
Ministertvo za finansii i Narodna banka na Republika Makedonija

Strategija za razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost

*I zgotovena od ~lenovite na **Rabotnata grupa za razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost***

Septemvri, 2003 godina

Sodr`ina:

Rezi me

1. Voved

2. Celi na Strategijata za razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost

3. Momentalna sostojba

3.1 Pazar na dr`avni hartii od vrednost

3.2 Javen dolg na Republ i ka Makedoni ja

3.2.1 Vnatre{ en dolg

3.2.2 Nadvore{ en dolg

4. Osnovni preduslovi za uspe{ en razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost

5. Osnovni pri~ini za razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost

6. Rizici povrzani so enisijata na dr`avnite hartii od vrednost i voop{ to so upravuvaweto so javni ot dolg

7. Zakonska i insti tuci onalna ranka

8. Razvoj na primaren pazar na dr`avni hartii od vrednost

8.1 Fi nansi ski i nstrumenti

8.2 Potencijalni i nvesti tori

8.3 Tehni ki na proda`ba

9. Razvoj na sekundaren pazar na dr`avni hartii od vrednost

10. Koordi nacija pome|u fi skal nata i monetarnata poli tika vo razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost

11. Akcioni en plan

Rezi me

Strategijata na razvoj na pazar na dr`avni hartii od vrednost e dokument koj gi sublimira naporite na Vladata na Republika Makedonija za poefikasno finansirawe na buxetskiot likvidnos en jaz koj e determiniran od vremenskata neusoglasenost na javnite prihodi i rashodi, odnosno na buxetskiot deficit na Republika Makedonija, pri istovremeno poddr`uvawe na razvojot na finansiskite pazari.

I zgotvuvaweto na ovoj dokument e vo soglasnost so Makroekonomskata politika na Republika Makedonija za 2003 godina, so koj se predviduva realizacija na proektot za izdavawe na kratkoro~ni hartii od vrednost.

Celi na Strategijata i ocenka na momentalnat a sostojba na pazarot na kapital

Glaven akcent vo Strategijata e staven na potrebata od pro{iruvawe na izvorite za finansirawe na buxetskiot deficit { to treba da pridonese kon namaluvawe na tro{ocite na dolg rok i kratkoro~no finansirawe na tekovnite rashodi, pottiknuvawe podinami~en razvoj na finansiskite pazari vo Republika Makedonija, pottiknuvawe na konkurencijata vo finansiskiot sektor, koja treba da pridonese kon kreirawe na novi finansiski instrumenti i proizvodi; podobruvawe na koordinacijata pome|u fiskalnata i monetarnata politika preku sozdavawe na uslovi za sproveduvawe na intervencii preku sopstveni instrumenti, na razli~ni segmenti na finansiskite pazari na dolg rok; iscertuvawe na krivata na prinosot od bezrizi~ni dr`avni hartii od vrednost so cel polesno utvrduvawe na cenata na ostanatite instrumenti na finansiskite pazari; kreirawe na finansiski instrumenti adekvatni na potrebite na institucii te koi treba da proizlezat od reformata na penziskiot sistem, promovirawe na {tedeweto preku infiltrirawe vo sektorot na naseleni eto i dr.

Vo moment ov, vo Republika Makedonija ne postoi sistem na finansirawe na potrebite na dr`avata preku redovni emisii na dr`avni hartii od vrednost. Vo zemjava od 1994 godina postojat aukcii na kratkoro~ni hartii od vrednost, odnosno blagajni ~ki zapisi na Narodnata banka na Republika Makedonija, koi se koristat kako instrument za monetarno regulirawe. Pazarot na dr`avni hartii od vrednost se karakterizira so povremeni emisii na primarniot pazar na hartii od vrednost, determinirani od potrebata za re{avawe na strukturnite problemi: t.n. staro devizno {tedewe, isplata na banki po staro devizno {tedewe, eliminirawe na selektivni krediti, sanacija i rekonstrukcija, a podocna i privatizacija na Stopanska banka a.d. Skopje, kako i za denacionalizacija. So ogled na toa {to ovi e obvrznici se izdadeni za namiruvawe na odredeni obvrski na dr`avata, preku ednokratni i namenski emisii, nivnite karakteristiki ne soodvetstvuvaat na potrebite na potencialnite investitori (pred sî dolgi rokovi). Del od ovi e hartii od vrednost se relativno likvidni na sekundarniot pazar (preku Berzata), a ni vnoto trgovawe e stimulirano od strana na dr`avata preku davawe na odredeni povolnosti.

Vo strukturat a na vkupniot javen dolg na Republika Makedonija, vo koj se vkluuvaat i izdadeni te obvrznici, dominantno u~estvo ima nadvoret ot dolg. So ogled na faktot deka golem del od izdadeni te obvrznici od strana na dr`avata se denominirani vo stranska valuta, poto~no vo evra, proizleguva deka najgolem del od javniot dolg na zemjata go~inat obvrski vo stranska valuta, {to nosi rizik po platniot bilans na zemjata.

Vo uslovi na nerazvien pazar na dr`avni hartii od vrednost mo`e da bide ote`nato prenaso~uvaweto kon doma{ni izvori na finansirawe na javniot dolg, poradi {to razvojt na pazarot na dr`avni hartii od vrednost se nametnuva kako potreba ne samo za pottiknuvawe na razvojt na finansiskite pazari, tuku i za efikasno servisirawe na javniot dolg so cel odr`uvawe na makroekonomska stabilnost.

Aktivnosti za razvoj na primarni ot i sekundarni ot pazar na dr`avni hartii od vrednost

So cel da se ovozmo`i realizacija na proektot za izdavawe na kratkoro~ni hartii od vrednost, }e se izvr{i dozaokru`uvawe na zakonskata regulativa vo oblasta na trguvaweto so kratkoro~nite hartii od vrednost i vospostavuvawe na institucionalna ramka na upravuvawe so javni ot dolg. Se predviduva da se donese akt za trguvaweto preku {alter, }e se intervenira vo podzakonskite akti, }e se izvr{i razrabotka na procedurite na primarnoto i sekundarnoto trguvawe na kratkoro~nite dr`avni hartii od vrednost, kreirawe sistem na poramnuvawe na transakciite so dr`avni te hartii od vrednost vo Centralni ot depozitar za hartii od vrednost, {to }e ovozmo`i poramnuvawe na transakciite vo tekot na isti ot den.

Razvojot na *primarni ot pazar na dr`avni hartii od vrednost* }e po~iva na prifa}aweto na pazarni principi pri pokrivawe na buxetskite deficiti, koi podrazbiraat ***fleksibilno i konkurentno utvrduvawe na kamatnite stapki***. I maj}i go predvid stepenot na doverba na potencialnite investitori (banki, nebankarski finansiski institucii, kompanii od nefinansiskiot sektor, individualni investitori-doma}instva) kako i nivnata finansiska mo}, na po~etokot }e se zapo~ne so izdavawe na dr`avni hartii od vrednost so rok **od 3 meseci koi }e glasat vo doma{na valut a**. Prodol`uvaweto na rokot na dr`avni te hartii od vrednost }e odi postepeno, vo zavisnost od uspe{nosta na dr`avata vo steknuvawe na pogolema doverba kaj potencialnite investitori i vo ~ekor so ekonomski ot razvoj na zemjata, a osobeno razvojot na insti tuci onalni te i nvesti tori (osiguritelni kompanii, privatni penziski i investicioni fondovi).

Od aspekt na *tehnikite na prod`ba* na dr`avni hartii od vrednost vo Republika Makedonija, prednost se dava na **aukciskata prod`ba**. Ova od pri~ina {to se o~ekuva na po~etokot **bankite da bidat dominantni investitori vo dr`avni hartii od vrednost**, a tie imaat pogolemi poznavawa za aukciskiot mehanizam i preferiraat pazarno formirawe na kamatnite stapki. Vo tekot na izminatiov period banki te akti vno u~estvuva na aukciite na blagajni ~ki zapisi vo NBRM {to pridonese za steknuvawe na iskustvo vo vrska so funkcioniraweto na aukciskiot mehanizam. Vo prilog na aukciskata prod`ba e i akti vnoto u~estvo na pravni te i

fizi~kite lica na aukciite na blagajni~ki zapisi, preku banki, vo tekot na izminati ve dve godini.

Vo vrska so izborot na tip na tender pri aukciska prodaba na dr`avni hartii od vrednost vo Republika Makedonija, vo po~etokot se predviduva da se zapo~ne so **amerikanskiot tip na aukcija**. Osnovnata pri~ina za opredeluvawe za ovoj tip na tender se poznavawata na bankite i nivnite klienti za ovoj tip na aukcija vo sporedba so tenderot so uniformna cena, kako rezultat na nivnoto u~estvo na aukcii na blagajni~ki zapisi kade se primenuva amerikanskiot tip na aukcija. Isto taka, vo uslovi koga postojat te{ kotii za predviduvawe na pobaruva~kata za dr`avni hartii od vrednost, primenata na holandskiot tip na aukcija mo`e da rezultira vo prifa}awe na poniska uniformna cena, { to zna~i pogolemi tro{oci za dr`avata. Me|utoa, ova ne zna~i deka holandskiot tip na aukcija ne treba da se primenuva voop{ to, tuku deka negovoto prifa}awe bi bilo poadekvatno vo podocne`nite fazi na razvoj na pazarot po stabilizirawe na pobaruva~kata za dr`avni hartii od vrednost na odredeno nivo, { to }e ovozmo`i iskoristuvawe na prednostite od namalenata neizvesnost vrz dvi`eweto na kamatnite stapki.

Direktno u~estvo na aukciite na dr`avni hartii od vrednost }e imaat **bankite** vo Republika Makedonija a ostanatite u~esnici }e mo`at da podnesuvaat ponudi za kupuvawe na dr`avni hartii od vrednost preku bankite.

Poradi te{ kotiite okolu utvrduvaweto na preciznite iznosi za sekoja poedine~na aukcija, na po~etokot pri izdavaweto na kratkoro~nite hartii od vrednost Republika Makedonija }e objavuva { estmese~en **kalendar na aukcii** vo koj }e bi dat utvrdeni kvartalni iznosi za prodaba na dr`avni hartii od vrednost, pri { to precizni ot iznos za sekoja aukcija }e bi de objaven nekolku dena pred odr`uvawe na aukcijata. Istovremeno, pri utvrduvaweto na iznosot na hartii od vrednost za sekoja aukcija nema da ima големи fluktuacii so cel da se obezbedi **stabilnost vo ponudata**, { to e od osobeno zna~ewe za odr`uvawe na interesot na investitorite za dr`avni hartii od vrednost. Pri utvrduvawe na frekventnosta na aukciite, }e se vodi сметка za poddr`uvawe na razvojot na **sekundarniot pazar na dr`avni hartii od vrednost**.

Razvojot na sekundarniot pazar na dr`avni hartii od vrednost e usloven od izgradba na konkurentna pazarna infrastruktura. Praksata poka`uva deka **pazarite preku {alter** obezbeduvaat pogolema konkurentnost vo trguvaweto so hartii te od vrednost otkolku instituci onalizirani te pazari, kako { to se kaj nas

Berzata za dolgoro~ni hartii od vrednost i Pazarot na pari i kratkoro~ni hartii od vrednost. Od osobeno zna~ewe za investitori te e vremenskoto poramnuvawe na sklu~enite transakcii da se izvr{ i istiot den (t+0) so prenos na sopstvenosta na hartii te istovremeno so pla}aweto { to glavno go ovozmo`uvaat nei nsti tucional izirani te pazari, odnosno pazari te preku { al ter.

Za uspe{ en razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost }e postoi **koordinacija** pome|u monetarnata i fiskalnata politika, kako rezultat na potrebata za postignuvawe na me|usebno konzistentni targeti so cel ostvaruvawe na glavnite celi na ekonomskata politika (cenovna stabilnost, odr`liv ekonomski rast, polna vrabotenost i sl.).

Narodnata banka na Republika Makedonija }e bide **agent na dr`avata** vo vrska so emisijata na dr`avni hartii od vrednost, { to }e pridonese za natamo{ no olesnuvawe na koordnacijata pome|u monetarnata i fiskalnata politika. Za da ne nastane fragmentirawe na pazari te za kratkoro~ni hartii pri paralelno postoeawe na blagajni ~kite i dr`avnite zapisi, centralnata banka }e prodol`i so izdavawe na hartii od vrednost so rok na dostasanost najmnogu do 1 mesec, so { to polesno }e upravuva so nivoto na likvidost i kamatnite stapki vo bankarskiot sistem. Istovremeno, dr`avnite hartii od vrednost }e se izdavaat so podolgi rokovi (tri meseci i podolgo) i so iznosi soodvetni na buxetski te potrebi i mo`nosti. Na ovoj na~in, naporite na centralnata banka za postignuvawe na krajnata cel na monetarnata politika }e bidat skoncentrirani na pazari te so mnogu kratki rokovi, pri { to Ministerstvoto za finansii }e mo`e postepeno da go prodol`uva rokot za finansii rawe na buxetski te def iciti.

]e se formira **Komit et za koordinacija na upravuvaweto so javniot dolgi monetarnata politika**, vo ~ii ramki }e se diskutira i odlu~uva za aktivnostite koi treba da bidat prezemeni so cel ponatamo{ en razvoj na primarni ot i sekundarni ot pazar na dr`avni hartii od vrednost.

Za implementacija na postavenite celi i aktivnosti vo Strategijata, izgotvene Akcionen plan koj e sostaven del na Strategijata.

1. Voved

Strategijata za razvoj na pazar na dr`avni hartii od vrednost e **dokument** koj gi sublimira naporite na Vladata za poefikasno finansirawe na buxetskiot likvidnosan jaz koj e determiniran od vremenskata neusoglasenost na javnite prihodi i rashodi, odnosno na buxetskiot deficit na Republika Makedonija, pri istovremeno poddr`uvawe na razvojot na finansiskite pazari.

I zgotvuvaweto na ovoj dokument e vo soglasnost so **Makroekonomskata politika na Republika Makedonija za 2003 godina**, kade e istaknata va`nosta na razvojot na finansiskite pazari kako zna~aen preduslov za dinamizirawe na ekonomski rast. Istovremeno, ova strategija go poddr`uva ostvaruvaweto na celite na **Strategijata za upravuvawe so javni ot dolg** kade kako najzna~ajni celi se istaknati: obezbeduvawe na potrebните finansiski sredstva za razvoj na zemjata, namaluvawe na tro{oci te za servisirawe na javni ot dolg na dolg rok i razvoj na finansiskite pazari vo Republika Makedonija.

Glaven akcent vo strategijata e staven na potrebata od pazarno finansirawe na buxetskite rashodi i razvojot na pazarot na dr`avni hartii od vrednost, i voop{to na razvojot na finansiskite pazari vo Republika Makedonija. Pritoa,

pazaroto opredeluvawe na kamatnite stapki na izdadenite dr`avni hartii od vrednost i zafaweto na { irok krug na investitori se osnovnite pazarni principi od ~ie zapazuvawe zavisi ostvaruvaweto na celta na ovaa strategija naso~ena kon razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost.

Vo ramkite na strategijata e razgledana momentalnata sostojba na primarniot i sekundarniot pazar na dr`avni hartii od vrednost kako i sostojbata na nadvoren iot i vnatren iot dolg na dr`avata, { to }e pomogne da se objasni potrebata od negov razvoj. Pritoa, se istaknati osnovnite preduslovi i pri~ini za razvojt na pazarot na dr`avni hartii od vrednost, kako i rizicite povrzani so finansiraweto na potrebite na dr`avata preku emisija na hartii od vrednost.

So ogled na zna~eweto na jasnata zakonska regulativa za poddr`uvawe na razvojt na pazarot na dr`avni hartii od vrednost, strategijata posebno vnimanie posvetuva na zakonskata ramka za izdavawe i trgovawe so dr`avni hartii od vrednost. Istovremeno, vo ovoj del e opfaten i pra{aweto za institucionalnata ramka za upravuvawe so javni ot dolg.

I maj}i go predvid po~etni ot stadi um na razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost vo Republika Makedonija, najgolemo vnimanie vo ramkite na ovaa strategija e posveteno na razvojt na primarniot pazar na dr`avni hartii od vrednost. Pritoa, klunite elementi za vospostavuvawe na razvien pazar na dr`avni hartii od vrednost se sogleduvaat vo pravilen izbor na finansiski instrumenti, zafaweto na { irok krug na potencialni investitori i izbor na adekvatni tehniki na prodaba. Istotaka, vo ramkite na ovaa strategija se identifikuvani aktivnostite koi treba da bidat prezemeni so cel razvoj na sekundarniot pazar na dr`avni hartii od vrednost.

Na kraj, e razgledan potrebniot koordinativen aran`man pome|u monetarnata i fiskalnata politika, vo nasoka na razgranuvawe na instrumentite i sozdavawe na formi na sorabotka za razmena na informacii, zaradi ostvaruvawe na zaedni~kata cel - razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost.

