоа, директно учество на аукциите ќе имаат банките во Република Македонија согласно со утврдени критериуми (на пр. минимален износ 1.000.000,00 денари). Останатите учесници ќе можат да поднесуваат понуди за купување на државни хартии од вредност преку банките, при што деминацијата на хартиите од вредност ќе биде релативно ниска (предлог: 10.000,00 денари) со цел да се овозможи полесен пристап на поголем број на мали инвеститори. Доделувањето на ексклузивно право за учество на аукциите на државни хартии од вредност на одреден број на учесници, би било актуелизирано подоцна кога напорите на фискалната и монетарната политика ќе бидат насочени кон развој на секундарен пазар на државни хартии од вредност.

Значајно прашање при дизајнирање на аукцијата на државни хартии од вредност е механизмот на алоцирање на понудите и утврдување на цената која ќе ја платат учесниците. Постојат два основни типа на тендери за продажба на државни хартии од вредност: тендер со дискриминаторни (различни) цени и тендер со униформна цена. Притоа, кај двата типа на тендери успешните понуди се рангираат по цена, почнувајќи од највисоката цена (најниска каматна стапка) па надолу, се додека не се исцрпи целокупниот понуден износ за продажба. Кај првиот тип на аукција, познат како американски тип на аукција, успешниот учесник на аукцијата ја плаќа понудената цена. За разлика од овој тип, кај аукцијата со униформна цена, позната како холандски тип на аукција, успешните учесници плаќаат иста цена која е еднаква на најниската успешна цена. Ова значи дека најголемиот број на учесници плаќаат помала цена од онаа која ја имаат назначено во понудата дека се спремни да ја платат за купените државни хартии од вредност. Притоа, из-





носот на финансиски средства кој државата го прима е помал во споредба со американскиот тип на аукција. Тогаш, зошто издавачот е заинтересиран за овој тип на аукција? Одговорот го дава теоријата на аукции која сугерира дека холандскиот тип на аукција ја намалува неизвесноста и ги стимулира учесниците да аукцираат со повисоки цени, претпоставувајќи дека ќе платат пониска цена од понудената.

Оваа неизвесност доаѓа до израз кај американскиот тип на аукција каде постои ризик учесниците да купат хартии од вредност по цена повисока од пазарната. Имено, тргувањето на секундарниот пазар најверојатно ќе започне по просечна цена од аукцијата, вклучувајќи ги и неуспешните понуди, која се доближува до најниската прифатена цена. Секој учесник кој аукцирал значително над оваа цена ќе претрпи загуба бидејќи хартиите од вредност успешно купени на примарен пазар имаат помала пазарна вредност на секундарен пазар. Овој ризик е познат како „winner's curse“ и е поголем кај нерезвиените финансиски пазари со поголема варијабилност на цените на хартиите од вредност. Поради поголемата неизвесност инвеститорите може да се воздржат од учество на аукција и да се насочат кон купување на државни хартии од вредност на секундарен пазар што резултира во намалување на конкуренцијата на примарен пазар поради концентрирање на понудите во рацете на мал број учесници.

И покрај ваквиот недостаток на американскиот тип на аукција, не одат сите аргументи во корист на холандскиот тип на аукција. Имено, во услови кога постои голем интерес за државни хартии од вредност, побарувачката може да ја надмине понудата при што инвеститорите кои посакуваат да купат државни хартии од вредност се спремни да платат повисока цена што крајно резултира во намалени трошоци за државата. Меѓутоа, холандскиот тип на аукција не ја искористува оваа предност, позната како потрошувачки вишок, кој ја претставува разликата помеѓу цената која учесникот на аукцијата е подготвен да ја плати и цената која реално ја плаќа.

