

**Осврт на случувањата во врска со реформите на меѓународен план за утврдувањето на референтните каматни стапки за договорите во евра во 2018 година**

Референтните каматни стапки (англ. interest rate benchmarks) се од суштинско значење за непреченото функционирање на финансискиот пазар и на одделните финансиски институции, а преку нивните деловни односи со нефинансиските лица, и за финансиските активности на целата економија<sup>1</sup>. Референтните каматни стапки се од големо значење и за централните банки, вклучително и за Европската централна банка (англ. European Central Bank, во понатамошниот текст: ЕЦБ), при операционализацијата на монетарната политика и последователното следење на нејзиниот трансмисионен механизам. На ниво на Европската Унија, во јуни 2016 година беше донесена, а во јануари 2018 година стапи на сила, посебна Регулатива за т.н. финансиски одредници, којашто се однесува и на референтните каматни стапки (англ. EU Benchmarks Regulation – BMR)<sup>2</sup>, а со која се воспоставува единствен збир на правила за изработката, објавувањето и користењето на финансиските одредници во земјите членки на ЕУ, вклучително и за оние каматни стапки што служат како референтни каматни стапки. Во практиката, референтната каматна стапка што служи за одредување на висината на договорната каматна стапка согласно со однапред утврдениот период на повторно определување на нејзината висина (англ. repricing frequency), за сите производи на банките (но и на кој било друг кредитор), којшто има променлива договорна каматна стапка, за утврдување и изразување на висината на договорната каматна стапка, а со тоа и на паричната обврска што произлегува од таквиот договор (најчесто во форма на договорна камата), подлежи под оваа Европска регулатива. Во оваа регулатива (конкретно во член 3, став 1, точка 22), референтната каматна стапка е дефинирана како референтна стапка којашто се определува врз основа на стапката по којашто банките можат да позајмат или да се задолжат на пазарот на пари, од други банки или од небанкарски субјекти. Преглед на финансиските производи кадешто се користат референтните каматни стапки се дадени во табела бр. 1 и 3.

Тековно, двете најкористени референтни каматни стапки за договорите во евра на необезбедениот меѓубанкарски пазар се ЕУРИБОР (англ. Euro Inter-bank Offer Rate)<sup>3</sup> и ЕОНИА (англ. Euro OverNight Index Average)<sup>4</sup>, коишто се администрираат од страна на Европскиот институт на пазари на пари (англ. European Money Markets Institute – EMMI, во понатамошниот текст: ЕММИ)<sup>5</sup>. Меѓутоа, неизвесноста околу натамошната примена на овие референтни каматни стапки во еврозоната е сè поголема, бидејќи во нивната сегашна форма, овие каматни стапки не соодветствуваат со барањата на Европската регулатива за финансиски одредници. Имено, тековните референтни каматни стапки се соочуваат со два генерални проблема, и тоа прво драстичното намалување на бројот на банките во последниве неколку години, што учествуваат во панелите за формирање на ЕОНИА и ЕУРИБОР и

<sup>1</sup> Народната банка редовно ги следи референтните каматни стапки како вид на финансиска одредница, како и глобалните иницијативи за реформите во поглед на нивното утврдување и користење, кои веќе еднаш беа опфатени во рамките на „Извештај за ризиците во банкарскиот систем во Република Македонија во третиот квартал од 2017 година“, за што повеќе информации се достапни на [http://www.nbrm.mk/content/Regulativa/Kvartalen\\_30\\_09\\_2017.pdf](http://www.nbrm.mk/content/Regulativa/Kvartalen_30_09_2017.pdf).

<sup>2</sup> Оваа регулатива има работен наслов „Regulation (EU) 2016/1011 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds“, и истата е достапна на следната врска: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32016R1011>.

<sup>3</sup> ЕУРИБОР е каматна стапка по која референтните банки на пазарот на пари во еврозоната се подготвени да продадат депозити на други референтни банки. Оваа каматна стапка се пресметува како просек од котираните каматни стапки на избрани панел банки (во моментот вкупно 19 банки, коишто учествуваат на доброволна основа, со седиште во земји од ЕУ и банки кои не се со седиште во ЕУ но имаат значителен обем на операции во еврозоната). ЕУРИБОР е достапна во неколку рочности (една недела, еден, три, шест и дванаесет месеци). Таа се пресметува на дневна основа и се објавува секој ден во 11:00 часот.

