

Marijana Sumpor*

UDK 336:332.6 (497.5)

Pregledni članak

TRŽIŠTE DRŽAVNIH VRIJEDNOSNICA¹

Autorica prikazuje tržišta državnih vrijednosnica zemalja s razvijenim financijskim tržištima, opisuje glavne sudionike tog tržišta, mehanizme i tehnike emisije na primarnom tržištu, sustav sekundarnog tržišta i razne oblike državnih vrijednosnica. U uvjetima provođenja gospodarskih reformi u Republici Hrvatskoj potreba razvoja tržišta državnih vrijednosnica je sve veća.

Uvod

Državne vrijednosnice kao instrument fiskalne politike omogućuju, ukoliko se efikasno upravlja javnim dugom, povoljan razvoj financijskog tržišta i cjelokupnog gospodarstva. Iako suvremeni trendovi idu u smjeru smanjivanja proračunskog manjka, ipak postoji potreba za raznim oblicima financiranja i dobrim poznavanjem ovog područja.

Na tržištu duga susreću se razne interesne skupine s različitim ciljevima. Sudionike tržišta državnih vrijednosnica možemo podijeliti u tri kategorije: emitente, intermedijare i investitore (Sundaresan, 1997.). U tablici 1. opisano je ukupno tržište duga opisujući strukturu sudionika i njihove ciljeve.

* M. Sumpor, magistar znanosti, asistent u Ekonomskom institutu - Zagreb. Članak primljen u uredništvu: 12. 12. 2001.

¹ Članak je dio magistarskog rada "Utjecaj državnih vrijednosnica na financijsko tržište", koji je autorica obranila na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu, godine 1999.

Tablica 1.

UKUPNO TRŽIŠTE DUGA

EMITENTI VRIJEDNOSNICA	FINANCIJSKI INTERMEDIJARI	INSTITUCIONALNI I INDIVIDUALNI INVESTITORI
Država, državne agencije, poduzeća, banke, općine, gradovi, institucije	Dileri, brokeri, banke, agencije za kreditni rejting	Države, mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, razni fondovi, banke, institucije, domaćinstva

CILJEVI		
<ul style="list-style-type: none"> • Prodaja vrijednosnica uz prihvatljivu tržišnu cijenu. • Uredna i likvidna sekundarna tržišta za vrijednosnice. • Učinkovito mijenjanje i prilagođivanje odluka prema tržišnim okolnostima pri novim emisijama vrijednosnica. • Kreiranje i emitiranje vrijednosnica koje najbolje odgovaraju potrebama tržišta. 	<ul style="list-style-type: none"> • Pružanje usluga za stvaranje primarnog tržišta - ponude na aukcijama, vođenje emisija i distribucija. • Omogućavanje urednog poslovanja na sekundarnom tržištu. • Pružanje usluga za upravljanje imovinom i rizikom. • Omogućavanje trgovine vrijednosnicama. 	<ul style="list-style-type: none"> • Kupnja vrijednosnica s različitim odnosima rizika i povrata uz prihvatljivu cijenu. • Diversifikacija uz niske troškove. • Promjena prethodnih odluka uz niske troškove. • Pristup instrumentima zaštite od rizika - financijske izvedenice (derivati). • Dobivanje informacija kao što je kreditni rejting, itd. uz niske troškove.

Izvor: Sundaesan, 1997.

Stvaranje tržišta državnih vrijednosnica, odnosno zaduživanje države putem emisije državnih vrijednosnica, a ne putem klasičnog kredita, ima nekoliko prednosti: stvaranje utrživih financijskih instrumenata najvišeg stupnja sigurnosti u zemlji, koji služe kao referentna mjera (*engl. benchmark*) za sve ostale emisije vrijednosnih papira i kretanja cijena na financijskom tržištu. Postoje jednostavni mehanizmi kontrole, te ih je moguće preoblikovati i koristiti u mnogim varijacijama. Istovremeno, služe monetarnoj politici za operacije na otvorenom tržištu. Kratkoročni instrumenti služe fiskalnoj politici kao način premošćivanja sezonalnih utjecaja u tijeku proračunske godine, odnosno financiranja tekućih izdataka u uvjetima nižih proračunskih prihoda. Dok su dugoročni instrumenti zanimljivi institucionalnim investitorima, jer se radi o sigurnom plasmanu sredstava.

Sudionici tržišta državnih vrijednosnica

Ministarstvo financija glavni je emitent državnih vrijednosnica, a zaduženo je za kreiranje i provođenje fiskalne politike. Ono je kao državno tijelo najveći emitent duga. Budući da je u svijetu tržište državnih vrijednosnica najlikvidnije tržište, na njemu se formiraju referentne kamatne stope koje utječu na bankarsko tržište, kretanje cijena vrijednosnica na burzama itd. Ministarstvo financija je odgovorno za financiranje obveza države, a ukoliko ih ne može podmiriti prikupljenim proračunskim prihodima, primorano je posegnuti za sredstvima na tržištu kapitala. Potrebna sredstva nabavlja putem emitiranja kratkoročnih i dugoročnih državnih vrijednosnica. Jedan od ključnih zadataka je određivanje iznosa i vrste duga koji mora biti prodan na tržištu. Mogu se emitirati utržive vrijednosnice kao što su trezorski zapisi, srednjoročne i dugoročne obveznice, neutržive vrijednosnice i vrijednosnice u stranoj valuti (Papaioannou, 1993., Romer 1993.).

Odluke o strukturi i rasporedu dospijeca vrijednosnica vrlo su važne. Raspored dospijeca značajno djeluje na ponudu državnih vrijednosnica, jer utječe na određivanje cijene i krivulje prinosa. Struktura vlasništva nad državnim vrijednosnicama također je bitna, jer utječe na strukturu likvidnosti. Širi izbor financijskih instrumenata javnog duga državi pruža mogućnost zaduživanja kod svih sektora, kao i mogućnost ročnog usklađivanja prema svojim potrebama. Također, važan zadatak je odluka o mehanizmu prodaje državnih vrijednosnica.

Središnja banka kreira i provodi monetarnu politiku, a putem operacija na otvorenom tržištu² izravno utječe na gospodarstvo. Kupujući vrijednosnice od banaka i privatnog sektora povećava količinu novca u optjecaju i obrnuto, te tako mijenja razinu stanja novčanih sredstava depozitnih institucija. Budući da je središnja banka veliki kupac i prodavatelj državnih vrijednosnica, svojim transakcijama može neposredno utjecati na cijenu vrijednosnica, kao i na kamatne stope.

Ako cijene vrijednosnica porastu, smanjuje se prinos i obrnuto. Svojim postupcima središnja banka utječe na promjene ekonomskih očekivanja. Intenzivnija kupnja vrijednosnica može biti znak ekspanzivne monetarne politike koja će smanjiti kamatne stope te povećati investicije i proizvodnju. Međutim, takva monetarna politika može proizvesti inflatorna očekivanja zbog povećanja količine novca u optjecaju što navodi vjerovnike na povećanje kamatnih stopa.

Kad se država želi zadužiti na primarnom tržištu obratit će se specijaliziranoj financijskoj instituciji ili poduzeću, odnosno dileru³. Dileri mogu otkupiti dio ili

² Središnja banka SAD - FED se u kreiranju monetarne politike prvenstveno oslanja na politiku otvorenog tržišta, a najznačajnije tijelo je FOMC (Federal Open Market Committee). Više o operacijama na otvorenom tržištu vidi Akhtar, 1997., Meulendyke, 1989., Mishkin, 1998.