2. Celi na Strategijata za razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost

Osovnata cel na ovaa Strategija e naso~ena kon **razvoj na primarniot i sekundarniot pazar na dr`avni hartii od vrednost** koi, sledstveno, treba da ovozmot **poefikasno finansirawe na buxetskite potrebi na kratok rok** (nepre~eno tekovno finansirawe na javnite rashodi) **i na dolg rok** (obezbeduvawe

dolgoro~ni f i n a n s i s k i r e s u r s i z a p o d d r { k a n a r a z v o j o t n a e k o n o m i j a t a) . P r i t o a , n a p o - e t o k o t , n a p o r i t e } e b i d a t s k o n c e n t r i r a n i n a r a z v o j n a p a z a r o t n a k r a t k o r o - n i d r ` a v n i h a r t i i o d v r e d n o s t s o c e l p o e f i k a s n o u p r a v u v a w e s o l i k v i d n o s t a n a b u x e t o t , ~ i j r o k p o s t e p e n o } e b i d e p r o d o l ` u v a n v o z a v i s n o s t o d u s p e h o t n a d r ` a v a t a v o s t e k n u v a w e t o n a d o v e r b a t a n a p o t e n c i j a l n i t e i n v e s t i t o r i i r a z v o j o t n a i n s t i t u c i o n a l n i t e i n v e s t i t o r i . O s t v a r u v a w e t o n a o v a a c e l } e o v o z m o ` i **p a z a r n o f i n a n s i r a w e n a b u x e t s k i o t d e f i c i t v o d o m a { n a v a l u t a i i s t o v r e m e n o n a m a l u v a w e n a m a k r o e k o n o m s k i o t r i z i k p o v r z a n s o n a d v o r e { n o t o f i n a n s i r a w e .** P o k r a j o v a a k l u - n a c e l , S t r a t e g i j a t a e f o k u s i r a n a i n a o s t v a r u v a w e n a s l e d n i v e z n a - a j n i c e l i :

- ✓ P o t t i k n u v a w e p o d i n a m i ~ e n r a z v o j n a f i n a n s i s k i t e p a z a r i v o R e p u b l i k a M a k e d o n i j a ;
- ✓ P r o { i r u v a w e n a i z v o r i t e z a f i n a n s i r a w e n a b u x e t s k i o t d e f i c i t { t o t r e b a d a p r i d o n e s e k o n n a m a l u v a w e n a t r o { o c i t e n a d o l g r o k ;
- ✓ P o t t i k n u v a w e n a k o n k u r e n c i j a t a v o f i n a n s i s k i o t s e k t o r , k o j a t r e b a d a p r i d o n e s e k o n k r e i r a w e n a n o v i f i n a n s i s k i i n s t r u m e n t i i p r o i z v o d i . ;
- ✓ Z g o l e m u v a w e n a o p e r a t i v n a t a n e z a v i s n o s t n a c e n t r a l n a t a b a n k a i o l e s n u v a w e n a i m p l e m e n t a c i j a t a n a m o n e t a r n a t a p o l i t i k a p r e k u s o z d a v a w e n a u s l o v i z a p o n a t a m o { e n r a z v o j n a p a z a r n o o r i e n t i r a n i m o n e t a r n i i n s t r u m e n t i k o i p o d r a z b i r a a t s p r o v e d u v a w e n a v i s t i n s k i f l e k s i b i l n i o p e r a c i i n a o t v o r e n p a z a r ;
- ✓ P o d o b r u v a w e n a k o o r d i n a c i j a t a p o m e | u f i s k a l n a t a i m o n e t a r n a t a p o l i t i k a p r e k u s o z d a v a w e n a u s l o v i z a s p r o v e d u v a w e n a i n t e r v e n c i i n a r a z l i ~ n i s e g m e n t i n a f i n a n s i s k i t e p a z a r i (p r i m a r e n i s e k u n d a r e n , r e s p e k t i v n o) n a d o l g r o k ;
- ✓ I s c r t u v a w e n a k r i v a t a n a p r i n o s o t o d b e z r i z i ~ n i d r ` a v n i h a r t i i o d v r e d n o s t s o c e l p o l e s n o u t v r d u v a w e n a c e n a t a n a o s t a n a t i t e i n s t r u m e n t i n a f i n a n s i s k i t e p a z a r i ;

- ✓ Kreiranje na finansijski instrumenti adekvatni na potrebite na institucijete koi treba da proizlezat od reformata na penzijski sistem;
- ✓ Promoviranje na {tedeweto preku infiltrirawe vo sektorot na naseleni eto;
- ✓ Pogolema edukacija na javnosta za znaeweto na finansijskite pazari vo razvojt na ekonomijata.

3. Momentalna sostojba

3.1 Pazar na dr`avni hartii od vrednost

Osnovna karakteristika na pazarot na dr`avni hartii od vrednost vo Republika Makedonija e **nepostoewe na kontinuiran primaren pazar** { to pridonesuva za zaostanuvawe na razvojt na finansijskite pazari vo Republika Makedonija zad oni e vo zemjete vo tranzicija. Do sega, Republika Makedonija nema воведено sistem na finansiawe na potrebite na dr`avata preku redovni emisii na dr`avni hartii od vrednost. Ona { to vo zemjava postoji od 1994 godina e izvr{uvaweto na aukcii na blagajni~ki zapisi na Narodnata banka na Republika Makedonija koi se koristat kako instrument za monetarno regulirawe.

Nepostoeweto na kontinuiran primaren pazar na dr`avata e determinirano od pove}efaktori i toa:

- za servisirawe na nadvore{ni ot dolg na zemjata sredstva se obezbeduvaa, pred sé, preku novi zadol`uvawa kaj me|unarodnite finansijski institucii i preku kredit od Narodnata banka na Republika Makedonija;
- prihodite ostvareni od prodaba na pretprijatijata vo op{testvena sopstvenost bea znaaen izvor za finansiawe na javnite rashodi;
- ne postoe{e trezorski sistem, kako sistem za efikasno upravuvawe so javnite finansijski resursi, sî do 2001 godina;
- pri izvr{uvaweto na javnite rashodi se koriste{e sistemot na "cash rationing", ili t.n. odlo`ena potro{uva~ka (nenavremena isplata na dostasanite obvrski) i sl.

Povremenoto prisustvo na primarniot pazar od strana na dr`avata be{e determinirano od potrebata za re{avawe na problemot so t.n. staro devizno

{ tedewe, i splata na banki po staro devizno { tedewe, elimini rawe na selektivni krediti, sanacija i rekonstrukcija, apodocna i privatizacija na Stopanska banka a.d. Skopje, kako i za denacionalizacija (Tabela 1).

Tabela 1. Obvzrni ci koi momentalno se izdadeni vo Republika Makedonija

Namena	Godina na izdavawe	Izdaden iznos	Prva rata	Posledna rata	Rok (godini)	Kamatna stopka (%- godi { no)	I splata na glavni na	I splata na kamata	(vo milioni evra)	
									Sostojba na 31.12.2002 godina	Sostojba na 31.12.2003 godina
Sanacija na Stopanska banka	1996	75.0	1996	2010	15	Eskontna stopka	1 april	sekoj mesec	42.7	37.4
Selektivni krediti	1996	17.03		2020	25	Bez kamata	-	-	17.03	17.03
Deponirani devizni vlogovi	2000	546.5	2002	2011	10	2	1 april i 1 oktombri	1 april i 1 oktombri	494.2	430.7
Privatizacija na Stopanska banka	2001	120.1	2001	2014	14	3-mese-en euri bor + 1 procenten poen	31 mart 30 juni 30 septembri 31 dekemvri	31 mart 30 juni 30 septembri 31 dekemvri	111.5	105.1
Denacionalizacija (prva emisija)	2002	2.1	2003	2012	10	2	1 juni	1 juni	2.1	1.5
Denacionalizacija (vtora emisija)	2003	39	2004	2013	10	2	1 juni	1 juni		39.0
VKUPNO:		799.73							667.53	630.73

I zvor: Ministarstvo za finansii na Republika Makedonija

Tabela 2. Trgovawe so dr`avni hartii od vrednost na sekundaren pazir vo prvata polovi na na 2003 godina

Mesec	Obvzrni ci na RM za "staro devizno { tedewe"			Obvzrni ci na RM za denacionalizacija -prva emisija			Obvzrni ci na RM za denacionalizacija-vtora emisija			U-estvo na site obvzrni vo vkupen promet
	Promet (vo den)	Prose~na cena	U-estvo vo vkupen promet	Promet (vo den)	Prose~na cena	U-estvo vo vkupen promet	Promet (vo den)	Prose~na cena	U-estvo vo vkupen promet	
Januari	20.395.912	61,42	19,7	573.571	58,70	0,5				20,3
Fevruari	35.496.869	61,06	32,4	11.485.537	58,61	10,5				42,9
Mart	33.511.397	63,74	17,3	3.299.197	62,03	1,7	17.409.582	52,29	9,0	28,1
April	14.529.174	57,16	6,15	141.976	55,15	0,06	116.844.049	50,78	49,4	55,6
Maj	25.636.428	59,29	17,3	1.965.363	60,00	1,33	69.668.611	56,49	47,2	65,9
Juni	68.873.878	63,77	28,8	1.957.778	58,11	0,81	97.946.709	59,14	41,0	70,6

I zvor: Bilteni na Makedonska berza a.d. Skopje

So ogleđ na toa { to ovi e obvrznic i se izdadeni za namiruvawe na određeni obvrski na dr`avata, ni vni te karakteristiki ne soodvetstvuvaat na potrebi te na potencijalni te investitor i (pred s e poradi podolgi rokovi). Mal del od ovi e hart i i od vrednost se relati vno likvidni na sekundaren pazar (Berza) i ni vnoto trgovawe e stimuli rano od strana na dr`avata preku davawe na određeni povolnosti (Tabela 2).

3.2 Javen dolg na Republika Makedonija

Javni ot dolg gi opfa}a site finansiski obvrski na dr`avata kon doveritelite vo zemjata i kon doveritelite vo stranstvo, odnosno vnatre{ni ot i nadvore{ni ot dolg na dr`avata. I pokraj toa { to ne postoji univerzalna def i nicija, postoji konsenzus pome|u ekonomisti te deka soodvetno ni vo na u-estvo na vkupni ot dolg vo Bruto doma{ni ot proizvod e ona koe: a) ne ja namaluva fleksibilnosta i solventnosta na fiskalnata politika, b) ne go zgolemuva u-estvoto na otplatata na dolgot vo buxetski ot def i cit, v) ne vlijae negativno na o-ekuvawata na finansiskite pazari i g) ne vr{ i pritisok vrz realni te kamatni stapki na komercijalni te banki. Spored kriteriumi te od Mastriht, vkupni ot dolg na sekoja poedine~na zemja ~lenka na Evropskata monetarna unija ne treba da nadmi nuva 60% od Bruto doma{ni ot proizvod.

Na 31.12.2002 godi na vkupni ot javen dolg (vnatre{en i nadvore{en)¹ na Republika Makedonija i znesuva{e 2,2 milijardi SAD dolari, odnosno 59% od BDP.

3.2.1 Vnatre{en dolg

Vnatre{ni ot dolg na Republika Makedonija gi podrazbira obvrskite po sledni ve osnovi :

- obvrznicata za prezemawe na pobaruwawata od Stopanska banka zaradi i zvr{ena privatizacija (nova obvrznic a),
- obvrznicata izdadena zaradi i zvr{ena sanacija na Stopanskata banka (gol ema obvrznic a),
- obvrznicata za staro devi zno {tedewe,
- obvrznicite za denacionalizacija,
- obvrskite po osnov na koristen dolgoro~en kredit od Narodna banka na Republika Makedonija i

¹Vkupni ot javen dolg e presmetan kako zbi r pome|u nadvore{ni ot dolg i vkupno izdadeni te obvrznic i i kreditot kon NBRM

- izdadenite garancii vo korist na pravni subjekti koi imaat koristenoto krediti od doma{ nite delovni banki - doma{ ni garancii.

Prioritet na Republika Makedonija e na redovna osnova da se servisi raat obvrskite po osnov na izdadeni obvrznici vo dr`avata i koristenite krediti od doma{ ni institucii. I meno, sekoja godina sredstvata za namiruvawe na obvrskite po vnatre{ ni ot dolg se planiraat vo buxetot, od kade ponatamu se namiruvaat na redovna osnova. Taka, na 31.12.2002 godina, doma{ ni ot dolg iznesuva{ e 667 milioni evra, odnosno 655 milioni SAD dolari i u~estvuva vo vkupni ot dolg so 29,7% .

3.2.2 Nadvoren dolg

Vkupni ot nadvoren dolg na Republika Makedonija go so~inuvaa obvrskite kon stranski te multilateralni, bilateralni i privatni kreditori po koristewena kratkoro~ni, srednoro~ni i dolgoro~ni zaemi i krediti, na Vladata na Republika Makedonija, vku~uvaj{i go javni ot sektori doma{ nite privatni pravni lica.

Nadvoren ot dolg na Republika Makedonija (javen i privaten), so sostojba na 31.12.2002 godina, iznesuva 1.517,67 milioni dolari².

Sostojbata na dolgoro~ni ot dolg so datumot na presek 31.12.2002 godina e rezultat na ostvarenite tekovi na novi zadol`uvawa, servisirawe na dolgot i kursni razliki.

Struktura na nadvoren ot dolg po kreditori

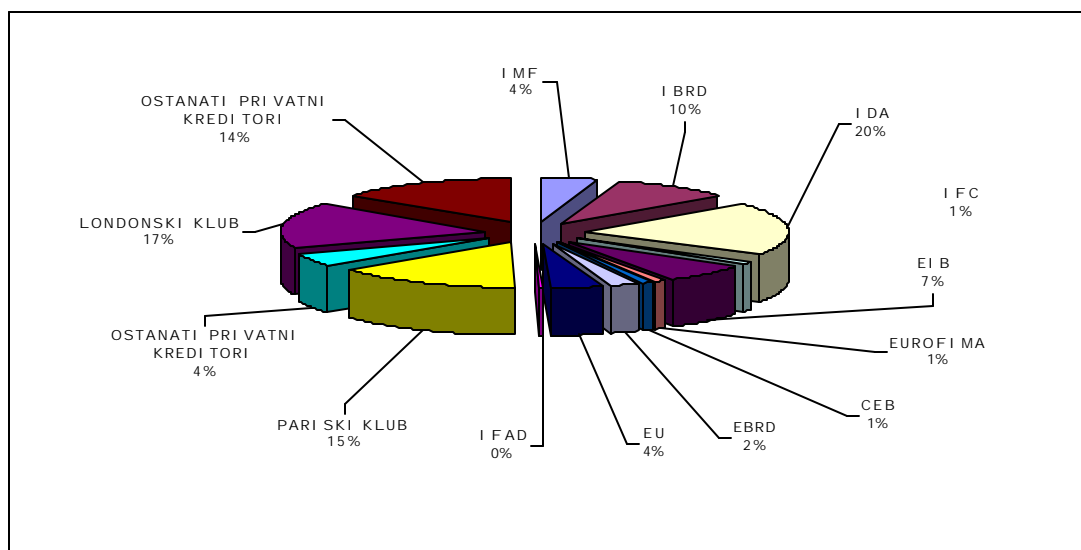
Najgolem del od nadvoren ot dolg na Republika Makedonija go so~inuvaa dolgot kon Pariski ot klub na kreditori, Londonski ot klub na kreditori i dolgot kon I DA (Me|unarodnata razvojna asocijacija) od multilateralnite kreditori.

Strukturata na nadvoren ot dolg na Republika Makedonija poka`uva deka najgolem del od dolgot otpa|a na obvrskite kon bilateralnite kreditori -Pariski klub (15% od vkupni ot nadvoren dolg) i Londonski klub na kreditori (17% od vkupni ot nadvoren dolg), { to e del od nasledeni ot dolg na Republika Makedonija od porane{ na SFRJ.

STRUKTURA NA NADVORE[NI OT DOLG PO KREDITORI SO SOSTOJBA NA 31.12.2002. VO MILIONI DENARI

² Kratkoro~en, srednoro~en i dolgoro~en nadvoren dolg

1.	OFICIJALNI KREDITORI	1.048,15
1.1	MULTILATERALNI KREDITORI	756,01
1.1.1	I MF	67,39
1.1.2	I BRD/I DA	440,65
1.1.3	I FC	17,86
1.1.4	Evropska investicijska banka	102,13
1.1.5	EUROFI MA	11,96
1.1.6	Banka za razvoj pri Svetot na Evropa	14,50
1.1.7	EBRD	57,00
1.1.8	EU	64,62
1.1.9	I FAD	5,20
1.2	BI LATERALNI KREDITORI	292,14
1.2.1	Pariški klub na krediti ³	227,86
1.2.2	Drugi bilateralni krediti	64,28
1.3	PRI VATNI KREDITORI	469,52
1.3.1	Londonski klub "NFS" od 1997	253,77
1.3.2	Ostanati privatni krediti	215,75
	VKUPNO:	1.517,67



Struktura na nadvoren ot dolg po ro-nost

Orientacijata vo pozajmuwaweto kon multilateralnite krediti i

³ Vo sosotjebata na dolg ot Pariški ot klub na krediti ne e vkl-u-en iznos ot dolg ot kon -etiri te zemji od PK (Francija, SAD, Japonija i Kuvajt), so koi { to sé u{ te ne se skl-u-eni

reprogrami raweto na obvrski te kon Pariski ot i Londonski ot klub na krediti tori , pridonesoa za relativno povolna ro~na struktura na nadvore{ ni ot dolg na Republi ka Makedoni ja. Najgolemo u~estvo vo dolgot, ili okolu dve tretini , imaat krediti te so rok na dostasanost nad 10 godini , potoa doa|aat krediti te so rok na otplata od 6 do 10 godini i se kreditni obvrski so rok na dostasuvawe me|u 1 i 5 godini .