Холандскиот тип на аукција остава простор за манипулирање од страна на поголемите учесници кои можат да аукцираат со многу високи цени знаејќи дека ќе платат униформна цена која е пониска од аукцираната, при што високиот износ со кој аукцираат може да истисне голем број на учесници. Исто така, униформната цена од една до друга аукција може значително да флукутира бидејќи ја претставува маргиналната, а не пондерираната цена.<sup>9</sup>

Во врска со изборот на тип на тендер при аукциска продажба на државни хартии од вредност во Република Македонија предноста е на страната на **американскиот тип на аукција**. Основната причина за ова се поголемите познавања на банките и нивните клиенти за овој тип на аукција во споредба со тендерот со униформна цена, како резултат на нивното учество на аукции на благајнички записи каде се применува американскиот тип на аукција. Исто така, во услови кога постојат тешкотии за предвидување на побарувачката за државни хартии од вредност, примената на холандскиот тип на аукција може да резултира во прифаќање на пониска униформна цена што значи поголеми трошоци за државата. Меѓутоа, ова не значи дека холандскиот тип на аукција не треба да се применува воопшто, туку дека неговото прифаќање

9) Според истражувањето на Bartolini и Cottarelli за примената на типот на аукции при продажба на државни записи во текот на 1994 година, од 42 земји кои спроведуваат аукциска продажба, во група од 77 опфатени земји, над 90% применуваат аукција со дискриминаторни цени.



би било поадекватно во подоцнежните фази на развој на пазарот по стабилизирање на побарувачката за државни хартии од вредност на одредено ниво, што ќе овозможи искористување на предностите од намалената неизвесност врз движењето на каматните стапки.

Имајќи ја предвид неизвесноста кај аукцискиот процес, издавачот може да дозволи поднесување на неконкурентни понуди, што подразбира купување на хартии од вредност по пондерирани (или униформна) цена од аукцијата. Ова им овозможува на малите учесници да купат државни хартии од вредност по прифатлива цена и намалување на ризикот од неуспех. Со цел зголемување на интересот за државни хартии од вредност кај инвеститорите кои преферираат ваков начин на утврдување на цените, препорачливо е постоење на можност за поднесување на **неконкурентни понуди** при организирање на аукциите на државни хартии од вредност. Притоа, вкупниот износ на прифатени неконкурентни понуди треба да биде ограничен со цел да овозможи утврдување на цените на аукциите врз основа на учество на доволен број на конкурентни понуди. Со оглед на фактот што прифаќањето на неконкурентни понуди го усложнува аукцискиот механизам, на почетокот ќе биде дозволено поднесување само на конкурентни понуди, со можност за нивно подоцнежено вклучување.

Со оглед на тоа што аукцискиот механизам по својата природа овозможува спекулативно однесување, потребно е изнаоѓање на механизам за заштита на државата од плаќање на нереално високи каматни стапки. Потенцијално решение е утврдување на максимална каматна стапка која ќе ја заштити државата од спекулативно однесување на поединечни инвеститори. Меѓутоа, имајќи го предвид главниот недостаток на утврдувањето на максимална каматна стапка кој се однесува на групирањето на каматните стапки на учесниците на аукцијата околу нејзиното ниво, потребно е изнаоѓање на поадекватен критериум за одбивање на понудите со нереално високи каматни стапки. Поради тоа, ќе се дефинира критериум за определување на горната граница на каматните стапки врз основа на поднесените понуди за секоја аукција посебно, при што учесниците на аукцијата ќе се запознаат со механизмот на функционирање на овој критериум.

Информирањето однапред за намерите на државата за издавање на хартии од вредност им овозможува на потенцијалните инвеститори полесно формулирање на инвестиционата стратегија за формирање на оптимално портфолио. Поради тоа, вообичаена пракса е објавување на **календар на аукции** за тековната година. Притоа, при утврдување на фреквентноста на аукциите фискалната политика треба да води сметка за поддржување на развојот на секундарниот пазар на државни хартии од вредност. Имено, честите аукции може да резултираат во мали износи на продадени државни хартии од вредност по поединечна аукција што негативно влијае на ликвидноста на секундарниот пазар. Типично, аукциите на државни записи се спроведуваат од еднаш неделно до еднаш месечно, додека аукциите на долгорочни државни хартии од вредност се спроведуваат на подолг интервал, од еднаш месечно до еднаш квартално.