³ Primarni dileri zaduženi su za emisije vrijednosnica, a to su najčešće banke, podružnice banaka, investicijske banke i specijalizirane institucije. Uz njih se pojavljuju i drugi dileri, kao što su depozitne institucije, brokerske kuće i specijalizirana poduzeća, koji trguju i stvaraju tržište državnih vrijednosnica (market-making).

cijelu emisiju prema unaprijed ugovorenoj cijeni i brinu o prodaji investitorima. Za pružanje usluga upravljanja i preuzimanja rizika namiruju se putem razlike (*engl. spread*) između cijene koju plaćaju emitentu i prema kojoj prodaju emisiju. Unutarnje tržište državnih vrijednosnica čine specijalizirani posrednici, odnosno interdiler-brokere. Oni sakupljaju informacije o kupovini i prodaji vrijednosnica te ih objavljuju putem kompjutorskih ekrana (npr. Telerate⁴). To čine bez otkrivanja identiteta samih dilera, čime omogućavaju dilerima anonimnu trgovinu. Za pruženu uslugu dileri plaćaju naknadu. Pristup informacijama imaju i ostali sudionici tržišta.

Institucionalni investitori u cijelom svijetu drže državne vrijednosnice, jer su visoko likvidne i nominalno nerizične vrijednosnice. Investitori su uglavnom središnje banke, mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, specijalni investicijski fondovi⁵, komercijalne banke, korporacije i vlade na centralnoj i lokalnoj razini. Na kraju lanca trgovanja su individualni investitori kao i inozemni investitori, najčešće su to istovremeno i institucionalni investitori, koji preko intermedijara kupuju i prodaju državne vrijednosnice.

Organizacija tržišta vrijednosnica

Pod organizacijom tržišta ili strukturom tržišta podrazumijevamo institucionalni okvir prema kojem se kupci vrijednosnica povezuju sa prodavateljima. Većina tržišta za vrijednosnice s fiksnim prihodom u svijetu organizirana su kao OTC⁶ ili dilerska tržišta. Opća organizacijska struktura financijskog tržišta opisana je u nastavku (Lovrinović, 1997.).

Tržište neposrednog traženja (engl. direct search)

Na tržištu neposrednog traženja kupci izravno traže i nalaze odgovarajuće prodavatelje bez uključivanja intermedijara. Za ovu vrstu trgovine učestalost

⁴ Telerate, Reuters, Bloomberg itd. su informacijski servisi u kompjuteriziranom obliku. Gotovo svi sudionici svjetskog financijskog tržišta imaju pristup tim servisima za koje plaćaju određenu naknadu.

⁵ Npr., "hedge funds" - investicijski fondovi koji čestom preraspodjelom svojih ulaganja, prije svega spekulativnih, pokušavaju ostvariti velike prihode na brzini. U Njemačkoj su takvi fondovi zabranjeni.

⁶ OTC (*over-the-counter*) – tržište na kojem se trguje svim vrijednosnicama kojima se ne trguje na službenoj burzi. Trgovina se odvija preko elektronskog sustava prema određenim pravilima.

transakcija trebala bi biti toliko beznačajna, da intermedijari nemaju interes za pružanjem bilo kakvih usluga. Troškove traženja, lociranja i pregovaranja u potpunosti snosi pojedini kupac ili prodavatelj. Ovakva tržišna struktura je primitivna i trgovina se ne odvija u smjeru dostizanja najbolje moguće cijene.

Brokersko tržište (engl. brokered market)

Brokери djeluju kao agenti u tuđe ime i za tuđi račun. Tržište postoji ako je trgovina vrlo frekventna i obujam transakcija velik, tako da ima ekonomskog opravdanja za intermedijaciju uz određenu naknadu. Na taj se način povezuju kupci i prodavatelji prema uzajamno dogovorenim uvjetima. Neposredno nalaženje kupca ili prodavatelja bilo bi skuplje nego preko intermedijara. Međutim, glavni nedostatak toga tržišta je u tome što broker ne može jamčiti izvršenje naloga. Brokери ostvaruju 90% svoje zarade na temelju zastupanja institucionalnih investitora.

Dilersko tržište (engl. dealer market)

To je organizirano sekundarno tržište, na kojem dileri trguju državnim vrijednosnicama prateći kupovne i prodajne cijene na kompjutorskim ekranima i putem telefona. Dileri mogu navoditi različite kupovne i prodajne cijene za istu vrijednosnicu. Ovisno o vrijednosnicama, njihovi prihodi ovise o tržišnom riziku, prometu i broju komitenata.

Aukcijsko tržište

Aukcijsko tržište je centralizirano tržište uz simultano djelovanje svih sudionika tržišta. Najvažnija institucija tog tržišta je *burza*, a karakterizira je centralizirano pregovaranje i velika koncentracija ponude i potražnje na jednom mjestu uz strogo poštovanje prioriteta cijena u izvršenju naloga. Transakcije obavljaju isključivo ovlaštteni posrednici prema utvrđenim pravilima.

Klasifikacija tržišta državnih vrijednosnica

Financijsko tržište može se klasificirati prema ročnosti, odnosno podijeliti na: tržište kratkoročnih instrumenata s dospijecem do jedne godine (općenito novčano tržište), tržište dugoročnih instrumenata (općenito tržište kapitala).

Na isti način vrši se klasifikacija instrumenata zaduživanja države, jer na tržištu državnih vrijednosnica vrlo važnu ulogu ima ročnost samog instrumenta. Investitor je pri kupnji državnih vrijednosnica izložen riziku promjene cijena, jer što je dospijeće instrumenta duže, to je i veći rizik. To se posebno odnosi na operacije financiranja putem dugoročnih obveznica, koje mogu postati komplicirane i koriste se samo ako je država zabilježila dug period niske inflacije i smanjila financijsku neizvjesnost. Općenito, samo dugoročna stabilnost cijena može povećati aktivnost i učinkovitost na kratkoročnim i dugoročnim tržištima državnih vrijednosnica, smanjenjem stvarnih i potencijalnih rizika. Uz tržište državnih vrijednosnica veže se relativno visok stupanj sigurnosti, prezentirajući minimalan rizik od neplaćanja i gubitka kapitala. Visoka kreditna sposobnost države i kratak rok vrijednosnica glavni su čimbenici koji pridonose visokom stupnju likvidnosti na tržištu⁷.

Standardan skup instrumenata državnog zaduživanja može se sistematizirati na sljedeći način (Bröcker, 1993.):

- (1)Kratkoročni instrumenti, kao na primjer *trezorski zapisi*, oblikovani su na način da služe državi za upravljanje gotovinom pokrivajući sezonsku potrebu financiranja u tijeku fiskalne godine;
- (2)Utrživi⁸ srednjoročni instrumenti s dospijecem od jedne do deset godina ili *srednjoročne obveznice*;
- (3)Utrživi dugoročni instrumenti s dospijecem preko deset godina ili *državne obveznice*⁹;
- (4)Neutrživi instrumenti namijenjeni građanima. Postoje također neutrživi instrumenti zaduživanja koji su namijenjeni financijskim institucijama;
- (5)Posebni načini financiranja na koje se Država može odlučiti, kao na primjer ograničeno zaduživanje kod središnje banke ili korištenje financijskih sredstva institucija unutar države.

⁷ Više o instrumentima vidi Schwanfelder, 1997.

⁸ Utrživost označava mogućnost prodaje kupljenih instrumenata na sekundarnom tržištu i time se istovremeno označava stupanj likvidnosti instrumenta.

⁹ Ustvari ne postoji stroga podjela na srednjoročne i dugoročne instrumente financiranja.