Stepen na zadol ` enost

Spored me|unarodni te standardi za def ini rawe na stepenot na zadol ` enost i vrz osnova na pokazatel ot u~estvo na vkupni ot nadvore{ en dolg (dolgoro~en, srednoro~en i kratkoro~en) vo bruto doma{ ni ot proizvod (prosek od posledni te tri godini), koj vo 2002 godini iznesuva 45,2%, Republi ka Makedoni ja se vbrojuva vo redot na sredno, do umereno zadol ` eni te ekonomii .

Vkupni ot nadvore{ en dolg spored prosekot na izvoz na stoki i uslugi od posledni te tri godini iznesuva 118,1%, vkupnoto servi si rawe na dolgovi te vo odnos na izvozot na stoki i uslugi (prosek od posledni te tri godini) e 17,2%, a otplati te na kamata 3,9%. Spored ovie tri kriteriumi , makedonskata ekonomija spa|a vo grupata na nisko zadol ` eni zemji . Stepenot na zadol ` enost se dvi ` i vo tolerantni ramki i vo sporedba so soodvetni te i ndikatori na ostanati te tranzici oni ekonomii , zadol ` enosta e na zadovol itelno nivo. Me|utoa, pri sledewe na zadol ` enosta so indikatori te na izvozot treba da se imaat vo vid oddelni specifi ~nosti na makedonski ot izvoz. I meno, golem del od izvozot otpa|a na iznosot na dorabotki te, pri { to realnata vrednost na izvozot e zna~itelno pomala. I sto taka, zna~aen del od pobaruvawata se zatvoraat so kompenzacioni raboti. Dokolku stepenot na zadol ` enost se presmetuva samo so efektivni ot devizen pri liv od izvozot na stoki i uslugi , toj bi bil povi sok.

Stepen na zadol ` enost na Republi ka Makedoni ja

Spored nekol ku kri t eri umi

Vкупen nadvore{ en dolg (% od BDP)		Vкупen nadvore{ en dolg (% od izvozot na stoki i uslugi)		Servi si rawe na dolg (% od izvozot na stoki i uslugi)		Otplati na kamata (% od izvozot na stoki i uslugi)	
2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002

42,3	45,2	107,9	118,1	14,7	17,2	4,4	3,9
------	------	-------	-------	------	------	-----	-----

I zvor: Narodna banka na Republika Makedonija

Standardite za definirane na stepenot na zadolženost i vrz osnova na toa klasificirane na zemjata vo odredena grupa na zemji, se dadeni oddelno za sekoj pokazatel i toa:

-Vkupen nadvorežen dolg sprema prosekot na bruto domačiot proizvod vo poslednite tri godini, visoka zadolženost nad 50%; umerena zadolženost znači 60% od graničnata vrednost (50%), no ne i dostignuvawe na kritičnoto nivo, što znači intervalot među 30-50%; i pomala zadolženost pod 30%.

-Vkupen nadvorežen dolg sprema prosekot na izvozot na stoki i uslugi od poslednite tri godini, visoka zadolženost nad 275%; umerena zadolženost znači 60% od graničnata vrednost (275%), no ne i dostignuvawe na kritičnoto nivo, što znači vo intervalot među 165-275%; i pomala zadolženost pod 165%.

-Servisirane na dolgot sprema prosekot na izvozot na stoki i uslugi od poslednite tri godini, visoka zadolženost nad 30%; umerena zadolženost znači 60% od graničnata vrednost (30%), no ne i dostignuvawe na kritičnoto nivo, što znači vo intervalot među 18-30%; i pomala zadolženost pod 18%.

-Otplata na kamata sprema prosekot na izvozot na stoki i uslugi od poslednite tri godini, visoka zadolženost nad 20%; umerena zadolženost znači 60% od graničnata vrednost (20%), no ne i dostignuvawe na kritičnoto nivo, što znači vo intervalot među 12-20%; i pomala zadolženost pod 12%.

Spored preporakite na Svetskata banka, dokolku tri od četirite pokazateli vleguvaat vo daden interval, zemjata se klasificira vo soodvetnata grupa na zemji. Međutoa, se napomenuva deka približuvaweto do kritičnoto nivo, odnosno graničnata vrednost na određen pokazatel treba se tolkuva može ne vniमतелно, so oĝled na faktot deka pri premin od edna vo druga grupa na zemji treba da se ima predvidi dvižeweto vo izminati ot period, a ne samo vo tekovni ot period.

4. Osnovni preduslovi za uspešen razvoj na pazarot na državni hartii od vrednost

Na razvojot na pazarot na državni hartii od vrednost mora da se gleda kako na dinamičen proces vo koj najznačajna e stabilnosta na makroekonomskiot i finansiskiot sistem vo izgradbata na efikasen pazar i vospostavuvaweto na

kredibilitet na Vladata kako emitiva~ na hartite od vrednost. Osnovni preduslovi koi treba da bidat ispolneti za vospostavuvawe na efikasen pazar na hartii od vrednost denominirani vo doma{ na valuta se: stabilna dr`ava so visok kredibilitet, cvrsta fiskalna i monetarna politika, efikasna pravna, dano~na i regulatorna infrastruktura, sigurni aran`mani za otplata na dolgovite, liberaliziran finansiski sistem so konkurentni posrednici i odredeno nivo na razvoj na trezorski ot sistem.

Odr`uvaweto na **makroekonomskata ramnote`a** i stabilnost na nacionalnata ekonomija e eden od osnovnite prioriteti na Republika Makedonija. Vo Republika Makedonija, makroekonomskata stabilnost, pred sé, e rezultat na cenovnata stabilnost, stabilniot kurs na denarot, pousoglasenite odnosi vo trgovskiot i platni ot bilansi odr`livost na fiskalnata pozicija na sreden rok. Osven toa, vo poslednata decenija ima kvalitativno podobruvawe na reformskite procesi, { to pridonese za za`iuvawe na ekonomskata aktivnost vo Republika Makedonija.

Republika Makedonija i ako be{e podlo`ena na tranzicionite procesi koi se realiziraa vo fiskalniot, monetarniot, finansiski ot, dano~niot i carinski ot sistem, nadvoren{no-trgovskiot sistem, uspea da ja odr`i makroekonomskata stabilnost (*Tabela 3*).

Od osamostojuvaweto do denes vo **finansiski ot sistem** se sproveduva kontinuirana reforma (od aspekt na regulativa, sopstvenost, korporativno upravuvawe, princip na pazarno rabotewe), koja postepeno zapo~na da dava pozitivni rezultati. Finansiski ot sistem vo Republika Makedonija vo momentov go kreiraat slednive finansiski institucii: bankite, {tedilnicite, Makedonskata berza za dolgoro~ni hartii od vrednost, brokerskite dru{tva, osiguritelnite dru{tva i lizing pretprijatija, a vo bliska idnina kon niv }e se nadovrzati kapitalnite penziski fondovi i investicionite fondovi.

Od site finansiski segmenti vo Republika Makedonija najrazvijen e bankarski ot sektor. Zaklu~no so dekemvri 2002 godina, bankarski ot sektor na Republika Makedonija go sofinuvaat 21 banka od univerzalentip i 17 {tedilnici. So ogled na funkciiite {to gi izvr{uvaat i ufestvoto od 99% vo vkupniot finansiski potencijal, bankite go pretstavuvaat refisi celokupniot makedonski bankarski sistem. Pokraj drugite t.n. bankarski raboti, bankite imaat mo`nost za ufestvo na pazarot na kapital preku emisija na sopstveni hartii od vrednost i preku posreduvawe vo prometot so hartii od vrednost na drugi subjekti.

Pazarot na kapital vo Republika Makedonija e relativno nov segment, me|utoa, sporeden so pazari te od regi onov toj e dosta razvi en. I meno, vo 1992 godi na be|e formirana Komisijata za hartii od vrednost, Makedonskata berza za dolgoro~ni hartii od vrednost e osnovana vo 1995 godina, a na 31.12.2001 godi na zapo~na so rabotewe i najnovata insti tucija-Central ni ot depozi tar na hartii od vrednost.

Trguvaweto so hartii od vrednost, koi se vo dematerijal izi rana forma, na Makedonskata berza za dolgorofni hartii od vrednost se vr{ i preku prvi ot - of i cijal en pazar i vtori ot - neof i cijal en pazar. Dosega na Berzata ima vkupno 97 kotirani akcionerski dru{ tva, ~ii akcii se nudat na proda`ba, { to e iskl u~itel en uspeh za edna mala ekonomija.

Tabela 3. Osnovni makroekonomski i ndikat ori

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
					<i>proekcij</i>	<i>proekcij</i>
					<i>a</i>	<i>a</i>
Real en sektor						
Bruto doma{ en proi zvod						
- real na stapka na rast	4.3	4.5	-4.5	0.7	2.75	4.0
- po tekovni ceni , vo mi l i oni denari	209,010	236,389	233,841	241,243	252,242	266,393
- vo mi l i oni SAD dol ari	3730	3899	3437	3727	4627	4982
Infl acija (tro{ oci na ` i vot, prosek)	0.7	5.8	5.5	1.8	1.75	3.0
Prose-na mese-na neto-pl ata						
- nominal na stapka na porast	2.9	5.5	3.5	6.9	3.9	3.5
- real na stapka na porast	3.6	-0.3	-1.7	4.5	2.1	2
Stapka na nevrabotenost (Anketa na rabotna si l a)	32.4	32.1	30.5	31.9	30.4	29.0
Fi skal en sektor				(% od BDP)		
Pri hodi na central ni ot buxet	22.6	24.5	22.2	23.8	22.1	21.3
Rashodi na central ni ot buxet	21.8	21.8	28.0	29.2	23.5	22.2
Buxetski def i ci t/suf i ci t	0.8	2.7	-5.8	-5.4	-1.4	-0.9
Nadvore{ en sektor						
I zoz (FOB) (stapka na porast)	-7.9	11.0	-12.5	-3.7	21.7	6.6
Uvoz (FOB) (stapka na porast)	-6.7	19.3	-16.6	12	13.1	3.7
Trgovski bi l ans, sal do (vo mi l . dol ari)	-496	-690	-521	-765	-769	-759
Trgovski bi l ans, % od BDP	-13.3	-17.7	-15.2	-20.5	-16.6	-15.2
Tekovna smetka, sal do (vo mi l . dol ari)	-32.5	-75.3	-235	-321	-292	-347
Tekovna smetka, % od BDP	-0.9	-2.1	-6.8	-8.6	-6.3	-7.0
Devi zni rezervi (vo mi l i oni dol ari)	450	700	756	735	816	839
Devi zni rezervi (mese-na pokri enost na uvozot)	2.4	4.3	4.2	3.6	3.9	3.9

Nadvore{ en dol g (mi l i oni dol ari) (kraj na peri od)	1438	1438	1444	1549	1650	1697
Nadvore{ en dol g (% od BDP)	38.6	36.9	42.0	41.6	35.7	34.1.
Stranski di rektni i nvesti ci i (mi l i oni SAD dol ari)	32	175	443	78	105	120
Monetaren sektor						
Kredi ti rawe na pri vaten sektor (nomi nal na stapka na porast)	9.4	17.2	7.3	9.9	9.5	7.2

I zvor: Dr` aven zavod za stati sti ka, Mi ni sterstvo za f i nansi i i NBRM.

Zna~i tel en pri dones vo razvojot na pazarot na kapi tal i ma{ e izdavaweto na dr` avni te obvrzni ci . Obvrzni ci te dadoa golema razdvi ` enost i novi momenti i mo` nosti na pazarot na kapi tal .

Sledej}i go trendot na okrupnuvawe i globalizacija na finansiskite instituci i vo 2003 godina prodol ` uvaat proektite na bi lateralni povrzuvawa na Makedonskata berza za dol goro~ni harti i od vrednost.

Edna od najzna~ajni te reformi vo fiskalni ot del, odnosno vo delot na upravuvaweto so javni te f i nansi i pretstavuva **implementiraweto na trezorski ot sistem** vo 2001 godina. Poimot "trezorski sistem" ozna~uva zbir na funkcii na dr` avata koi se naso~eni kon obezbeduvawe na ef i kasen f i nansi ski menaxment so javni te f i nansi ski resursi, f i skalna disciplina i namenska i transparentna javna potro{ uva~ka. Funkci i te preku koi se ostvaruvaat ovie celi se: izvr{ uvawe na buxetot (platen promet za potrebite na buxetski te instituci i), upravuvawe so javni te pri hodi, buxetsko smetkovodstvo, upravuvaweto so dol got, upravuvaweto so likvidnosta i sl.

Edna od najzna~ajni te trezorski funkcii, voop{ to, a osobeno vo kontekst na razvojot na pazarot na dr` avni harti i od vrednost, pretstavuva cash managementot, odnosno planiraweto i upravuvaweto so likvidnosta na javni te resursi. Razvi en si stem na plani rawe na l i kvi dno sta e neophoden zaradi :

-nepre~eno f i nansi rawe na javni te rashodi vo tekot na celata f i skalna godina;

-i zbegnuvawe na sostojba na kumul i rawe na nenami reni obvrski ;

-i zbegnuvawe na l i kvi dno sni { okovi vo ekonomijata;

-mi ni mi zi rawe na cenata na izvori te za f i nansi rawe na buxetski te potrebi ;

-maksi mi zi rawe na pri nosot na pri vremeno sl obodni te sredstva;

-postignuvawe na osnovnite celi na buxetskata politika, odnosno postignuvawe na planirane ekonomske targeti;

-unapreduvawe na koordinacijata pomenu fiskalnata i monetarnata politika vo interes na celokupnata makroekonomska politika.

Znaeweto na ova funkcija osobeno doajda do izrazvo pomalite ekonomii, kade dravata e mnogu znaen subjekt na pazarot, odnosno od nejznata ekspanzivna ili restriktivna politika zavisaat ekonomskite tekovi voopsto.

So sproveduvaweto na reformata na trezorskiot sistem vo Republika Makedonija vo 2001 godina, odnosno so implementiraweto na klunite trezorske funkcii se sozdadoa preduslovi za efikasno upravuvawe so javnite prihodi i rashodi. Funkcijata upravuvawe so likvidnosta se implementira e preku napustawe na konceptot na ad-hoc finansirawe i stavawe pogolem akcent na planskiot pristap vo raboteweto na buxetskite institucii. Vo ova smisla, se vovedoa soodvetni proceduri: planirawe na buxetske alokacii na mese-no nivo, planirawe na poznajni rashodi na nedelna osnova, obezbeduvawe evidencija za prezemenite obvrski na buxetskite korisnici (vklucitelno i na datum na nivno dostasuvawe), obvraska za izvestuvawe za oekuvani prilivi, i toa za site prihodi nezavisno od nivniot izvor i sl.

Za razvojt na ova funkcija golema uloga odigra i konsolidiraweto na site javni finansiski resursi vo ramki na edinstvenata trezorska smetka (koncept na "edinstvena trezorska smetka"). Konsolidiraweto ovozmo i centralizirano sledewe i kontrola na site buxetske prihodi i rashodi na buxetskite institucii, kako i na buxetskite rashodi i na rashodite na buxetskite institucii.

Vo uslovi na naglasen planski pristap vo koristeweto na javnite resursi od strana na buxetskite institucii, kako i vo uslovi na konsolidirani finansiski sredstva se ovozmo i otpo~nuvawe so redovni proekcii na likvidnosta na buxetot i na ostanatite prilivi i odlivi koi gi ostvaruvaat buxetskite institucii. Tendencija i nu`nost e kratkoro~nite proekcii na likvidnosta (nedelni proekcii) da prerasnat vo mese~ni, kvartalni i godi{ni. Prodol`uvaweto na vremenskiot horizont e nu`nost zaradi vodewe na efikasni politiki na dravata vo odnos na vidot, ro~nosta i iznosot na sredstvata potrebni za finansirawe na buxetskite potrebi na kratok i dolg rok.

Bez kvalitetno finansisko planirawe ne e mo`no razvivawe na pazarot na dravni hartii od vrednost. Stepenot na razvoj koj go dostiga trezorot vo Republika Makedonija ovozmo`uva poaktivna uloga na dravata na pazarot na

dr`avni hartii (opredeluvawe na strate{ki nasoki za zadol`uvawe, koristewe i izbor na novi soodvetni instrumenti, utvrduvawe na oddr`livo nivo na emisija, procenka na rizici i sl.).