Покрај објавувањето на распоредот на аукции, најчесто во рамки на годишниот календар се објавува и износот на хартии од вредност кој државата го нуди за продажба на секоја аукција. Имајќи ги предвид тешкотите околу утврдувањето на прецизните износи за секоја поединечна аукција, она што би можело да се направи на почетокот во Република Македонија е објаву-

вање на **шестмесечен календар на аукции** во кој ќе бидат утврдени **квартални износи** за продажба на државни хартии од вредност, при што прецизниот износ за секоја аукција ќе биде објавен неколку дена пред одржување на аукцијата. Истовремено, при утврдување на износот на хартии од вредност за секоја аукција треба да се води сметка да нема големи флукутации од една до друга аукција со цел да се обезбеди стабилност во понудата што е од особено значење за одржување на интересот на инвеститорите за државни хартии од вредност. Имено, управувањето со јавниот долг треба да биде насочено кон обезбедување на стабилност на понудата на државни хартии од вредност, а управувањето со ликвидноста на буџетот треба да биде насочено кон надминување на привремениот дебаланс во буџетот.

Транспарентноста во врска со спроведувањето на аукцискиот процес е значаен услов за стекнување и одржување на доверба во начинот на продажба на државните хартии од вредност. Поради тоа, правилата и условите на аукциите ќе бидат познати на јавноста. Исто така, ќе бидат објавувани информации поврзани со резултатите од аукцијата, вклучувајќи: минимална, максимална и пондерирана цена (каматна стапка), понуда, побарувачка, реализација и сл.

## **9. РАЗВОЈ НА СЕКУНДАРЕН ПАЗАР НА ДРЖАВНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ**

Развиените секундарни пазари на државни хартии од вредност се карактеризираат со висок степен на ликвидност каде пазарните учесници можат брзо да извршуваат трансакции со големи износи, со мало влијание на цените на хартиите од вредност. Ваквите секундарни пазари гарантираат ликвидност на инвестициите и утврдување на цените на секојдневна основа. Следствено, инвеститорите се заинтересирани за зголемување на портфолиото од државни хартии од вредност знаејќи дека можат лесно да ликвидираат дел од своето портфолио по прифатливи цени во кое било време. Притоа, зголемената побарувачка за државни хартии од вредност резултира во зголемување на нивната цена, и следствено намалување на трошоците за покривање на буџетскиот дефицит. Истовремено, развиените секундарни пазари на државни хартии од вредност ја зголемуваат ефикасноста на централната банка при спроведување на операции на отворен пазар и го подобруваат функционирањето на трансмисиониот механизам на монетарната политика.

Развојот на секундарниот пазар на државни хартии од вредност е условен од изградба на конкурентна пазарна инфраструктура. Државните хартии од вредност можат да бидат тргувани на различни начини, опфаќајќи берзи на хартии од вредност, пазар преку шалтер (over the counter market) и голем број на слични системи на тргување. Тргувањето се пренасочува од еден кон друг систем во чекор со развојот на финансиските пазари, промената на потребите на пазарните учесници и напредокот во информационата технологија.


Притоа, поддржувањето на конкурентна пазарна инфраструктура е значајно за намалување на разликата помеѓу продажната и куповната цена на хартиите од вредност што придонесува за зголемување на нивната ликвидност. Динамичната конкуренција помеѓу берзите и пазарот преку шалтер, односно одржувањето на конкурентни пазари, оневозможува експлоатирање на доминантната монополска или олигополска позиција.

Имајќи предвид дека пазарот на државни хартии од вредност во Република Македонија е во иницијален стадиум, напорите за негов развој ќе бидат сконцентрирани, пред сè, кон развој на примарниот пазар. Поради тоа, во почетниот период ќе биде неопходно почесто присуство на државата на примарниот пазар со цел стимулирање на побарувачката за државни хартии од вредност. По достигнување на таргетираните износи за продажба и стабилизирање на побарувачката за државни хартии од вредност, фискалната и монетарната власт треба да се насочат кон развој на секундарниот пазар на државни хартии од вредност.

