

Krešimir Dragić
Damir Lamza*

UDK 336.763.33 (497.5)
JEL CLASSIFICATION G28, C18
Prethodno priopćenje

DETERMINANTE DIZAJNIRANJA DOMAĆEGA TRŽIŠTA DRŽAVNIH VRIJEDNOSNICA**

Razvitak domaćega tržišta državnih obveznica važan je čimbenik koji utječe na razvitak financijskoga tržišta. Ta je problematika posebno važna za mlada tržišta i za tržišta u nastajanju. U tekstu su izdvojene determinante razvitka tržišta državnih obveznica koje su zajedničke tim tržištima, pa je svaka od njih pojedinačno analizirana. Tekst obuhvaća i problematiku u Republici Hrvatskoj koja je poslužila kao svojevrstan «poučak» iz kojeg se vide sva težina i odgovornost kreatora ekonomske politike sa stajališta političkog, ali i čistog ekonomskog poimanja stvarnosti. Iz ovoga poučka može se zaključiti da se u ukupnoj ekonomskoj problematici zanemaruje važan aspekt, a to je razvitak financijskoga tržišta. U procesu razvitka financijskoga tržišta prije deset godina nije prepoznata važnost novčanoga tržišta. Iz sadašnje perspektive kao da se ponavlja prošlost, samo su ovog puta državne obveznice zamijenile novčano tržište. Razvitak domaćega tržišta državnih obveznica ima itekako važnu ulogu u razvitku financijskoga tržišta koje je nelikvidno u usporedbi sa sličnim tržištima zemalja u okruženju, što je u ovome radu dokazano.

Ključne riječi: državne vrijednosnice, monetarna i fiskalna politika, strategija izdanja državnih obveznica, primarno tržište, primarni dileri, otvorene aukcije, sindicirana izdanja, koordinacija monetarne i fiskalne politike

* K. Dragić, mr. sc., u vrijeme pisanja članka analitičar u Direkciji istraživanja u Hrvatskoj narodnoj banci, sada je pomoćnik ministra u Ministarstvu financija. D. Lamza, mr. sc., u vrijeme pisanja članka predsjednik Raiffeisen dobrovoljnog mirovinskog fonda, sada je predsjednik Upravnog odbora TOZ. Članak primljen u uredništvo: 28. 5. 2003.

** svi izneseni stavovi osobni su stavovi autora i ne moraju bezuvjetno predstavljati stavove institucija u kojima su zaposleni

Uvodno

Razvitak financijskoga tržišta veoma je važan za razvitak nacionalne ekonomije i za gospodarski rast. Poznato je, a i mnoge studije (Holden, P. 2001) to dokazuju, da upravo razvijeno financijsko tržište pomaže generiranju bruto domaćeg proizvoda.

Državne vrijednosnice, a posebno domaće državne obveznice, igraju važnu ulogu u razvitku, kako razvijenih tako i financijskih tržišta u nastajanju. Prinosi na državne obveznice predstavljaju referentne stope (engl. benchmark) u određivanju cijena izdanja korporativnih obveznica, ali i drugih financijskih instrumenata na tržištu. Pojednostavnjeno, izdavatelji obveznica uobičajeno cijenu izračunavaju uračunavajući na prinos (cijenu) državne obveznice premiju rizika izdavatelja ili grane industrije kojoj izdavatelj pripada. Država ima najmanji rizik izdavatelja. Državna izdanja nisu osigurana bilo kakvom pokretninom ili nekretninom, već investitori na osnovi dostignutoga stupnja povjerenja i održavanja kredibiliteta ta izdanja vrednuju niskorizičnima. Za razliku od države, ostala privatna izdanja osigurana su dijelovima aktive (potraživanja, hipoteke i sl.). Iz toga se može vidjeti važnost razvijenosti tržišta državnim obveznicama za razvitak cjelokupnog financijskoga tržišta.

Osim što je razvijenost tržišta državnim vrijednosnicama važna sa stajališta financijskoga tržišta, to tržište ima veoma jak utjecaj na kreiranje monetarne politike. Uobičajeno je da se u monetarnim operacijama središnja banka kao podlogom¹ koristi visokokvalitetnim vrijednosnicama, a to su u najvećem broju slučajeva upravo državne vrijednosnice. Kupnjom državnih vrijednosnica na financijskome tržištu središnja banka povećava likvidnost i nastoji smanjiti kamatnu stopu, odnosno prodajom vrijednosnica povlači likvidnost s tržišta i povećava kamatnu stopu. Prodaje, kupnje ili privremene operacije s obvezom reotkupa («repo/revers» aranžmani) utječu i na kretanje krivulja prinosa državnih vrijednosnica. Naime, sudionici na tržištu prate kamatne stope po kojima središnja banka obavlja prodaju ili kupnju, pa se ovisno o tome mijenja i cijena i prinos obveznica na tržištu. Takve se mjere poput “valova” šire na druge sektore ekonomije i utječu na investicijski ciklus, odnosno na inflaciju i na kretanje gospodarstva.

Efikasnost mjera koje provodi središnja banka kupnjom ili prodajom vrijednosnica ovisi o likvidnosti i dubini financijskoga tržišta, tako da u slučaju nepostojanja

¹ U posljednjih nekoliko godina primjetno je da dolazi do izraženog smanjenja javnoga duga u razvijenim zemljama, pa se država manje zadužuje kroz izdanja vrijednosnica, što može smanjiti izbor prikladnih vrijednosnica za monetarne operacije. U tim slučajevima središnja banka monetarne operacije provodi i uz podlogu izdanja različitih lokalnih izdanja (municipalne obveznice) ili izdanja različitih federalnih agencija (SAD), ali i visokokvalitetnih obveznica korporativnog sektora (Schinasi J, 2001.).

nja likvidnoga tržišta državnih vrijednosnica mjere središnje banke nemaju šireg utjecaja, jer plitko financijsko tržište onemogućuje razvitak kamatnog mehanizma monetarne politike. Stoga je uobičajeno da se u okruženju plitkog financijskoga tržišta monetarna politika oslanja na krute (direktne) monetarne instrumente.

Kako razvijenost financijskoga tržišta ima značajan utjecaj na odabir monetarnih instrumenata, tako financijsko tržište djeluje i na fiskalni menadžment. Nedovoljno razvijeno financijsko tržište smanjuje atraktivnost državnih izdanja, a to povećava troškove financiranja javnoga duga kroz izdanja vrijednosnica na domaćem tržištu.

Razvitak tržišta državnih vrijednosnica sa širokim utjecajem na cjelokupnu nacionalnu ekonomiju ovisi o nizu čimbenika koji će biti razmotreni u ovome radu. Stoga je i cilj ovoga rada obraditi utjecaj razvitka tržišta državnih vrijednosnica na unapređenje monetarnog i fiskalnog menadžmenta i na jačanje financijskoga tržišta.

Tekst je strukturiran tako da se u *prvom dijelu* iznose glavni čimbenici koji određuju razvitak tržišta državnih obveznica, a u drugome dijelu iznijet će se osnovne smjernice koje bi potaknule razvitak hrvatskoga tržišta državnih vrijednosnica.

Fundamenti i razvitak tržišta državnih² vrijednosnica

Razvitak tržišta državnih vrijednosnica (obveznica) nije uvijek prijeko potreban u državnim financijama, jer u nekim ekonomijama ne postoji budžetski deficit, pa tako ni potreba za financiranjem izdavanjem državnih vrijednosnica. Sa druge strane, država može kreditnim linijama financirati javni dug bez izlaska na financijsko tržište. Isto tako, veličina ekonomije i plitkoća financijskoga tržišta mogu ograničivati i onemogućivati efikasnost izdanja državnih vrijednosnica. Ovisno o tim čimbenicima države mogu izdavati vrijednosnice da bi financirale javni dug povremenim izdanjima ili prodajom vrijednosnica malim investitorima. Uobičajeno, takva orijentacija u financiranju utječe na slabiji razvitak tržišta i korporativnih obveznica, pa i financijskoga tržišta, ali je u većini slučajeva strategija monetarne i fiskalne politike okrenuta prema razvitku tržišta državnih vrijednosnica.

Stvaranju tržišta državnih vrijednosnica valja pristupiti veoma pomnjivo, jer je razvitak toga tržišta dinamičan proces u kojem su iznimno važni (1) *stabilno makroekonomsko okruženje* i (2) *zdrav financijski sektor*. Upravo stabilnost omo-

² U okviru teksta pod pojmom državne vrijednosnice podrazumijevaju se u najvećoj mjeri obveznice, ali se u tu pojmovnu grupu ubrajaju i trezorski zapisi koji isto tako pripadaju državnome izdanju.

gućuje kreatorima ekonomske politike kredibilitet pred investitorima, jer se država pojavljuje kao izdavalac na tržištu. Osim ova dva čimbenika i ostvarenja visoke razine kredibiliteta fiskalnog i monetarnog menadžmenta, ostali ne manje važni elementi koji utječu na razvitak tržišta državnih vrijednosnica jesu: *pravni sustav, regulativa i razvijena infrastruktura financijskoga tržišta, efikasan sustav namire u trgovanju vrijednosnicama, liberalan i transparentan financijski sustav i kvalitetni intermedijari* koji se pojavljuju na tržištu. Ako ti uvjeti nisu ispunjeni ili su pokazatelji veoma slabi, tada domaći i strani investitori neće u većoj mjeri investirati u državne vrijednosnice, a to onemogućuje jači razvitak toga tržišta. Osobito je to primjetno u izdanjima srednjoročnih (eng. notes – obveznica s rokom dospijeca do pet godina) i dugoročnih izdanja obveznice, jer će investitori biti veoma oprezni u uvjetima očekivanja inflacije ili devalvacije domaće valute, odnosno u uvjetima opasnosti od neispalivanja potraživanja (eng. default risk) po kupljenim vrijednosnicama. U takvim situacijama investitori ulažu u trezorske zapise Ministarstva financija (MF) ili središnje banke. Zbog toga je važno da makroekonomsko okruženje karakteriziraju stabilna monetarna i fiskalna politika i stabilan tečaj domaće valute. Sljedećih nekoliko primjera ilustriraju navedene tvrdnje i ističu osnovne zakonitosti koje su važne u odabiru načina razvitka tržišta državnih vrijednosnica:

- a) Jednakost u tretmanu domaćih i stranih investitora. Nazočnost stranih investitora³ na domaćem tržištu mora poticajno djelovati na konkurentnost u trgovanju, što utječe na snižavanje cijena državnih vrijednosnica, odnosno na smanjivanje troškova financiranja javnoga duga.
- b) Problemi u oporezivanju i financiranju budžeta i visoka razina zaduženosti države odvraćaju investitore od ulaganja u državne vrijednosnice. To znači da nova izdanja državnih vrijednosnica poskupljuju, jer investitori uračunavaju rizik neispunjenja obveza. Inflacijska očekivanja⁴, zbog neostvarenih ciljeva monetarne ili fiskalne politike isto tako poskupljuju izdanja pa ulagatelji u cijenu obveznica ugrađuju premiju za zaštitu od rizika inflacije (eng. inflation risk premium). To smanjuje mogućnost izdavanja i formiranja dugoročnijih krivulja srednjoročnih i dugoročnih obveznica. Država u tom trenutku može kontrolirati samo kratak (početni) dio krivulje prinosa obveznica.

³ Nazočnost stranih investitora ponekad može djelovati negativno, a to se osobito odnosi na razdoblja s izraženim priljevom špekulacijskog kapitala koji može naglim ulaskom i izlaskom može "uzdrmati" financijsko tržište, pa i poremetiti makroekonomsku stabilnost (Eichengreen, B. 1999).

⁴ Trend je u svijetu da se državna izdanja indeksiraju. Obveznice kojih je vrijednost zaštićena od rizika inflacije poznate su u engleskom govornom području pod nazivom „Inflation Index Linked Bonds“. Izdavanje takvih obveznica na malim tržištima ograničeno je na upotrebu valutne klauzule (primjer RH), čime se povećava atraktivnost obveznica i eliminiraju se inflacijska očekivanja, ali se i poskupljuje izdanje. No, ni valutna indeksiranja ne mogu eliminirati negativnosti koje mogu proizvesti jaka inflatorna očekivanja.

- c) Koordinacija monetarne i fiskalne politike veoma je važna, jer državna izdanja mogu biti u koliziji sa ciljevima monetarne politike, a to smanjuje kredibilitet makroekonomskog menadžmenta i povećava trošak financiranja javnoga duga.
- d) Tečaj domaće valute i kapitalni račun u bilanci plaćanja snažno utječu na razvitak tržišta državnih vrijednosnica, posebno u procesu privlačenja stranih investitora na domaće tržište. Ti investitori, kao što je spomenuto, imaju dominantnu ulogu osobito na plitkim financijskim tržištima. Cilj je privući strane investitore liberalnijim zakonodavnim okvirima. Prilikom ulaganja strani investitori procjenjuju prinose, uspoređujući ih s kretanjima kamatnih stopa na međunarodnom tržištu i s očekivanjima o kretanju vrijednosti domaće valute. Nestabilna monetarna ili fiskalna politika može povećati volatilnost tečaja domaće valute i nepredvidiva kretanja kamatnih stopa što odvrća strane investitore od ulaganja u državne vrijednosnice i poskupljuje cijenu izdanja.
- e) Nekonzistentnost i nekredibilitet monetarne i fiskalne politike uz plitko financijsko tržište i fluktuacije tečaja domaće valute mogu obeshrabiliti investitore od značajnijeg ulaganja u domaće obveznice. Općenito je stajalište da je tržište i investitore potrebno "odgajati" da bi se stvorila stalna i čvrsta osnovica koja će činiti potražnju za tim vrijednosnicama (Fabozzi, Frank and Dessa, 1997).
- f) Banke i institucionalni investitori okosnica su ustroja financijskoga tržišta. Dominacija banaka izraženija je u nastajućim ekonomijama. U takvim je sustavima bankovni sektor okosnica financijskoga sustava, jer u tim ekonomijama nisu dovoljno razvijeni ostali oblici posredovanja (investicijski fondovi, novčani fondovi, mirovinski fondovi, financijski supermarketi ..) koji konkuriraju klasičnim bankovnim proizvodima. S toga su stajališta od velike važnosti čvrstina i pouzdanost bankovne industrije. U situaciji "krhke" bankovne industrije svaki manji poremećaj može "domino" efektom uzdrmati financijsko tržište, pa samim time smanjiti zanimanje za ulaganja u državne vrijednosnice.
- g) Kvaliteta i jačanje ostalih intermedijara iznimno su važni. Ti investitori povećavaju likvidnost tržišta državnih vrijednosnica, jer posjeduju velike viškove novčanih sredstava raspoloživih za investiranje, čime povećavaju potražnju za državnim vrijednosnicama. U institucionalne investitore ubrajaju se osiguravajući i mirovinski fondovi kao najjači institucionalni investitori i novčani fondovi koji zbog politike "konzervativnog" ulaganja i disperzije rizika ulažu u niskorizične vrijednosnice⁵.