5. Osnovni pri~ini za razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost

Osnovni pri~ini za razvojot na pazarot na dr`avni hartii od vrednost vo Republika Makedonija se sledni ve:

- **Poefikasno finansirawe na buxetskite potrebi na kratok i dolg rok**
Efikasnoto finansirawe na buxetskite potrebi na kratok rok podrazbira nepre~eno izvr{uvawe na buxetskite rashodi zaradi ostvaruvawe na funkcii te na dr`avata i zaradi izbegnuvawe na sostojba na kumulirawe na dostasani nenamireni obvrski. Nenavremenoto namiruvawe na dostasani te obvrski vlijae negativno na kredibilitet na dr`avata kako dol`nik. Isto taka, nenavremenoto namiruvawe na obvrskite na dr`avata mo`e da ima i socijalni posledici (transferi vo oblasta na socijalata, isplata na penzii, transferi za detski dodatok i sl.). Koristeweto na dr`avnite hartii od vrednost kako instrument so koj bi se amortizirale kratkoro~nite neusoglasenosti pome|u javnite prihodi i javnite rashodi, odnosno kako instrument so koj navremeno bi se obezbedile finansijski sredstva }e ima klucno vlijanje vo ostvaruvawe na prethodno navedenoto. Efikasnoto finansirawe na buxetskite potrebi na dolg rok podrazbira obezbeduvawe na finansijski resursi za finansirawe na javni te kapitalni proekti, koi direktno vlijaat vrz razvojot na ekonomijata, za refinansirawe na postojni ot dolgi sl.

- Potreba za postignuvawe na **odr`livo nivo na zadol`enost**, poradi mo`nosta zemjata da se soo~i so opasnost od navleguvawe vo golem krediten rizik i nemo`nost navremeno da gi servisirava svoi te obvrski.

Nadvore{ nata zadol`enost na Republika Makedonija, kako zemja vo razvoj ne e pregolema. Zemjata se nao|a blisku do granicata koja zna~i premien od umerena kon visoka eksterna zadol`enost, no na kratok rok nejzidata likvidnost kon stranstvo ne e zagrozena.

Vkupni te zadol`uvawa koi se o~ekuva da bi dat napraveni vo 2003 godina, se usoglaseni so MMF i istite se del od Programata za ekonomski i finansijski politiki koja }e go poddr`uva Stendbajaran`manot.

- Nerazvieni te pazari na dr`avni hartii od vrednost pretstavuvaat **pre~ka za ponatamo{en razvoj na pazarno orientirani instrumenti na monetarnata**

politika. Po monetarnoto osamostojuvawe na Republika Makedonija bea prezemeni golem broj na aktivnosti vo nasoka na trasirawe na pat koj vodi kon celosno koristewe na indirektni monetarni instrumenti. Evolucijata kon indirektni, pazarno orientirani instrumenti na monetarno regulirawe be{ e popre~uvana od nepostoeweto na dr`avni hartii od vrednost, komercijalni hartii od vrednost, zdravi finansiski institucii i dlaboki i transparentni finansiski pazari. Sepak, Narodnata banka na Republika Makedonija go napu{ ti koristeweto na direktni monetarni instrumenti vo po~etokot na 2000-ta godina, na toj na~in odrazuvaj}i go op{ ti ot streme` na ekonomijata kon zgolemuwawe na ulogata na pazarni te signal i i voveduwawe na pazarni institucii i instrumenti. Vo poslednive nekolku godini, poradi postoeawe na strukturen vi{ ok na likvidnost vo bankarski ot sistem, osnoven instrument za monetarno regulirawe pretstavuva i zdavaweto na blagajni ~ki zapi si. Ovoj instrument, zaedno so aukcija na krediti i devizni svop operacii, vleguva vo grupata na operacii od tipot na otvoren pazar koji se del od setot na monetarni te instrumenti na Narodnata banka na Republika Makedonija, kako i na ostanatite zemji so nerazvieni finansiski pazari. Ponatamo{ ni ot razvoj na monetarni te instrumenti i mo`nosta za primena na fleksibilni operacii na otvoren pazar }e bidat usloveni od razvojt na pazarot na dr`avni hartii od vrednost koji pretstavuvaat bezrizi~en finansiski instrument za efikasno sproveduwawe na monetarni intervencii.

- So planiranata **reforma na penziski ot sistem** }e zapo~ne da funkcionira pove}estolben penziski sistem so { to se otvora pra{aweto za plasirawe na sredstvata pribrani po osnov na pridonesi za penzisko osiguruvawe vo novite fondovi, od edna strana, i finansirawe na defici tot vo postojni ot penziski fond, od druga strana⁴. Uspe{ noto re{avawe na ovoj problem }e zavisi, vo golem del, od razvojt na pazarot na dr`avni hartii od vrednost koj treba da kreira finansiski instrumenti adekvatni na potrebite na ovie institucii. Vo sprotivno, mo`e da se soo~ime so odliv na kapital po osnov na pribrani pridonesi za penzisko osiguruvawe so cel plasirawe vo posigurni i poprofitabilni instrumenti nadvor od zemjata.

- Se pottiknuva razvojt na **investicioni te fondovi**. Na po~etokot na 2000-ta godina e donesen Zakon za investicioni fondovi, koj e raboten spored zapadnoevropski te principii i standardii e usoglasen so Direktivata za kolektivno

⁴ So planiranata reforma vo Penziski ot sistem, }e se pojavi defici t vo postojni ot fond, bi deji 7% od naplateni te prihodi po osnov na pridonesi za penzisko osiguruvawe koji sega se upla}aat vo postojni ot penziski fond }e se vlevaat vo novi te penziski fondovi.

investirane vo prenoslivi hartii od vrednost. Tri godini po vospostavuvaweto na institucionalna ramka, i pokraj site o-ekuvawa, na finansiskiot pazar vo Republika Makedonija ne se pojaviti eden investicionen fond. Edna od osnovnite pri-ina za toa e nepostoeveto na razvijen pazar na dr`avni hartii od vrednost koi kako bezrizni instrumenti imaat zna-ajno u-estvo vo portfolioto na investicionite fondovi.

6. Rizici povrzani so emisijata na dr`avnite hartii od vrednost i voop{to so upravuvaweto so javni ot dolg

1- Rizik od refinansirane

Rizikot od refinansirane se odnesuva na rizicite povrzani so vremeto na otplata na dolgot, raspolo`livosta so finansiski sredstva za otplata na dolgot i tro{ocite povrzani so potrebata za novo zadol`uvawe.

Rizikot od refinansirane se zgolemuva koga dostasuvaat za pla}awe visoki iznosi na dolg i drugi otplati vo ist vremenski period. Zatoa e zna-ajno dolgot da bide kolku {to e mo`no poramnomerno raspredelen i da nema koncentracija na obvrskite vo ist vremenski period. Za Republika Makedonija voveduvaweto na dr`avnite hartii od vrednost }e zna-i mo`nost za namaluvawe na {okovite predizvikani od koncentracijata na obvrskite vo odredeni meseci od godinata. Celta na politikata na upravuvawe so javni ot dolg }e bide postepena orientacija kon pazarite na kapital i privatnite kreditori, i pogolemo u-estvo na dolgot izrazen vo dr`avni hartii od vrednost. Za da se postigne ova, potrebno e pogolemo vnimanie da se posveti na planiraweto na finansiskite potrebi⁵.

2- Rizik povrzan so gol eminata na dolgot

Voobi-aeno, pri ocenkata na ovoj vid na rizik razmi sluvawata se vo nasoka dali gol eminata na dolgot mo`e da sozdade uslovi za naru{uvawe na finansiskata stabilnost. Za zemja vo koja dolgot e relativno gol em i ima tendencija na postojan porast logi~no e analizata da bide naso~ena kon odreduvawe na nivoto do koe dolgot mora da se namali. Kako najsoodveten pokazatel se koristi u-estvoto na dolgot vo bruto doma{niot proizvod. Politikite povrzani so upravuvaweto so ovoj vid na rizik treba da bidat naso~eni kon odr`livo nivoto na buxetski deficit.

3- Pazaren rizik

⁵ Za da se obezbedi uspe{no planirawe na finansiskite potrebi preduslove da postoi koncentracija na nadle`nostite okolu upravuvaweto so vkupniot dolg na dr`avata kaj edna instiucija.

Pazarni ot rizi k se odnesuva na rizi kot od promena na devizni te kursevi i kamatni te stapki na doma{ ni ot i na me|unarnodni ot pazar na kapital. Pazarni ot rizi k osobeno e opasen vo slu-ai te koga najgol em del od dol got e izrazen vo stranska valuta. Zatoa, poli tikata treba da bide naso~ena kon namal uvawe na u~estvoto na nadvore{ ni ot dol g vo vkupni ot dol g preku predvremena otplata na del od obvrski te i refinansirawe na del od dostasani ot nadvore{ en dol g so vnatre{ en dol g. Instrument za ova se dr` avni te hartii od vrednost so f iksna cena (kamata), koi istovremeno mo` at da se iskori stat za promocija na doma{ noto { tedewe i za razvoj na f i nansi ski te pazari.

4- Li kvi dnosen rizi k

Li kvi dnosni ot rizi k e povrzan so mo` nosta za sinhronizirawe na kratkoro~nite obvrski so potrebni te sredstva za nivno finansirawe. Kako instrument za namal uvawe na ovoj vi d na rizi k mo` e da se koristi **f iksal na rezerva** (zadol` itel en mi ni mal en iznos na sredstva deponirani na smetkata na dr` avata), so cel dr` avata kako doveritel, da ne se dovede vo sostojba da ne mo` e navreme da gi isplati svoite obvrski, so { to bi se naru{ il nejzini ot kredibilitet. Tuka povtorno se javuva potrebata za precizno proekti rawe na li kvi dnosta na buxetot.

Rizici te koi se pogore navedeni ne ja iscrpuvaat analizata na problemi te povrzani so dol got, tuku obezbeduvaat osnova za vospostavuvawe prioriteti pri upravuvaweto so dol got. Dotol ku pove}e { to rizi ~ni te strukturi na javni ot dol g se ~esto povrzani so nesoodvetni makroekonomski poli tiki -f iksal na, monetarna i devizna poli ti ka, pri { to postoi pri ~i nsko-posledi ~na povrzanost.

7. Zakonska i insti tuci onal na ranka

Eden od glavni te predusl ovi za pobrz razvoj na pazarot na dr` avni hartii od vrednost e jasno def ini rawe na pravnata, regulatornata i supervizorskata ranka. Osnovni te del ovi od zakonskata regul ativa koi go poddr` uvaat ef iksni ot pazar na dr` avni hartii od vrednost vkl u~uvaat: dodel uvawe na pravoto na dr` avata da se zadol` uva; buxetski pravila za emisija na dr` avni hartii od vrednost; pravila za organi zacija na pri marni ot pazar; ul ogata na central nata banka; poli tikata na upravuvawe so javni ot dol g; pravila za emisija na dr` avni te hartii od vrednost i pravila koi }e go ureduvaat f unkcioni raweto na sekundarni ot pazar. Zakonskata ranka gi def inira pottiknuvawata za site pazarni u~esnici - dr` avata kako emituva~, central nata banka, regulatorni te agencii, pazarni te posrednici i

investitorite. So zakonskata ramka mora da se defini raat pravata i obvrskite na strani te (emituvalot, investitorite i posrednicite) vkluceni vo trgovaweto so dr`avni hartii od vrednost na primarni ot i sekundarni ot pazar.

Od aspekt na **primarni ot pazar**, potrebno e dr`avata da gi vospostavi principite na ednakvost i javnost. Dr`avata vospostavuva pravila so koi }e obezbedi ednakov pristap (na site zainteresirani koi sakaat da gi kupat dr`avni te hartii od vrednost) i fer konkurencija. Principot na javnost podrazbira otvorenost od strana na dr`avata za idnite transakcii so dr`avni hartii od vrednost, vo odnos na navremeno i zvestuvawe za kalendarot na aukciite, iznosi te na emisii te i nivnoto dospevawe.

Od aspekt na **sekundarni ot pazar**, dr`avata voobi`aeno gi regulira slednive 3 celi: (1) obezbeduvawe na fer, efikasen i transparenten pazar, (2) minimizirawe na sistemski ot riziki (3) za{titata na investitorite i korisnicite na finanski te uslugi. Prvata cel zna-i za{tita od nesoodvetni praktiki na trgovawe kako {to se pazarna manipulacija i insajdersko trgovawe. Za da se obezbedi fer i transparenten pazar potrebno e informacii te koi }e vlijaat vrz cenite da im bidat dostapni na site pazarni u-esnici vo ist moment. Za da se namali sistemski ot rizik potrebno e da bidat ispolneti neкои barawa kako {to se sigurni sistemi za poramnuvawe na transakciite, interni kontroli i supervizija i ispolnuvawe na minimalen kapital od strana na pazarni te posrednici. Za{titata na investitorite, vo neкои zemji od Evropskata unija se obezbeduva preku kompenzacii }emi koi slu`at kako za{tita od izmama i negri`a.

Vo Republika Makedonija zakonskata osnova za zadol`uvawe e utvrdena vo **Zakonot za buxeti** ("Slu`ben vesnik na RM" br. 79/93, 3/94, 71/96, 46/2000, 11/01, 93/01, 46/02, 24/03), vo koj se utvrdeni ramkata i principite za zemawe krediti i izdavawe na garancii na javni ot sektor.

Spored Zakonot za buxeti, so buxetski ot dokument se utvrduva limitot na godi } noto zgolemuvawe na vkupni ot tekoven dolg, a za pokrivawe na buxetski ot deficit. Isto taka, so zakonot se utvrduva deka vo buxetot na Republikata za tekovната godina se obezbeduvaat sredstva za otplata na glavni ni te i kamati te koi pristignuvaat vo tekot na fiskalната godina po prethodno sklu`eni te dogovori.

Dolgot mo`e da bide vo forma na **zaem, obvrznicii ili dr`avni zapisi**. Spored Zakonot za buxeti samo dr`avata ima pravo da zema zaemi od pravni i fizi`ki lica od zemjata i od stranstvo vrz osnova na zakon, za pokrivawe na buxetski ot deficit, i da dava garancii za otplata na obvrskite po osnov na zemeni zaemi za ovaа namena.

Za zemawe na zaemi i davawe na garancii, na predlog na ministrot za finansii, Vladata donesuva odluka. Dr`avni te zapisi mo`at da se vodat od strana na NBRM ili od strana na Centralni ot depozitar za hartii od vrednost za ime i na smetka na Republi kata. NBRM ili Centralni ot depozitar so hartii od vrednost gi vr{ at si te neophodni tehni ~ki uslugi potrebni za sproveduvawe na odluki te vo vraska so dolgot na Republi kata { to }e gi doveri mi ni sterot za f i n a n s i i .

Za dolgovi te izdadeni vo forma na obvrznic i i dr`avni zapisi soodvetno se primenuvaat odredbite od **Zakonot za hartii od vrednost** ("Slu`ben vesnik na RM" br. 63/00, 103/00, 34/01, 4/02, 37/02 i 31/03). Obvrznicata e dol`ni ~ka hartija od vrednost so koja izdava~ot se obvrzuva deka na sopstvenikot na obvrznicata ednokratno ili vo rati, }e mu go isplati na opredeleni ot den, iznosot na nominalnata vrednost na obvrznicata i kamata. Dr`avni ot zapis, pak e kratkoro~na hartija od vrednost koja ja izdava Republika Makedonija so cel za pribirawe na pari ~ni sredstva zaradi premostuvawe na vremenskata neusoglasenost me|u prilivot na prihodi i izvr{ uvaweto na rashodite na Buxetot na Republika Makedonija, odnosno za f i n a n s i r a w e n a b u x e t s k i o t d e f i c i t . Akt za izdavawe na dr`avni hartii od vrednost donesuva Vladata. Sodr`inata na aktot i elementite koi treba da gi so dr` i se navedeni vo Zakonot za hartii od vrednost.

Vo soglasnost so zakonskite propisi vo Republika Makedonija (*Zakon za hartii od vrednost*) trguvaweto so dolgoro~nite hartii od vrednost se odviva na Makedonskata berza za dolgoro~ni hartii od vrednost, za { to postoi izgradena infrastruktura koja ovozmo`uva DVP poramnuvawe. Istovremeno, soglasno so spomnati ov zakon trguvaweto so kratkoro~ni hartii od vrednost e predvideno da se odviva preku institucionaliziraniot pazar na pari, pri { to regulativata ne iskl u~uva trguvawe so kratkoro~ni hartii od vrednost nadvor od ova a i n s t i t u c i j a . Dosega, osven blagajni ~ki zapisi na Narodna banka na Republika Makedonija⁶, ne se izdadeni drugi kratkoro~ni hartii od vrednost preku redovni emisi i poradi { to ne postoe{ e potreba za povrzuvawe na institucionaliziraniot pazar na pari so Centralni ot depozitar za hartii od vrednost, so cel ovozmo`uvawe na DVP poramnuvawe na sklu~enite transakcii.

I maj}i go ova predvid, treba da se oceni dali na po~etokot podobro re{ enie bi bilo iskoristuvawe na postojnata infrastruktura na berzata za trguvawe so

⁶ Blagajni ~kite zapisi na Narodnata banka na Republika Makedonija se trguvaat nadvor od institucionaliziraniot pazar na pari, pri { to za poramnuvawe na sklu~enite transakcii

kratkoro~nite dr`avni hartii od vrednost na sekundaren pazar, { to bi zna~elo i potreba od menuvawe na Zakonot za hartii od vrednost vo taa nasoka. Na ovoj na~in }e se izbegne investirawe vo nov sistem koj treba da obezbedi trguvawe so kratkoro~ni dr`avni hartii od vrednost vo tranzicioniot period, do pojavata na pazarot preku { alter. I meno, vo bliska idnina naporite na fiskalnata i monetarnata politika }e bidat naso~eni kon razvoj na pazar preku { alter koj na konkurentnska osnova }e ovozmo`i namaluvawe na transakcioni te tro{oci, { to e osnoven uslov za razvoj na likviden sekundaren pazar na dr`avni hartii od vrednost. Isto taka, ostanuva i mo`nosta institucijata Pazar na pari da bide podgotvena i softverski i kadrovski za ispolnuvawe na svojata zakonska obvraska, odnosno da si javri i funkcijata-pazar i na kratkoro~ni hartii od vrednost.