Kratkoročni utrživi instrumenti državnog duga

Cilj je uvođenja i aktivne uporabe kratkoročnih utrživih instrumenata državnog duga:

- (1) Pokrivanje dijela ukupnih državnih potreba financiranja (za financiranje proračunskog manjka ili otplate duga) unutar proračunske godine.
- (2) Pokrivanje sezonske potrebe financiranja unutar proračunske godine u okviru politike upravljanja gotovinom.
- (3) Potpora središnjoj banci u djelovanju na likvidnost banaka, likvidnost privrede i kratkoročnih kamatnih stopa.

Najčešće korišteni instrumenti novčanog tržišta jesu *trezorski zapisi i ugovori o reotkupu*¹⁰. Trezorski zapisi su kratkoročne dužničke obveze države i predstavljaju najveći udio instrumenata na novčanom tržištu. Imaju najviši oblik likvidnosti, zbog nepostojanja kreditnog rizika, raznolikosti dospijeća i neprestane ponude novih instrumenata na tržištu. To su instrumenti bez kupona¹¹. Jedina dva trenutka u kojima dolazi do kretanja gotovine vezana uz trezorske zapise jesu: trenutak kupnje i trenutak dospijeća zapisa. Postoji obećanje plaćanja ugovorenog iznosa (engl. "*face value*" ili nominalna vrijednost) na određen datum dospijeća. Mogu se koristiti razna dospijeća, ali najčešće se emitiraju s dospijećem od 91, 182 i 364 dana. Trezorski zapisi emitiraju se uz diskont, a pri dospijeću isplaćuje se nominalna vrijednost. Razlika između nominalne i diskontirane vrijednosti je zarađena kamata i izračunava se na temelju kalkulacije za prihod od trezorskih zapisa.

Diskontirana stopa nove emisije određuje se na aukciji trezorskih zapisa i ovisi o razini kratkoročnih kamatnih stopa koje prevladavaju u trenutku aukcije. Još jedna karakteristika koja je specifična za trezorske zapise je izračun diskontirane vrijednosti i stope na temelju 360 dana u godini. Trezorskim zapisima se trguje uz vrlo uski raspon (engl. *spread*) između kupovne (engl. *bid*) i prodajne (engl. *asked ili offer*) cijene. Što je noviji zapis to je raspon uži. Kad se zapis sve više približava dospijeću, raspon se širi. Kamatna stopa na trezorske zapise orijentacijska je kamatna stopa (engl. *benchmark*) za sve ostale ročne instrumente na tržištu. Trezorski zapisi glavni su instrument na novčanom tržištu i imaju široko i osjetljivo tržište. Većinu operacija koje središnja banka provodi na otvorenom tržištu vrši trezorskim zapisima.

Ugovori o reotkupu (tzv. *repo ugovori*) predstavljaju vrstu zaduživanja prodajom vrijednosnica i simultani ulaz u sporazum o reotkupu tih istih vrijednosnica na neki kasniji datum. Zapravo, ovakva transakcija je osiguran oblik zaduživanja, gdje vrijednosnice služe kao osiguranje (kolateral) zaduživanja. Najčešće se ugovara reotkup preko noći, ali može se raditi o nekoliko dana, tjedana, ili duže. Kontinuiran ugovor o reotkupu je serija prekonoćnih kredita koji se automatski obnavljaju svaki dan, sve dok ga jedna od strana ne otkáže.

¹⁰ Više o novčanom tržištu vidi Lovrinović, 1997.

¹¹ *Zero coupon* (engl.)

Srednjoročni i dugoročni utrživi instrumenti državnog duga

Najčešće se potreba zaduživanja rješava emisijom srednjoročnih i dugoročnih državnih vrijednosnica. Način na koji su te vrijednosnice oblikovane ovisi o velikom broju čimbenika, najznačajniji su: sadašnja i očekivana potreba za financiranjem u budućnosti, struktura i razvoj kamatnih stopa u financijskom sustavu, struktura ponude na tržištu vrijednosnica i preferencije raznih kategorija investitora.

Ostali su čimbenici: stanje sekundarnog tržišta državnih vrijednosnica, zakonski okvir financijskog sustava, fleksibilnost kamatnih stopa, pa porezni sustav i monetarna politika.

U oblikovanju srednjoročnih i dugoročnih utrživih vrijednosnica postoji širok spektar mogućnosti kombiniranja različitih karakteristika i tehničkih osobina, kao što su kamatna stopa, dospijeće i oporezivost.

Klasična državna obveznica sastoji se od dvaju obećanja: obećanje da će se izvršiti serija jednakih isplata u polugodišnjim intervalima za vrijeme postojanja obveznice (kuponska plaćanja¹²) i obećanje da će se izvršiti jedna veća isplata pri dospijeću obveznice, koja se često naziva isplata *pri dospijeću, vrijednost dospijeća, ili nominalna vrijednost*. Većina državnih vrijednosnica ima fiksnu kamatnu stopu, vrlo su likvidne i jednostavno se trže na sekundarnom tržištu uz standardizirana dospijeća. *Dospijeće obveznice* ima nekoliko funkcija: ukazuje na očekivan životni vijek instrumenta, broj razdoblja za koje investitor može očekivati isplatu kupona i broj godina do trenutka kad će se isplatiti glavnica. *Prinos na obveznicu* ovisi o dospijeću, jer prinos u određenom trenutku na dugoročnu obveznicu može biti veći, manji ili jednak prinosu na neku kratkoročnu obveznicu. *Osjetljivost cijene* obveznice može se usko vezati uz dospijeće, jer promjene tržišnih kamatnih stopa imaju veći utjecaj na promjene cijena dugoročnih obveznica nego na cijene sličnih obveznica, ali s kraćim rokom dospijeća. Državne obveznice u biti nisu ništa drugo nego ugovori i kao takvi postoje u bezbroj varijacija. Nekoliko državnih obveznica s posebnim osobinama su slijedeće (Fabozzi, 1997.):

Državne obveznice s varijabilnom kamatnom stopom (engl. *Variable rate government bonds*) smanjuju rizik kamatnih stopa, jer se kuponski kamatnjak mijenja jednom godišnje na temelju neke dugoročne referentne stope kojoj se dodaje određena fiksna marža. Međutim, zbog teškoća oko određivanja cijene na sekundarnom tržištu manje su likvidne i njima se otežano trguje.

Državne obveznice s fluktuirajućom kamatnom stopom (engl. *Floating rate government bonds*) također imaju ulogu smanjenja rizika kamatnih stopa. Međutim,

¹² U pravilu se isplate kupona za američke obveznice vrše polugodišnje, a europske godišnje.

kuponska kamata se mijenja više puta godišnje, jer je vezana uz neku kratkoročnu referentnu stopu, npr. veže se uz stopu za trezorske zapise kojoj se dodaje određena fiksna marža. Referentna stopa može biti i diskontna stopa središnje banke, tečaj ili indeks cijena na malo.

Indeksirane državne obveznice (engl. *Indexed government bonds*) vezane su, na primjer, uz indeks cijena, reagirajući na taj način simultano na promjene cijena na tržištu. One su u stvari podvrsta obveznica s fluktuirajućom kamatnom stopom. Postoje dvije mogućnosti indeksiranja: fiksna kamatna stopa i indeksirana glavnica, te indeksirana kamatna stopa i fiksna glavnica.