⁵ Institucionalni investitori poput mirovinskih ili osiguravajućih fondova imaju velike portfelje vrijednosnica u vlasništvu. Zbog zakonskih odredbi o sigurnosti uloga članova ti fondovi teže visokoj

h) Liberalizacija financijskog sustava kojom se skidaju restrikcije u plaćanjima i ulaganjima iz inozemstva i u inozemstvo, kako domaćih, tako i stranih investitora. Time se domaćim institucijama omogućuje disperzija rizika, jer će moći ulagati u vrijednosnice i na međunarodnome tržištu. Sa druge strane, inozemni investitori svojim specijalističkim znanjem (eng. know how) podižu razinu konkurencije koja dalje pozitivno utječe na razvitak tržišta državnih vrijednosnica, ali i cjelokupnog financijskoga tržišta. Prije odluka o provedbi liberalizacije potrebno je ostvariti i zadovoljavajući stupanj nadzora i regulacije tržišta. Liberalizacija se uobičajeno provodi u nekoliko koraka, jer nagla liberalizacija može izazvati duboke poremećaje u nacionalnoj ekonomiji. No, i uz sporiju liberalizaciju države se suočavaju s problemima od kojih je većina vezana uz veće fluktuacije tečaja i uz nestabilnosti uzrokovane restrukturiranjem gospodarstva. Ponekad se kaže da je ta faza dobra za privredu i svojevrsno je "čistilište" u kojem dolazi do korekcije fundamenata ekonomije.

Navedeni primjeri predstavljaju osnovne čimbenike razvitka tržišta državnih vrijednosnica:

1. zakonodavni okvir,
2. koordinacija monetarne i fiskalne politike,
3. razvitak novčanoga tržišta i uloga monetarnog menadžmenta,
4. prepoznavanje baze investitora na ovome tržištu,
5. dizajniranje i efikasnost primarnog tržišta,
6. strategija i strukturiranje izdanja državnih vrijednosnica.

U razvijenim sustavima ti su uvjeti uglavnom ispunjeni, ali je uvijek moguće da se, i pored dobro osmišljenih smjernica kretanja na tržištu državnih vrijednosnica, provedbeni procesi ne odvijaju jednostavno. Važno je istaknuti da moguća negativna kretanja i turbulencije uzrokovane unutarnjim ili vanjskim (međunarodnim) čimbenicima ne djeluju toliko "destruktivno" na razvijena tržišta, već je to slučaj kada se radi o nastajućim tržištima (eng. emerging markets).

Nabrojani su čimbenici prioritet koji određuje smjer i dinamiku razvitak tržišta domaćih vrijednosnica.

Smjernice u razvitku izdavanja domaćih državnih vrijednosnica na "mladim" tržištima

disperziji rizika. A zato što državne vrijednosnice imaju najniži rizik izdavatelja, te institucije upravo ulažu upravo u državne vrijednosnice da bi održale za njih prihvatljiv odnos prinosa portfolia i preuzetog rizika.

Zakonodavni okvir

U okviru izdvojenih glavnih čimbenika *zakonodavni (regulativni) okvir* prvi je korak koji se mora poduzeti u stvaranju toga tržišta. Zakonodavnim se okvirom regulira osnovna infrastruktura financijskoga tržišta. Regulative moraju utvrditi ustrojstvo financijskoga tržišta u kojem je jasno određen pojam formalnoga tržišta kapitala (burza) ili neformalnoga (OTC - eng. over the counter market) i novčanoga tržišta.

Kvalitetnim zakonodavnim okvirom štite se prava investitora čime je olakšano trgovanje i razvoj financijskog tržišta. U slučaju da ne postoji adekvatna regulativa povećava se nesigurnost ulaganja, a samim time i investitori nerado trguju na financijskom tržištu.

U regulativnom okviru važno je kako je zakonski određena Komisija za vrijednosne papire, i to kao glavna institucija koja nadzire regularnost trgovanja. Uloga Komisije seže u izdavanja i odobravanja kotiranja pojedinih vrsti vrijednosnica na financijskome tržištu. Ista institucija određuje načine izdavanja "prospektusa" vrijednosnica, čime se štite interesi ulagača na financijskome tržištu. Uloga te institucije inkorporirana je i u Zakon kojim se regulira izdavanje vrijednosnica (Zakon o izdanju i prometu vrijednosnim papirima - ZIVP). Taj Zakon svakom investitoru određuje pravila o načinima izdavanja i o uvjetima koje mora zadovoljiti da bi pojedina vrijednosnica mogla kotirati na tržištu. Time se štite i interesi investitora koji sukladno s uvjetima iz ZIVP trguju na transparentan način, a istovremeno su zaštićeni od mogućih pokušaja malverzacija "sumnjivih" izdavatelja. U trgovanju je važan način namire (eng. settlement) obveza i prijenosa vlasništva vrijednosnica kod kupnje ili bilo koje druge transakcije (primjer Ugovora o reotkupu – jednostavni REPO). Za skrb nad vrijednosnicama uobičajeno je odgovorna depozitna agencija ili druga institucija koja zadovoljava zakonom propisane uvjete. Uobičajeno, na "mladim" tržištima postoji jedna institucija koja obavlja ove usluge, jer ta vrsta poslovanja zahtijeva visoku sofisticiranost, uz zarade koje nisu poticajne drugim financijskim institucijama za obavljanje tih poslova. U zakonodavnom okviru važno je ostvariti *neovisnost središnje banke*, čime se osiguravaju stabilnost i konzistentnost monetarne politike uz eliminiranje mogućih političkih ili utjecaja drugih interesnih sfera.

Koordinacija monetarne i fiskalne politike

U prvom dijelu rada spomenuta je koordinacija monetarne i fiskalne politike kao jedan od najvažnijih čimbenika koji određuju makroekonomsku stabilnost. Važno je da monetarni i fiskalni menadžment ne budu u koliziji. To znači da prokla-

mirani ciljevi moraju biti ostvareni uz što manja odstupanja i uz što manje "trzavica" glede održivosti fiskalnog deficita, novih zaduživanja i ostvarenja stabilnosti cijena ili tečaja koji su u domeni središnje banke (konzistentnost i kredibilitet). Kvalitetnom koordinacijom središnja banka i Ministarstvo financija ostvaruju kredibilitet kod investitora, čime stječu mogućnost lakšeg izdavanja vrijednosnica na tržištu, a time i aktivnije trgovanje državnim vrijednosnicama.

Rezultat je koordinacije ostvarena stabilnost osnova ekonomije, kao što su: održive stope rasta BDP, razina zaduženja, mala stopa inflacije, fluktuacija tečaja, indeks potrošačkih cijena i razina kamatnih stopa koja potiče investicije, odnosno smanjuje inflatorne pritiske koji mogu nastati ako dođe do negativnih utjecaja na ispunjenje ciljeva monetarnog ili fiskalnog menadžmenta. Ako ne postoji kvalitetna koordinacija, ispunjenje je ciljeva upitno, a time i povjerenje investitora u nova izdanja i (ne)kredibilitet monetarne, odnosno fiskalne politike.

Novčano tržište i uloga monetarne politike u razvitku tržišta državnih vrijednosnica

Novčano tržište važan je segment u razvitku tržišta državnih vrijednosnih papira. Preko novčanog tržišta banke i druge financijske institucije održavaju i pokrivaju kratkoročne potrebe za likvidnim sredstvima, i to različitim oblicima trgovanja. U samim začecima novčanoga tržišta važan je razvitak segmenta međubankarskog tržišta (eng. interbank market) na kojem banke trguju depozitima i zadovoljavaju tekuću likvidnost. Osim banaka, i druga poduzeća koja imaju potrebu za likvidnim sredstvima različitim izdanjima kratkoročnih vrijednosnica prikupljaju sredstva (komercijalni zapisi, certifikati o depozitu ili različite vrste REPO transakcija). Kratkoročne potrebe za likvidnim sredstvima uobičajeno su povezane uz zauzimanje različitih pozicija investitora (vidi opširnije Lovrinović, I. 1997.) Primjer je za to pozicija u kojoj investitor ima vrijednosnice u portfelju, ali mu u kratkom vremenskom intervalu nedostaju likvidna sredstva kojima bi podmirio svoje obveze (eng. bridge loan). U tome trenutku isti investitor može izdati komercijalni zapis ili certifikat o depozitu (banka), odnosno može uz pomoć vrijednosnice u svojem vlasništvu ući u REPO aranžman⁶. Osim toga, na novčanom

⁶ REPO (Repurchase agreement) je financijski instrument u kojem investitor s nedostatkom likvidnih sredstava polaže svoje vrijednosnice kao kolateral da bi dobio likvidna sredstva od novčano suficitarne osobe (kupaca vrijednosnica) i obvezuje se po unaprijed određenim uvjetima i cijeni iz ugovora iste vrijednosnice iskupiti u trenutku dospjeća ugovora vrijednosnice od kupca. Za to vrijeme kupac vrijednosnice plasira višak novčanih sredstava, ali ujedno za vrijeme trajanja REPO može vrijednosnicama iz kolaterala trgovati na financijskome tržištu čime ostvaruje zaradu na višku novčanih sredstava koju ne bi ostvario da je novac držao na računu.

tržištu uz spomenute vrijednosnice kotiraju i kratkoročne vrijednosnice u izdanju MF ili središnje banke. Prinosi koje nose te vrijednosnice određuju referentnu stopu na ostala kratkoročna izdanja i promjena prinosa može utjecati na kretanje kamatnih stopa na druga privatna izdanja.

Zbog toga razloga operacije monetarne politike usmjereno djeluju preko novčanog tržišta koje je zapravo, "poluga" provođenja monetarne politike. Središnja banka kupnjom ili prodajom trezorskih zapisa utječe na likvidnost, a time i na kamatnu stopu. Promjena kamatnih stopa dalje djeluje na pozicije investitora koji svojim aktivnostima utječu na povećavanje, odnosno smanjivanje kamatnih stopa. Uz to, odlika je naprednih monetarnih operacija da središnja banka na tržištu i određivanjem kamatnih stopa utječe na različite vidove kredita koji stoje na raspolaganju bankama, odnosno REPO intervencije središnje banke. Primjerice, ako središnja banka poveća REPO stopu, znači da će se banke refinancirati uz veće troškove, što će dovesti do poskupljenja depozita kojima se trguje na novčanome tržištu. U suprotnome dolazi do smanjenja kamatnih stopa i do povećanja likvidnosti.

To su karakteristike indirektnih instrumenata monetarne politike u kojima središnja banka preko transmisijskog mehanizma i financijskoga tržišta utječe na razinu kamatnih stopa i ispunjava ciljeve, kao što su stabilnost cijena, inflacija ili razina tečaja. Uglavnom na mladim tržištima središnja se banka koristi krutim monetarnim instrumentima (obvezna rezerva) uz pomoć kojih u veoma kratkom roku efikasno povlači ili "upumpava" svježa novčana sredstva, čime utječe i na likvidnost, odnosno na kreditnu ekspanziju ili restrikciju (vidi opširnije Perišin, I., Šokman A., Lovrinović, I., 2001). Razlog odabira direktnih monetarnih instrumenata posljedica je nerazvijenosti transmisijskog mehanizma⁷ zbog plitkog financijskog tržišta s malim prometom vrijednosnica i institucija koje se pojavljuju kao aktivni sudionici. Na plitkom financijskom tržištu promjene kamatnih stopa središnje banke neće snažno djelovati na kretanje cijena vrijednosnica, već će te mjere služiti više kao signal o namjerama središnje banke, ali nedovoljno jak da pokrene tržište.

Drugim riječima, ako ne postoji razvijeno novčano tržište bit će otežan i razvikanje tržišta obveznica državnog i privatnog izdanja. Zbog toga razloga potrebno je u procesu izgradnje financijskoga tržišta prepoznati važnost novčanoga tržišta kao determinante koja podržava likvidnost dugoročnim dužničkim vrijednosnicama (eng. Fixed Income Securities).