Soglasno so Zakonot za buxetite evidencijata za otplata na dolgovite na Republika Makedonija, dadenite zaemi i izdadenite garancii se vodi vo Edinstveni ot trezor koj funkcionira vo ramkite na Ministerstvoto za finansii. Vo Sektorot za trezor za taa cel vo 2001 godina e formirano oddelenie za upravuvawe so dolgot. Isto taka, paralelno so voveduvaweto na trezorskoto rabotewe se formirani i drugi oddelenija vo Sektorot za trezor, me|u koi i oddelenieto za upravuvawe so likvidnosta, koe gi proektira likvidnosnite potrebi na dr`avata. Se o~ekuva ovie dve oddelenija da bidat kadrovski i tehni~ki doekipirani paralelno so zgolemuwaweto na aktivnostite okolu pretstojnata emisija na dr`avnite hartii od vrednost i potrebata za poseopfatno sledewe na dolgot vo naj{iroka smisla na zborot, so edinstvena cel podobro upravuvawe so javni ot dolgi namaluvawe na tro{ocite za negovo finansirawe.

Vo tek e podgotovkata na **noviot Zakon za javni finansii**. So ovoj zakon, me|u drugoto, }e bidat regulirani pove}e pra{awa vo pogled na vidot na javni ot dolg, kriteriumite za limitirawe na nivoto na vkupni ot javen dolg, transparentnosta vo upravuvaweto so dolgot i slinno.

8. Razvoj na primaren pazar na dr`avni hartii od vrednost

Razvojot na primaren pazar na dr`avni hartii od vrednost po~iva na prifa}aweto na pazarni principi pri pokrivawe na buxetski ot deficit preku izdavawe na hartii od vrednost. Pri toa, politikata na upravuvawe so javni ot dolg

postojat propi{ani proceduri od strana na Narodnata banka na Republika Makedonija koi ovozmo`uvaat DVP poramnuvawe.

treba da izbegne kreiranje na distorzivni efekti na primarni ot pazar na dr`avni hartii od vrednost. Privilegirani ot pristap na dr`avata do doma{ni izvori na finansirawe kreiran preku regulativna ramka sozdava prinudni pazari {to rezultira vo zabavuvawe na razvojot na sekundarnite pazari. Istoto va`i i za dodelenata uloga na centralnata banka kako kupuva~ vo krajna instanca na novite emisii na dr`avni hartii od vrednost so cel pokrivawe na buxetski ot def icit po poniski kamatni stapki. Poradi toa, izdavaweto na dr`avni hartii od vrednost treba da po~iva na pazarni principi koi podrazbiraat fleksibilno i konkurentno utvrduvawe na kamatni te stapki.

Razvojot na primaren pazar na dr`avni hartii od vrednost treba da pretstavuva del od procesot na ekonomsko stabilizirawe preku iznao|awe na neinflacioni izvori na finansirawe. Ako izdavaweto na dr`avni hartii od vrednost se podrazbere kako mo`nost za zgolemuvawe na tro{ewata i kreirawe na pogolem buxetski def icit, neizbe`no }e dovede do aktivirawe na inflacionite o~ekuvawa i zgolemuvawe na kamatni te stapki, a so toa i na tro{oci te na vladata za servisi rawe na javni ot dolg.

Klu~nite elementi za vospostavuvawe na efikasen primaren pazar na dr`avni hartii od vrednost opfa}aat: izbor na finansiski instrumenti, identifikuvawe na potencialni investitori i izbor na adekvatni tehniki na prodaba.

8.1 Finansiski instrumenti

Na fiskalnata vlast i stojat na raspolagawe razli~ni vidovi na finansiski instrumenti za upravuvawe so javni ot dolg: dr`avni zapisi, konvencionalni obvrznic i (kuponski obvrznic i so fiksna kamatna stapka), obvrznic i so varijabilna kamatna stapka, anuitetni obvrznic i, bezkuponski obvrznic i, indeksirani obvrznic i, konvertibilni obvrznic i, otkuplivi obvrznic i i sl. Ovie finansiski instrumenti mo`at da bidat klasificirani spored razli~ni kriteriumi, pri {to vo prodol`enie }e bidat istaknati neкои od niv so cel podobro razbirawe na karakteristiki te na dr`avni te hartii od vrednost.

Od aspekt na rokot, finansiski te instrumenti za upravuvawe so javen dolg mo`at da se podelat na kratkoro~ni, do edna godina, i dolgoro~ni, nad edna godina. Dr`avata preferira izdavawe na dolgoro~ni hartii od vrednost, bidej}i kratkoro~ni te hartii od vrednost treba da bidat po~esto obnovuvani i nosat rizik

od refinansirawe. Isto taka, potpiraweto samo na kratkoro~ni finansiski instrumenti rezultira vo iscertuvawe na kratkoro~ni ot del na krivata na prinosot { to ne gi zadovoluva barawata na finansiskite pazari za obezbeduvawe na informacii za vrednuvawe na hartii te od vrednost so podolgi rokovi od drugi porizi~ni izdava~i.

Od aspekt na karakteristikite na kamatnata stapka, finansiskite instrumenti za upravuvawe so javen dolg mo`at da se podelat na hartii od vrednost so fiksna kamatna stapka i hartii od vrednost so varijabilna kamatna stapka. Naj~esto, dr`avata preferira izdavawe na hartii od vrednost so fiksna kamatna stapka, bidej}i varijabilnata kamatna stapka nosi neizvesnost okolu idnite tro{oci za servisirawe na javni ot dolg.

Od aspekt na vremeto na pla}awe na kamatata, finansiskite instrumenti za upravuvawe so javen dolg mo`at da se podelat na kuponski i bezkuponski hartii od vrednost. Kuponskite hartii od vrednost se standarden tip na dol`ni~ki hartii od vrednost, so serija na kuponski pla}awa (naj~esto godi{no ili polugodi{no}). Bezkuponskite hartii od vrednost se diskontirani finansiski instrumenti, so ednokratna isplata na kamatata i glavni nata na krajot na periodot na dostasuvawe. Pritoa, prinosot e implicitno prika`an preku aprecijacija na kapitalot vo periodot pome|u denot na izdavawe i denot na dostasuvawe.

Od aspekt na vremeto na pla}awe na glavni nata, finansiskite instrumenti za upravuvawe so javen dolg mo`at da se podelat na anuitetni, kade glavni nata se pla}a vo tekot na periodot na dostasuvawe, i ednokratni, kade glavni nata se pla}a na krajot na periodot na dostasuvawe.

Generalno, buxetski ot deficit mo`e da bide finansiran so kratkoro~ni kamatni stapki i/ili so dolgoro~ni kamatni stapki. Finansiraweto na buxetski ot deficit so kratkoro~ni kamatni stapki se vr{i preku izdavawe na dr`avni zapisi ili obvrznici so varijabilni kamatni stapki. Od druga strana, finansiraweto so dolgoro~ni kamatni stapki se vr{i preku izdavawe na obvrznici so fiksni kamatni stapki. Potpiraweto na kratkoro~noto finansirawe e prepore~ljivo vo uslovi na golema neizvesnost za idnoto dvi`ewe na nivoto na kamatnite stapki, pri {to obvrznicite so varijabilni kamatni stapki slu`at za prodol`uvawe na ro~nosta na zadol`uvawe na dr`avata. Od druga strana, kratkoro~nite hartii od vrednost i obvrznicite so varijabilni kamatni stapki ja izlo`uvaat dr`avata na rizik od neprezemawe na potrebnite monetarni i fiskalni merki vo uslovi na neo~ekuvani nepovolni dvi`ewa, bidej}i neophodnoto zgolemuvawe na kamatnite stapki

predizkuva direktno zgolemuvawe na tro{oci te za servisi rawe na javni ot dolg. Me|utoa, i pokraj vakvite nedostatoci na finansi raweto so kratkoro~ni kamatni stapki, stepenot na razvoj na finansiskite pazari vo zemjite vo tranzicija na po~etokot dozvoluwa samo kratkoro~no finansi rawe na buxetski ot deficit. Vo uslovi na nerazvieni finansiski pazari kade ne mo`e da se utvrdi vistskoto nivo na dolgoro~nite kamatni stapki, osobeno ako e prisutna visoka i varijabilna inflacija, prodol`uvaweto na ro~nosta na finansiskite instrumenti za finansi rawe na buxetski ot deficit mo`e da se ostvari samo postepeno, vo ~ekor so razvojot na finansiskite pazari.

Imaj}i go predvid makroekonomskoto i politi~koto opkru`uvawe na Republika Makedonija koe vlijae na odlukite na investitorite vo hartii od vrednost, osnoven preduslov za ostvaruvawe na celite na Strategijata e pravilen izbor na finansiskite instrumenti vo inicijalni ot stadi um na razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost. Verojatnosta za uspeh vo dostignuvawe na posakuvanoto nivo na razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost e pogolema dokolku se zapo~ne so **kratkoro~ni hartii od vrednost (dr`avni zapisi)**. Pritoa, imaj}i go predvid stepenot na doverba na potencialnite investitori, kako i finansiskata mo} na ekonomskite agenti, na po~etokot optimalen rok za izdavawe na dr`avni hartii od vrednost pretstavuva **3 meseci**. Prodol`uvaweto na rokot za izdavawe na dr`avnite hartii od vrednost }e odi postepeno, vo zavisnost od uspe{nosta na dr`avata vo vra}aweto na doverbata kaj potencialnite investitori i vo ~ekor so ekonomski ot razvoj na zemjata, a osobeno razvojot na insti tucionalnite investitori (osiguritelni kompanii, privatni penziski i investicioni fondovi). Pritoa, so ogle d na dol`inata na vremeto neophodno za dostignuvawe na povi sok ekonomski razvoj, kako i zazemawe na pozna~ajno u~estvo na insti tucionalnite investitori vo finansiski ot sistem na Republika Makedonija, primarno }e bide na po~etokot najgolem del od naporite okolu razvojot na pazarot na dr`avni hartii od vrednost da bi dat skoncentri rani na isrtuvawe na **kratkoro~ni ot del na kri vata na pri nosot so rok do edna godi na**. I meno, po sogl eduvawe na interesot za izdadene te tri mese~ni dr`avni zapisi, vni manieto treba da bide fokusi rano kon sozdavawe na uslovi za plasman na **{ estmese~ni i dvanaesetmese~ni zapisi, kako klu~ni rokovi** na kratkoro~ni ot del od kri vata na pri nosot.

Eden od na~ini te za zgolemuvawe na interesot na potencialnite investitori za dr`avni hartii od vrednost, kako i za prodol`uvawe na ni vni ot rok, pretstavuva izdavawe na dr`avni hartii od vrednost denominirani vo stranska valuta ili

valutno indeksirane državne hartije od vrednosti za vrednost na evro, so ogled na visoki stepen na evroizacija na doma{ noto { tedewe. Vakvoto re{ enie, od edna strana, mo` e da ja pottikne pobaruva~kata za dr`avni hartije od vrednost i da go prodol`i ni vni ot rok, no od druga strana }e ima implikacii vrz zasiluvawe na evroizacijata na na{ata ekonomija. Ova dotolku pove}e ako se ima predvid po~etnata faza na razvoj na finansiskite pazari, { to mo` e preku demonstrativen efekt od strana na dr`avata da gi pottikne idnite investitori i izdava~i na hartije od vrednost da favoriziraat valutno indeksirani instrumenti { to }e pridonese za ni vna dominacija na finansiskite pazari. Poradi toa, prepora~ljivo e vo inicijalnata faza na razvoj na pazarot na dr`avni hartije od vrednost da se startuva so **kratkoro~ni finansiski instrumenti denominirani vo doma{ na valuta**

Bez ogled na faktot { to }e bide potreben podolg vremenski period za otpo~nuvawe so kontinuiran primaren pazar na dolgoro~ni dr`avni hartije od vrednost, vo ramkite na ova strategija treba da bidat istaknati **klu~nite rokovi od dolgoro~niot del na krivata na prinosot** koi ekonomskata literatura gi ima identifikuvano vrz osnova na iskustvoto na zemjite so razviene pazari na dr`avni hartije od vrednost, i voop{ to finansiski pazari. Taka, vo golem broj na zemji kako klu~ni rokovi za izdavawe na dr`avni hartije od vrednost na dolgoro~niot del na krivata na prinosot se izbrani: **2, 5 i 10 godini**. Pri toa, osnovnata prednost od prodol`uvaweto na krivata na prinosot se sogleduva vo namaluvawe na rizikot od refinansirawe, kako i vo sozdavawe na osnova za polesno utvrduvawe na cenata na ostanatite finansiski instrumenti. I maj}i go ova predvid, razbirljivo e zo{ to golem broj na vladi nastojuvaat da go prodol`at rokot na dr`avnite hartije od vrednost i da kreiraat benchmark kriva na prinos⁷. Me|utoa, dali odredena dr`avna hartija od vrednost }e ima benchmark karakteristiki zavisi, pred se, od preferencii te na pazarot. Kako i da e, ova ne zna~i deka dr`avata ne mo` e da vlijae na poddr`uvawe na odredeni hartije od vrednost kako benchmark izdani ja preku prezemawe na konkretni merki koi }e go naso~uvaat interesot na pazarnite u~esnici kon izbrani te klu~ni rokovi. Ova osobeno va`i za Republika Makedonija poradi po~etni ot stadium na razvoj na finansiskite pazari, kade dr`avata preku identifikuvawe na preferencii te na potencialni te investitori mo` e polesno da

⁷ Benchmark kriva na prinos se konstruira od finansiski instrumenti so ist stepen na krediten rizik (bezrizi~ni dr`avni hartije od vrednost) i klu~ni rokovi na dostasuvawe, i slu`i kako reper za poefikasno vrednuvawe na ostanatite finansiski instrumenti.

gi utvrdi potrebne merke koi treba da se prezeat so cel nasouavawe na investitorite kon izbrani teklu~ni rokovi od krivata na pri nosot.

Od aspekt na vidovite na finansiske instrumenti, pri izborot treba da se vodi smetka za dizajnirawe na instrumentite soglasno so preferencijite na raznite grupi investitorite so cel zgolemuvawe na pobaruva~kata za dr`avni hartii od vrednost. Istovremeno, neophodeno e visok stepen na vni matel nost pri odlou~vawe za pro~iruvawe na ko~nikata sostavena od razli~ni vidovi na dr`avni hartii od vrednost so cel zadovoluvawe na razli~ni potrebi na investitorite, bidej}i golemi ot broj na finansiski instrumenti mo`e da pridonese za rasi tnuvawe i segmentirawe na i taka plitki ot pazar na dr`avni hartii od vrednost vo inicijalnata faza, }to krajno rezultira vo namalena likvidnost na ovoj pazar. Istovremeno od neкои razvijeni pazari sugerira deka tro~ocite predizvikani od pazarnata segmentacija gi nadmi nuvaat efektite od diverzifikacija na dr`avni te hartii od vrednost. Poradi toa, Republika Makedonija od samiot po~etok treba da bide nasouena kon **optimalen krug na diverzificirani hartii od vrednost** preku standardizirawe na klu~ni tipovi na hartii od vrednost i klu~ni rokovi so cel poddr`uvawe na likvidni pazari na dr`avni hartii od vrednost, kako na kratkoro~ni ot del, taka i na dolgoro~ni ot del na krivata na pri nosot.

8.2 Pot encijalni invest it ori

Golemi ot broj na investitorite vo dr`avni hartii od vrednost imaat razli~ni preferencijite, no zaedni~ko za niv e nastojuvaweto za povrzuvawe na nivoto na rizik i rokot na hartii te od vrednost so istite na nivnite izvori na finansirawe. Dr`avata ne mo`e da gi znae potrebita na sekoj potencijalen investitor vo dr`avni hartii od vrednost, no identifikuvaweto na grupi so sli~ni preferencijite mo`e da pomogne vo formuliraweto na politikata za izdavawe na dr`avni hartii od vrednost. Naj~iroko, postojat dve osnovni grupi na investitorite vo dr`avni hartii od vrednost: institucijite od finansiski i nefinansiski sektor (golemi investitorite) i individualni investitorite (mali investitorite).

Golemi te investitorite gi pretstavuvaat institucijite od finansiski i nefinansiski sektor, kako }to se: banki, nebankarski finansiski institucijite (osiguritelni kompanii, penziski fondovi, investicioni fondovi i sl.) i kompanii od nefinansiski sektor.