Имајќи го предвид досегашното искуство во Република Македонија во однос на организирањето на тргувањето со хартии од вредност преку Македонската берза, во иднина е потребно создавање на услови за развој на конкурентна пазарна инфраструктура која ќе придонесе за намалување на трансакционите трошоци на пазарна основа. Во таа насока, во блиска иднина фискалната и монетарната политика ќе бидат насочени кон **развој на пазари преку шалтер** што на конкурентска основа ќе овозможи намалување на трансакционите трошоци, што е основен услов за развој на ликвиден секундарен пазар на државни хартии од вредност.

Значајно прашање при развојот на секундарен пазар на државни хартии од вредност, особено пазарот на краткорочни државни хартии од вредност, претставува временското порамнување на склучените трансакции. Имено, колку што е пократко времето од склучувањето на трансакциите до нивното порамнување, толку државните хартии од вредност се поликвидни. Најчесто, трансакциите со државни хартии од вредност склучени на берзата не се порамнуваат во текот на истиот ден. Ова е случај и во Република Македонија, бидејќи Централниот депозитар за хартии од вредност во моментот може да поддржи порамнување на склучените трансакции над T+1. Имајќи предвид дека најголемите инвеститори во државни хартии од вредност се очекува да бидат банките, на кои им е потребно порамнување на трансакциите во реално време, при поставување на пазарите преку шалтер основен акцент ќе биде ставен на креирање на систем кој ќе овозможи **порамнување на трансакциите во текот на истиот ден**.

Во почетната фаза на развој на секундарниот пазар на државни хартии од вредност, карактеристичен е мал број на склучени трансакции кои оневозможуваат правилно вреднување на хартиите од вредност. Поради тоа, охрабрувањето на одредена група на финансиски посредници за поддршка на секундарниот пазар може да помогне во неговиот развој и продлабочување на неговата ликвидност. **Поддржувачи на пазарот** (market makers) се финансиски посредници, најчесто примарни дилери, кои располагаат со доволен износ на државни хартии од вредност, вршат дневно објавување на ку-



повните и продажните цени на овие хартии од вредност и се подготвени за тргување по објавените цени. Нивната основна функција е обезбедување на ликвидност на секундарниот пазар на државни хартии од вредност, преку урамнотежување на понудата и побарувачката, инкорпорирање на расположливите информации во цените на хартиите од вредност и брзо извршување на трансакциите.

Поддржувачите на пазарот имаат одредени привилегии, но истовремено и обврски за промовирање на пазарот на државни хартии од вредност. Некои од можните обврски се следниве: активно учество на аукции на државни хартии од вредност, постојано објавување на куповните и продажните цени на хартиите од вредност, одржување на одредено процентуално учество во трансакциите на секундарниот пазар, одржување на одредена количина на хартии од вредност, известување на централната банка за сключените работи и сл. Истовремено, поддржувачите на пазарот имаат одредени привилегии: ексклузивно право за учество на вонредни аукции на државни хартии од вредност, кредитни линии од централната банка, ексклузивно право за учество на некои од монетарните операции на централната банка, даночни олеснувања и сл.

Познавајќи ја улогата на поддржувачите на пазарот во развојот на ликвидни пазари на државни хартии од вредност, фискалната и монетарната власт ќе настојуваат за нивно успешно промовирање со цел побрз развој на пазарот на државни хартии од вредност во Република Македонија. Притоа, воведувањето на поддржувачите на пазарот ќе биде направено по согледување на интересот за инвестирање и тргување на државни хартии од вредност од страна на финансиските посредници во Република Македонија. Нивното воведување најверојатно ќе биде направено паралелно со развојот на пазарите преку шалтер.