⁷ Transmisijski kanal monetarne politike ne mora snažno djelovati i na razvijenim financijskim tržištima. Primjerice, središnja banka može izazvati nelikvidnost, ali takve mjere ne moraju dovesti do kreditne kontrakcije, jer banke mogu na tržištu izdavanjem certifikata o depozitu prikupljati dostatna sredstva. To ovisi o strukturi financijskoga tržišta i o načinima financiranja korporativnog sektora. Primjerice, u EU je većina financiranja oslonjena na bankovne proizvode za razliku od SAD. No, unutar EU Francuska i Velika Britanija odudaraju od prosjeka, pa su više orijentirane prema anglosaksonskom modelu financiranja. Na to ukazuju istraživanja koja pokazuju da su banke u tim zemljama, nakon povećanja restriktivnosti monetarne politike, ipak održale dotadašnju razinu plasmana. (vidi Ciccarelly, M., Rebucci, A., 2002.)

Osnovica investitora na tržištu državnih vrijednosnica

Struktura investitora na financijskome tržištu u dužem roku utječe na aktivnost trgovanja, a posebno na strani potražnje za vrijednosnicama. Kao što je napomenuto, važno je odrediti grupu ulagatelja koji će podići likvidnost tržišta (institucionalni investitori). Mlada tržišta uobičajeno karakterizira izražena dominacija banaka i vrlo mali udio drugih nebankarskih institucija. Jačanje procesa disintermedijacije (u kojem nebankarske institucije na financijskome tržištu uzimaju dio tržišta bankama) valja poticati, jer dovodi do snižavanja cijena kapitala, a time i potiče investicije. Najjači poticaj dolazi od regulative koja mora olakšati osnivanje i poslovanje tih institucija, ali uz zadovoljavajući stupanj nadzora nad tim institucijama. Na većini mladih tržišta postoji potreba za provođenjem reforme mirovinskoga sustava i upravo reformom toga sustava novi mirovinski fondovi ulaze na tržište s golemim viškovima novčanih sredstava koja se usmjeravaju u trgovanje niskorizičnim vrijednosnicama. Ulazak mirovinskih fondova svojevrsan je začetak produbljivanja financijskoga tržišta. Usporedno s povećanjem atraktivnosti ulaganja na tome tržištu razvijaju se i ostale financijske institucije koje će potaknuti aktivnije trgovanje državnim vrijednosnicama.

Zbog toga je važno prepoznati i odrediti potencijal tih institucija da bi se izdanja mogla pravilno dizajnirati (dospijeca i prinosi), odnosno da bi se mogle prepoznati potrebe tih investitora prema njihovoj kvaliteti i stupnju razvijenosti tržišta. To znači da država kao izdavatelj u samom začetku razvitka tržišta državnih vrijednosnica mora prilagoditi svoja izdanja potrebama institucionalnih investitora. Ti investitori (i banke) ključni su čimbenici koji će u dužem roku odrediti trgovanje državnim vrijednosnicama.

Uz te dvije vrste investitora država mora dobro procijeniti potencijal korporativnog sektora koji također može biti važan sa stajališta izdavanja vrijednosnica, ali i sa stajališta ulagatelja. Uz korporativni sektor u kasnijoj fazi razvitka tržišta državnih vrijednosnica izdanja se moraju prilagoditi i malim investitorima (eng. retail investors).

Dizajniranje i organizacija primarnog tržišta državnih vrijednosnica

Uz dosad nabrojane čimbenike važno je istaknuti i važnost pravilnog dizajniranja i organizacijske strukture primarnoga tržišta koje određuje likvidnost i dinamiku razvitka sekundarnoga tržišta državnih vrijednosnica. Razvitak primarnoga tržišta iznimno je važan, jer efikasno primarno tržište smanjuje troškove izdanja i zadovoljava potrebe investitora ispunjenjem emisije izdanja pojedine vrijednosnice kojom

se financira javni dug (eng. public debt issues). Jedna od osnovnih zakonitosti u financiranju države, ali i drugih izdavatelja vrijednosnica jest maksimizacija prihoda po izdanju (vidi opširnije Missale A., 1999). To znači da država želi uz što manje kamate izdati nove vrijednosnice, jer se sukladno s time povećava neto novčani priljev (eng. cash flow) po izdanju vrijednosnica. Uspješnost u ostvarivanju tih ciljeva ovisi o dizajnu primarnoga tržišta, odnosno o organizaciji izdanja. Postoje tri osnovne vrste izdanja:

- a) otvorene aukcije,
- b) sindicirana izdanja i
- c) sustav primarnih dilera.

Otvorene aukcije

Aukcija je sustav u kojem se sudionici natječu za kupnju pojedine robe, u našem slučaju vrijednosnica (vidi opširnije Feldman, A. R., 1993). Kotiranjem kupovnih cijena formira se krajnja prodajna cijena pojedine vrijednosnice i ovisno o strategiji kotiranja neke ponude bivaju odbijene. Kroz aukcijsko trgovanje povećava se konkurentnost između sudionika, što u većini slučajeva smanjuje cijenu, odnosno troškove izdavatelja. U tom slučaju široki krug investitora može bez brokerskih provizija kupiti vrijednosnicu, ali budući da veći investitori imaju mnogo više informacija od pojedinačnih investitora, oni ipak ne mogu ostvariti neke velike premije i odudarati od prosječnih cijena⁸.

U sustavu otvorenih aukcija ne postoji ograničenje sudjelovanja. To znači da se na strani kupca mogu pojavljivati financijske i nefinancijske institucije i pojedinci. Na "mladim" tržištima uobičajeno je da banke imaju glavnu ulogu u kotiranju na primarnome tržištu državnih izdanja, a druge nebankarske institucije nisu toliko snažne. S toga su stajališta otvorene aukcije opravdane, jer povećavaju konkurentnost. No, potrebno je voditi računa da nakon primarnog izdanja slijedi trgovanje na sekundarnome tržištu. Obično sudionici na tako formiranom sustavu aukcija nemaju obvezu kotiranja na sekundarnome tržištu, pa vrijednosnice u većem broju slučajeva drže do dospelosti (eng. hold until maturity). Time likvidnost i trgovanje na sekundarnome tržištu ovisi o preferencijama investitora koji mogu, ali ne moraju bezuvjetno dalje kotirati cijene vrijednosnica na sekundarnome tržištu. Sustav

⁸ Većina "otvorenih" aukcija prilagođena je malim investitorima koji tzv. nekonkurentskim ponudama (eng. non-competitive bids) ostvaruju kupnju po prosječnoj cijeni ostvarenoj na aukciji. Time se smanjuje rizik da pojedinac bude odbijen na aukciji. Osim pojedinaca i institucije mogu kotirati svoje ponude na isti način i tako time smanjiti razinu rizika uspješnosti sudjelovanja na aukciji.

otvorenih aukcija mnogo je primjereniji razvijenim tržištima na kojima postoji konkurentnost, kako bankarskih, tako nebankarskih institucija koje aktivno trguju na sekundarnome tržištu. Otvaranjem aukcija širem krugu investitora ostvaruju se bolji učinci nego da su aukcije ekskluzivno pravo manjeg broja investitora, ali se ne osigurava intenzivniji razvitak sekundarnoga tržišta.

U sustavu aukcija mogu se prepoznati tri osnovna tipa aukcija: (1) multipla, (2) uniformna i (3) hibridna aukcija (primjer španjolske aukcije).

(1) *Multipla aukcija* (eng. discriminatory price auction) aukcija je na kojoj sudionici kotiraju ponude po diskontnoj cijeni prema pojedinim rokovima dospijeća. Nakon primljenih ponuda središnja banka ili MF odlučuju do koje će razine diskontnih cijena (prinosa) prihvatiti ponude. Prema određenoj – izvršnoj cijeni (eng. cut off price - CPc) prihvaćaju se sve ponude iznad ove razine, a ostale se odbijaju. Sve prihvaćene ponude iznad CPc uplaćuju se po kotiranoj diskontnoj cijeni. Cijene i prinosi na toj vrsti aukcije u najvećoj mjeri preslikavaju realna tržišna kretanja, a cijena koju postižu investitori odražava i efikasnost i umješnost aukcioniranja pojedinog investitora. Dan namire uobičajeno je dva dana nakon aukcije, ali to ovisi prije svega o dogovorenim uvjetima, pa namira može biti istoga dana po objavljenim rezultatima (što je sadašnja praksa u aukcijama blagajničkih zapisa HNB).

(2) *Uniformna aukcija* sljedeća je vrsta aukcija, a primjenjuje se na financijskim tržištima. Na toj aukciji izdavatelj (središnja banka ili MF) određuje CPc. Za razliku od multiple aukcije sve ponude iznad CPc se ostvaruju po ovoj jedinstvenoj cijeni bez obzira na visinu diskontne cijene, a sve ponude niže od CPc odbijaju se. Kod te vrste aukcije ponuđači koji su bili viši od CPc ‘nagrađuju’ se, pa u slučajevima kada postoji velika diferencija između CPc i inicijalnih ponuda pojedini investitori ostvaruju dodatnu zaradu, osim prvotne koju su planirali prema svojoj kotaciji. Uobičajeno je da investitori i prije održavanja aukcije unaprijed prodaju vrijednosnice (eng. when issued market) i ako su planirali manje prinose, ostvaruju dodatnu zaradu ako je njihova kotacija viša od CPc. No, potrebno je napomenuti da su razlike između pojedinih kotacija veoma malene, jer investitori uglavnom slično procjenjuju očekivanja izdavatelja.

(3) *Španjolska aukcija*⁹ hibrid je multiple i uniformne aukcije. Kod te aukcije izdavatelj određuje iznos emisije vrijednosnica i CPc kao i kod multiple i uniformne aukcije. Sve ponude kojih je diskontna cijena manja od CPc obračunavaju se po CPc a ponude više od CPc obračunavaju se prema inicijalnim ponudama. Španjolska je vrsta aukcije jedinstvena, a istraživanja su pokazala da izdavatelj primjenom te aukcije ostvaruje veće prihode nego što je to slučaj kod uniformne i multiple aukcije (vidi više: Brandts, 2001.).

⁹ Ovu hibridnu aukciju provodi Bank of Spain prilikom prodaje državnih obveznica i nota, a po zemlji porijekla ta je aukcija dobila naziv španjolska aukcija (Abbkin, A, Brandts J., 2001.).

U primjeru 1 koji je prikazan u tekstu mogu se vidjeti proces i način kotiranja i rezultati koji se ostvaruju prema pojedinoj vrsti aukcija. U primjeru je prikazano izdanje kratkoročnih vrijednosnica od 35 dana uz planirano izdanje od 500 novčanih jedinica. Sudionici svoje ponude kotiraju po diskontnoj cijeni, izračun koje je prikazan u samom primjeru aukcija. Na svim je aukcijama odabrano osam sudionika koji su kotirali identične ponude i diskontne cijene za svaku od aukcija. Ponude su poredane po visini diskontne cijene. Veća diskontna cijena nosi manji prinos investitoru, a izdavatelju viša diskontna cijena daje veći prihod. Na aukcijama je ukupan iznos ponuda veći od planirane emisije i zbog toga izdavatelj mora odrediti izvršnu cijenu (eng. cut off price) do koje se prihvaćaju ponude. Ispod izvršne cijene ponude se ne prihvaćaju. Kolona prihvaćene ponude jest diskontirani iznos nominalne ponuđene od pojedinog sudionika, što predstavlja čisti novčani tok.

Primjer 1: Prikaz aukcija (multipla, uniformna, španjolska)

Elementi izdanja					Formule za izračun:				
Dospjeće vrijednosnica dani	35				a) Diskontna cijena	$P=100/(1+m^*Y/36500)$			
Planirana emisija	500				b) Prinos	$Y=(36500*(N-P))/P*m$			
					Objašnjenje skraćena P - diskontna cijena;				
					m - dospjeće vrijednosnice; N - nominala (100);				
					Y - prinos vrijednosnice;				
Multipla aukcija					Uniformna aukcija				
Institucija	Ponuda	Prinos	Diskontna cijena	Prihvać. Ponude*	Institucija	Ponuda	Prinos	Diskontna cijena	Prihvać. Ponude*
A	200	6,5	99,381	198,76	A	200	6,5	99,381	198,61
B	100	6,6	99,371	99,37	B	100	6,6	99,371	99,31
C	100	6,9	99,343	99,34	C	100	6,9	99,343	99,31
D	50	7,2	99,314	49,66	D	50	7,2	99,314	49,65
E	50	7,3	99,305	49,65	E	50	7,3	99,305	49,65
F	100	7,5			F	100	7,5	99,286	
G	100	7,7			G	100	7,7	99,267	
H	100	7,9			H	100	7,9	99,248	
Ukupno	800			496,785	Ukupno	800			496,525
Izvršna cijene (cut of price): do 99,305					Izvršna cijene (cut of price): 99,305				
* diskontirani iznos prihvaćenih ponuda - prihod izdavatelja									
Španjolska aukcija					Usporedba rezultata aukcija				
Institucija	Ponuda	Prinos	Diskontna cijena	Prihvać. Ponude*	Aukcija	Prinos	Prihod		
A	200	6,5	99,381	198,761	Multipla	6,75	496,785		
B	100	6,6	99,371	99,371	Uniformna	7,30	496,525		
C	100	6,9	99,343	99,362	Španjolska	6,60	496,856		
D	50	7,2	99,314	49,681					
E	50	7,3	99,305	49,681					
F	100	7,5		99,286					
G	100	7,7		99,267					
H	100	7,9		99,248					
Ukupno	800			496,856					
Izvršna cijene (cut of price): 99,362									

Kod multiple aukcije CPc je diskontna cijena 99,305 (ili prinos 7,3%) do koje je ispunjen planirani iznos izdanja vrijednosnica. Sve ponude koje imaju veću diskontnu cijenu prihvaćaju se po njihovim inicijalnim kotacijama. Ukupan prihod koji ostvaruje izdavatelj jest 496,785 novčanih jedinica.