Bankite preferiraaat kratkoro~ni hartii od vrednost so fiksni kamatni stapki ili srednoro~ni hartii od vrednost so varijabilni kamatni stapki, naj~esto vrzani za dvi`eweto na me|ubankarski te kamatni stapki. Bankarski te institucii se orientirani na hartii od vrednost koi imaat najlikvidni pazari, so mo`nost za poramnuvawe na sklu~enite transakcii vo realno vreme, so cel navremeno zadovoluvawe na ni vni te likvidnosni potrebi. Za razlika od niv, nebankarski te finansiski institucii, koi se tradicionalni investitori vo dr`avni hartii od vrednost, tipi~no targetiraaat podolg vremenski horizont i se zainteresirani za srednoro~ni i dolgoro~ni hartii od vrednost. Kompaniite od nefinansiski sektor ne se orientirani kon investirawe vo dolgoro~ni hartii od vrednost, no pogol emi te kompaniigi koristat pazarite na dr`avni hartii od vrednost za efikasno upravuvawe so sopstvenata likvidnost. Poradi cikli~nite gotovinski tekovi, kompaniite od nefinansiski sektor imaat potreba od investirawe na gol emi iznosi za kratok vremenski period vo likvidni hartii od vrednost. Svrtuvaweto na interesot na kompaniite od nefinansiskiot sektor kon dolgoro~ni dr`avni hartii od vrednost mo`e da se postigne preku razvoj na repo pazari koi ovozmo`uvaat investiciite vo dolgoro~ni hartii od vrednost da bidat konvertirani vo kratkoro~ni instrumenti.

Individualni te investitori (doma}instva) preferiraaat niskorizi~ni i niskodenominirani finansiski instrumenti so fiksni prilivi, bidej}i nemaat gol emi poznavawa za hartii te od vrednost so varijabilni kamatni stapki koi pove}e se nameneti za specijalizirani finansiski institucii. Motivot za dr`ewe na ovie hartii od vrednost e {tedewe, pa naj~esto pobaruva~kata e orientirana na podolgoro~ni hartii od vrednost. Pri toa, kupenite hartii od vrednost ostanuvaat vo posed na individualni te investitori naj~esto do krajot na periodot na dostasuvawe, poradi {to postoeweto na dlaboki i likvidni pazari nema presudno zna~ewe za ovie investitori pri donesuvaweto na odluka za kupuvawe na dr`avni hartii od vrednost. Vo uslovi na visoka inflacija, zadr`uvaweto na individualni te investitori na pazarot na dr`avni hartii od vrednost e usloveno od postoewe na finansiski instrumenti koi obezbeduvaat za{tita na realnata vrednost na nivniot kapital. Vo vakov slu~aj, najkoristen instrument se indeksirani te obvrznicikoi, od druga strana, nosat rizik od zgolemeni tro{oci na buxetot za servisirawe na javniot dolg. Pokraj ova, odr`uvaweto na pazarot na individualni te investitori involvira povi soki administrativni tro{oci vo sporedba so gol emi te investitori. Me|utoa, i pokraj ovie negativnosti, dr`avata e

zainteresirana za razvoj na pazarot na individualni investitori so cel pro{iruvawe na izvorite za finansirawe na buxetskiot deficit {to vlijae na namaluvawe na tro{ocite, ohrabruvawe na razvojot na finansiskite pazari i pottiknuvawe na {tedeweto.

Zna~ajna uloga vo pro{iruvawe na spektarot na investitori vo dr`avni hartii od vrednost, mo`at da imaat i stranskite investitori. Vo stabilni makroekonomski uslovi, stranskite investitori mo`at da pridonesat za zgolemuvawe na likvidnosta i prodol`uvawe na rokot na dr`avnite hartii od vrednost. Me|utoa, dokolku stranskite investitori se skoncentrirani na kratkoro~niot del na krivata na prinosot, toga{eventualnoto naglo gubewe na doverbata vo kredibilitetot na dr`avata mo`e negativno da se odrazi na makroekonomskata stabilnost na zemjata.

Vo zavisnost od finansiskite potrebi i od celta na upravuvaweto so javni ot dolg dr`avata mo`e da bide orientirana kon poedine~na grupa ili kon site potencialni investitori. Koja grupa na investitori }e ima prioritet vo najgolem del zavisi od tradicijata i instiucionalniot razvoj, kako i od makroekonomskite i finansiskite uslovi. Generalno, diverzifikacija na investitorite e osnoven uslov za razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost bidej{i pridonesuva za zgolemuvawe na pobaruva~kata, prodol`uvawe na rokot na hartii te od vrednost, namaluvawe na tro{ocite na dr`avata, pottiknuvawe na finansiski inovacii i sl. Vo zemjite vo tranzicija najgolem investitor vo dr`avni hartii od vrednost se bankite, dodeka individualnite investitori najgolem del od svoite vi{oci go plasiraat vo bankarski depoziti. No, verojatno e deka ovoj soodnos se menuva vo ~ekor so razvojot na ekonomijata i finansiskite pazari. Poradi toa, fiskalnata vlast treba da bide svesna ne samo za momentalnite potrebi na odredena grupa na investitori, tuku i za ostanatite potencialni investitori so cel dizajnirawe na hartii od vrednost na najefikasna~in, soglasno so nivnite preferencii.

Poradi nepovolnata ekonomska sostojba vo koja se nao|aat kompaniite i otsustvotona instiucionalni investitori (samo osiguritelni kompanii vo pasivna uloga od aspekt na u~estvotona finansiskite pazari), na po~etokot vo Republika Makedonija najgolemi investitori vo dr`avni hartii od vrednost se o~ekuva da bidat **bankite** koi preferiraat kratkoro~ni hartii od vrednost. O~ekuvaniot po~etok na raboteweto na **privatnite penziski fondovi** vo Republika Makedonija }e pridonese za pro{iruvawe na investitorskata osnova i postepeno prodol`uvawe na rokot na dr`avnite hartii od vrednost. Potencialen investitor vo dr`avni hartii

od vrednost pretstavuva i **Fondot za osiguruvawe na depoziti** koji ma akumulirano zna~aen iznos na sredstva, pribrani od premii na { tedni vlogovi, koi poradi zakonskoto ograni~uvawe za nivno plasirawe vo sigurni investicii, vo izminativov period bea vlo`uvani vo blagajni~ki zapisi ili kako depoziti vo Narodnata banka na Republika Makedonija.

Pro{iruvaweto na plasmanot na dr`avni hartii od vrednost kaj sektorot na kompaniite i doma}instvata }e pridonese za zgolemuwawe na {tedeweto i pottiknuwawe na razvojot na finansiskite pazari. Vo toj pogled ve}e e napraven prvot ~ekor kon infiltrirawe vo ovie sektori od strana na centralnata banka preku izdavawe na blagajni~ki zapisi. Vo tekot na izminative dve godini zna~itelno e zgolemen interesot za kupuvawe na blagajni~ki zapisi od strana na **pravni i fizi~ki lica**, pred se, kako rezultat na visokite kamatni stapki. Imaj}i go ova predvid, prifa}aweto na **pazarni kamatni stapki** od strana na dr`avata pretstavuva osnoven uslov za privlekuvawe na potencialnite investitori vo dr`avni hartii od vrednost.

Generalno, soglasno so zakonskata regulativa vo Republika Makedonija dozvoleno e nerezidenti da investiraat vo doma}ni hartii od vrednost. Pritoa, imaj}i gi predvid opasnostite koi proizleguvaat od investiraweto na nerezidenti vo doma}ni hartii od vrednost od {pekulativni pobudi, izgradeni se za{titni mehanizmi koi ja namaluvaaat atraktivnosta za kratkoro~no investirawe vo hartii od vrednost od strana na nerezidenti. Kako rezultat na ova, se o~ekuva deka Republika Makedonija }e bide za{titena od vlezot na {pekulativni kratkoro~ni investicii vo finansiski instrumenti koi mo`e da predizvikaat negativni makroekonomski efekti vo slu~aj na vlo{uvawe na ekonomskite i politi~kite uslovi vo zemjata.

Ona {to treba da se ima predvid pri privlekuvawe na potencialnite investitori e deka dr`avnite hartii od vrednost nema da se prodavaat samite, poradi {to }e bide potrebno da se posveti osobeno vni manie na **promotivna kampawa** za zgolemuwawe na doverbata i interesot kaj potencialnite investitori. Istovremeno, preku organizirawe na promotivna kampawa za prednostite od poseduvawe na dr`avni hartii od vrednost }e se zgolemi **edukacijata** na javnosta za ovoj vid na hartii od vrednost i za nivnoto zna~ewe vo razvojot na finansiskite pazari, i ekonomijata voop{to. Uspe{noto organizirawe na promotivnata kampawa osobeno zna~ajno }e bide za zgolemuwawe na interesot na naselenieto za investirawe vo dr`avni hartii od vrednost.

8.3 Tehniki na prodaja

Postojat štiri osnovni tehniki na prodaja na dravni hartii od vrednost: prodaja preko sindikat⁸, javen povik, kontinuirana prodaja i aukciska prodaja. Primenata na spomenative tehniki za prodaja na dravni hartii od vrednost zavisi od stepenot na razvoj na finansiskite pazari, a povrzano so toa i institucionalni razvoj. Pritoa, izborot na odredena prodaja tehnika zavisi od tipot na dravni hartii od vrednost. Aukciskiot mehanizam e voobiadena privatna tehnika pri prodaja na dravni zapisi. Od druga strana, podolgoro~nite hartii od vrednost ponekoga{ se i pove}e problematni za prodaja poradi { to se dava prednost na ostanatite tehniki. Generalno, postoji trend kon poliroko privatizacii aukciskiot mehanizam pri prodaja na dravni hartii od vrednost. Pritoa, vo odredeni uslovi mo`na e primena na pove}e tehniki pri { to e neophodno postignuvawe na koordinacija pome|u niv so cel spre~uvawe na pojava na negativni efekti od istovremena upotreba.

Vo sporedba so ostanatite tehniki, aukciskata prodaja e najpazaren na~in za minimizirawe na tro{ocite za finansirawe na buxetskiot deficit. Prednosta proizleguva od konkurencija pome|u određen broj na u~esnici koi nastojuvaa da dobijaa del od ograni~enata ponuda na dravni hartii od vrednost. Pritoa, aukcijata treba da bide dizajnirana na na~in koj gi iskoristuva prednostite od fleksibilnosta na kamatnite stapki i konkurencijata pome|u investitorite. Istotaka, aukciite pretstavuvaa pottransparenten kanal za distribucija na dravnite hartii od vrednost vo sporedba so ostanatite tehniki na prodaja.

Koga stanuva zbor za tehnikite na prodaja na dravni hartii od vrednost vo Republika Makedonija, prednost mo`e da se daje na **aukciskata prodaja**. Ova od pri~ina { to se o~ekuva na po~etokot bankite da bidat dominantni investitori vo dravni hartii od vrednost koi imaat pogolemi poznavawa za aukciskiot mehanizam i preferiraat pazarno formirawe na kamatnite stapki. Pokraj ova, vo tekot na izminatov period bankite aktivno u~estvuvaa na aukciite na blagajni~ki zapisi { to pridonese za steknuvawe na iskustvo vo vraska so funkcioniraweto na aukciskiot mehanizam. Vo priloga aukciskata prodaja na dravni hartii od

⁸ Ova tehnika e sli~na so privaten plasman kako posebna tehnika na prodaja koja e nasoenaa kon dizajnirawe i prodaja na hartii od vrednost soglasno so potrebite na odredena grupa investitori, naj-esto i institucionalni investitori.

vrednost e i aktivnoto u-estvo na pravnite i fizi-kite lica na aukciite na blagajni -ki zapisi vo tekot na izmi nati ve dve godi ni .

U-estvoto na aukcija na dr` avni hartii od vrednost treba da bide ograni -eno na odredena grupa na investitori. Naj-esto direktno u-estvo na aukcijata e dozvoleno na bankite i neкои drugi finansiski posrednici, dodeka ostanatite investitori podnesuvaat ponudi na indi rekten na-in, preku u-esnici te so di rekten pristap na aukcijata. Osnoven pri nci p pri determi ni rawe na opf atot na u-esnici te e ovozm` uvawe na zadovolitelno nivo na konkurencija { to }e spre-i mo` no povrzuvawe pome|u u-esnici te od {pekulativni pobudi. I sklu-ok od ova pravi lo e mo` en koga ekskluzivnoto pravo za u-estvo na aukcija e dodeleno na odreden broj na agenti, voobi -aeno nare-eni primarni dileri, koi za vozvrat obezbeduvaat stimulatívni usluga za razvoj na pazarot na dr` avni hartii od vrednost.

I maj}i predvid deka f iskal nata vlast vo Republi ka Makedonija }e nastojuva da privle-e { to pogolem broj na investitori vo dr` avni hartii od vrednost, na po-etokot poadekvatno bi bilo promovirawe na golem broj na u-esnici na aukciite, { to }e pridonese za polesen pristap na primaren pazar na dr` avni hartii od vrednost i sledstveno, povi sok stepen na konkurencija. Pri toa, di rektno u-estvo na aukciite }e imaat **bankite** vo Republi ka Makedonija soglasno so utvrdeni kriteriumi (na pr. minimalen iznos 1.000.000,00 denari). Ostanatite u-esnici }e mo` at da podnesuvaat ponudi za kupuvawe na dr` avni hartii od vrednost preku bankite, pri { to denominacijata na hartii te od vrednost }e bide relativno niska (predlog: 10.000,00 denari) so cel da se ovozm` i polesen pristap na pogolem broj na mali investitori. Dodeluvaweto na ekskluzívno pravo za u-estvo na aukciite na dr` avni hartii od vrednost na odreden broj na u-esnici, bi bilo aktuelizirano podocna koga napori te na f iskal nata i monetarnata poli tika }e bi dat naso-eni kon razvoj na sekundaren pazar na dr` avni hartii od vrednost.

Zna-ajno pra{ awe pri dizajni rawe na aukcijata na dr` avni hartii od vrednost e mehанизmot na aloci rawe na ponudi te i utvrduvawe na cenata koja }e ja platat u-esnici te. Postojat dva osnovni tipa na tenderi za prod` ba na dr` avni hartii od vrednost: tender so diskriminatorni (razli -ni) ceni i tender so uniformna cena. Pri toa, kaj dvata tipa na tenderi uspe{ ni te ponudi se rangiraaat po cena, po- nuvaj}i od najvisokata cena (najniska kamatna stapka) pa nadolu, sé dodeka ne se iscrpi celokupniot ponuden iznos za prod` ba. Kaj prviot tip na aukcija, poznat kako ameri kanski tip na aukcija, uspe{ ni ot u-esnik na aukcijata ja pla}a ponuderata cena. Za razlika od ovoj tip, kaj aukcijata so uniformna cena,

poznata kako holandski tip na aukcija, uspe{ ni te u~esnici pla}aat ista cena koja e ednakva na najni skata uspe{ na cena. Ova zna~i deka najgol emi ot broj na u~esnici pla}aat pomala cena od onaa koja ja i maat nazna~eno vo ponudata deka se spremni da ja platat za kupeni te dr`avni hartii od vrednost. Pritoa, iznosot na f i nansi ski sredstva koj dr`avata go prima e pomal vo sporedba so ameri kanski ot tip na aukcija. Toga{ , zo{ to izdava~ot e zai nteresiran za ovoj tip na aukcija? Odgovorot go dava teorijata na aukcii koja sugerira deka holandski ot tip na aukcija ja namal uva nei zvesnosta i gi stimulira u~esnicite da aukciraat so povi soki ceni, pretpostavuvaj}i deka }e platat poni ska cena od ponudenata.

Ovaa nei zvesnost doa|a do i zraz kaj ameri kanski ot tip na aukcija kade postoi rizi k u~esnici te da kupat hartii od vrednost po cena povi soka od pazarnata. I meno, trgovaweto na sekundarni ot pazar najverojatno }e zapo~ne po prose~na cena od aukcijata, vku~uvaj}i gi i neuspe{ nite ponudi, koja se dobl i`uva do najni skata pri f atena cena. Sekoj u~esnik koj aukciral zna~itel no nad ovaa cena }e pretrpi zaguba bidej}i hartii te od vrednost uspe{ no kupeni na primaren pazar i maat pomala pazarna vrednost na sekundaren pazar. Ovoj rizi k e poznat kako “winer’s curse” i e pogol em kaj nerazvi eni te f i nansi ski pazari so pogol ema varijabi lnost na ceni te na hartii te od vrednost. Poradi pogol emata nei zvesnost i investi tori te mo`e da se vozdr`at od u~estvo na aukcija i da se naso~at kon kupuvawe na dr`avni hartii od vrednost na sekundaren pazar { to rezultira vo namal uvawe na konkurencijata na primaren pazar poradi koncentri rawe na ponudi te vo racete na mal broj u~esnici .

I pokraj vakvi ot nedostatok na ameri kanski ot tip na aukcija, ne odat si te argumenti vo korist na holandski ot tip na aukcija. I meno, vo uslovi koga postoi gol em interes za dr`avni hartii od vrednost, pobaruva~kata mo`e da ja nadmi ne ponudata pri { to investorite koi posakuvaat da kupat dr`avni hartii od vrednost se spremni da platat povi soka cena { to krajno rezultira vo namal eni tro{ oci za dr`avata. Me|utoa, holandski ot tip na aukcija ne ja i skoristuva ovaa prednost, poznata kako potro{ uva~ki vi{ ok, koj ja pretstavuva razli kata pome|u cenata koja u~esni kot na aukcijata e podgotven da ja plati i cenata koja real no ja pla}a.