<sup>4</sup> ЕОНИА е еднодневна меѓубанкарска каматна стапка на пазарот на пари во еврозоната, односно стапка по која банките се позајмуваат едни со други со рочност од 1 ден. Таа претставува пондерирани просек од каматната стапка на сите склучени кредитни трансакции преку ноќ на меѓубанкарскиот пазар, од страна на панелот банки од Европската унија и Европската асоцијација за слободна трговија (англ. European Free Trade Association - EFTA) - во моментот 28 банки. ЕОНИА се објавува секој ден до 19:00 часот.

<sup>5</sup> ЕММИ претставува непрофитно здружение со седиште во Брисел и е одговорен за методологијата за формирањето, како и за спроведувањето на оперативните аспекти во процесот на добивање на овие каматни стапки.

второ, значителниот пад на обемот на склучените трансакции преку ноќ меѓу референтните банки од панелот, а коишто придонесуваат за ЕОНИА, при истовремено зголемениот вишок на ликвидност во системот. Од таа причина, а заради усогласување со новата Европска регулатива за финансиски одредници, ЕММИ пристапи кон спроведување процес на суштински реформи на постојните референтни каматни стапки.

Во врска со ЕУРИБОР, ЕММИ во текот на изминатите неколку години изработи план за нејзино постепено реформирање, со цел оваа референтна каматна стапка, колку е можно повеќе, да се утврдува врз основа на податоци за склучени трансакции, а колку е можно помалку врз основа на котации на каматни стапки. Методологијата (изработена од ЕММИ, во соработка со ЕЦБ) заснована врз податоци за склучени трансакции беше тестирана од ЕММИ во текот на 2016 година и во мај 2017 година беше заклучено дека во тековните пазарни услови, не е возможно утврдување на ЕУРИБОР што целосно ќе се заснова врз податоци за склучените трансакции. Следствено на тоа, ЕММИ одлучи да ја испита можноста за примена на т.н. хибриден модел, којшто ќе овозможи утврдувањето на ЕУРИБОР да биде засновано врз податоците за склучените трансакции секогаш кога е возможно, но воедно утврдувањето на оваа стапка да се потпира и врз други соодветни пазарни извори на цените. За таа цел, формирана е нова работна група преку која се собираат повратни информации од учесниците на пазарот, коишто ќе помогнат во осмислувањето на новата методологија за ЕУРИБОР. Во текот на 2019 година, Белгискиот надзорен орган за финансиски услуги и пазари (англ. Belgium Financial Services and Markets Authority - FSMA), како одговорен супервизор и регулатор на ЕММИ, ќе процени дали новата методологија е во согласност со Европската регулатива за финансиски одредници и доколку резултатот од оваа проценка е негативен, може да ја забрани употребата на ЕУРИБОР, согласно со член 51 (4) од Европската регулативата за финансиски одредници. За илустрација, британскиот надлежен супервизорски орган за можеби најкористената финансиска одредница во светот - ЛИБОР (англ. Financial Conduct Authority - FCA), на пазарните учесници ширум светот јасно им стави до знаење, за неможноста за понатамошното одржување и објава на стапките ЛИБОР, по крајот на 2021 година<sup>6</sup>. Оттука, во тек е процес на транзиција на пазарите и пазарните учесници кон т.н. безризични каматни стапки, односно процес во којшто се прекинува користењето на досега употребуваните финансиски одредници. За значењето на овој процес на транзиција и општо на глобалните реформи поврзани со референтните каматни стапки, многу добра илустрација е метафората дадена во кварталниот извештај на Банката за меѓународни порамнување од март 2019 година<sup>7</sup>, дека „за глобалниот финансиски систем ова е нешто што наликува на вршење операција на отворено срце“.

Во врска со ЕОНИА, по завршувањето на првата фаза од ревизијата на оваа каматна стапка, којашто се состоеше од дефинирање на регулаторната рамка во согласност со новите регулаторни барања, ЕММИ ја спроведе втората фаза којашто се однесуваше на анализа на пазарот и проверка на применливоста на ревидираната ЕОНИА. Меѓутоа, во февруари 2018 година, ЕММИ заклучи дека доколку условите на пазарот останат исти, многу е веројатна можноста ЕОНИА да не ги исполни критериумите на Европската регулатива за финансиски одредници до јануари 2020 година и според тоа да ја ограничи нејзината употреба од 1 јануари 2020 година.