Na primjeru uniformne aukcije izdavatelj određuje istu CP kao i kod multiple aukcije, jer ponude do te cijene zadovoljavaju planirani iznos izdanja vrijednosnica. Sve ponude više od te cijene obračunavaju (diskontiraju) se po određenoj izvršnoj cijeni. Ukupna vrijednost diskontiranih ponuda iznosi 496,525 novčanih jedinica.

U primjeru španjolske aukcije izdavatelj se odlučuje na CPc od 99,362, što odgovara ponderiranoj kamatnoj stopi (6,7%) ponuda kojima se ostvaruje planirana emisija od 500 novčanih jedinica. Ponude koje imaju veći prinos od CPc obračunavaju se po jedinstvenoj izvršnoj cijeni. Ponude više od CPc obračunavaju se po inicijalnim kotacijama sudionika aukcije. Na taj način zbroj diskontiranih ponuda iznosi 496,856 novčanih jedinica.

Usporedbom tih triju vrsta aukcija zamjećuje se da izdavatelj kod španjolske aukcije ostvaruje najveći prihod, a to znači i manju razinu ponderirane kamatne stope (6,6). Multipla aukcija ima nešto manji prihod uz veću ponderiranu kamatnu stopu (6,75%), a uniformnom se aukcijom ostvaruje najmanji prihod uz najveću ponderiranu kamatnu stopu od 7,3%.

Iz toga se može zaključiti da je španjolska aukcija sa stajališta izdavatelja najpovoljnija, jer taj sustav aukcija ostvaruje najveći prihod uz manju ponderiranu kamatnu stopu. Budući da se korištenjem španjolske vrste aukcije ostvaruju najveći prihodi izdanja, ona je najbolja sa stajališta izdavatelja. Osim laboratorijskih (empirijskih) dokaza iskustvo Španjolske (koja se prilikom izdanja obveznica koristi upravo tom vrstom aukcije) dokazuje da je ta aukcija veoma korisna za izdavatelja.

Sindicirano izdanje

Kod ove vrste izdanja vrijednosnica sindikat odabranih institucija potpisuje planiranu emisiju i obvezuje se cijelu emisiju otkupiti po unaprijed određenoj cijeni i troškovima potpisivanja (eng. underwriter fee). Cijena se uobičajeno određuje prema usporedivoj referentnoj krivulji prinosa (eng. yield curve) na tržištu. Sindikat otkupljuje cjelokupnu emisiju vrijednosnica i snosi cjelokupan rizik otkupa i kasnije prodaje tih vrijednosnica na sekundarnome tržištu. Drugim riječima, izdavatelj smanjuje rizik plasmata, a zauzvrat plaća, uvjetno rečeno, premiju sindikatu koji

preuzima cjelokupan rizik. Takva su izdanja znatno skuplja od izdanja koja se provode po sustavu aukcija, i to zbog provizije sindikatu. Nakon otkupa vrijednosnica, sindikat iste vrijednosnice plasira na tržištu drugim investitorima. Pritom, sindikat može dalje povećavati cijenu vrijednosnice da bi dodatno zaradio. Sa stajališta daljeg trgovanja na sekundarnome tržištu članovi sindikata ne moraju dalje trgovati otkupljenim vrijednosnicama i time održavati likvidnost tržišta.

Zbog istaknutih pogodnosti koje izdavatelju jamče siguran plasman vrijednosnica država na plitkom financijskome tržištu može preferirati takav model, jer time osigurava planiranu emisiju kojom financira javni dug.

Sustav sa primarnim dilerima

Za razliku od dosad spomenuta dva sustava, organizacija tržišta sa *primarnim dilerima (PD)* osigurava visoku likvidnost primarnoga tržišta, uz istodobne poticaje aktivnom trgovanju na sekundarnome tržištu. Likvidnost se ostvaruje tako da primarni dileri djeluju kao održavatelji tržišta, i to stalnim kotiranjem prodajne i kupovne cijene, po kojima su spremni trgovati. Investitor će u svakom trenutku moći prodati ili kupiti od primarnoga dilera željenu državnu vrijednosnicu.

Primarni dileri specijalizirane su grupe visokokvalificiranih financijskih institucija koje se pojavljuju kao posebni intermedijari (posrednici) između države kao izdavatelja i tržišta na drugoj strani.

Osim obveza kao što su stalno sudjelovanje na aukcijama, održavanje likvidnosti tržišta, stalno kotiranje kupnje i prodajne cijene, PD imaju i niz povlastica kao što su lakši pristup tržištu, ostvarivanje povoljnih cijena na primarnome tržištu, što im ostavlja dovoljno prostora za moguću zaradu na razlikama u cijeni vrijednosnica kojima trguju na sekundarnome tržištu.

Uspješno funkcioniranje toga sustava zahtijeva ispunjenje niza uvjeta, od kojih je važna orijentiranost provođenja monetarne politike intervencijama na otvorenome tržištu, razvijenost novčanoga tržišta i stabilna monetarna i ekonomska politika. PD ne mora biti isključivo financijska institucija poput brokera ili dilera, već to može biti i banka ili druga financijska institucija koja je aktivna na financijskome tržištu. Među zemljama postoje razlike o definiciji PD, pa tako, primjerice, u SAD, PD-i moraju ostvariti pravo na 'licencu' koja se stalno kontrolira. Način organizacije sustava PD ovisi o načinima financiranja javnoga duga, ali i o odabiru glavnih monetarnih instrumenata. Sustav PD može biti veoma koristan u procesu tranzicije financiranja javnoga duga kroz veću orijentaciju na tržište uz stalnu nazočnost države ili središnje banke na sekundarnome tržištu. Takav pristup smanjuje troškove novih emisija javnoga duga na financijskome tržištu.

Prednosti sustava PD mogu se promatrati u tri segmenta. Prvi je činjenica da PD na primarnome tržištu osiguravaju maksimalnu participaciju svih sudionika na aukcijama državnih vrijednosnica, pa MF kao izdavatelj može ostvariti najpovoljnije cijene, ali i stalno otvorenu mogućnost izdavanja novih vrijednosnica. Taj sustav *poboljšava likvidnost tržišta državnih vrijednosnica* sustavom stalnog trgovanja PD na sekundarnome tržištu. PD, kao što je spomenuto, u svakom trenutku moraju kotirati cijene po kojima su spremni kupovati i prodavati vrijednosnice, a to privlači investitore koji mogu veoma brzo mijenjati svoje pozicije na financijskome tržištu, što ovo tržište čini veoma privlačnim. Središnja bi banka teoretski mogla obavljati tu funkciju na sekundarnome tržištu, ali središnja banka ipak ne poznaje tržište tako kako ga poznaju financijske institucije. Na kraju, to nije ni 'misija' središnje banke na financijskome tržištu. Ako bi središnja banka bila održavatelj tržišta, vjerojatno ne bi mogla pravedno ocjenjivati signale financijskoga tržišta, jer bi objedinjivala funkciju tržišnog lidera, ali i monetarnu 'vlast', a to je nespojivo.

Sustav PD osigurava i *veću razinu konkurentnosti*, zato što odabrane institucije sustavom natjecanja na aukcijama, ali i na sekundarnome tržištu, ne bi smjele stvarati izraženi oligopol. Isto je tako potrebno spomenuti i mogućnost da strane financijske institucije sudjeluju na tome tržištu. Te institucije donose 'svježi' kapital, što je važno i sa stajališta monetarne politike. Pojedine zemlje zakonskim mjerama ograničuju stranim institucijama pravo ulaza u sustav PD.

Prije uvođenja sustava PD potrebno je razmotriti niz čimbenika koji će određivati efikasnost ovog sofisticiranog mehanizma. Glavni je rizik izražena situacija oligopola, gdje mala grupa može ostvariti pravo sudjelovanja u sustavu PD i kotiranjem ponuda otežava trgovanje tim vrijednosnicama. U slučaju postojanja oligopola velika je vjerojatnost da će cijene postignute na aukcijama biti protiv izdavatelja (zbog dogovornog sporazuma oligopolnih sudionika) koji u tom slučaju plaća veću cijenu (kamate) na izdanje. Isto tako ekstremno male cijene¹⁰ utječu i na stranu potražnje na financijskome tržištu (engl. *depressing demand*), gdje investitore razina prinosa može odvratiti od ulaganja. Opasnost oligopolnog ponašanja PD uzrokuje veoma ozbiljne probleme i nije je uvijek jednostavno riješiti. U većini zemalja MF ili zasebna agencija za upravljanje javnim dugom stalnim praćenjem rezultata postignutih na primarnom tržištu nadziru ponašanje tržišta i pojedinih PD na sekundarnome tržištu. Na taj način oni unaprijed uočavaju nedostatke i 'sumnjive' transakcije. Ali, i pored svih nedostataka sustava PD, prednosti još uvijek nadvladavaju nedostatke toga sustava, što je i potvrđeno u praksi.

U takvim situacijama u središte pozornosti dolazi kvaliteta nadzora i kontrole trgovanja koju uobičajeno provodi središnja banka, ali i Komisija za vrijednosne

¹⁰ To su iznimni slučajevi, ali se ipak može potencirati njihovo postojanje i valja ih uzeti kao opasnost. Prinosi u većini slučajeva ne idu protiv tržišta, osim kada je to izravna intencija središnje banke, odnosno MF;

papire. To znači da nadzorna institucija stalnim praćenjem aktivnosti i tržišne pozicije primarnih dilera mora uočiti moguće opasnosti stvaranja oligopola. Iz toga proizlazi potreba (koja je ujedno i preduvjet) kvalitetnog nadzora ako se odluči uvesti primarne dilere (Dragić, K., 2002). Uobičajeno je da se primarnim dilerima postavljaju obveze poput određivanja najveće razlike između kupovne i prodajne cijene i standardiziranja najmanjega iznosa kojim primarni dileri moraju trgovati na sekundarnome tržištu.

Dakle, koristi sustava primarnih dilera očite su, ali je prije prijelaza na taj sustav važno razviti kvalitetan sustav koji će moći pratiti kretanje tržišta i spriječiti “stiskanje” na sekundarnome tržištu, što je glavna opasnost za “mlada” tržišta u nastajanju. Postigne li se na mladim financijskim tržištima zadovoljavajuća razina regulative i nadzora toga sustava, ono može dati veoma jak poticaj razvitku sekundarnoga tržišta državnih vrijednosnica, ali i šireg financijskoga tržišta.

Prihvatljivost modela organiziranja primarnog tržišta državnih vrijednosnica

Sa stajališta “mladih” financijskih tržišta i državnih izdanja važno je povećati atraktivnost kupnje državnih vrijednosnica koja bi rezultirala aktivnijim trgovanjem, odnosno povećanjem likvidnosti ovoga tržišta. Te zahtjeve u velikome dijelu ispunjava sustav s primarnim dilerima, jer se takvom organizacijom održava likvidnost, kako primarnoga, tako i sekundarnoga tržišta državnih vrijednosnica. No, unatoč istaknutim nedostacima toga modela, važno je ispuniti preduvjete za stvaranje efikasne infrastrukture tržišta (zakonska regulativa i načini trgovanja) i za ostvarenja kredibiliteta monetarnog i fiskalnog menadžmenta (vidi opširnije IMF-WB: Developing Government Bond Market, Handbook 2001.).

Strategija i strukturiranje izdanja državnih vrijednosnica

Strategija i strukturiranje izdanja državnih vrijednosnica uključuje pojedine karakteristike (specifičnosti izdanja) državnih vrijednosnica, poput dospijeća izdanja, vrste, prinosa izdanja i programa izdanja u kalendarskoj godini. Izdanja moraju biti prilagođena tržištu, a to znači da država kao izdavatelj mora “slušati” tržište. U suprotnome, izdanja neće prihvatiti investitori i njima će se slabije trgovati, a to će utjecati na sporiji razvitak kako primarnoga, tako i sekundarnoga tržišta.

Ove dileme i zahtjevi posebno su izraženi na tržištima koja razvijaju trgovanje državnim vrijednosnicama. Odabir pogrešne strategije strukturiranja duga državnim trezorskim zapisima može negativno djelovati na financiranje javnoga duga.

Ključna pretpostavka koja se pritom nameće jest steći povjerenje investitora u izdanja i u dinamiku izdanja u tijeku godine. To znači da MF prilikom strukturiranja izdanja kontaktira najjače investitore na tržištu i konzultacijama s njima ocjenjuje položaj u kojem se nalazi financijsko tržište i procjenjuje koji je rok najprikladniji i najatraktivniji za investitore u određenom vremenskom horizontu. Takvim konzultacijama država osluškuje bilo investitora na tržištu, prema njima strukturira izdanja i tako povećava njihovu uspješnost.

Drugi je važan čimbenik uspješnosti izdavanja državnih vrijednosnica to da država na transparentan način obavijesti investicijsku javnost (eng. disclose to investors) o svojim planiranim akcijama vezanima uz nova izdanja i o drugim operacijama vezanima uz upravljanje javnim dugom. Uobičajeno je da se na početku godine investitorima na financijskome tržištu objave *alendar izdanja* i približni datumi novih izdanja, odnosno rokovi u kojima se namjeravaju izdati državne vrijednosnice. Isto je tako veoma važno da država redovito objavljuje planirane operacije i program prijevremenog iskupa vrijednosnica (eng. redemption plan). Time se značajno povećavaju transparentnost i ažurnost države u upravljanju javnim dugom, a sve to zajedno povećava povjerenje i kredibilitet kod investitora. U samim začetima razvijanja tržišta državnih vrijednosnica to je osobito važno, jer investitori ulaze na tržište sa mnogo manje bojazni, nego ako država ne objavljuje spomenute informacije. Tada i u slučaju kriznih razdoblja na financijskome tržištu investitori ne "bježe" toliko iz državnih obveznica, jer je država stekla njihovo povjerenje.