Državne obveznice s kamatnom stopom koja se mijenja prema unaprijed određenim fazama (engl. *Stepped interest rate government bonds*) gdje se kamatna stopa prilagođava prema očekivanim promjenama na tržištu. Na primjer, ako obveznica dospijeva za 6 godina, u prve dvije godine kuponske kamate iznose 5%, drugu dvije 5.8%, a u zadnje dvije godine 6%.

Državne obveznice bez kupona (engl. *Zero coupon government bonds*) ne isplaćuju prihod u obliku kupona, ali se zato prodaju uz veliki diskont u odnosu na njihovu nominalu. Cjelokupan povrat od takvih obveznica ostvaruje se u vidu kapitalnog dobitka na dan dospijeća.

Državne obveznice sa značajnim diskontom (engl. *Deep discount government bonds*) su obveznice koje imaju vrlo nisku kuponsku stopu uz velik diskont na vrijednost isкупа.

Otkupljive državne obveznice (engl. *Retractable government bonds*) se uglavnom emitiraju na vrlo dugi rok, ali imaju opciju promjene dospijeća. Na primjer, obveznica s dospijećem od 25 godina daje investitoru mogućnost da se nakon pet godina naplati po toj obveznici kod emitenta.

Državne obveznice s mogućnošću produljenja (engl. *Extendible government bonds*) daju emitentu mogućnost produljenja dospijeća iste obveznice.

Zamjenjive ili konvertibilne obveznice (engl. *Exchangable or Convertible bonds*) daju imaoocu obveznice mogućnost da zamjeni obveznicu za novu prema unaprijed dogovorenim uvjetima.

Obveznice s oznakom opoziva ili otkupa (engl. *Government bonds with call provision or redeemable*) daje emitentu mogućnost naplate obveznice prije roka dospijeća. Na taj način emitent može u uvjetima pada kamatnih stopa na tržištu zamijeniti obveznicu s viskom kamatnom stopom za novu s nižom kamatnom stopom. Taj prijevremeni otkup financira se iz tzv. "sinking fund".

Ovisno o kretanjima kamatnih stopa i uvjetima neizvjesnosti mijenjaju se preferencije investitora na tržištu s obzirom na dospijeća vrijednosnica. Država u tim slučajevima može raznim tehnikama emitiranja vrijednosnica reagirati na preferencije tržišta. Državni dug smatra se oslobođenim od rizika neplaćanja, jer

država raspolaže poreznim prihodima i ima moć stvaranja novca, zbog čega je utrživost puno veća nego kod drugih vrsta dugoročnog duga. Utrživost značajno varira među pojedinim emisijama, odnosno, što je duži rok do dospijeca i manja emisija, to je i manja utrživost, dok je obrnuto kod većih emisija kratkoročnih instrumenata.

Neutrživi instrumenti državnog duga za male investitore

Neutrživi instrumenti posebno su namijenjeni malim individualnim investitorima bez posebnog investicijskog iskustva. Država tako neposredno unapređuje štednju stanovništva. Karakterističan instrument s tom namjenom je **štedna obveznica**¹³. Međutim, pokazalo se da je vrlo složeno stvoriti učinkovitu i relativno jeftinu štednu obveznicu koja će pokrivati potrebe financiranja države i istovremeno zadovoljiti posebne investicijske preferencije malih investitora. Mali investitori su uglavnom vrlo osjetljivi na rizik i preferiraju visoko likvidne instrumente. Radi toga postoji širok spektar mogućnosti u kreaciji štednih obveznica. Distribucija štednih obveznica može se vršiti kroz bankarski sustav ili poštanske urede najčešće u dematerijaliziranom obliku. Štedne obveznice su neutržive, jer *nisu* namijenjene za trgovinu na sekundarnom tržištu i uglavnom se drže do dospijeca. One su najčešće srednjoročne s dospjećem od jedne do dvanaest godina i mogu imati: fiksnu kamatnu stopu do dospijeca; varijabilnu stopu koja može biti indeksirana ili progresivna; razne mogućnosti pri isplati kao npr. bonusi, kompenzacije za inflaciju, nagrade; mogućnost kapitalizacije kamate; mogućnost prijevremene naplate nakon nekog unaprijed određenog razdoblja; mogućnost zamjene pri dospjeću za nove vrijednosnice; porezne olakšice ili izuzeća i sl.

Neutrživi instrumenti državnog duga za financijske institucije

Država se može financirati putem neutrživih instrumenata namijenjenjenih isključivo financijskim institucijama, kao što su banke, osiguranja i razni fondovi. Tu se radi o zaduživanju kod privatnog sektora ili zaduživanju na temelju “promese”¹⁴. Osim činjenice da je država u normalnim uvjetima prvoklasni emitent,

¹³ Štedne obveznice – Government savings bonds (engl.), Bundesschatzbriefe, Finanzierungsschätze (njem.)

¹⁴ “Promesa” je vrijednosnica na osnovi koje dužnik prihvaća apsolutnu obvezu plaćanja u ugovorenom roku, odnosno imalac zadržava apsolutno pravo bezuvjetne naplate potraživanja.

zaduživanje na temelju promese može institucionalnim investitorima predstavljati zanimljiviji instrument nego utržive vrijednosnice zbog slijedećih činjenica:

- (1) Takvo zaduživanje se formalno temelji na bilateralnom ugovoru prema trgovačkom pravu, ali može imati posebno ugovorene sastavne dijelove kao što su iznos, kamatna stopa ili dospijeće prema posebnim potrebama pojedinog institucionalnog investitora.
- (2) Takav instrument nudi zaštitu u uvjetima rastućih kamatnih stopa.
- (3) Kamatna stopa koja se nudi za promese nešto je viša od prinosa na državne obveznice.
- (4) Investitor može na temelju posebne klauzule u ugovoru prenositi svoja prava djelomično ili u potpunosti na drugog investitora.

Prednost za emitenta je jednostavnost plasmana. Međutim, ako je država uključena u proces razvoja efikasnog sekundarnog tržišta, ova vrsta plasmana može djelovati kontraproduktivno.

Ostali mehanizmi državnog zaduživanja

Država može imati mogućnost financiranja proračuna od središnje banke, uz ograničenja, najčešće unutar jedne fiskalne godine, i to kratkoročno kao dio politike upravljanja gotovinom. Također, država može imati pristup financijskim sredstvima državnih tijela kao što su sustavi socijalnog osiguranja, regionalne ili lokalne vlasti, državna poduzeća ili poštanski sustav. Ovakav način financiranja države vrlo je jednostavan s tehničkog stajališta, ali vrlo opasan s ekonomskog stajališta i nije u interesu razvoja slobodnih tržišnih uvjeta.

Na tržištu državnih vrijednosnica stalno se uvode modifikacije kako bi se povećao stupanj atraktivnosti vrijednosnica. Kod ulaganja u državne vrijednosnice potrebno je kalkulirati ne samo sadašnje vrijednosti, troškove i cijene, nego i buduće prinose, odnosno troškove svedene na sadašnju vrijednost, i to ne samo jednog financijskog oblika, nego svih alternativnih mogućnosti. Pritom treba istaknuti da je, iako državne vrijednosnice najčešće nose fiksni prinos, realno značenje buduće vrijednosti neizvjesno. Najveći utjecaj na tržište državnih vrijednosnica ima kamatna stopa na međubankarskom tržištu, pa ako ona raste, interes za tim vrijednosnicama pada.

Uloga primarnog tržišta

Primarno tržište nije neko određeno mjesto, nego pojam koji se odnosi na skup tehnika emitiranja novih vrijednosnica, poštujući zakone i propise te koristeći postojeću institucionalnu infrastrukturu. Postoje četiri opće prodajne tehnike kojima se država može služiti u plasiranju svojih novih instrumenata zaduživanja (Bröker, 1993), a sažete su u tablici 2.:

Tablica 2.