Holandski ot tip na aukcija ostava prostor za manipu li rawe od strana na pogol emi te u~esnici koi mo`at da aukciraat so mnogu vi soki ceni znaej}i deka }e platat uni f ormna cena koja e poni ska od aukci ranata, pri { to vi soki ot i znos so koj aukci raat mo`e da isti sne gol em broj na u~esnici . I sto taka, uni f ormната cena od

edna do druga aukcija mo`e zna~itелno da fluktuirа bidejji ja pretstavuva marginalnata, a ne ponderirana cena⁹.

Vo vrska so izborot na tip na tender pri aukciska prod`ba na dr`avni hartii od vrednost vo Republika Makedonija prednosta e na stranata na **amerikanski ot tip na aukcija**. Osnovnata pri~ina za ova se pogolemi te poznavawa na bankite i nivnite klienti za ovoj tip na aukcija vo sporedba so tenderot so uniformna cena, kako rezultat na nivnoto u~estvo na aukcii na blagajni~ki zapisi kade se primenuva amerikanski ot tip na aukcija. Isto taka, vo uslovi koga postojat te{ kotii za predviduvawe na pobaruva~kata za dr`avni hartii od vrednost, primerata na holandski ot tip na aukcija mo`e da rezultira vo prifa}awe na poniska uniformna cena { to zna-i pogolemi tro{oci za dr`avata. Me|utoa, ova ne zna-i deka holandski ot tip na aukcija ne treba da se primenuva voop{to, tuku deka negovoto prifa}awe bi bilo poadekvatno vo podocne`ni te fazi na razvoj na pazarot po stabilizirawe na pobaruva~kata za dr`avni hartii od vrednost na одредено ni vo, { to }e ovozmo`i iskoristuvawe na prednostite od namalenata neizvesnost vrz dvi`eweto na kamatni te stapki.

I majji ja predvid neizvesnosta kaj aukciski ot proces, izdava~ot mo`e da dozvoli podnesuvawe na nekonkurentni ponudi, { to podrazbira kupuvawe na hartii od vrednost po ponderirana (ili uniformna) cena od aukcijata. Ova im ovozmo`uva na malite u~esnici da kupat dr`avni hartii od vrednost po prifatлива cena i namaluvawe na rizikot od neuspeh. So cel zgolemuvawe na interesot za dr`avni hartii od vrednost kaj investitorite koi preferiraat vakovna-in na utvrduvawe na cenite, prepорa~livo e postoevawe na mo`nost za podnesuvawe na **nekonkurentni ponudi** pri organizirawe na aukciite na dr`avni hartii od vrednost. Pritoa, vkupni ot iznos na prifatени nekonkurentni ponudi treba da bide ograni~en so cel da ovozmo`i utvrduvawe na cenite na aukciite vrz osnova na u~estvo na dovolen broj na konkurentni ponudi. So ogleđ na faktot { to prifa}aweto na nekonkurentni ponudi go uslo`nuva aukciski ot mehanizam, na po~etokot }e bide dozvoleno podnesuvawe samo na konkurentni ponudi, so mo`nost za nivno podocne`no vkluvawe.

So ogleđ na toa { to aukciski ot mehanizam po svojata priroda ovozmo`uva {pekulativno одnesuvawe, potrebno e iznao}awe na mehanizam za za{tita na

⁹ Spored istra`uvaweto na Bartolini i Cottarelli za primenata na tipot na aukcii pri prod`ba na dr`avni zapisi vo tekot na 1994 godina, od 42 zemji koi sproveduvaat aukciska prod`ba, vo grupa od 77 opfatени zemji, nad 90% primenuvaat aukcija so diskriminatorni ceni.

dr`avata od pla}awe na nerealno visoki kamatni stapki. Potencijalno re{ enie e utvrduvawe na maksimalna kamatna stapka koja }e ja za{titi dr`avata od {pekulativno odnesuvawe na poedine~ni investitori. Me|utoa, imaj}i go predvid glavni ot nedostatok na utvrduvaweto na maksimalna kamatna stapka koj se odnesuva na grupiraweto na kamatnite stapki na u~esnicite na aukcijata okolu nejzimoto nivo, potrebno e iznao|awe na poadekvaten kriterium za odbivawe na ponudite so nerealno visoki kamatni stapki. Poradi toa, }e se definira kriterium za opredeluvawe na gornata granica na kamatnite stapki vrz osnova na podnesenite ponudi za sekoja aukcija posebno, pri {to u~esnicite na aukcijata }e se zapoznaat so mehani zmot na funkci onirawe na ovoj kriterium.

Informiraweto odnapred za namerite na dr`avata za izdavawe na hartii od vrednost im ovozmo`uva na potencijalnite investitori polesno formulirawe na investicionata strategija za formirawe na optimalno portfolio. Poradi toa, voobi~aena praksa e objavuvawe na **kalendar na aukcii** za tekovnata godina. Pri toa, pri utvrduvawe na frekventnosta na aukciite fiskalnata politika treba da vodi smetka za poddr`uvawe na razvojot na sekundarniot pazar na dr`avni hartii od vrednost. Imeno, ~estite aukcii mo`e da rezultiraat vo mali iznosi na prodadeni dr`avni hartii od vrednost po poedine~na aukcija {to negativno vlijae na likvidnosta na sekundarniot pazar. Tipi~no, aukciite na dr`avni zapisi se sproveduvaat od edna{ nedelno do edna{ mese~no, dodeka aukciite na dolgoro~ni dr`avni hartii od vrednost se sproveduvaat na podolg interval, od edna{ mese~no do edna{ kvartalno.

Pokraj objavuvaweto na rasporedot na aukcii, naj~esto vo ramki na godi{niot kalendar se objavuva i iznosot na hartii od vrednost koj dr`avata go nudi za prodaba na sekoja aukcija. Imaj}igi predvid te{kotiiite okolu utvrduvaweto na preciznite iznosi za sekoja poedine~na aukcija, ona {to bi mo`elo da se napravi na po~etokot vo Republika Makedonija e objavuvawe na **{estmese~en kalendar na aukcii** vo koj }e bidat utvrdeni **kvartalni iznosi** za prodaba na dr`avni hartii od vrednost, pri {to precizniot iznos za sekoja aukcija }e bide objaven nekolku dena pred odr`uvawe na aukcijata. Istovremeno, pri utvrduvawe na iznosot na hartii od vrednost za sekoja aukcija treba da se vodi smetka da nema golemi fluktuacii od edna do druga aukcija so cel da se obezbedi stabilnost vo ponudata {to e od osobeno zna~ewe za odr`uvawe na interesot na investorite za dr`avni hartii od vrednost. Imeno, upravuvaweto so javniot dolg treba da bide nasoen kon obezbeduvawe na stabilnost na ponudata na dr`avni hartii od vrednost, a

upravuvaweto so likvidnost na buxetot treba da bi de nasoen kon nadmi nuvawe na pri vremeni ot debalans vo buxetot.

Transparentnosta vo vrska so sproveduvaweto na aukci ski ot proces e znaen uslov za steknuvawe i odr uvawe na doverba vo na-inot na prodaba na dr avni te hartii od vrednost. Poradi toa, pravilata i uslovi te na aukci i te }e bi dat poznati na javnosta. Isto taka, }e bi dat objavuvani inf ormaci i povrzani so rezultati te od aukci jata, vkl u-uvaj }i: mi ni mal na, maksi mal na i ponderirana cena (kamatna stapka), ponuda, pobaruva-ka, realizacija i sl.

9. Razvoj na sekundaren pazar na dr` avni hartii od vrednost

Razvienite sekundarni pazari na dr` avni hartii od vrednost se karakteriziraat so visok stepen na likvidnost kade pazarni te u-esnici mo` at brzo da izvr{ uvaat transakcii so golemi iznosi, so malo vlijani e na cenite na hartii te od vrednost. Vakvite sekundarni pazari garanti raat likvidnost na investici i te i utvrduvawe na cenite na sekojdnevna osnova. Sledstveno, investitorite se zainteresirani za zgolemuvawe na portfolioto od dr` avni hartii od vrednost znaej }i deka mo` at lesno da likvidiraat del od svoeto portfoli o po pri fatlivi ceni vo koe bilo vreme. Pritoa, zgolemenata pobaruva-ka za dr` avni hartii od vrednost rezultira vo zgolemuvawe na nivnata cena, i sledstveno namaluvawe na tro{ ocite za pokrivawe na buxetski ot deficit. Istovremeno, razvienite sekundarni pazari na dr` avni hartii od vrednost ja zgolemuvaat ef ikasnosta na centralnata banka pri sproveduvawe na operaci i na otvoren pazar i go podobruvaat f unkcioni raweto na transmissi oni ot mehani zam na monetarnata poli ti ka.

Razvojot na sekundarni ot pazar na dr` avni hartii od vrednost e usloven od izgradba na konkurentna pazarna infrastruktura. Dr` avni te hartii od vrednost mo` at da bi dat trgovani na razli -ni na-ini, opfa }aj }i berzi na hartii od vrednost, pazar preku { alter (over the counter market) i golem broj na sli -ni sistemi na trgovawe. Trgovaweto se prenasova od eden kon drug sistem vo -ekor so razvojot na f i nansi ski te pazari, promenata na potrebi te na pazarni te u-esnici i napredokot vo inf ormacionata tehnologija. Pritoa, poddr` uvaweto na konkurentna pazarna infrastruktura e zna-ajno za namaluvawe na razlikata pome|u prod` nata i kupovnata cena na hartii te od vrednost { to pri donesuva za zgol emuvawe na nivnata likvidnost. Dinami -nata konkurencija pome|u berzite i pazarot preku { alter,

odnosno odr`uvaweto na konkurentni pazari, onevozmo`uva eksploati rawe na domi nantnata monopol ska ili oligopol ska pozici ja.

I maj}i predvid deka pazarot na dr`avni hartii od vrednost vo Republika Makedonija e vo inicijalen stadium, naporite za negov razvoj }e bidat skoncentrirani, pred si, kon razvoj na primarni ot pazar. Poradi toa, vo po~etni ot peri od }e bide neophodno po~esto prisustvo na dr`avata na primarni ot pazar so cel stimuli rawe na pobaruva~kata za dr`avni hartii od vrednost. Po dostignuvawe na targetirane iznosi za prodaba i stabilizirawe na pobaruva~kata za dr`avni hartii od vrednost, fiskalnata i monetarnata vlast treba da se naso~at kon razvoj na sekundarni ot pazar na dr`avni hartii od vrednost.

I maj}i go predvid dosega{ noto iskustvo na Republika Makedonija vo odnos na organiziraweto na trgovaweto so hartii od vrednost preku Makedonskata berza, vo idnina e potrebno sozdavawe na uslovi za razvoj na konkurentna pazarna infrastruktura koja }e pridonese za namaluvawe na transakci onite tro{oci na pazarna osnova. Vo taa nasoka, vo bliska idnina fiskalnata i monetarnata politika }e bidat naso~eni kon **razvoj na pazari preku { alter {** to na konkurentna osnova }e ovozmo`i namaluvawe na transakci onite tro{oci, { to e osnoven uslov za razvoj na likviden sekundaren pazar na dr`avni hartii od vrednost.

Zna~ajno pra{awe pri razvojot na sekundaren pazar na dr`avni hartii od vrednost, osobeno pazarot na kratkoro~ni dr`avni hartii od vrednost, pretstavuva vremenskoto poramnuvawe na sklu~enite transakcii. Imeno, kolku { to e pokratko vremeto od sklu~uvaweto na transakciite do nivnoto poramnuvawe, tolku dr`avnite hartii od vrednost se polikvidni. Naj~esto, transakciite so dr`avni hartii od vrednost sklu~eni na berzata ne se poramnuvaat vo tekot na isti ot den. Ova e slu~aji vo Republika Makedonija, bidej}i Centralni ot depozi tar za hartii od vrednost vo momentov mo`e da poddr`i poramnuvawe na sklu~enite transakcii nad T+1. I maj}i predvid deka najgol emi investitori vo dr`avni hartii od vrednost se o~ekuva da bidat bankite, na koi im e potrebno poramnuvawe na transakciite vo realno vreme, pri postavuvawe na pazari te preku { alter osnoven akcent }e bide staven na kreirawe na sistem koj }e ovozmo`i **poramnuvawe na transakciite vo tekot na isti ot den.**

Vo po~etnata faza na razvoj na sekundarni ot pazar na dr`avni hartii od vrednost, karakteristi~en e mal broj na sklu~eni transakcii koi onevozmo`uvaat pravilno vrednuvawe na hartii te od vrednost. Poradi toa, ohrabruvaweto na odredena grupa na finansi ski posrednici za poddr{ka na sekundarni ot pazar mo`e

da pomogne vo negoviot razvoj i prodlabo~uvawe na negovata likvidnost. **Poddr`uva~i na pazarot** (market makers) se finansi ski posrednici, naj~esto primarni dileri, koi raspolagaat so dovolen iznos na dr`avni hartii od vrednost, vr{ at dnevno objavuvawe na kupovnite i proda`nite ceni na ovie hartii od vrednost i se podgotveni za trguvawe po objavenite ceni. Nivnata osnovna funkcija e obezbeduvawe na likvidnost na sekundarniot pazar na dr`avni hartii od vrednost preku uramnote`uvawe na ponudata i pobaruva~kata, inkorporirawe na raspolo`livite informacii vo cenite na hartii te od vrednost i brzo izvr{ uvawe na transakciite.

Poddr`uva~ite na pazarot imaat odredeni privilegii, no istovremeno i obvrski za promovirawe na pazarot na dr`avni hartii od vrednost. Nekoi od mo`nite obvrski se slednive: aktivno u~estvo na aukcii na dr`avni hartii od vrednost, postojano objavuvawe na kupovnite i proda`nite ceni na hartii te od vrednost, odr`uvawe na odredeno procentualno u~estvo vo transakciite na sekundarniot pazar, odr`uvawe na odredena koli~ina na hartii od vrednost, izvestuvawe na centralnata banka za sklu~enite raboti i sl. Istovremeno, poddr`uva~ite na pazarot imaat odredeni privilegii: ekskluzivno pravo za u~estvo na vonredni aukcii na dr`avni hartii od vrednost, kreditni linii od centralnata banka, ekskluzivno pravo za u~estvo na neкои od monetarnite operacii na centralnata banka, dano~ni olesnuvawa i sl.

Poznavaj}i ja ulogata na poddr`uva~ite na pazarot vo razvojt na likvidni pazari na dr`avni hartii od vrednost, fiskalnata i monetarnata vlast }e nastojuvaat za nivno uspe{no promovirawe so cel pobrz razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost vo Republika Makedonija. Pritoa, voveduvaweto na poddr`uva~ite na pazarot }e bide napraveno po sogleduvawe na interesot za investirawe i trguvawe na dr`avni hartii od vrednost od strana na finansi ski te posrednici vo Republika Makedonija. Nivnoto voveduvawe najverojatno }e bide napraveno paralelno so razvojt na pazari te preku { al ter.

Zasiluvawe na razvojt na pazarot na dr`avni hartii od vrednost, mo`e da bide postignato i preku voveduvawe na **repo**. Repo transakcijata pretstavuva promptna proda`ba na hartii od vrednost so obvraska za niven reotkup na nekoj i den datum po odnapred utvrdena cena. Repo transakciite ovozmo`uvaat nadmi nuvawe na privremeni ot nedostig od pari~ni sredstva ili hartii od vrednost, poradi { to se { i roko rasprostraneti, kako vo slu~aj na sproveduvawe na monetarni intervencii od strana na centralnata banka, taka i kaj privatni ot sektor. So cel iskori stuvawe

na prednostite koi gi nudat repo transakcii te vo poddr{ ka na razvojot na pazarot na dr`avni hartii od vrednost, i voop{ to razvojot na finansiskite pazari, Narodnata banka na Republika Makedonija vo bliska idni na }e se anga`ira okolu izgotvuvawe na **generalen repo dogovor** koj pretstavuva osnova za sklu-uvawe na repo transakcii.

Pokraj ova, ohrabruvaweto na razvojot na povrzanite pazari, kako { to se fju~ersi, opcii, short selling i sl., mo`e da pomogne vo razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost vo Republika Makedonija.

10. Koordinacija pome|u monetarnata i fiskalnata politika vo razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost

Koordinacijata pome|u monetarnata i fiskalnata politika proizleguva od potrebata za postignuvawe na me|usebno konzistentni targeti so cel ostvaruvawe na glavnite celi na ekonomskata politika (cenovna stabilnost, odr`liv ekonomski rast, polna vrabotenost i sl.). Mo`nosta za pojava na konflikt pri nastojuvaweto za ostvaruvawe na utvrdenite targeti na monetarnata i fiskalnata politika, nalaga postoeve na efikasna koordinativna ramka so cel razre{uvawe na mo`nite razliki. Vo sprotivno, nedostigot na koordinacija pome|u spomenative politiki mo`e da dovede do makroekonomska neramnote`a i da sozdade pogolema nei zvesnost za privatni ot sector, { to krajno rezulтира vo gubewe na ni vni ot krediti.

Vo pazarnite ekonomii, neophodnata koordinacija mo`e da bi de postignata na dva na~ina:

1. Vo uslovi na razvieni finansiski pazari, preku dejstvuvawe na pazarnite sili kade postoi striktna podelba na celite, funkciite i instrumentite na monetarnata i fiskalnata politika. Pritoa, monetarnata politika se fokusi ra na ostvaruvawe na cenovna stabilnost preku sproveduvawe na monetarni intervencii na dlaboki i likvidni finansiski pazari so pazarno orientirani instrumenti. Istovremeno, razvienenite finansiski pazari i ovozmo`uvaat na fiskalnata politika zadovoluvawe na svoite buxetski potrebi preku izdavawe na hartii od vrednost pod uslovi koi preovladuvaat na finansiskite pazari.