Zapravo, u ovom su segmentu sadržani svi dosad izdvojeni čimbenici razvitka tržišta državnih vrijednosnica, tako da su oni prijeko potreban preduvjet za razvitak toga tržišta. Čak se može reći da su strategija i strukturiranje izdanja oblik finog podešavanja (eng. fine tuning) u oblikovanju i nadogradnji tržišta državnih vrijednosnica. Kvalitetno upravljanje javnim dugom uz pomoć izdanja državnih vrijednosnica prioritet je koji je neizbježan u procesu stvaranja tržišta državnih vrijednosnica, ali i u kasnijoj fazi kada to tržište postane mnogo "življe" i likvidnije.

Razvitak tržišta državnih vrijednosnica u Hrvatskoj

Dosad izneseni osnovni elementi stvaranja tržišta državnih vrijednosnica mogu biti veoma korisni pri analiziranju sadašnjega trenutka razvitka toga tržišta u Hrvatskoj.

Gledajući sadašnji trenutak razvitka financijskoga tržišta u Hrvatskoj, lako se može zaključiti da je hrvatsko financijsko tržište plitko i da ga obilježava trgovanje tek s nekoliko kvalitetnih (eng. blue chip) dionica i da je tek u tijeku godine 2001. započelo prvo značajnije trgovanje obveznicama RH. Pošto su Zagrebačku banku preuzeli strani vlasnici, još je više smanjena ionako oskudna ponuda kvalitetnih dionica na Zagrebačkoj burzi, pa su investitori uz već osiromašenu ponudu na financijskome tržištu počeli izražavati sve veće zanimanje za trgovanje državnim obveznicama.

Takva su kretanja, koja su za posljedicu imala smanjenje ponude kvalitetnih dionica (unatoč pojavi JDD kotacije), uvjetovala promjenu zanimanja ulagača - od dionica na tržište duga. Poseban poticaj tržištu dužničkih vrijednosnih papira dali su država i mirovinski fondovi. Država je svojim izdanjima povećala ponudu državnih obveznica, a mirovinski su fondovi kao institucionalni ulagatelji dodatno povećali zanimanje za kupnju tih vrijednosnica, što je sve zajedno povećalo likvidnost toga tržišta.

Sadašnje stanje

U posljednjih deset godina Hrvatska je prolazila kroz različite faze razvitka, od toga je velikim dijelom do godine 1995. stanje uvjetovano ratnim zbivanjima. Nakon toga turbulentnoga razdoblja ušlo se u niz reformi i restrukturiranja koji su sezali u područja regulacije pravnog sustava, privatizacije i raznoraznih rješenja u području fiskalne sfere i koja su morala rezultirati smanjenjem udjela države u BDP i manjim budžetskim deficitom¹¹. U isto je vrijeme monetarna politika uz dobro odmjerene mjere i monetarnim operacijama održavala stabilnost domaće valute i ostalih monetarnih agregata, a sve sa svrhom stvoriti povoljno okruženje koje bi pogodovalo gospodarskome rastu i oporavku privrede. No, razdoblje od godine 2000. do 2003. obilježava veoma visok rast vanjskoga i javnoga duga, što povećava eksternu ranjivost zemlje i utječe na unutarnju neravnotežu. Uz to, banke nisu u dovoljnoj mjeri financirale sektor poduzeća, što je imalo za posljedicu slab razvitak hrvatskoga gospodarstva i dalje smanjenje međunarodne konkurentnosti domaće privrede.

To je veoma neobično uzme li se u obzir da su nakon nekoliko bankarskih kriza sa svršetka devedesetih godina prošloga stoljeća banke sanirane na račun

¹¹ Sa druge strane, od takvih se proklamiranih ciljeva očito odustaje, jer je država prepoznala javne radove kao glavni akcelerator investicijskog ciklusa. S toga stajališta upitno je kako će se ti projekti financirati, a u konačnici će se povećati zaduženje konsolidirane države, što dovodi u proturječnost proklamirane ciljeve daljeg smanjenja udjela javnog sektora u BDP.

poreznih obveznika. Po uspješnoj je sanaciji više od 90% bankarskoga sustava završilo u vlasništvu stranaca, čime je zavidno podignuta sigurnost bankarske industrije¹². Može se reći da je bankarski sustav konsolidiran i da je u odnosu na prijašnja razdoblja bitno ojačao. Banke su dosad bile okosnica razvitka financijskoga tržišta, jer se sve do godine 2000. na tržištu nisu pojavile financijske institucije poput novčanih ili kapitalnih investicijskih fondova. Od godine 2000. te institucije polako zauzimaju udio na financijskome tržištu, a jačanjem osiguravajućih društava i ulaskom mirovinskih fondova na tržište povećavaju se čvrstoća i likvidnost financijskoga tržišta.

No, i pored ohrabrujućih signala, glavna je karakteristika hrvatskoga tržišta njegova slabija razvijenost, koja u biti ne zaostaje značajno u odnosu na napredne tranzicijske zemlje koje su od svibnja godine 2004. postale članicama EU. Jedino moguće rješenje koje će sigurno potaknuti razvitak financijskoga tržišta jest usvajanje glavnih smjernica razvitka tržišta državnih obveznica.

Zakonodavni okvir

Sa stajališta zakonodavnog okvira može se konstatirati da su usvojeni svi glavni zakonski okviri koji reguliraju financijsko tržište - od organiziranoga tržišta do neformalnoga tržišta, uz veoma dobru pokrivenost u sustavu namire i prebijanja potraživanja jednako kao i uspostava Komisije za vrijednosne papire.

No, u cjelokupnom instrumentariju nedostaje kvalitetan ZIVP (Zakon o izdanju vrijednosnih papira) koji je još uvijek u fazi usaglašavanja i usvajanja u Saboru. Donošenjem toga Zakona značajno bi bile povećane sigurnost i transparentnost pri trgovanju, odnosno prilikom izdavanja pojedine vrijednosnice. Važno je istaknuti da je usvojena i platforma liberalizacije domaćega tržišta koja se provodi dogovorno i u sekvencama, a sa glavnim strateškim ciljem približati se i ući u eurointegracije, što je dugoročan cilj gospodarske politike.

Uz sve to, potrebno je u okviru promatrane regulative istaknuti da u funkcioniranju pravne države - od zaštite vjerovnika, do efikasnosti sudstva, postoji raskorak u formalnom dijelu i u dijelu implementacije proklamiranih mjera. To znači da u okviru privrede ne postoji dovoljna razina zaštite vjerovnika i izražena je sporost u donošenju odluka, pa to odvraća investitore, kako u realnoj, tako i u financijskoj

¹² To je mišljenje većine analitičara, ali ipak kao iznimku valja istaknuti slučaj Riječke banke. Ipak, kriza u toj banci nije kontaminirala ostali bankovni sustav. Osim toga, potrebno je istaknuti i činjenicu da bez političke akcije i kriznog menadžmenta izvan banke, kriza u toj banci ne bi bila brzo prevladana. Na bankovne krize nisu imune ni mnogo razvijenije zemlje, što znači da se i u budućnosti mogu dogoditi takvi, ali nadajmo se, izolirani slučajevi.

sferi. Rezultat je toga slabije trgovanje, ali i nerazvijenost hipotekarnoga tržišta. Naime, banke ne mogu prodati svoje potraživanje na osnovi založene hipoteke. Time se povećava rizik koji izaziva poskupljenje kredita, pa čak i svojevrsno prekolateraliziranje kredita. U slučaju postojanja razvijenog hipotekarnog tržišta banke bi u veoma kratkome roku mogle na osnovi potraživanja po hipotekama iste utržiti, a u naprednim slučajevima napraviti i svojevrsne skupove potraživanja (eng. pools), koje bi potom sekuritizirale kroz druge dužničke vrijednosnice (eng. asset backed securities).

(Ne)razvijenost financijskoga tržišta - obveznice

Trgovanje na financijskome tržištu locirano je na Zagrebačkoj i Varaždinskoj burzi. Na burzi se najviše trgovalo s nekoliko kvalitetnih dionica Zagrebačke banke i Plive koje su imale najveći ponder u izračunu burzovnog indeksa (Crobex) Zagrebačke burze sve dok talijanska bankarska grupacija Unicredito nije provela potpuno preuzimanje Zagrebačke banke. Obveznicama se sve do godine 2002. nije previše trgovalo, a većina trgovanja odvijala se mimo organiziranoga tržišta direktnim trgovanjem. Razlog su za to veliki troškovi¹³ posredovanja brokera i provizija burzi koji su uvjetovali direktno trgovanje između investitora. Zbog toga ne postoje dovoljno transparentni podaci o realiziranoj trgovini u tome razdoblju. Tek je s potpunim obuhvatom vrijednosnica države u sustavu Središnje depozitarne agencije (SDA) moguće na veoma transparentan način pratiti razvitak tržišta duga na financijskome tržištu.

Veća aktivnost na tržištu kapitala zabilježena je u tijeku godine 2002., da bi se u 2003. dodatno intenziviralo trgovanje vlasničkim vrijednosnicama i dugom. Sve su to ohrabrujući pokazatelji daljeg razvitka financijskoga tržišta u Republici Hrvatskoj.

Stanje na tržištu kapitala - 2003.

Prošlu (2003.) godinu na tržištu kapitala obilježilo je nekoliko događaja. Prvo, Republika Hrvatska izdala je u svibnju na domaćem tržištu prvu državnu obveznicu nominiranu u domaćoj valuti, koja je uvrštena na Zagrebačku burzu. Pojavom te državne obveznice produžena je kunska krivulja prinosa do roka

¹³ Zbog uočenih negativnosti Zagrebačka je burza (godine 2002.) smanjila provizije za velike transakcije (iznad 10,0 mil kuna), čime se željelo ohrabriti trgovanje preko organiziranog tržišta.

dospijeća od 5 godina i postavljena je osnovica za vrednovanje budućih izdanja korporativnih obveznica, pa je već u lipnju uslijedilo prvo izdanje korporativnih obveznica nominiranih u kunama. Drugo, prema Zakonu o tržištu vrijednosnih papira iz srpnja godine 2002., javna su dionička društva bila obvezna do srpnja 2003. uvrstiti svoje dionice u kotaciju za javna dionička društva burze ili uređenog javnog tržišta (JDD). U smislu toga Zakona, javnim dioničkim društvima smatraju se dionička društva koja ispunjavaju jedan od sljedećih kriterija: (1) izdaju dionice javnom ponudom ili (2) imaju više od 100 dioničara, a njihov je temeljni kapital najmanje 30 milijuna kuna. U siječnju godine 2003. Komisija za vrijednosne papire Republike Hrvatske odobrila je pravila Zagrebačke burze za uvrštenje dionica u burzovnu kotaciju za javna dionička društva – JDD, čime su se i formalno stekli uvjeti za početak procesa prijave i uvrštenja dionica u tu kotaciju dionica svih javnih dioničkih društava. Do svršetka godine 2003., na Zagrebačku su burzu uvrštene dionice 114, a na Varaždinsku burzu dionice 123 javna dionička društva. Posljedica uvrštenja javnih dioničkih društava na hrvatske burze bio je značajan porast tržišne kapitalizacije i na Zagrebačkoj i na Varaždinskoj burzi, a pozitivan se utjecaj osjetio i na ukupnome prometu dionicama.

Obujam trgovanja na Zagrebačkoj burzi u 2003. bio je dvostruko veći nego u godini 2002.. Iako je promet rastao u svim segmentima trgovanja, najveći je doprinos porastu ukupnoga prometa dao promet obveznicama.

Tablica 1: Usporedba pokazatelja tržišta kapitala

Ožujak 2004.	Bratislava	Budimpešta	Ljubljana	Prag	Varšava	Zagreb
Prosječni dnevni promet, dionice (mil. USD)	1,4	66,1	4,4	78,3	123,7	1,2
Prosječni dnevni promet, obveznice (mil. USD)	11,0	6,1	2,3	133,8	4,2	10,6
Promet*/BDP***, godišnja razina (%)	1,6	27,7	5,6	31,1	18,1	1,5
Promet**/BDP***, godišnja razina (%)	12,8	2,5	2,9	53,1	0,6	13,0
Brzina prometa ****	11,3	91,9	15,6	74,0	83,0	5,1
Tržišna kapitalizacija* (mil. USD), kraj mjeseca	3.370	19.856	7.895	29.200	41.132	6.469
Tržišna kapitalizacija** (mil. USD), kraj mjeseca	10.267	30.331	4.715	20.211	n.a.	2.855
Tržišna kapitalizacija*/BDP***, kraj mjeseca (%)	14,2	30,2	35,9	42,0	21,8	28,8
Tržišna kapitalizacija**/BDP***, kraj mjeseca (%)	43,4	46,1	21,4	29,1	n.a.	17,9
Kretanje indeksa dionica od početka godine (%)	2,4	20,3	11,3	25,0	14,6	-1,1
Kretanje indeksa dionica od početka mjeseca (%)	2,1	3,0	6,2	6,4	2,4	-1,4

* dionice; ** obveznice; *** 2002.

**** anualizirani mjesečni promet dionicama*100/tržišna kapitalizacija dionica

Izvor: Izvješća s BSSE, BSE, PSE, LJSE, WSE, Zagrebačke burze i FIBV Statistics (www.fibv.org)

Tržište duga

Na domaćem tržištu dužničkih vrijednosnih papira na svršetku godine 2003. kotiralo je 10 izdanja obveznica: 6 državnih i 4 korporativne. U prosincu 2003. dospjela je jedna od dviju obveznica Državne agencije za osiguranje štednih uloga

i sanaciju banaka, izdanih u prosincu 2000. da bi se isplatile sve obveze prema štedišama po osnovi osigurane štednje u bankama koje su bile prisiljene napustiti tržište u tijeku godina 1998. i 1999. (druga dospijeva u prosincu godine 2005.).