OPĆE TEHNIKE PRODAJE VRIJEDNOSNICA NA PRIMARNOM TRŽIŠTU

Tehnika javnog upisa na temelju fiksne cijene	Tehnike aukcije	Tehnike sukcesivne emisije	Tehnike privatnog plasmana
Konzorcijska tehnika s garancijom sigurnog plasmana	Aukcija na temelju jedinstvene cijene	Sukcesivna prodaja sekundarnom tržištu putem državnog brokera	Posebno kreirani instrumenti za institucionalne investitore
Prodaja putem bankarskog sustava na temelju naknade bez garancije sigurnog plasmana	Aukcija na temelju ponudbene cijene ili višestruke cijene	Sukcesivna prodaja putem mreže bankarskog sustava ili sustava pošte	
Prodaja putem neposrednog upisa			

Na izbor između tih tehnika utječe niz čimbenika, kao što su veličina potrebe financiranja, tržišno okruženje, vrste instrumenata koje se želi emitirati, ciljevi politike zaduživanja koji su usko vezani za ciljeve pokrivanja potrebe financiranja države. Između ostaloga, ciljevi su države u provođenju politike zaduživanja: postizanje najboljih uvjeta za svaku emisiju, minimiziranje utjecaja na tržište pri svakoj operaciji zaduživanja, široko distribuiranje državnih vrijednosnica različitim kategorijama investitora, i podržavanje monetarne politike.

Tehnika javnog upisa ili plasmana na temelju fiksne cijene (engl. Fixed-price public subscription techniques)

(1)Konzorcijska tehnika ili tehnika prodaje putem sindikata s garancijom sigurnog plasmana (engl. *Consortium technique with firm placement guarantee*).

(2) Prodaja putem bankarskog sustava na temelju naknade bez garancije sigurnog plasmana i bez osnivanja posebnog konzorcija banaka.

(3) Prodaja putem neposrednog upisa.

Tehnika javnog upisa koristi se za prodaju srednjoročnih i dugoročnih državnih vrijednosnica. Tijekom razdoblja upisa cijena emisije ostaje fiksna čak ako se uvjeti na tržištu promijene. Ova tehnika ima smisla samo ako je *tržište stabilno*. Međutim, ako su kamatne stope vrlo osjetljive i uvjeti na tržištu neizvjesni, javljaju se teškoće pri emisiji. Ako je interes premali, znači da država nije uspjela namiriti svoje potrebe financiranja. U tom slučaju može se koristiti **konzorcijska tehnika s garancijom sigurnog plasmana**. Članovi konzorcija ili sindikata banaka sigurno preuzimaju neprodane vrijednosnice i zaračunavaju posebnu naknadu. Tu se može pojaviti dodatni problem ako je u pripremi nova emisija vrijednosnica, a prijašnja se još uvijek nalazi u vlasništvu članova. Tada neke banke mogu pokušati prodati stare emisije uz vrlo niske cijene samo da bi se riješili tih vrijednosnica. Tako negativno utječu na tržište i dovode nove emisije vrijednosnica u opasnost. To se izbjegava ograničavanjem prodaje ispod emisijske cijene u razdoblju na primjer 6 ili 12 mjeseci nakon dana zatvaranja emisije. Za prekršaj takve odredbe emitent može zaračunati penale. Takvi problemi se također mogu izbjeći ako središnja banka preuzme neprodani dio emisije kao intermedijar u plasmanu vrijednosnica. Središnja banka može pratiti rad konzorcija i unaprijed utvrditi prodajnu snagu konzorcija te preuzeti neprodani dio, kako bi ga u nekom kasnijem trenutku ponovno plasirala na tržište. Takav način plasmana kombinira dvije tehnike: tehniku javnog upisa i tehniku sukcesivne emisije.

Iako tehnika javnog upisa ima određene prednosti glede široke distribucije vrijednosnica, ona je u stvari *jedna od najskupljih tehnika* prodaje državnih vrijednosnica i manje je korisna ako na tržištu dominira mali broj velikih institucionalnih investitora.

Tehnike aukcije (engl. Auction techniques)

(1) Aukcija na temelju jedinstvene cijene (engl. *Uniform price auction*).

(2) Aukcija na temelju ponudbene cijene ili višestruke cijene¹⁵ – svaki uspješan investitor-ponuditelj plaća cijenu koju je ponudio (engl. *bid price or multiple price auction, tender offer*).

¹⁵ Tehnika aukcije na temelju ponudbene cijene naziva se i “tender” postupak, jer “bid” ili “tender” znači ponuda cijene.

Putem aukcija se najčešće prodaju trezorski zapisi, no od sredine 80-tih godina ova se tehnika sve više koristi i za srednjoročne i dugoročne vrijednosnice. Ovakav razvoj rezultat je dvaju trendova na financijskom tržištu: trend prema sve većoj institucionalizaciji i internacionalizaciji.

Ako je država institucionalno razvijena i ima profesionalnu tržišnu strukturu, ona kao emitent može koristiti *tehniku aukcije* kao alternativan način prodaje državnih vrijednosnica. Ova tehnika ima određene prednosti, posebno u uvjetima nestabilnog i osjetljivog tržišnog okruženja, gdje postoje određene poteškoće s određivanjem fiksnih prinosa na nove emisije prema tržišnim uvjetima. Korištenjem aukcijske tehnike tržište određuje prinos na nove emisije, a emitent ima određenu slobodu u određivanju obujma i različitih prinosa emisije te sam odlučuje gdje će povući crtu na popisu ponuda. Ako postoji kvantitativan cilj zaduživanja, može se povući crta na razini zadnje ponude koja je dostigla željeni iznos, dok se cijena emisije koja proizlazi iz svih prihvaćenih ponuda prihvaća pasivno. Sa druge strane emitent može odrediti cilj koji se odnosi na cijenu (engl. *strike price*) i prema tom cilju povući crtu na popisu ponuda. Primjenom ove tehnike također može doći do neželjenog učinka, na primjer da ne pristigne dovoljno ponuda koje bi zadovoljile željeni iznos emisije.

Postoje dvije osnovne metode - aukcija na temelju jedinstvene cijene i aukcija na temelju ponudbene ili višestruke cijene, ali moguća je i kombinacija ovih dviju metoda. *Aukcija na temelju jedinstvene cijene*¹⁶ završava tako da svaki uspješan investitor-ponuditelj plaća jedinstvenu cijenu i to najnižu od svih prihvaćenih ponuda. Ukupan trošak emisije je prinos koji se određuje prema zadnjoj prihvaćenoj ponudi. *Aukcija na temelju ponudbene cijene ili višestruke cijene* završava tako da svaki uspješan investitor-ponuditelj plaća cijenu koju je ponudio, a trošak ukupne emisije odgovara vaganoj sredini prinosa svih prihvaćenih ponuda. Kombinacija ovih metoda izgledala bi tako, da svi investitori koji su ponudili cijenu iznad vagane sredine ponudbene cijene plaćaju prosječnu ponudbenu cijenu, dok oni koji su ponudili cijenu ispod vagane sredine plaćaju cijenu koju su ponudili. Pri tehnici provođenja aukcija također postoje varijacije radi prilagodbe uvjetima na tržištu. Na primjer, može se odrediti minimalna cijena ispod koje se neće prihvatiti ponuda ili proširiti prodaja na dvije razine, prva za financijske institucije ili primarne dilere, a druga za male investitore koji bi mogli predati konkurentnu ili nekonkurentnu ponudu (ponuda bez izražene ponudbene cijene).