Паралелно со реформите на постоечките референтни каматни стапки, ЕЦБ пристапи кон формирање и на нова референтна каматна стапка за необезбедените трансакции преку ноќ за договорите во евра, врз основа на веќе расположливите податоци на Европскиот систем на централни банки (англ. Eurosystem). Оваа нова стапка, како алтернативна на (блиска до) безризичната референтна каматна стапка, има за цел да ги надолжни постоечките референтни каматни стапки и таа треба да ги

<sup>6</sup> Повеќе информации се достапни на формалниот говор на Ендру Бејли, главен извршен директор на (англ. Financial Conduct Authority – FCA), односно на следнава врска: <https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor>.

<sup>7</sup> Делот од овој извештај што се однесува на референтните каматни стапки, под работен наслов „Beyond LIBOR: a primer on the new benchmark rates“ достапен е на следнава врска: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1903e.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903e.htm).

опфати трансакциите во евра на банките коишто исполнуваат однапред поставени критериуми<sup>8</sup>. Новата референтна каматна стапка, којашто првично беше наречена ЕСТЕР, а од неодамна ребрендирана во €STR, се очекува да придонесе за поголема транспарентност. Имено, уште во септември 2017 година, Белгискиот орган за финансиски услуги и пазари, заедно со Европската агенција за хартии од вредност (англ. European Securities and Markets Authority) и Европската комисија (англ. European Commission) формираа работна група со претставници од приватниот сектор, којашто преку извршено гласање (од понудени три алтернативни референтни каматни стапки) ја избра ЕСТЕР како најсоодветна, идна безризична референтна каматна стапка за договорите во евра. Изборот на ЕСТЕР, во најголем дел беше заснован на четири основни елементи: (1) таа се однесува на необезбедени трансакции, што ја прави слична на ЕОНИА, па според тоа полесно разбирлива и полесна за комуникација со клиентите; (2) методологијата на пресметка, којашто ќе се заснова врз дневни податоци за секоја трансакција на банките коишто известуваат според регулативата за статистичко известување (ММСР), односно на податоци кои исполнуваат однапред поставени критериуми; (3) повисоката стабилност на стапката; и (4) фактот дека ЕСТЕР ќе биде администрирана од страна на ЕЦБ, којашто претставува јавна институција на ЕУ, со висока репутација и авторитет. Имено, во процесот на дизајнирање на стапката, а заради обезбедување транспарентна комуникација, работната група спроведе две јавни консултации, а заклучоците и повратните информации од јавноста добиени преку нив, беа објавени и земени предвид при изборот и креирањето на методологијата за новата каматна стапка. Една од препораките на оваа работна група, објавена на 14 март 2019 година<sup>9</sup> е токму новата референтна каматна стапка ЕСТЕР да биде замена за ЕОНИА.

Преминот од ЕОНИА кон ЕСТЕР, треба да заврши до 1 јануари 2020 година, и тој претставува комплексен предизвик, којшто бара значителен ангажман како од директните пазарни учесници, така и од субјектите што ја обезбедуваат инфраструктурата на финансиските пазари и сите засегнати пазарни регулатори или супервизори на институции. На глобалните финансиски пазари, само дериватните договори и хартиите од вредност чиешто вреднување или исплати се засноваат врз примена на ЕОНИА, тековно се проценува дека имаат вредност повеќе од 20 трилиони евра<sup>10</sup>. Со оглед на тоа дека временската рамка за премин кон ЕСТЕР е прилично кратка, неопходна е навремена подготовка и широка координација помеѓу учесниците на пазарот и корисниците на референтните каматни стапки при подготовките за премин кон ЕСТЕР, како од правна гледна точка (обезбедување континуитет на договорите), така и од техничка перспектива (приспособување на системите на тргување со новата референтна стапка). Од друга страна, заради избегнување можни оперативни ризици од премногу брзото преминување кон ЕСТЕР, потребен е доволен период на тестирање, којшто ќе осигури дека техничката поставеност обезбедува висок степен на сигурност и непречена примена на новата референтна каматна стапка. Оттука, работната група спроведува технички анализи и оценки на различните начини и сценарија за премин кон ЕСТЕР. Поконкретно, групата се фокусира на две пошироки опции, и тоа: сценарио на т.н. „транзиција предводена од пазарот“ (во ова сценарио, пазарот на деривати чиишто цени се поврзани со ЕСТЕР ќе се развива паралелно со постоечкиот пазар на деривати засновани на ЕОНИА, со цел да се избегне настанувањето на прекин во примената на стапките) и сценарио на т.н. „наследник“ (ова сценарио предвидува сите постоечки договори да ја применуваат новата референтна стапка, од датумот на отпочнување на користењето на оваа референтна каматна стапка). Независно од сценариото, коешто ќе биде одбрано, крајната цел е минимизирање на ризиците коишто можат да произлезат од