U siječnju godine 2003. na Zagrebačku je burzu uvrštena i treća, posljednja tranša obveznica Republike Hrvatske s dospijećem 2012. (tzv. mirovinskih obveznica) u iznosu od 200 milijuna EUR. Ministarstvo financija Republike Hrvatske u svibnju je izdalo i prvu državnu obveznicu nominiranu u domaćoj valuti. Vrijednost izdanja bila je 1 milijarda kuna, s kuponskom kamatnom stopom od 6,125 i dospijećem godine 2008. Standard & Poor's, agencija za procjenu kreditnog rejtinga, hrvatskoj je kunsnoj državnoj obveznici dodijelila rejting BBB+. U lipnju je u prvu kotaciju Zagrebačke burze uvrštena i prva korporativna kunska obveznica, u iznosu od 150 milijuna kuna, njezina je kuponska kamatna stopa 6,5 a rok dospijeća 5 godina. Od svršetka veljače 2003. na Zagrebačku je burzu uvršteno prvo strano izdanje korporativnih obveznica - Bina Istra, koje su u prosincu 2002. izdane na Luksemburškoj burzi.

Promet obveznicama u godini 2003. dosegnuo je 10,76 milijardi kuna, što je 2,3 puta više nego u godini 2002. Zbog relativno malih vrijednosti izdanja, korporativne obveznice nisu osobito likvidne, pa je promet tim obveznicama u godini 2003. iznosio 269,1 milijuna kuna, odnosno 2,5% ukupnoga prometa obveznicama na Zagrebačkoj burzi. Kao i u prethodnoj godini, i u 2003. najlikvidnija je bila obveznica Republike Hrvatske s dospijećem godine 2012., kojom je ostvareno 40% ukupnoga prometa (4,33 milijarde kuna). Visok promet ostvaren je i u trgovanju obveznicama Republike Hrvatske koje dospijevaju 2008. (1,33 milijarde kuna) i godine 2004. (1,32 milijarde kuna) i obveznicom Hrvatskog zavoda za zdravstveno osiguranje koja dospijeva u godini 2004. (1,31 milijarda kuna). Kunskom obveznicom

Tablica 2: Izdanja obveznica na domaćem tržištu

Simbol	Izdavatelj	Datum izdavanja	Dospijeće	Valuta	Nominalna vrijednost izdanja	Nominalna kamatna stopa	Zadnja cijena*	Tekući prinos 30.04.2004.
DAB-O-05CA	Državna agencija za osiguranje štednih uloga	19.12.2000.	19.12.2005.	EUR	225.000.000	8,375%	105,70	7,923%
HZZO-O-047A	Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje	19.07.2000.	19.07.2004.	EUR	222.000.000	8,500%	101,20	8,399%
RHMF-O-049A	Republika Hrvatska	20.09.2001.	20.09.2004.	EUR	200.000.000	6,500%	100,40	6,474%
RHMF-O-08CA	Republika Hrvatska	14.12.2001.	14.12.2008.	EUR	200.000.000	6,875%	109,70	6,267%
RHMF-O-125A	Republika Hrvatska	23.05.2002.	23.05.2012.	EUR	500.000.000	6,875%	110,55	6,219%
RHMF-O-085A	Republika Hrvatska	28.05.2003	28.05.2008.	HRK	1.000.000.000	6,125%	99,00	6,187%
RHMF-O-142A	Republika Hrvatska	10.02.2004.	10.02.2014.	EUR	350.000.000	5,500%	99,60	5,522%
HBOR-O-112A	Hrvatska banka za obnovu i razvoj	11.02.2004.	11.02.2011.	EUR	300.000.000	4,875%	-	-
BLSC-O-051A	Belišće d.d.	17.01.2002.	17.01.2005.	EUR	17.000.000	7,375%	102,50	7,195%
PLAG-O-048A	Plava laguna d.d.	25.02.2002.	25.08.2004.	EUR	12.000.000	6,750%	100,75	6,700%
HYBA-O-086A	Hypo-Alpe-Adria Bank	06.06.2003.	06.06.2008.	HRK	150.000.000	6,500%	98,05	6,539%
BNAI-O-22CA	Bina Istra d.d.	15.12.2002.	15.12.2022.	EUR	210.000.000	8,000%	-	-
PODR-O-072A	Podravka d.d.	20.02.2004.	20.02.2007.	EUR	27.000.000	5,000%	-	-

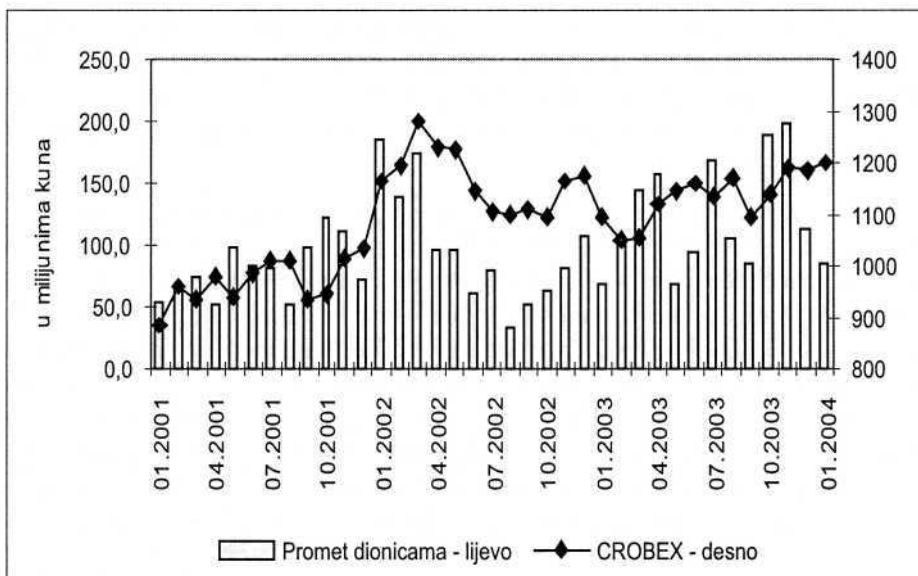
* u redovnom pometu

Izvor: Zagrebačka burza, mjesečno izvješće travanj 2004

Republike Hrvatske nekoliko se mjeseci nakon izdavanja intenzivno trgovalo, no na svršetku kolovoza promet tom obveznicom osjetno je smanjen zbog porasta kamatnih stopa na novčanome tržištu. Smanjenjem kamatnih stopa na novčanome tržištu u listopadu promet kunkskom obveznicom ponovo je oživio.

Grafikon 1: Promet obveznicama na zagrebačkoj burzi

MJESEČNI PROMET DIONICAMA NA ZAGREBAČKOJ BURZI I VRIJEDNOST INDEKSA CROBEX NA KRAJU MJESECA



Izvor: ZSE

Tržišna kapitalizacija državnih obveznica na kraju prosinca 2003. iznosila je 12,1 mlrd. kuna (1,58 mlrd. EUR), odnosno 6,4% procijenjenog BDP za godinu 2003. Tržišna kapitalizacija četiriju korporativnih obveznica na svršetku 2003. iznosila je 1,98 milijardi kuna (259 milijuna EUR), što predstavlja 1,05% procijenjenoga BDP za godinu 2003.

Na svršetku prvoga tromjesečja godine 2003. cijene domaćih izdanja obveznica pale su pod utjecajem nekoliko faktora: potražnja investitora bila je privremeno zadovoljena nakon izdanja treće tranše obveznice Republike Hrvatske s dospijecom godine 2012. u siječnju, a početak rata u Iraku djelovao je na pad cijena svjetskih obveznica, koji se dijelom prenio i na domaće tržište kapitala. U drugom su tromjesečju cijene domaćih izdanja obveznica porasle, najvećim dijelom pod utjecajem ponovno rastuće potražnje institucionalnih investitora, ali su porast kamatnih stopa

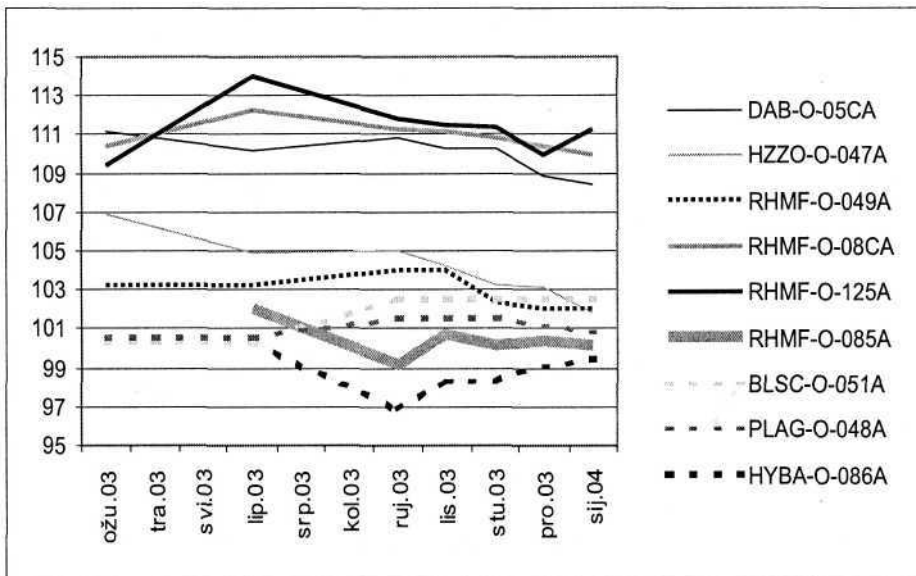
na novčanome tržištu i pad cijena obveznica na svjetskim tržištima, pod utjecajem znakova gospodarskoga oporavka u SAD u drugome dijelu godine 2003. negativno utjecali na cijene obveznica.

Kretanje cijena obveznica na Zagrebačkoj burzi ogledalo se i u vrijednosti obvezničkog CROBIS indeksa Zagrebačke burze. CROBIS se izračunava od kraja rujna godine 2002., a u njegov sastav ulaze sve državne obveznice i obveznice državnih agencija koje su uvrštene na Zagrebačku burzu uz uvjet da im je nominalna vrijednost izdanja veća od 75 milijuna EUR ili da je jednaka toj svoti, da je dospijeće obveznica duže od 18 mjeseci i da su izdane uz fiksnu kamatnu stopu. Na svršetku godine 2003., u sastav indeksa ulazile su četiri obveznice Republike Hrvatske (s rokovima dospijeća godine 2004., 2008. i 2012.), obveznica Državne agencije za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka s dospijećem godine 2005. i obveznice Hrvatskoga zavoda za zdravstveno osiguranje s dospijećem godine 2004.

Vrijednost CROBIS u srpnju godine 2003. dosegla je svoju najvišu vrijednost od trenutka kada se indeks počeo objavljivati - 102,83 boda. Nakon toga, do svršetka godine njegova se vrijednost smanjivala, pa je na kraju prosinca 2003. iznosila 101,02 boda odnosno 0,25% manje nego na svršetku prethodne godine, kada je iznosila 101,27 bodova.

Grafikon 2: Kretanje cijena obveznica na domaćem tržištu

KRETANJE CIJENA HRVATSKIH OBVEZNICA NA DOMAĆEM TRŽIŠTU



Izvor: ZSE

Na svršetku godine 2003. na inozemnim je tržištima kapitala kotiralo ukupno 13 izdanja hrvatskih državnih obveznica. U veljači 2003. plasirano je izdanje hrvatskih euroobveznica u iznosu od 500 milijuna EUR s dospijecom godine 2010. To je izdanje euroobveznica zaključeno uz dosad najnižu kuponsku kamatnu stopu od 4,625% i uz najnižu razliku prinosa kod izdavanja u odnosu na usporedivu njemačku obveznicu od 102 bazna boda. U lipnju 2003. Republika Hrvatska izdala je petu seriju «samuraj» obveznica nominalne vrijednosti 25 milijardi japanskih jena (212,3 milijuna USD) s dospijecom godine 2009. I to je izdanje «samuraj» obveznica, u usporedbi s prethodnim izdanjima (istih obveznica) plasirano po dosad najpovoljnijim uvjetima. Kuponska kamatna stopa iznosila je 1,23, a razlika je prinosa u trenutku izdavanja u odnosu na prinos usporedive japanske obveznice iznosila 99 baznih bodova.

Tablica 3: Izdanja hrvatskih euroobveznica

Obveznica	Datum izdavanja	Valuta	Iznos	Nominalna kamatna stopa	Prinos pri izdavanju	Razlika prinosa pri izdavanju	Razlika prinosa* 31.03.2004	Razlika prinosa* 30.04.2004
London Club A, 2006	31.07.1996.	USD	857.796.000	6-mjesečni LIBOR + 81,25 b.b.			130	135
London Club B, 2010	31.07.1996.	USD	604.426.000	6-mjesečni LIBOR + 81,25 b.b.			109	108
Euro-DEM obveznice, 2004	16.07.1997.	DEM	300.000.000	6,125%	6,20%	95	14	-3
Euro obveznice, 2006	10.03.1999.	EUR	300.000.000	7,375%	7,45%	375	67	61
Euro obveznice, 2005	28.03.2000.	EUR	500.000.000	7,00%	7,06%	210	59	49
Euro obveznice, 2011	14.03.2001.	EUR	750.000.000	6,75%	6,90%	215	117	101
Euro obveznice, 2009	11.02.2002.	EUR	500.000.000	6,25%	6,45%	158	111	95
Euro obveznice, 2010	14.02.2003.	EUR	500.000.000	4,625%	4,65%	102	110	95
Euro obveznice, 2014	15.04.2004.	EUR	500.000.000	5,000%	5,11%	101	...	100
Samurai obveznice, 2004	14.12.1999.	JPY	25.000.000.000	4,00%	4,00%	284	42	34
Samurai obveznice, 2007	11.07.2000.	JPY	40.000.000.000	3,00%	3,00%	135	75	68
Samurai obveznice, 2006	23.02.2001.	JPY	25.000.000.000	2,50%	2,50%	152	64	54
Samurai obveznice, 2008	26.06.2002.	JPY	25.000.000.000	2,15%	2,15%	144	87	78
Samurai obveznice, 2009	26.06.2003.	JPY	25.000.000.000	1,23%	1,23%	99	n.a.	n.a.