¹⁶ Aukcija na temelju jedinstvene cijene ili "*Uniform price auction*" često se naziva "*Dutch auction*". U francuskoj se pojam "*adjudication a la hollandaise*" koristi za aukcije na temelju ponudbene ili višestruke cijene. Više o tome vidi Gray, 1993.

Tehnike sukcesivne emisije (engl. "Tap issue" techniques):

- (1) Sukcesivna prodaja sekundarnom tržištu putem državnog brokera.
- (2) Sukcesivna prodaja putem mreže bankarskog sustava ili sustava pošte.

Tehnika sukcesivne emisije se najčešće koristi za emisije neutrživih državnih vrijednosnica za male investitore, ali često se koristi i za emisiju utrživih srednjoročnih i dugoročnih državnih vrijednosnica, posebno u uvjetima neizvjesnosti i promjenjivih kamatnih stopa. Ovom tehnikom moguće je postupno emitirati vrijednosnice i prilagođavati uvjete vrijednosnice uvjetima na tržištu. Postoje dva oblika ove tehnike: (a) prodaja tehnikom sukcesivne emisije putem specijaliziranog državnog brokera, gdje investitori kupuju nove emisije na isti način kao i postojeće državne vrijednosnice na sekundarnom tržištu; (b) prodaja kroz mrežu podružnica u bankarskom sustavu ili sustava pošta, preko šaltera ili putem primarnih dilera.

Prodaja sukcesivnih emisija preko šaltera bankarskog sustava ne daje istu fleksibilnost u prilagođivanju cijene emisija promjenama na tržištu kao što to omogućuje prodaja na sekundarnom tržištu. Radi se ustvari o vremenskom pomaku, jer je emitentu u interesu ponuditi jedinstvenu cijenu u cijeloj zemlji. Određene poteškoće predstavlja istovremeno informiranje svih banaka, pošta i malih investitora o promijenjenim uvjetima nove emisije, te je emitent u stanju samo mehanički pratiti tržište.

Prodaja sukcesivne emisije vrijednosnica neposredno na sekundarnom tržištu ima nekoliko prednosti, posebno ako su uvjeti nove emisije izmijenjeni: visok stupanj fleksibilnosti u pogledu promijenjenih uvjeta emisije; postizanje najboljih mogućih uvjeta emisije u danim okolnostima; održavanje urednih tržišnih uvjeta u osjetljivom tržišnom okruženju; podržavanje politike kamatnih stopa.

Kad se govori o *postizanju najboljih uvjeta na tržištu*, emitent može putem sukcesivne emisije djelovati tako da iskoristi prednosti povoljnih tržišnih uvjeta, a izbjegne troškove zaduživanja u nepovoljnim uvjetima na tržištu. U slučaju padajućih kamatnih stopa može usporiti prodaju nove emisije prilagođivanjem ponudbene cijene tako da je poveća više nego proporcionalno. Kada kamatne stope postignu novu razinu, može vratiti uvjete ponude na razinu prinosa sekundarnog tržišta ili sniziti cijenu povećanjem prodaje vrijednosnica. Jednako tako se ovom tehnikom može podržavati vlast u provođenju politike kamatnih stopa. Ako naglo dođe do povećanja kamatnih stopa, program prodaje novih emisija može se zaustaviti ublažavanjem prodajnog pritiska na tržištu. Moguće je djelovati i suprotno - ako kamatne stope padaju, cijena novih emisija se jednostavno ne mijenja. Iz takve operacije proizlazi pozitivna razlika u prinosima s obzirom na prinose sekundarnog tržišta, što pomaže preusmjerenju pritiska kupovanja obveznica na novu sukcesivnu emisiju. Ako monetarna politika ima namjeru utjecati na oblik

krivulje prinosa u smislu utjecanja na očekivana kretanja kamatnih stopa, moguće je podržavati takvu politiku ponudom sukcesivne emisije vrijednosnica s različitim dospijećima.

Tehnike privatnog plasmana (engl. Private placement techniques)

Tehnika privatnog plasmana koristi se za neutržive instrumente zaduživanja koji su posebno kreirani za institucionalne investitore ili banke. Samo se u iznimnim slučajevima koristi ova tehnika za emisiju utrživih državnih vrijednosnica, odnosno kad se radi o vrlo velikim iznosima koji se prodaju odabranim bankama, osigurateljima, mirovinskim fondovima i na zahtjev samog investitora.

Kombinacija prodajnih tehnika

- (1) Kombinacija tehnike javnog upisa na temelju fiksne cijene i tehnike sukcesivne emisije.
- (2) Kombinacija tehnike javnog upisa na temelju fiksne cijene i aukcije.
- (3) Kombinacija aukcijske tehnike i tehnike sukcesivne emisije.
- (4) Kombinacija tehnike javnog upisa na temelju fiksne cijene, aukcijske tehnike i tehnike sukcesivne emisije.
- (5) Kombinacija svih tehnika.

Moguće je kombinirati razne tehnike emitiranja državnih vrijednosnica, ovisno o potrebama države, preferencijama i uvjetima na tržištu.

Vremensko usklađivanje novih emisija državnih vrijednosnica

U provođenju programa zaduživanja država može vršiti: neredovite emisije, redovite ili relativno redovite emisije te kontinuirane emisije (ili sukcesivne emisije). Raspored novih emisija ovisi o dospijeću postojećeg duga, jer se često otplate financiraju emitiranjem novih vrijednosnica, te o apsorpcijskoj moći financijskog tržišta. Pri izboru između ova tri pristupa emitent može razmišljati o tome kako izbjeći ili minimizirati neželjene negativne učinke na tržište koji proizlaze iz operacija zaduživanja. Radi transparentnosti i učinkovitosti financijskog tržišta poželjno

je znati: koliko se otprilike država misli zadužiti, metode emitiranja duga i raspored operacija zaduživanja.

Mogućnost uvođenja odredbe obveznog investiranja

Ako je razvoj tržišta državnih vrijednosnica u ranoj fazi, a potrebe financiranja države su velike s obzirom na apsorpcijski kapacitet tržišta, postoji mogućnost uvođenja odredbe obvezatnog investiranja u državne vrijednosnice. Osiguravajuća društva, mirovinski fondovi ili čak banke mogu biti obvezane, da prema takvoj odredbi investiraju određen udio svoje ukupne aktive u državne vrijednosnice. Opravdanost takve mjere ovisi u velikoj mjeri o visini kamatne stope koju bi država bila spremna platiti za te vrijednosnice. U takvim bi uvjetima bilo poželjno da se prodaja vrši prema tržišnim uvjetima. Međutim, takva odredba se ne preporučuje, jer može voditi prema ozbiljnim poremećajima kamatnih stopa na tržištu.

Uloga sekundarnog tržišta

Sekundarno tržište je transakcijsko tržište, na kojem se obavlja stalna kupoprodaja već emitiranih vrijednosnica koje su u ruke investitora došle prodajom na primarnom tržištu. Radi zaštite sudionika uređuje se pravno i organizacijski, te ima ulogu podešavanja likvidnosti. Postoje dvije kategorije tržišta koje čine sekundarno tržište: službena burza i OTC tržište¹⁷. U posljednjih nekoliko godina pridaje se sve veća pozornost potrebi postojanja razvijenog, organiziranog i dobro funkcionirajućeg sekundarnog tržišta za državne vrijednosnice. Efikasno sekundarno tržište za državne vrijednosnice važno je za plasman novih emisija i dugoročno gledano neophodno za ostvarenje ciljeva države. Posebnu pozornost treba posvetiti izboru tehnika trgovanja, standardizaciji državnih vrijednosnica, uređenju klirinškog sustava i vođenju evidencije obračuna i likvidacije, organizaciji i upravljanju sekundarnim tržištem. Potrebno je razmotriti djelovanje specijalista (dileri) u trgovanju državnim vrijednosnicama, razvoj učinkovitog tržišta derivata i uvođenje automatizacije.