Засилување на развојот на пазарот на државни хартии од вредност, може да биде постигнато и преку воведување на **репо**. Репо трансакцијата претставува промптна продажба на хартии од вредност со обврска за нивен реоткуп на некој иден датум по однапред утврдена цена. Репо трансакциите овозможуваат надминување на привремениот недостиг од парични средства или хартии од вредност, поради што се широко распространети, како во случај на спроведување на монетарни интервенции од страна на централната банка, така и кај приватниот сектор. Со цел искористување на предностите кои ги нудат репо трансакциите во поддршка на развојот на пазарот на државни хартии од вредност, и воопшто развојот на финансиските пазари, Народната банка на Република Македонија во блиска иднина ќе се ангажира околу изготвување на **генерален репо договор** кој претставува основа за сключување на репо трансакции.

Покрај ова, охрабрувањето на развојот на поврзаните пазари, како што се фјучерси, опции, short selling и сл., може да помогне во развој на пазарот на државни хартии од вредност во Република Македонија.

## 10. КООРДИНАЦИЈА ПОМЕЃУ МОНЕТАРНАТА И ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА ВО РАЗВОЈ НА ПАЗАРОТ НА ДРЖАВНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

Координацијата помеѓу монетарната и фискалната политика произлегува од потребата за постигнување на меѓусебно конзистентни таргети со цел остварување на главните цели на економската политика (ценовна стабилност, одржлив економски раст, полна вработеност и сл.). Можноста за појава на конфликт при настојувањето за остварување на утврдените таргети на монетарната и фискалната политика, налага постоење на ефикасна координативна рамка со цел разрешување на можните разлики. Во спротивно, недостигот на координација помеѓу споменативе политики може да доведе до макроекономска нерамнотежа и да создаде поголема неизвесност за приватниот сектор, што крајно резултира во губење на нивниот кредибилитет.

Во пазарните економии, неопходната координација може да биде постигната на два начина:

1. Во услови на развиени финансиски пазари, преку дејствување на пазарните сили каде постои стриктна поделба на целите, функциите и инструментите на монетарната и фискалната политика. Притоа, монетарната политика се фокусира на остварување на ценовна стабилност преку спроведување на монетарни интервенции на длабоки и ликвидни финансиски пазари со пазарно ориентирани инструменти. Истовремено, развиените финансиски пазари и овозможуваат на фискалната политика задоволување на своите буџетски потреби преку издавање на хартии од вредност под услови кои преовладуваат на финансиските пазари.

2. Во услови на неразвиени финансиски пазари, преку поставување на заеднички цели и извршување на заеднички активности за нивно остварување. Притоа, во отсуство на длабоки и ликвидни секундарни пазари на хартии од вредност, монетарната политика во услови на вишок на ликвидност основната цел ја остварува со монетарни интервенции на примарен пазар. Овој пазар истовремено е поле на дејствување на фискалната политика каде таа ги задоволува своите буџетски потреби. Поради тоа, постигнувањето на висок степен на координација помеѓу монетарната и фискалната политика при дејствување на ист пазар е императив за остварување на заедничките цели.

Во вакви услови фискалната и монетарната политика можат да користат ист или различен инструмент за остварување на заедничките цели. Имено, во првиот случај Министерството за финансии издава државни хартии од вредност за покривање на буџетскиот дефицит, при што истовремено цен-

тралната банка ги користи овие хартии од вредност (државни записи) за постигнување на монетарни цели. Во вториот случај, Министерството за финансии издава државни хартии од вредност за покривање на буџетскиот дефицит, при што истовремено централната банка издава сопствени хартии од вредност за остварување на монетарни цели. Основната предност на првиот пристап, користење на државни хартии од вредност за остварување на фискални и монетарни цели, се однесува на поттикнување на развојот на пазарот на државни хартии од вредност и намалување на ризикот од сегментација на пазарите бидејќи се користи ист тип на хартии од вредност. Меѓутоа, за успешно користење на државните хартии од вредност за постигнување на различни цели потребно е остварување на висок степен на координација помеѓу монетарната и фискалната политика со цел одржување на оперативна независност на централната банка, што најчесто е потешко остварливо. Во тој контекст, иако користењето на сопствени хартии од вредност од страна на централната банка не ја исклучува потребата од координација помеѓу монетарната и фискалната политика, сепак придонесува за разграничување помеѓу монетарното регулирање и управувањето со јавен долг, што на централната банка и дава оперативна флексибилност при спроведување на монетарни интервенции.