2. Vo uslovi na nerazvieni finansiski pazari, preku postavuvawe na zaedni~ki celi i izvr{uvawe na zaedni~ki aktivnosti za nivno ostvaruvawe. Pritoa, vo otsustvo na dlaboki i likvidni sekundarni pazari na hartii od vrednost, monetarnata politika vo uslovi na vi{ok na likvidnost osnovnata cel ja ostvaruva

so monetarni intervencii na primaren pazar. Ovoj pazar istovremeno e pole na dejstvuvawe na fiskalnata politika kade taa gi zadovoluva svoite buxetski potrebi. Poradi toa, postignuvaweto na visok stepen na koordinacija pome|u monetarnata i fiskalnata politika pri dejstvuvawe na ist pazar e imperativ za ostvaruvawe na zaedni~kite celi.

Vo vakvi uslovi fiskalnata i monetarnata politika mo`at da koristat ist ili razli~en instrument za ostvaruvawe na zaedni~kite celi. I meno, vo prviot slu~aj Ministerstvoto za finansii izdava dr`avni hartii od vrednost za pokrivawe na buxetskiot deficit, pri {to istovremeno centralnata banka gi koristi ovie hartii od vrednost (dr`avni zapisi) za postignuvawe na monetarni celi. Vo вториот slu~aj, Ministerstvoto za finansii izdava dr`avni hartii od vrednost za pokrivawe na buxetskiot deficit, pri {to istovremeno centralnata banka izdava sopstveni hartii od vrednost za ostvaruvawe na monetarni celi. Osnovnata prednost na prviot pristap, koristewe na dr`avni hartii od vrednost za ostvaruvawe na fiskalni i monetarni celi, se odnesuva na pottiknudevawe na razvojot na pazarot na dr`avni hartii od vrednost i namaluvawe na rizikot od segmentacija na pazari te bidej}i se koristi ist tip na hartii od vrednost. Me|utoa, za uspe{no koristewe na dr`avnite hartii od vrednost za postignuvawe na razli~ni celi potrebno e ostvaruvawe na visok stepen na koordinacija pome|u monetarnata i fiskalnata politika so cel odr`uvawe na operativna nezavisnost na centralnata banka, {to naj~esto e pote{ko ostvarljivo. Vo toj kontekst, iako koristeweto na sopstveni hartii od vrednost od strana na centralnata banka ne ja iskluuva potrebata od koordinacija pome|u monetarnata i fiskalnata politika, sepak pridonese za razgrani~uvawe pome|u monetarnoto regulirawe i upravuvaweto so javen dolg, {to na centralnata banka i dava operativna fleksibilnost pri sproveduvawe na monetarni intervencii.

Mnogu retkoto prisustvo na dr`avata na primaren pazar na hartii od vrednost vo izminativ period pridonese za potisnudevawe na potencialniot konflikt pome|u monetarnata i fiskalnata politika vo Republika Makedonija. I meno, dosega buxetskiot deficit vo najgolem del be{e pokri van so zadol`uvawe od nadvor, {to ne predizvikuva{e konflikt pome|u fiskalnata i monetarnata politika pri sproveduvawe na monetarni intervencii preku izdavawe na blagajni~ki zapisi od strana na centralnata banka.

So ogle d na namerite na dr`avata za izdavawe na kratkoro~ni dr`avni hartii od vrednost koi imaat sli~ni karakteristiki so blagajni~kite zapisi na

Narodnata banka na Republika Makedonija, i stovremenata upotreba na ovie hartii od vrednost mo`e da dovede do nepotrebna konkurencija pome|u niv i do segmentacija na pazari te. Poradi toa, vni matel noto di zajni rawe na instrumentite i tehnikite za prodaba mo`e da pridonese kon minimizirawe na pazarnata segmentacija. Vo vakva situacija, po`elno e **centralnata banka** da izdava hartii od vrednost so rok na dostasanost najmnogu do **1 mesec**, so { to polesno } e upravuva so nivoto na likvidost i kamatnite stapki vo bankarski ot sistem. Istovremeno, **dr`avnite hartii od vrednost** mo`at da bidat izdadeni so podolgi rokovi (**tri meseci i podolgo**) i iznosi soodvetni na buxetski te potrebi. Na ovoj na~in, napori te na centralnata banka za postignuvawe na krajnata cel na monetarnata politika }e bidat skoncentrirani na pazari te so mnogu kratki rokovi, pri { to Ministerstvoto za finansii }e mo`e postepeno da go prodol`uva rokot za finansirawe na buxetski ot deficit. Vo ponatamo{ nite fazi na razvoj na dr`avnite hartii od vrednost }e sledi postepeno namaluvawe na ulogata na blagajni ~kite zapisi i воведување на dr`avnite zapisi kako instrument za monetarni intervencii (Slika 1).

Slika 1. Fazi vo razvojt na dr`avni te zapisi

I faza	Pri maren pazar	Sekundaren pazar
DZ	Upravuvawe so javen dolg	
BZ	Monetarno regul irawe	

II faza	Pri maren pazar	Sekundaren pazar
DZ	Upravuvawe so javen dolg	Monetarno regul irawe
BZ	Monetarno regul irawe	Monetarno regul irawe

III faza	Pri maren pazar	Sekundaren pazar
DZ	Upravuvawe so javen dolg	Monetarno regul irawe
BZ		

DZ - Dr`avni zapisi

BZ - Blagajni ~ki zapisi

Vo nasoka na poddr`uvawe na razvojot na pazarot na dr`avni hartii od vrednost, centralnata banka vo idni na }e gi **namali ~estite monetarni intervencii na primaren pazar preku izdavawe na blagajni~ki zapisi** so cel ostavawe na pogolem prostor za dr`avnite hartii od vrednost. Istovremeno, so cel fokusirawe na naporite kon upravuvawe so likvidnosta i kamatnite stapki vo bankarski ot sistem, centralnata banka pri sproveduvawe na monetarnite intervencii so blagajni~ki zapisi }e go **ograni~i pristapot samo na bankite**, i }e izvr{ i prenaso~uvawe na pravni te i fizi~kite lica kon pazarot na dr`avni hartii od vrednost so cel negov pobrz razvoj. So ogle na toa { to na po~etokot se predviduva najgolemi investitori vo dr`avni hartii od vrednost da bidat bankite, koi istovremeno se dominantni sopstvenici na blagajni~ki zapisi, se o~ekuva da se namali rizi kot od segmenti rawe na pazari te na ovie hartii od vrednost.

Vo razvienite pazarni ekonomii, kamatnite stapki po koi dr`avata izdava hartii od vrednost za fiansi rawe na buxetski ot deficit se pazarno utvrdeni pod vlijanie na monetarnite intervencii na centralnata banka so cel regulirawe na likvidnosta vo bankarski ot sistem i ispra}awe na signali za nivoto na kamatnite stapki. Od druga strana, vo zemjite so nerazvieni fiansiski pazari utvrduvaweto na kamatnite stapki e pra{awe koe naj~esto predizvikuva konflikt pome|u fiskalnata i monetarnata politika, ~ija cel e pova`na: niski tro{oci za fiansi rawe na buxetski ot deficit ili cenovna stabilnost preku utvrduvawe na kamatnite stapki na adekvatno ni vo, respekti vno.

Vo uslovi koga visinata na kamatnite stapki na blagajni~ki zapisi na Narodnata banka na Republika Makedonija e posvetena na odr`uvawe na stabilen devizen kurs, ~ie dvi`ewe }e go sledat kamatnite stapki na kratkoro~nite dr`avni hartii od vrednost, postoji opasnost od pojava na vakov konflikt pome|u ministervoto za fiansii i centralnata banka. Razre{uvaweto na potencialni ot konflikt okolu visinata na kamatnite stapki treba da proizleze od postavuvawe na zaedni~ka cel za razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost, pritoa po~ituvaj}i go osnovnoto pravilo za utvrduvawe na kamatnite stapki na pazarna osnova pod vlijanie na monetarnite intervencii na centralnata banka.

Osven za nivoto na kamatnite stapki, koordinacija pome|u monetarnata i fiskalnata politika }e bide neophodna i pri utvrduvawe na iznosot za prodaba na dr`avni hartii od vrednost, kako i za vremeto na odr`uvawe na aukciite. So cel za pouspe{no ostvaruvawe na potrebnata koordinacija vo ovoj segment, potrebno e

navremeno izvestuvawe na centralnata banka od strana na Ministerstvoto za finansii za **namerite (iznosot)** za izdavawe na dr`avni hartii od vrednost. Pritoa, pri opredeluvawe na denovite na odr`uvawe na aukciite na dr`avni hartii od vrednost vo godi { ni ot plan } e se vodi smetka da **nema poklopuvawe** so denovite koga centralnata banka sproveduva monetarni intervencii so blagajni ~ki zapisi.

Kako pra{awe na koe treba da mu se posveti vnanie od aspekt na postignuvawe na potrebnata koordinacija, e izborot na pazarni u-esnici na aukciite. I meno, koga stanuva zbor za aukciite na dr`avni hartii od vrednost naj-esto se opfateni razli~ni finansiski posrednici. Sprotivno, centralnata banka pri sproveduvawe na monetarnite intervencii primarno e naso~ena kon bankite. I maj}i predvid deka vo Republika Makedonija vo momentov zna~eweto na ostanatite finansiski posrednici e minimalno od aspekt na ni vnata aktivnost na finansiskite pazari, na po~etokot direktni u-esnici na aukciite na dr`avni hartii od vrednost se predviduva da bidat **bankite**, { to } e ovozmo`i postavuvawe na **edinstven set na u-esnici**. I maj}i predvid deka supervizijata na bankite se vr{ i od strana na Narodnata banka na Republika Makedonija, eventualniot izbor na primarni dileri vo idnina bi se vr{ el **zaedni~ki** od strana na Ministerstvoto za finansii i Narodnata banka na Republika Makedonija. I stovremeno, voveduvaweto i izborot na poddr`uva~i na pazarot na dr`avni hartii od vrednost } e bide napraveno zaedni ~ki od dвете institucii.

Opredelбата Narodnata banka na Republika Makedonija da bide **agent na dr`avata** vo vrska so emisija na dr`avni hartii od vrednost, isto taka } e pridonese za olesnuvawe na koordinacijata pome|u monetarnata i fiskalnata politika. Prvenstveno, ulogata na Narodnata banka na Republika Makedonija } e se состоi vo organizirawe na aukcii na dr`avni hartii od vrednost za { to ve } e postoi i zgradena infrastruktura koja se koristi za sproveduvawe na aukcii na blagajni ~ki zapisi. I sto taka, Narodnata banka na Republika Makedonija } e pri bira podatoci za pravnite i fizi~ki lica koi kupuvaat dr`avni hartii od vrednost na primaren pazar preku bankite i } e gi dostavuva do Centralniot depozitar na hartii od vrednost kade se registriira sopstvenosta na hartiiite od vrednost. Vo vrska so organiziraweto na aukciski ot proces, Narodnata banka na Republika Makedonija } e podgotvi proceduri i upatstva za koristewe na aplikacijata za sproveduvawe na aukcii od strana na direktnite u-esnici. Pokraj organizirawe na aukcii, Narodnata banka na Republika Makedonija } e gi obezbeduva potrebните informacii za selekcija na primarni dileri i poddr`uva~i na pazarot, } e u~estvuva vo

definirowe na kriteriumite za nivni ot izbor, }e go sledi ispolnuvaweto na postavenite kriteriumi i sl.

Vo tekot na izminatiov period, koordinacijata pome|u monetarnata i fiskalnata politika na operativno nivo e zna-itelno podobrena kako rezultat na me|usebnoto u-estvo na pretstavnicite na dve te institucii na sostanocite koi se odr` uvaat vo Ministerstvo za finansii i Narodna banka na Republika Makedonija so cel planirawe na buxetski te prihodi i rashodi, kako i planirawe na likvidnosta vo bankarskiot sistem, respektivno. So cel ponatamo{ no podobruvawe na koordinacijata pome|u monetarnata i fiskalnata politika, kako na operativno taka i na strate{ko nivo, po`elno e formirawe na **Komitet za koordinacija na upravuvaweto so javniot dolg i monetarnata politika**. Pritoa, centralnata banka vo ramkite na ovoj Komitet }e informira za dvi`ewata na kamatnite stapki, devizniot kurs, likvidnosta vo bankarskiot sistem, uslovite na finansiskite pazari, i }e ima sovetodavna uloga, a ministerstvoto za finansii }e odlu~uva za iznosot i kamatnite stapki na hartii te od vrednost koi treba da bidat izdadeni vo soglasnost so preporakite na centralnata banka i potrebite na buxetot. Pokraj ova, vo ramkite na ovoj Komitet }e se diskutira i odlu~uva za aktivnostite koi treba da bidat prezemeni so cel ponatamo{ en razvoj na primarni ot i sekundarni ot pazar na dr`avni hartii od vrednost.

11. Akcioni plan

<i>Aktivnosti</i>	<i>Obvrsta na:</i>	<i>Rok</i>
1. Usvojavanje na Strategija za razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost 2. Zakonska i institucionalna ranka	Vlada na RM	Septemvri 2003 godi na
- Prispodobuvawe na zakoni te povrzani so izdavawe, registri rawe, trgovawe i poramnuvawe na dr`avni hartii od vrednost	MF	Dekemvri 2003 godi na
- Razgrani ~uvawe na odgovornosti te vo vrska so izdavawe, registri rawe, trgovawe, poramnuvawe na dr`avni hartii od vrednost po institucii (Ministerstvo za finansii, Narodna banka na Republika Makedonija, Centralen depozitar za hartii od vrednost, Makedonska berza)	MF	Septemvri 2003 godi na
- Akt za izdavawe na dr`avni hartii od vrednost	MF	Noemvri 2003 godi na
- Pravila za izdavawe na dr`avni hartii od vrednost	MF i NBRM	Oktomvri 2003 godi na
- Dogovor za agent za izdavawe na	MF i NBRM	Oktomvri

dr`avni hartii od vrednost		2003 godi na
- Dogovor za agent za registri rawe na dr`avni hartii od vrednost	MF	Okto m v r i 2003 godi na
- Razgrani ~uvawe na odgovornosti po oddeli i lu e vo MF i NBRM vo vrska so politiki za izdavawe na DHV, analiza, plani rawe, monitoring na sekundarno trgovawe, smetkovodstvo, izvestuvawe, vnatre{ na kontrola i sl.	MF i NBRM	Dekemvri 2003 godi na
- Zakon za javen dolg	MF	2004 godi na
3. Sostanoci		
- Centralen depozitar na hartii od vrednost, Makedonska berza, Komisi ja za hartii od vrednost, Pazar na pari i kratkoro~ni hartii od vrednost	MF i NBRM	Septemvri 2003 godi na
- Banki	MF i NBRM	Septemvri 2003 godi na
- Osiguritelni kompanii, golemi korporacii, Fond za osiguruvawe na depoziti, Fond za penzi sko osiguruvawe i Agencija za supervizija na kapitalno f i nansi rano penzi sko osiguruvawe	MF i NBRM	Septemvri 2003 godi na
4. Prispobuvawe na aplikacii za aukcii i softverski sistem za trezorsko rabotewe		
- Nadgraduvawe na aplikacija za aukcii	NBRM	Avgust 2003 godi na
- Upatstva za kori stewe na apl ikacija za aukcii - interno (NBRM i MF) - eksterno (banki)	NBRM	Septemvri 2003 godi na
- Testi rawe na apl ikacija za aukcii	NBRM	Septemvri 2003 godi na
- Dopol nuvawe na sof tversko re{ enie za trezorsko rabotewe	MF	Noemvri 2003 godi na
- Povrzuvawe na MF i NBRM	MF i NBRM	Noemvri 2003 godi na
5. I zgotvuvawe na { estnese~en kalendar na aukcii na dr`avni hartii od vrednost - I znosi (kvartal ni) - Frekventnost na aukcii	MF	Noemvri 2003 godi na
6. Procenka na tro{ oci za 2004 godi na - kamati - promoci ja - tro{ oci za izdavawe i registri rawe - ostanati tro{ oci.	MF	Noemvri 2003 godi na
7. Promotivna kampawa - bro{ uri, spotovi, edukacija na javnosta	MF i NBRM	Okto m v r i 2003 godi na
8. Promeni kaj aukcii na blagajni~ki	NBRM	2003 godi na

zapi si - iskl u~uvawe na kl i enti - namal uvawe na frekventnost na aukci i na blagajni ~ki zapi si		
9. Formirawe na Komitet za koordinacija na upravuvaweto so javni ot dolg monetarnata i deviznata politika	MF i NBRM	Dekemvri 2003 godi na
10. Podgotvuvawe na Generalen Repo dogovor	NBRM	Dekemvri 2003 godi na
11. Voveduvawe na OTC	MF, NBRM, KHV	2004 godi na
12. Voveduvawe na poddr`uva~i na pazarot	MF i NBRM	2004 godi na
13. Izdavawe na dr`avni hartii od vrednost na podolgi rokovi	MF	2004 godi na