* u odnosu na usporedivu obveznicu

** prilikom izdavanja

Izvor: Bloomberg

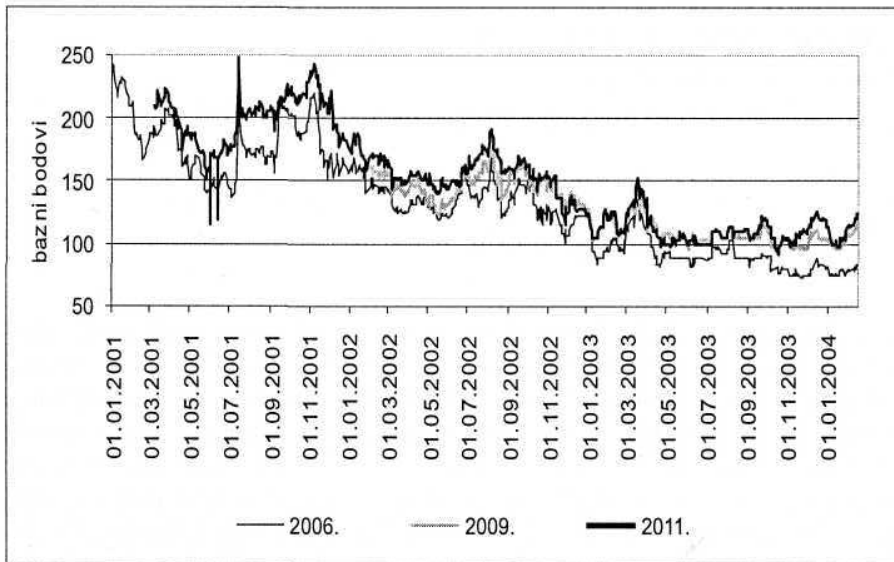
Nominalna vrijednost svih 13 izdanja hrvatskih euroobveznica na kraju prosinca 2003. iznosila je 35,76 mlrd. kuna, odnosno 5,85 mlrd. USD (4,68 mlrd. EUR).

Prinosi na hrvatske euroobveznice u godini 2003. pratili su svjetska i regionalna kretanja. Pod utjecajem neizvjesnosti zbog iračke krize i nepovoljnih američkih i europskih ekonomskih pokazatelja, kamatne su stope u svijetu smanjene na povijesno niske razine. Na početku drugoga dijela 2003., kada je većina američkih ekonomskih pokazatelja potvrdila očekivani snažan oporavak gospodarske akti-

vnosti, prinosi na obveznice su počeli rasti. Kako američka i europska središnja banka usprkos ekonomskom oporavku nisu povećavale svoje kamatne stope, na svršetku godine 2003. prinosi na obveznice ponovo su se počeli smanjivati, što je preneseno i u početak godine 2004. Razlika prinosa hrvatskih euroobveznica i referentnih njemačkih obveznica u godini 2003. bila je relativno stabilna, uz povremena povećanja. Na kraju ožujka 2003. došlo je do pada cijena hrvatskih euroobveznica zbog političke situacije u Srbiji, pa je razlika prinosa proširena za sve rokove dospjeća hrvatskih euroobveznica. U drugom tromjesečju razlika prinosa ponovo je smanjena, zahvaljujući prijavi Hrvatske za članstvo u Europskoj uniji i stabilnom makroekonomskom okruženju. Do svršetka godine, razlika prinosa između hrvatskih euroobveznica i usporedivih njemačkih obveznica bila je uglavnom stabilna, a privremeno se povećala uoči parlamentarnih izbora.

Grafikon 3: Razlika prinosa

RAZLIKA PRINOSA IZMEĐU HRVATSKIH EUROOBVEZNICA
I REFERENTNIH NJEMAČKIH OBVEZNICA
s dospelim godinama 2006., 2009. i 2011.



Izvor: Bloomberg

U usporedbi s obveznicama zemalja koje su se 1. svibnja 2004. pridružile Europskoj uniji, hrvatske obveznice i dalje imaju gotovo dvostruko veću razliku prinosa u usporedbi s referentnim njemačkim obveznicama. Razlike prinosa mađarskih i slovenskih euroobveznica nominiranih u eurima i s rokovima dospelosti godine 2009. i 2010. u odnosu na usporedive njemačke obveznice, u posljednjih

su devet mjeseci godine 2003. bile stabilne na razini od oko 40 baznih bodova, a kod poljskih euroobveznica s dospijećem godine 2010. razlika prinosa iznosila je oko 60 baznih bodova. U istome razdoblju prinos hrvatske euroobveznice s dospijećem 2009. bio je za oko 100 baznih bodova veći od prinosa usporedive njemačke obveznice.

U usporedbi sa zemljama kandidatima za Europsku uniju, Rumunjskom i Bugarskom, Hrvatska je u 2003. imala gotovo dvostruko manje razlike prinosa. No, razlika prinosa rumunjske euroobveznice na svršetku 2003. osjetno je smanjena u odnosu na referentnu njemačku obveznicu, pa se približila razlici prinosa hrvatske euroobveznice.

Dodatni napori

U sadašnjem trenutku razvitka tržišta važno je prepoznati i riješiti tri osnovna problema koji mogu dodatno potaknuti razvitak domaćega tržišta državnih obveznica, a to su:

- a) dizajniranje primarnoga tržišta,
- b) strukturiranje izdanja i
- c) promjene u sferi monetarnog i fiskalnog menadžmenta.

Dizajniranje primarnoga tržišta

U Hrvatskoj su osim kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnica države, do svršetka godine 2002. veoma značajnu ulogu imali blagajnički zapisi Hrvatske narodne banke. Ti su zapisi monetarni instrument uz pomoć kojeg središnja banka sterilizira višak likvidnosti i utječe na ostvarenje ciljeva monetarne politike (stabilnosti tečaja i cijena). U razvijenim sustavima središnja se banka pri monetarnim operacijama uobičajeno oslanja na vrijednosnice države, a tek u slučajevima potrebe za povlačenjem likvidnosti središnja banka povremeno izdaje i vlastite vrijednosnice. Istovremeno takve sustave karakteriziraju indirektni monetarni instrumenti i likvidnije financijsko tržište.

Hrvatska tek prolazi fazu prilagodbe i pripreme uvođenja indirektnih monetarnih instrumenata. Blagajnički su zapisi sve do travnja godine 2001. imali gotovo ista dospijeća (35,91,182 dana) kao i trezorski zapisi Ministarstva financija (42,91 i 182 dana), što je utjecalo na konkurentnost tih vrijednosnica i na efikasnost pri

provođenju monetarne i fiskalne politike. U travnju godine 2001. mijenjaju se dospijeća blagajničkih zapisa na 35, 70 i 105 dana uz izmjene kalendara aukcija, a sve sa ciljem smanjiti konkurentnosti tih dviju vrijednosnica. Uočeni nedostaci u organiziranju aukcija i otežana kontrola viška likvidnosti utjecali su na vjerojatnu novu promjenu u politici izdavanja blagajničkih zapisa. Tako je od lipnja godine 2002. moralo doći do novih promjena u kojima bi postojalo samo jedno dospijeće blagajničkih zapisa, i to od 35 dana. U tijeku godine 2003. središnja banka stimulirala je ulaganje u blagajničke zapise, i to tako da su do svršetka godine gotovo nestali iz portfelja.

Takve odluke zahtjevaju blisku suradnju monetarnog i fiskalnog menadžmenta, jer je blagajnički zapis instrument monetarne politike i sterilizacije, a trezorski zapis služi za pokriće tekućega deficita.

Državne obveznice uglavnom su izdavane uz sindicirani sustav u kojem su članovi sindikata državi jamčili otkup emisije (vidi opširnije Dragić, K., 2002). U slučajevima težeg prikupljanja sredstava takav se sustav može smatrati opravdanim, ali može biti upitan sa stajališta razvitka daljeg trgovanja (sekundarno tržište). To se na kraju i pokazalo, pa zato takav sustav ne može u većoj mjeri pridonijeti razvitku intenzivnijega trgovanja¹⁴.

Naime, država je, prakticirajući sindicirano izdavanje, obveznice namijenjene ponajprije mirovinskim fondovima prodavala prvo bankama koje su nakon toga iste obveznice prodavale mirovinskim fondovima. Pritom je država mogla direktnom prodajom mirovinskim fondovima izbjeći nepotreban trošak plaćanja provizije. Prije tih izdanja, država je istaknula da će potpisnici biti aktivni u daljem trgovanju tim vrijednosnicama na sekundarnome tržištu, čime bi se morala potaknuti likvidnost na sekundarnome tržištu. To se na kraju nije dogodilo, a to je znatno umanjilo transparentnost vođenja javnoga duga i ukazalo je na veoma sumnjive načine izdavanja vrijednosnica. Naime, država je takvim izdavanjem omogućila malom krugu banaka, istodobno povezanih s mirovinskim fondovima, stvaranje oligopola, što može negativno djelovati na izdavatelja, jer upravo te institucije mogu "stiskati" tržište (eng. squeeze the market) i državi uvjetovati formiranje nepovoljnih prinosa.

Očito je da je država prepoznala važnost razvitka sekundarnoga tržišta državnih vrijednosnica, jer je nastojala ugraditi u nova izdanja upravo elemente toga sustava. Takav hibrid organizacije primarnoga tržišta opravdan je u veoma kratkome roku, kada se tržište "uči". Naime, članovima sindikata nisu točno naznačene obveze, što

¹⁴ Uz taj sustav intenziviranju trgovanja mogu pridonijeti i mirovinski i drugi investicijski fondovi, ali i spoznaja da na hrvatskome tržištu kapitala postoji sve manje kvalitetnih (blue chip) dionica. U takvoj situaciji obveznice postaju poželjnom robom, a još su uz to i zaštićene valutnom klauzulom, tako da je država u potpunosti izložena valutnom riziku.

se prije svega odnosi na količinu trgovanja, na određivanje maksimalnoga raspona prinosa između kupovne i prodajne cijene na sekundarnome tržištu. Time bi se smanjila mogućnost manipuliranja cijenama što je suprotno prvotnim namjerama države. Takav kozmetički potez, koji je samo formalno usvojen, može “zagušiti” razvitak sekundarnoga tržišta državnih vrijednosnica.

Rješenje koje se nameće kao logično jest uspostaviti sustav s primarnim dilemama u okviru kojeg bi se minimizirala mogućnost stvaranja oligopola i negativnosti koje idu uz razvitak toga sustava. To znači da većem broju kvalitetnih institucija (prema kriteriju tržišne snage, pokazatelja poslovanja i sl.) valja dopustiti ulazak u sustav tih povlaštenih institucija.

Drugi korak koji bi bilo potrebno poduzeti jest odrediti nadležnu instituciju koja bi bila zadužena za izdavanje državnih vrijednosnica. Kvalitetno je rješenje uspostava posebne neovisne Agencije za upravljanje javnim dugom. Ta bi Agencija na mnogo efikasniji i transparentniji način obavljala sve aktivnosti vezane uz primarno i sekundarno tržište. Takvim bi aktivnim pristupom bila povećana aktivnost na sekundarnome tržištu, a to je jedan od preduvjeta za razvitak tržišta duga korporativnog sektora.

Treća je mjera u uspostavi efikasnog financijskoga tržišta određivanje strategije izdanja i javnog objavljivanja godišnjeg kalendara izdanja. Time bi MF uspjele steći povjerenje tržišta, a istovremeno bi moglo osluškiivati tržište (tržišni koncept upravljanja javnim dugom).

Strukturiranje izdanja može se promatrati kao četvrta važna mjera. To znači da država mora promovirati izdanja na duži rok i s vremenom afirmirati “čista” domaća izdanja koja bi mogla biti indeksirana¹⁵ čime bi se povećala njihova atraktivnost na tržištu i bio bi smanjen rizik ulagačima. Inače, kakva je korist od sadašnjeg stabilnoga makroekonomskog okvira koji ukazuje na stabilnost domaće valute? Konzistentnost i kredibilitet monetarne politike zadovoljavajući su, pa zato valja koristiti takvim pokazateljima upravo u svrhu jačanja domaćih izdanja državnih obveznica.

¹⁵ Jedna je od mogućnosti da se dosadašnji obujam izdanih trezorskih zapisa, koji iznosi oko 7,6 mlrd kuna (podaci iz lipnja 2004.), zamijeni (eng. Swap) u duža dužnička izdanja od dvije do pet godina. Dilema je bi li investitori prihvatili takvu zamjenu. Ako MF i HNB uz obilatu likvidnost drže stabilnost domaće valute, ne bi smjela postojati tolika opiranja takvom problemu. Uz to kao i dosad banke bi se mogle kod HNB koristiti tim vrijednosnicama kao kolateralom, što bi im nudilo veću likvidnost. Prinosi bi mogli biti vezani uz stopu inflacije ili uz drugi indeks, a kamatna bi stopa mogla biti varijabilna sa (npr. 6-mjesečnim) prozivkama. Uz to, takva izdanja promoviraju formiranje i produživanje krivulje prinosa na čista kunska izdanja. Taj je primjer veoma jednostavan i postavlja se pitanje: kako nitko ne prepozna je takvu šansu, koja bi pridonijela promoviranju kunskih državnih nota, a potom i obveznica?