Многу реткото присуство на државата на примарен пазар на хартии од вредност во изминатиов период придонесе за потиснување на потенцијалниот конфликт помеѓу монетарната и фискалната политика во Република Македонија. Имено, досега буџетскиот дефицит во најголем дел беше покриван со задолжување од надвор, што не предизвикуваше конфликт помеѓу фискалната и монетарната политика при спроведување на монетарни интервенции преку издавање на благајнички записи од страна на централната банка.

Со оглед на намерите на државата за издавање на краткорочни државни хартии од вредност кои имаат слични карактеристики со благајничките записи на Народната банка на Република Македонија, истовремената употреба на овие хартии од вредност може да доведе до непотребна конкуренција помеѓу нив и до сегментација на пазарите. Поради тоа, внимателното дизајнирање на инструментите и техниките за продажба може да придонесе кон минимизирање на пазарната сегментација. Во ваква ситуација, пожелно е **централната банка** да издава хартии од вредност со рок на достасаност најмногу **до 1 месец**, со што полесно ќе управува со нивото на ликвидност и каматните стапки во банкарскиот систем. Истовремено, **државните хартии од вредност** можат да бидат издадени со подолги рокови (**три месеци и подолго**) и износи соодветни на буџетските потреби. На овој начин, напорите на централната банка за постигнување на крајната цел на монетарната политика ќе бидат сконцентрирани на пазарите со многу кратки рокови, при што Министерството за финансии ќе може постепено да го продолжува рокот за финансирање на буџетскиот дефицит. Во понатамошните фази на развој на државните хартии од вредност ќе следи постепено намалување на улогата на благајничките записи и воведување на државните записи како инструмент за монетарни интервенции (Табела 1).

Табела 1. Фази во развојот на државните записи

I фаза	Примарен пазар	Секундарен пазар
ДЗ	Управување со јавен долг	
БЗ	Монетарно регулирање	

II фаза	Примарен пазар	Секундарен пазар
ДЗ	Управување со јавен долг	Монетарно регулирање
БЗ	Монетарно регулирање	Монетарно регулирање

III фаза	Примарен пазар	Секундарен пазар
ДЗ	Управување со јавен долг	Монетарно регулирање
БЗ		

ДЗ – Државни записи

БЗ – Благајнички записи

Во насока на поддржување на развојот на пазарот на државни хартии од вредност, централната банка во иднина ќе ги **намали честите монетарни интервенции на примарен пазар преку издавање на благајнички записи** со цел оставање на поголем простор за државните хартии од вредност. Истовремено, со цел фокусирање на напорите кон управување со ликвидноста и каматните стапки во банкарскиот систем, централната банка при спроведување на монетарните интервенции со благајнички записи ќе го **ограничи пристапот само на банките**, и ќе изврши пренасочување на правните и физичките лица кон пазарот на државни хартии од вредност со цел негов побрз развој. Со оглед на тоа што на почетокот се предвидува најголеми инвеститори во државни хартии од вредност да бидат банките, кои истовремено се доминантни сопственици на благајнички записи, се очекува да се намали ризикот од сегментирање на пазарите на овие хартии од вредност.

Во развиените пазарни економии, каматните стапки по кои државата издава хартии од вредност за финансирање на буџетскиот дефицит се пазарно утврдени под влијание на монетарните интервенции на централната банка со цел регулирање на ликвидноста во банкарскиот систем и испраќање на сигнали за нивото на каматните стапки. Од друга страна, во земјите со неразвиени финансиски пазари утврдувањето на каматните стапки е прашање кое најчесто предизвикува конфликт помеѓу фискалната и монетарната политика, чија цел е поважна: ниски трошоци за финансирање на буџетскиот дефицит или ценовна стабилност преку утврдување на каматните стапки на адекватно ниво, респективно.