¹⁷ Više o tome Lovrinović, 1997. i Orsag, 1992.

Tehnike trgovanja

Izbor tehnike trgovanja na sekundarnom tržištu za državne vrijednosnice u velikoj mjeri ovisi o strukturi tržišta, kategorijama sudionika i obujmu trgovine (Bröker, 1993). Jedna od tehnika trgovanja pogodna za tržišta s manjim obujmom trgovine je tradicionalni *“order-match” sustav* koji djeluje prema načelu aukcije. Pri svakoj trgovini, cijena za svaku pojedinu emisiju fiksira se na tržištu uspoređivanjem uvjeta i obujma svih kupovnih i prodajnih naloga, zadržavajući onu cijenu pri kojoj se ostvaruje najveći obujam prodajnih i kupovnih naloga. Tako dobivena cijena preuzima ulogu službene cijene pri kojoj se mogu izvršiti i manji nalozi koji inače ne prolaze na tržištu. Druga tehnika trgovanja pogodna za tržišta s velikim obujmom trgovine je *“market maker” sustav*. Market makeri efikasno djeluju u dvosmjernim kotacijama i spremni su kupiti ili prodati određene iznose vrijednosnica za koje su pristali djelovati kao market makeri. Tako se osigurava sigurna kupoprodaja većih iznosa određenih državnih vrijednosnica. Proces identifikacije najbolje moguće cijene na tržištu omogućava se pomoću interdiler brokera, koji kao prate tržište i kontinuirano objavljuju kotacije vrijednosnica. U svrhu unapređenja likvidnosti na sekundarnom tržištu državnih vrijednosnica, market makeri se koriste raznim mogućnostima, između ostalog i ugovorima o reotkupu. Ovisno o karakteru samog tržišta moguće je kombinirati ova dva sustava.

Standardizacija

Učinkovito i dobro funkcionirajuće tržište državnih vrijednosnica podrazumijeva postojanje visoko standardiziranih instrumenata državnoga duga kojima se trguje u većim iznosima. Standardizacija instrumenata odnosi se na kamatne stope, otplate, dospijeaća i oporezivost, te je poželjno ograničiti raznovrsnost karakteristika državnih vrijednosnica na relativno pregledan broj. Država kao emitent, zbog standardizacije, preferira *“bullet”* emisije, odnosno emisije koje se otplaćuju odjednom pri dospijeaću, iako su neki investitori više zainteresirani za amortizacijske emisije koje se otplaćuju u anuitetima.

Tržište izvedenih financijskih instrumenata (derivata)

U uvjetima neizvjesnosti i promjenjivih kamatnih stopa važno je da trgovina državnim vrijednosnicama bude zaštićena od rizika. Potporu toj potrebi daje tržište

izvedenica ili derivata. U tom slučaju se trguje instrumentima izvedenima iz već postojećih državnih vrijednosnica tzv. *futures ugovorima i opcijama*.

Futures ugovor je standardiziran ugovor o kupnji ili prodaji standardne količine nekog instrumenta u kojem je precizirana cijena i datum izvršenja u budućnosti. Standardizacija tog ugovora omogućuje trgovinu na sekundarnom tržištu. *Opcije* su ugovori o kupnji ili prodaji određene robe ili financijskog instrumenta na određeni dan i prema unaprijed određenoj cijeni, s tim da postoji mogućnost uporabe prava odustajanja od ugovora. Dvije su temeljne vrste opcija: “*call option*” – *opcija poziva ili kupnje* i “*put option*” – *opcija za prodaju*. Općenito, mehanizam zaštite od raznih rizika poznat je pod nazivom – “*hedging*”. Radi kreacije tih izvedenica pojačava se potreba za standardizacijom državnih vrijednosnica. Tržište derivata na temelju državnih vrijednosnica ima sve karakteristike razvijenog sekundarnog tržišta. Prema tome, trgovina se treba temeljiti na market maker sustavu, a tržište treba biti automatizirano.

Klirinški sustav i vođenje evidencije obračuna i likvidacije

Klirinški sustav i vođenje evidencije obračuna i likvidacije sastavni je dio funkcioniranja sekundarnog tržišta svih vrijednosnica, jer kupci moraju biti sigurni da su postali vlasnici kupljenih vrijednosnica, a prodavatelji da su primili sredstva na temelju prodanih vrijednosnica. Tu funkciju provodi ***središnja depozitarna institucija (SDA)*** koja ima ulogu središnje ustanove za pohranu, čuvanje i prenošenje vlasništva vrijednosnica. U toj instituciji obavlja se isporuka vrijednosnica između sudionika posredstvom kompjutoriziranog sustava knjiženja. Time se smanjuje fizičko prenošenje vrijednosnica, ako su u materijalnom obliku. Međutim, one su najčešće u dematerijaliziranom obliku, a bilježe se prema “*book-entry*” načelu, odnosno kompjutorizirano.

Automatizacija

Efikasno sekundarno tržište vrijednosnica danas ne može funkcionirati bez moderne informatičke i komunikacijske tehnologije. Tržište vrijednosnica vrlo je pogodno za automatizaciju. Funkcije tržišta koje se mogu automatizirati su:

(1) Transakcijski proces vrijednosnica – prikupljanje i usmjerivanje naloga na tržištu; proces određivanja cijena; izvršenje, potvrda i usporedba naloga; kliring i vođenje evidencije obračuna i likvidacije; obavještanje sudionika o izvršenju naloga.

- (2)Širenje tržišnih informacija.
- (3)Nadzor nad tržištem vrijednosnica.

Međunarodno tržište državnih vrijednosnica

Posebno međunarodno tržište za državne vrijednosnice ne postoji. Države, odnosno vlade, najveći su sudionici globalnog tržišta, kao emitenti, ali isto tako i kao institucionalni investitori. Tržište je međunarodno, jer se obveznice izdaju na nekom inozemnom tržištu, a vjerovnici i dužnici su rezidenti različitih zemalja¹⁸. Države su emitenti zbog više razloga: imaju ocijenjen i održiv investicijski kreditni rejting temeljem kojeg im je pristup međunarodnom tržištu kapitala relativno jednostavan; svoje potrebe financiranja proračuna ne mogu podmiriti na domaćem tržištu; domaće tržište državnih vrijednosnica je nedovoljno razvijeno; postoji potreba za inozemnim sredstvima.

Međunarodno tržište obveznica može se podijeliti u dvije kategorije (Foley, 1993): *tržište vanjskim obveznicama i tržište euroobveznicama*.

Vanjske obveznice

Vanjske obveznice emitiraju strani emitenti na nekom domaćem tržištu i u valuti tog tržišta. Ono što razlikuje vanjske obveznice od običnih domaćih obveznica jest činjenica da se zakonski razlikuju obveznice koje emitiraju rezidenti od onih koje emitiraju nerezidenti. Razlike se mogu odnositi na porezne zakone, različita pravila za iznose emisija, zahtjeve koji se odnose na vrstu i broj informacija koje emitent mora podnijeti prije same emisije, razlike u evidentiranju i ograničenja za investitore. Najznačajnija su tržišta: *Zürich, New York, Tokyo, Frankfurt, London i Amsterdam*. Vanjske obveznice mogu imati različita imena, npr. u SAD "*Yankee bonds*", Japanu "*Samurai*", Nizozemskoj "*Rembrandt*" ili "*Bulldog*" u Londonu.