Tek se, pošto budu ispunjene te mjere, može govoriti o uspješnosti uvođenja sustava primarnih dilera, koji bi sustav sigurno potaknuo likvidnost tržišta državnih vrijednosnica, ali i šireg financijskoga tržišta. U toj slici nedostaje još jedan djelić (puzzle), a odnosi se na monetarni menadžment.

Prilagodba monetarnog menadžmenta

Središnja banka i monetarne operacije imaju veliku ulogu u razvitku tržišta domaćih vrijednosnica. Investitori koji imaju u portfelju državne vrijednosnice mogu ih veoma lako plasirati primarnim dilerima, a ovi preko posebnih aranžmana sa središnjom bankom iste vrijednosnice mogu prodati i ostvariti zadovoljavajuću likvidnost. Od godine 2000. uz podešavanje i slabljenje restriktivnosti djelovanja, monetarna je politika orijentirana na uvođenje indirektnih monetarnih instrumenata. To je osobito važno i za tržište državnih obveznica, posebno ako se prihvati sustav PD. Naime, državne vrijednosnice, s iznimkom trezorskih zapisa, nisu bile podloga monetarnim operacijama poput lombardnih kredita ili REPO intervencija. U okviru djelovanja indirektnih monetarnih instrumenata operacije na otvorenom tržištu se nameću se kao jedini mogući okvir u kojem će djelovati središnja banka. Pojednostavnjeno, osnovna je karakteristika tih operacija prisutnost države na financijskome tržištu, a koja privremenim i strukturnim operacijama djeluje na likvidnost i na kretanje kamatnih stopa, a transmisijskim mehanizmom na nacionalnu ekonomiju. Privremene operacije karakterizira REPO, gdje banka smanjuje kratkotrajne oscilacije na financijskome tržištu, a strukturalne operacije karakteriziraju kupnja i prodaja, čime središnja banka dugoročnije utječe na tržište. U okviru tih operacija neizostavne su državne vrijednosnice, jer upravo, utječući na cijene tih vrijednosnica, država utječe i na tržišnu krivulju prinosa, a samim time i na cijene drugih izdanja (Mishkin, F., 1995.). Iz toga se vidi značaj monetarne politike u razvitku tržišta državnih vrijednosnica.

Najveće su ograničenje vođenju OMO (open market operations) visoki kapitalni priljevi i ekspanzivna fiskalna politika koja je generirala veliki javni i vanjski dug, a taj se dug manifestira i kroz tekući račun platne bilance, ali i fiskalnim deficitom. Sve dok ne dođe do konsolidacije javnih financija, nije realno očekivati uvođenje sustava OMO. U tom će smislu veoma važne biti *koordinacije monetarne i fiskalne politike*. Uz vidna bi poboljšanja valjalo težiti još većoj razini suradnje između HNB i MF. No to je lakše reći a teže provesti. U javnom sektoru država se susreće s mnogobrojnim problemima koji zadiru u strategiju ekonomske politike i u brojne reforme koje nisu bezbolne. Ako se reforme provedu u kratkome roku, mogu se očekivati i koristi koje proizlaze iz kvalitetne koordinacije monetarne i fiskalne politike.

Skrivena strana procesa i ograničenosti

U okviru rada promatrana problematika razvitka tržišta državnih vrijednosnica analizirana je u odnosu na sve čimbenike koji utječu na razvitak toga tržišta. Navedeni čimbenici mogu biti itekako korisni u određivanju smjernica razvitka toga segmenta financijskoga tržišta. Primjena i preslikavanje tih, nazovimo ih, preporuka u razvitku tržišta državnih vrijednosnica i primjena na model jedne zemlje ne mogu biti jamstvo za siguran uspjeh, što je općepoznata činjenica, ne samo u sferi ekonomske misli, već i u drugim područjima.

U Hrvatskoj očito postoji potreba za intenzivnijim razvitkom tržišta državnih vrijednosnica koji bi mogao ubrzati razvijanje financijskoga tržišta, ali i gospodarski rast. Mirovinski fondovi svojevrsan su generator toga procesa, jer kao institucionalni investitori raspolažu velikim suficitom likvidnosti, odnosno kapitala, koji ulažu u dugoročne i niskorizične vrijednosnice. No, teško je očekivati čuda preko noći, jer je uspostavom drugoga stupa došlo do alokacije sredstava iz prvoga u drugi mirovinski stup.

Bankovni sektor s tržišnom snagom morao bi još jače pridonijeti razvitku gospodarstva. Ulazak stranih banaka na hrvatsko financijsko tržište moralo je donijeti niz noviteta u poslovanju, ali, gledajući iz današnje perspektive, osim promoviranja internet-bankarstva i brzih potrošačkih kredita, banke nisu uvele nove proizvode, kao što su npr. certifikati o depozitu, niti su inicirale izdavanje korporacijskih obveznica i proces sekuritizacije. Tek sporadična mala izdanja komercijalnih zapisa i tek u godini 2004. nova izdanja korporacijskih obveznica, naznake su mogućnosti odmaka od kredita kao glavnoga instrumenta financiranja.

Jedini logičan slijed koji bi ubrzao taj proces jest jačanje nebankovnog sektora, ali je i ovdje upitno hoće li zbog sadašnje vlasničke strukture tih institucija doći do jačeg zamaha i povećanja konkurentnosti u bankovnoj industriji. Tržišna načela poslovanja ipak bi morala nametnuti drugačiji model koji bi utjecao na promjenu strukture sadašnje financijske industrije i na dubinu financijskoga tržišta.

U tom je procesu važna uloga HNB i MF koji bi zakonodavnim okvirom i većom razinom liberalizacije osujetili moguće negativno djelovanje unutar pojedinih financijskih grupacija koje kontroliraju kako bankovnu, tako i nebankovnu industriju. To znači da država mora postupno povećavati stupanj liberalizacije¹⁶ i lakši ulazak stranih financijskih institucija na domaće tržište. Time bi bila povećana konkurentnost na financijskome tržištu, a to se mora ostvariti upravo novim

¹⁶ Liberalizacija uključuje i potencijalnu opasnost priljeva špekulativnog kapitala. Pridruživanje EU neminovno će prisiliti Hrvatsku na veću razinu liberalizacije privrede, ali i financijskoga sektora.

deviznim zakonom koji će regulirati te tijekove. Uz sve to, tim je institucijama potrebno ponuditi državna izdanja nominirana u kunama. Time će se smanjivati izloženost “istočnom grijehu” javnih financija, gdje su neke države (Argentina, Brazil, Meksiko) svoja izdanja vezala uz strane valute, pa su time postale ovisne i visoko senzibilne na volatilnosti deviznoga tržišta, što je dijelom i bilo uzrokom njihove valutne krize.

Hrvatski “poučak” i preporuke

Navedene činjenice i čimbenici o stvaranju tržišta obveznica pokazuju svu složenost stvaranja toga segmenta financijskoga tržišta. Gledano iz hrvatske perspektive, ekonomska politika koja je prepoznala javne radove kao glavni “otponac” investicijskom zamahu prepoznatljiv je kejnzejanski pristup. Takav je pristup prilično upitan i visoko netransparentan, pa se trenutno ne mogu vrednovati dugoročni učinci koje može izazvati takva ekonomska politika. Bez obzira na to, u ovom bi procesu važnu ulogu morao imati i razvitak domaćih državnih izdanja vrijednosnica. Izvjesno je da je mala pažnja posvećena tematici koja je obrađena u ovom tekstu, jer se većina zaduženja ostvaruje na međunarodnome tržištu, što je veoma komforno, ali s jakim utjecajima na vođenje monetarne politike i pritiske na aprecijaciju tečaja kune. Postavlja se otvoreno pitanje: je li aktualna ekonomska politika prepoznala i potencijalne opasnosti koje se kriju u procesu restrukturiranja i takvog načina oživljavanja privrede u dužem roku? Kratkovidnošću u području fiskalne politike u posljednje četiri godine zapostavljaju se sve mjere i instrumenti “finog podešavanja” i razvitka financijskoga tržišta koje značajno pridonosi gospodarskome rastu. To navodi na zaključak da se iz ovog primjera, nažalost, može uočiti “kratkovidnost” i nesnalažljivost makromenadžmenta koji ne prepoznaje značenje i važnost razvitka tržišta domaćih vrijednosnica. Pristup razvitku toga tržišta i u kontekstu jasne orijentacije kejnzejizmu ne mora biti u suprotnosti s novom orijentacijom ekonomske politike, ali promašaji u tim infrastrukturnim projektima, gledano kroz veoma slab multiplikativni učinak, sigurno mogu imati značajne posljedice i za financijsko tržište.

Tome svakako valja dodati i nove izmjene u politici mirovinske reforme koju, nakon odluke o indeksaciji mirovina i poslije najave o povratu duga umirovljenicima, s pravom nazivaju mirovinskom “deformom” i predstavlja korak nazad. U tom bi se smislu povećao fiskalni teret, smanjili bi se potencijali rasta, neravnopravno bi bio raspodijeljen teret na buduće generacije, a zatim bi izravno bilo ugroženo funkcioniranje drugoga stupa obveznog mirovinskog osiguranja. Povezano s time u pitanje se dovodi cjelokupan makroekonomski okvir hrvatskoga gospodarstva.

Zato očita preporuka koja se na svršetku može dati i kao svojevrsan hrvatski poučak glasi: da su u razvitku tržišta državnih obveznica, osim "kritične mase" kvalitetnoga znanja, najvažniji održiva i stabilna makroekonomska politika i što manji utjecaj interesnih sfera u donošenju ekonomski racionalnih odluka.

Literatura:

- Abbinck A., Brandts J., Pzanis-Christou P: "The Spanish Auction for Government Securities: A laboratory analyses", Institut d'Analisi Economica, March 2001. Barcelona,
- Ciccarelli M., Rebucci A.: "The Transmission Mechanism of European Monetary Policy: Is There Heterogeneity? Is it Changing over Time?", IMF WP 02/54, March 2002, Washington DC,
- Developing Government Bond Market, a Handbook, IMF & World Bank, June 2001, Washington DC,
- Dragić K.: «Government or Central Bank Securities», rad prezentiran na konferenciji: Economic System of EU and Adjustment of Bosnia and Herzegovina, svibanj 2002. Mostar, Sveučilište u Mostaru u suradnji s Ekonomskim fakultetom iz Ljubljane
- Eichengreen B., Mussa M., Tweedie A.: Liberalize Capital Movements (Some Analytical Issues), IMF Economic Issues, February 1999, Washington DC,
- Feldman A.R.: "Auctions – Theory and Applications", IMF Staff Papers, September 1993, Washington DC,
- Frank J. Fabozzi, T. Dossa Fabozzi: «The Handbook of Fixed Income Securities», IRWIN 1997, London,
- Garry J. Schinasi, Charles F. Kramer, R. Todd Smith: "Financial Implications of the Shrinking Supply of US Treasury Securities" IMF WP 01/61, May 2001 Washington DC,
- Hakansson N.H. : «The Role of a Corporate Bond Market in an Economy – and avoiding crises», University of California, Berkeley, June 1999, LA,
- Holden P: «Financial Development and Poverty Alleviations: Issue and Policy Implications for Developing and Transition Countries», IMF WP 01/160, October 2001, Washington DC
- Lovrinović I.: "Novčano tržište – srce financijskog tržišta", O-tisak, 1997 Zagreb,
- Mihaljek D., Villar A., :» Recent Trends in Debt Market in the Emerging Market Economies», BIS Review, November 2001, Basel,

Mishkin F.: Money, Banking and Financial Markets, 3rd edition, Mishkin Inc. Corp. 1995, New York,

Missale A. : Public Debt Management, Oxford University Press, 1999, London,

Perišin I., Šokman A., Lovrinović I.,: «Monetarna politika», Sveučilište u Rijeci, 2001, Rijeka

Bilteni HNB (mjesečni, tromjesečni, godišnji): 2000, 2001, 2002,

Financijski servis Bloomberg, Reuters 2000, 2001, 2002. godina

Izvješća Zagrebačke burze 2000, 2001, 2002. godina

Statistička izvješća Ministarstva financija 2000, 2001, 2002. godina.

DETERMINANTS OF DESIGNING THE GOVERNMENT SECURITIES DOMESTIC MARKET

Summary

Development of the government bonds' domestic market is an important factor which influences the development of financial market. These problems are especially important for young and arising markets. The article deals with the determinants of the market development of those government bonds which are common for these markets, and each of them is separately analyzed. The text also encompasses the problems in the Republic of Croatia which are taken as a kind of "theorem" from which it is visible the whole difficulty and responsibility of the economic policy creator from the point of view of the political and the clearly economic comprehension of reality as well. It can be concluded from this theorem that in economic problems an important aspect has been neglected, and that is development of financial market. Ten years ago the process of financial market development did not recognize the importance of money market. From the present-day perspective it seems like past has been recurring, only this time government bonds have replaced the money market. Development of government bonds domestic market plays a great role in development of financial market which is insolvent in comparison with similar markets of neighbouring countries, what has been proved in this paper.

Key words: government securities, monetary and fiscal policy, strategy of government bonds issues, primary market, primary dealers, open auctions, coordination of monetary and fiscal policy