Во услови кога висината на каматните стапки на благајнички записи на Народната банка на Република Македонија е посветена на одржување на стабилен девизен курс, чие движење ќе го следат каматните стапки на краткорочните државни хартии од вредност, постои опасност од појава на ваков конфликт помеѓу министерството за финансии и централната банка. Разрешувањето на потенцијалниот конфликт околу висината на каматните стапки треба да произлезе од поставување на заедничка цел за развој на пазарот на државни хартии од вредност, притоа почитувајќи го основното

правило за утврдување на каматните стапки на пазарна основа под влијание на монетарните интервенции на централната банка.

Освен за нивото на каматните стапки, координација помеѓу монетарната и фискалната политика ќе биде неопходна и при утврдување на износот за продажба на државни хартии од вредност, како и за времето на одржување на аукциите. Со цел за поуспешно остварување на потребната координација во овој сегмент, потребно е **навремено известување** на централната банка од страна на Министерството за финансии за **намерите (износот)** за издавање на државни хартии од вредност. Притоа, при определување на деновите на одржување на аукциите на државни хартии од вредност во годишниот план ќе се води сметка да **нема поклопување** со деновите кога централната банка спроведува монетарни интервенции со благајнички записи.

Како прашање на кое треба да му се посвети внимание од аспект на постигнување на потребната координација, е изборот на пазарни учесници на аукциите. Имено, кога станува збор за аукциите на државни хартии од вредност најчесто се опфатени различни финансиски посредници. Спротивно, централната банка при спроведување на монетарните интервенции примарно е насочена кон банките. Имајќи предвид дека во Република Македонија во моментов значењето на останатите финансиски посредници е минимално од аспект на нивната активност на финансиските пазари, на почетокот директни учесници на аукциите на државни хартии од вредност се предвидува да бидат **банките**, што ќе овозможи поставување на **единствен сет на учесници**. Имајќи предвид дека супервизијата на банките се врши од страна на Народната банка на Република Македонија, евентуалниот избор на примарни дилери во иднина би се вршел заеднички од страна на Министерството за финансии и Народната банка на Република Македонија. Истовремено, воведувањето и изборот на поддржувачи на пазарот на државни хартии од вредност ќе биде направено **заеднички** од двете институции.

Определбата Народната банка на Република Македонија да биде **агент на државата** во врска со емисија на државни хартии од вредност, исто така ќе придонесе за олеснување на координацијата помеѓу монетарната и фискалната политика. Првенствено, улогата на Народната банка на Република Македонија ќе се состои во организирање на аукции на државни хартии од вредност за што веќе постои изградена инфраструктура која се користи за спроведување на аукции на благајнички записи. Исто така, Народната банка на Република Македонија ќе прибира податоци за правните и физички лица кои купуваат државни хартии од вредност на примарен пазар преку банките и ќе ги доставува до Централниот депозитар на хартии од вредност каде се регистрира сопственоста на хартиите од вредност. Во врска со организирањето на аукцискиот процес, Народната банка на Република Македонија ќе подготви процедури и упатства за користење на апликацијата за спроведување на аукции од страна на директните учесници. Покрај организирање на аукции, Народната банка на Република Македонија ќе ги обезбедува потребните информации за селекција на примарни дилери и поддржувачи на пазарот, ќе учествува во дефинирање на критериумите за нивниот избор, ќе го следи исполнувањето на поставените критериуми и сл.



Во текот на изминатиов период, координацијата помеѓу монетарната и фискалната политика на оперативно ниво е значително подобрена како резултат на меѓусебното учество на претставниците на двете институции на состаноците кои се одржуваат во Министерството за финансии и Народната банка на Република Македонија со цел планирање на буџетските приходи и расходи, како и планирање на ликвидноста во банкарскиот систем, респективно. Со цел за понатамошно подобрување на координацијата помеѓу монетарната и фискалната политика, како на оперативно така и на стратешко ниво, пожелно е формирање на **Комитет за координација на управувањето со јавниот долг и монетарната и политика**. Притоа, централната банка во рамките на овој Комитет ќе има советодавна улога во однос на движењата на каматните стапки, девизниот курс, ликвидноста во банкарскиот систем, условите на финансиските пазари и сл., а Министерството за финансии ќе одлучува за износот и каматните стапки на хартиите од вредност кои треба да бидат издадени во согласност со препораките на централната банка и потребите на буџетот. Покрај ова, во рамките на овој Комитет ќе се дискутира и одлучува за активностите кои треба да бидат преземени со цел понатамошен развој на примарниот и секундарниот пазар на државни хартии од вредност.