¹⁸ Više o međunarodnom financijskom tržištu vidi Grabbe, 1996. i Zipf, 1997.

Euroobveznice

Euroobveznice se razlikuju od vanjskih obveznica po tome što se euroobveznice emitiraju istodobno u mnogim financijskim središtima. Emitenti mogu ponuditi obveznice denominirane, npr., u američkim dolarima, koja se u isto vrijeme prodaje preko financijskih posrednika u više zemalja. Izraz “euroobveznice” postao je generički pojam koji pokriva bilo kakvu emisiju koja istodobno privlači sredstva iz različitih dijelova svjetske ekonomije. Većina euroobveznica je na donosioca, dok je na primjer *Yankee obveznica* registrirana i ima serijski broj. Isplata kamata kod euroobveznica je obično oslobođena od poreza. *Euroobveznice* se razlikuju od *eurokredita* po tome što kupac obveznice ne mora neposredno brinuti o financijskom stanju emitenta.

Eurokredit

Eurokredit je ugovor o kreditu kod kojeg se dužnik obvezuje na ispunjavanje unaprijed određenih uvjeta koji se odnose na njegovo financijsko stanje i sam ugovor ima ugrađene klauzule.

Emisija euroobveznica

Euroobveznice se prodaju putem sindikata banaka (*underwriting syndicate*). Zajmotražitelj pristupa nekoj investicijskoj banci i nudi joj da upravlja emisijom obveznica (*lead manager*), investicijska banka – “*lead manager*” može zatim pozvati manju grupu banaka da sudjeluje u organiziranju i emisiji novih obveznica, koje uz “*lead managera*” čine grupu banaka koje upravljaju emisijom – “*managing banks*”. Nakon pregovora zajmotražitelj prodaje obveznice grupi banaka koje upravljaju emisijom. Ta grupa banaka (*manager*) prodaju obveznice drugim bankama koje su podijeljene na potpisnike emisije (*underwriter*) i prodavatelje. Zatim banke potpisnice ili *underwriteri* i prodavatelji prodaju obveznice dilerima i krajnjim investitorima. *Banke underwriteri* se razlikuju od prodavatelja po tome što su se unaprijed obvezale na kupnju obveznice uz neku minimalnu cijenu iako se obveznice ne mogu prodati kasnije uz neku višu cijenu na tržištu. *Banke menadžeri* istovremeno djeluju i kao *banke underwriteri* i kao prodavatelji. Emitent euroobveznica zadužuje jednu banku za isplatu kamata i glavnice. Euroobveznice se također javljaju u

mnogim oblicima. *Klasična euroobveznica (straight eurobond), eurodolarske obveznice, euro-DEM obveznice, euro-YEN obveznice*. One mogu imati *fluktuirajuće kamatne stope* vezanu uz npr. *LIBOR*¹⁹; *obveznice bez kupona (zero-coupon)*; *konvertibilne obveznice; obveznice u dvije valute (dual-currency bonds)*, itd.

Zaključak

Državne vrijednosnice ne otvaraju vrata neograničenom zaduživanju javnog sektora. One ne predstavljaju ni zamjenu poreznoj politici, već su korisna nadopuna dobro vođenoj fiskalnoj politici. Budući da se istovremeno koriste kao instrument monetarne politike u operacijama na otvorenom tržištu i kao instrument fiskalne politike u upravljanju javnim dugom, državne vrijednosnice predstavljaju važan instrument makroekonomske politike.

Kreativnim oblikovanjem tog instrumenta te raznim tehnikama emitiranja, moguće je odgovoriti na gotovo sve potrebe i preferencije tržišta uz istovremenu korist državi kao emitentu. Na primjer, kratkoročni instrumenti služe državi za upravljanje gotovinom, pokrivajući sezonsku potrebu financiranja, a investitorima kao siguran i unosan kratkoročni plasman. Utrživi srednjoročni i dugoročni instrumenti daju državi mogućnost financiranja dugoročnih projekata, dok investitorima njihova utrživost jamči fleksibilnost i sigurnost u dugom roku.

U uvjetima nerazvijenog domaćeg financijskog tržišta, međunarodno tržište državnih vrijednosnica omogućuje državi relativno jeftinije i brže financiranje. Međutim, pritom potrebe razvoja vlastitog tržišta ostaju zanemarene.

¹⁹ LIBOR – London Interbank Offered Rate, može biti i EURIBOR, FIBOR, ZIBOR itd.

LITERATURA

1. *Akhtar, M. A.*: "Understanding Open Market Operations", Federal Reserve Bank of New York, 1997.
2. *Bröker, G.*: "Government Securities and Debt Management in the 1990s", OECD, 1993.
3. *Fabozzi, F.J.*: "The Handbook of Fixed Income Securities", Irwin Professional Publishing, Fifth Edition, Chicago, 1997.
4. *Foley, B.J.*: "Tržišta kapitala", MATE, Zagreb, 1993.
5. *Grabbe, J.O.*: "International Financial Markets", Third Edition, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall, 1996.
6. *Gray, B.*: "Beginners' Guide to Investment", 2. Edition, London, Business Books Ltd, 1993.
7. *Lovrinović, I.*: "Novčano tržište – srce financijskog tržišta", Zagreb, O-tisak, 1997.
8. *Meulendyke, A. M.*: "U.S. Monetary Policy and Financial Markets", Federal Reserve Bank of New York, 1989.
9. *Mishkin, F.*: "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", 5. Ed., Addison Wesley Longman, Inc., 1998.
10. *Orsag, S.*: "Financiranje emisijom vrijednosnih papira", Institut za javne financije, Zagreb, 1992.
11. *Papaioannou, M. G.*: "Government Securities in Emerging Capital Markets", IMF, Working Paper in Capital Market Development Capital Mobilization Strategies for Emerging Market countries, T. Chuppe, G. Tsetsekos, North Holland, 1993.
12. *Romer, D.*: "Why should governments issue bonds?", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 25, No. 2, 1993.
13. *Schwanfelder, W.*: "Geldanlage mit System", Falken, Niedernhausen/Ts., 1997.
14. *Sundaresan, S.*: "Fixed Income Markets and their Derivatives", Cincinnati, South-Western Publishing, 1997.
15. *Sumpor, M.*: "Utjecaj državnih vrijednosnica na financijsko tržište", Magistarski rad, Ekonomski fakultet Zagreb, Sveučilište u Zagrebu, 1999.
16. *Zipf, R.*: "How the Bond Market Works", 2. Edition, New York Institute of Finance, 1997.

GOVERNMENT SECURITIES MARKET

Summary

The government securities market is one of the most important parts of the financial market in developed countries. While seeking for additional financing resources, a Government has to address members of the financial market and provides at the same time a benchmark, according to which all members of the market act. It is possible to develop the secondary market by establishing an efficient primary market using various placement techniques for securities and creating different forms of securities, taking the current economic situation and investors preferences into account. The usefulness of issued securities becomes evident when financial market players can sell their securities, whenever the need for liquidity occurs. Only then is the Central bank able to perform open market operations and influence money flows. In undeveloped financial markets, governments have difficult access to domestic financing mostly due to insufficient demand. In such circumstances the international financial market becomes attractive, because better conditions and existing demands. However, governments neglect in that case the needed creation of the domestic government securities market, which serves as the basis for all remaining financial flows.