<sup>8</sup> Критериумите се составен дел од тековната регулатива за статистичкото известување на ЕЦБ за пазарот на пари - ECB's money market statistical reporting – MMSR. Статистичкото известување за пазарот на пари (Money market statistical reporting - MMSR) е регулирано со Регулацијата бр. 1333/2014 на ЕЦБ од 26 ноември 2014 година (ЕЦБ/2014/48) и ги опфаќа статистичките податоци коишто се однесуваат на пазарите на пари. Собирањето дневни податоци од страна на ЕЦБ, во соработка со неколку национални централни банки, започна во јули 2016 година и негова главна цел е обезбедување сеопфатни, детални и усогласени статистички информации за пазарите на пари во еврозоната.

<sup>9</sup> Оваа препорака е достапна на врската:

[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190314\\_1~af10eb740e.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190314_1~af10eb740e.en.html).

<sup>10</sup> Извор: Европската централна банка ([Update on quantitative mapping exercise, Working Group on Euro Risk-Free Rates 17 May 2018](#)).

преминот кон користење на новата референтна каматна стапка. За исполнување на оваа цел, ЕЦБ ја објави т.н. стапка пред ЕСТЕР стапка, како серија податоци пресметана со користење на истите методи како оние дефинирани за ЕСТЕР, на трансакции што тековно се спроведуваат. Овие податоци им овозможуваат на учесниците на пазарот да ја проценат соодветноста на новата стапка и да започнат со подготовките за нејзината употреба во договорите, како и во процесите на управувањето со ризиците. Во услови на високо ниво на ликвидност, нивоата на стапката пред ЕСТЕР се релативно стабилни. Во просек, околу 30 банки (од вкупно 52 банки коишто ги исполнуваат однапред поставените критериуми на регулативата за статистичко известување (ММСР) и коишто се определени да учествуваат во формирањето на ЕСТЕР) секојдневно објавуваат податоци, што гарантира постоење на доволно податоци за пресметка на стапката. Според тоа, нема да биде неопходно методологијата за пресметка да се збогати со историски податоци или да се потпира на податоци од некои други пазарни сегменти.

ЕЦБ ќе почне да ја објавува ЕСТЕР најдоцна до октомври 2019 година. Стапката ќе биде достапна најдоцна до 09:00 часот CET (централно европско време) секој TARGET2 работен ден (англ. Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system), врз основа на извршените трансакции од претходниот ден (датум на известување T, со датум на достасување на T+1). Таа ќе биде објавена на веб-страницата на ЕЦБ, преку платформата за дисеминација на пазарни информации на ЕЦБ (англ. MID - Market Information Dissemination) и базата на статистички податоци (англ. Statistical Data Warehouse).

Реформирањето на постојните референтни каматни стапки не е активност која што се спроведува само од страна на ЕЦБ туку претставува глобален тренд. Имено, администраторите на каматните стапки коишто се формираат на меѓубанкарските пазари на необезбедени депозити (ИБОР), во бројни јурисдикции, исто така, презедоа чекори за зајакнување на методологиите за утврдување на постојните меѓубанкарски каматни стапки и за развивање нови референтни каматни стапки (табела бр. 2).

Меѓутоа, она што треба да се има предвид во процесот на реформирање и премин кон новите каматни стапки е дека голем дел од тековно важечките договори, особено за т.н. пазар на недериватни финансиски инструменти, (англ. cash market), односно сите хартии од вредност, кредити, депозити и други финансиски инструменти што се повикуваат на користење на некоја од постоечките референтни каматни стапки (ЕУРИБОР, ЛИБОР, ЕОНИА и слично), немаат јасни одредби коишто недвосмислено упатуваат и го дефинираат механизмот на примена на алтернативна референтна каматна стапка, доколку постоечката престане да постои, да се објавува или да исполнува дефинирани услови (т.н. fallback provisions). Дополнително на ова, постојат и договори каде што веќе се предвидени вакви одредби во делот на референтните каматни стапки, но тие не упатуваат јасно на примена на некоја од новите референтни каматни стапки, што само може уште повеќе да создаде потешкотии и да предизвика фрагментација на пазарите за одделни инструменти. Оттука, за голем дел од договорите коишто се повикуваат на употреба на некоја референтна каматна стапка ќе биде потребно склучување анекси на договорите, коишто недвосмислено ќе упатуваат на примената на некоја од новите референтни каматни стапки. Банката за меѓународни порамнувања во свои работни материјали<sup>11</sup> веќе се произнесе дека најпредизвикувачка би била транзицијата на т.н. ИБОР кон новите безризични каматни стапки кај финансиските инструменти на пазарот на недериватните финансиски инструменти, вклучително и на кредитниот пазар, поради тоа што најчесто се т.н. приватни трансакции со приспособлива природа, односно подразбираат склучување во непосредни договори меѓу секој доверител и секој корисник. Со други зборови, за разлика од глобалниот пазар преку шалтер за дериватните договори каде што постои меѓународно непрофитно централизирано здружение на практичари т.е. Меѓународното здружение за свопови и деривати