## 11. АКЦИОНЕН ПЛАН

Активности	Обврска на:	Рок
<b>1. Усвојување на Стратегија за развој на пазарот на државни хартии од вредност</b>	Влада на РМ	Септември 2003
<b>2. Законска и институционална рамка</b>		
■ Приспособување на законите поврзани со издавање, регистрирање, тргување и порамнување на државни хартии од вредност	МФ	Декември 2003
■ Разграничување на одговорностите во врска со издавање, регистрирање, тргување, порамнување на државни хартии од вредност по институции (Министерство за финансии, Народна банка на Република Македонија, Централен депозитар за хартии од вредност, Македонска берза)	МФ	Септември 2003
■ Акт за издавање на државни хартии од вредност	МФ	Ноември 2003
■ Правила за издавање на државни хартии од вредност	МФ и НБРМ	Октомври 2003
■ Договор за агент за издавање на државни хартии од вредност	МФ и НБРМ	Октомври 2003
■ Договор за агент за регистрирање на државни хартии од вредност	МФ	Октомври 2003
■ Разграничување на одговорности по оддели и луѓе во МФ и НБРМ во врска со политики за издавање на ДХВ, анализа, планирање, мониторинг на секундарно тргување, сметководство, известување, внатрешна контрола и сл.	МФ и НБРМ	Декември 2003
– Закон за јавен долг	МФ	2004 година
<b>3. Состаноци</b>		
■ Централен депозитар на хартии од вредност, Македонска берза, Комисија за хартии од вредност, Пазар на пари и краткорочни хартии од вредност	МФ и НБРМ	Септември 2003
■ Банки	МФ и НБРМ	Септември 2003
■ Осигурителни компании, големи корпорации, Фонд за осигурување на депозити, Фонд за пензиско осигурување и Агенција за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување	МФ и НБРМ	Септември 2003
<b>4. Приспособување на апликации за аукции и софтверски систем за трезорско работење</b>		
■ Надграднување на апликација за аукции	НБРМ	Август 2003
■ Упатства за користење на апликација за аукции		
■ интерно (НБРМ и МФ)		
■ екстерно (банки)	НБРМ	Септември 2003
■ Тестирање на апликација за аукции	НБРМ	Септември 2003
■ Дополнување на софтверско решение за трезорско работење	МФ	Ноември 2003
■ Поврзување на МФ и НБРМ	МФ и НБРМ	Ноември 2003
<b>5. Изготвување на шестмесечен календар на аукции на државни хартии од вредност</b>		
■ Износи (квартални)		
■ Фреквентност на аукции	МФ	Ноември 2003
<b>6. Проценка на трошоци за 2004 година</b>		
■ камати		
■ промоција	МФ	Ноември 2003
■ трошоци за издавање и регистрирање		
■ останати трошоци.		
<b>7. Промотивна кампања</b>		
■ брошури, спотови, едукација на јавноста	МФ и НБРМ	Октомври 2003
<b>8. Промени кај аукции на благајнички записи</b>		
■ исклучување на клиенти		
■ намалување на фреквентност на аукции на благајнички записи	НБРМ	2003 година
<b>9. Формирање на Комитет за координација на управувањето со јавниот долг, монетарната и девизната политика</b>	МФ и НБРМ	Декември 2003
<b>10. Подготвување на Генерален Репо договор</b>	НБРМ	Декември 2003
<b>11. Воведување на ОТЦ</b>	МФ, НБРМ, КХВ	2004 година
<b>12. Воведување на поддржувачи на пазарот</b>	МФ и НБРМ	2004 година
<b>13. Издавање на државни хартии од вредност на подолги рокови</b>	МФ	2004 година