<sup>11</sup> Повеќе информации се достапни во кварталниот извештај на Банката за меѓународни порамнувања за март 2019 година со работен наслов „Beyond LIBOR: a primer on the new benchmark rates“, што е достапен на: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1903e.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903e.htm).

(англ. ISDA - International Swaps and Derivatives Association)<sup>12</sup>, што е во позиција да изработи одредби што ќе служат како дополнување на постоечките договори што ќе определат механизам на примена на алтернативна референтна каматна стапка, а на тој начин да ја координира транзицијата на глобалната финансиска индустрија, на кредитниот пазар на мало не постои такво тело.

На глобално ниво, Меѓународното здружение на свопови и деривати, во декември 2018 година, објави извештај во којшто се прикажани резултатите од спроведените консултации со глобалните пазарни учесници, а во врска со одредени технички прашања поврзани со формулирањето на новите фолбек одредби во договорите за деривати што се повикуваат на одредени меѓубанкарски каматни стапки (т.н. ИБОР)<sup>13</sup>. Имено, со оглед на тоа дека безризичните стапки се стапки преку ноќ, а релевантните ИБОР имаат различни рочности, за да се овозможи нивна меѓусебна споредливост, потребно е соодветните договори ИСДА да вклучат и соодветни фолбек одредби, со коишто практично би се прилагодиле безризичните каматни стапки на новонастанатите околности. На пазарните учесници им беше понуден избор меѓу четири опции за прилагодување на безризичните каматни стапки (англ. adjusted risk-free rate), за да може да се обезбеди нивна споредливост со соодветната рочност на досегашните меѓубанкарски каматни стапки, и тоа: спот-стапка преку ноќ (англ. spot overnight rate), стапка преку ноќ прилагодена за конвексност (англ. convexity-adjusted overnight rate), сложена стапка утврдена со задоцнување (англ. compounded setting in arrears rate) и сложена стапка утврдена однапред (англ. compounded setting in advance rate)<sup>14</sup>. Исто така, пазарните учесници требаше да направат избор и меѓу три опции во врска со склоностите за приспособување на маргината (англ. spread adjustment) со која релевантните прилагодени безризични каматни стапки би биле споредливи со соодветниот ИБОР, имајќи предвид дека тие се речиси безризични, додека ИБОР во себе вклучува и премии за кредитниот ризик на банките, а е под влијание и на многу други фактори (како на пример ликвидноста, промени во побарувачката и понудата и сл.). Овие три можни избори беа: форвард-пристап (англ. forward approach), пристап на историски просек/медијана (англ. historical mean/median approach) и пристап на спот-маргината меѓу соодветната ИБОР и прилагодената безризична каматна стапка на денот што му претходи на соодветното соопштение или објава што ги активира одредбите за механизмот на примена на алтернативна референтна каматна стапка, доколку постоечката престане да постои, да се објавува или да исполнува соодветни услови (англ. spot-spread approach)<sup>15</sup>. Извештајот покажа дека огромно мнозинство (речиси 90%) од пазарните учесници на глобално ниво, во врска со начинот на прилагодување на безризичните каматни стапки, претпочитаат примена на сложена стапка утврдена со задоцнување, додека значително мнозинство (речиси 70%) од пазарните учесници на глобално ниво во врска со приспособувањето на маргината што се додава на прилагодената безризична каматна стапка, го претпочитаат пристапот на историски просек/медијана<sup>16</sup>. Меѓународно здружение на свопови и деривати во втората половина од 2019 година би требало да ги анализира и јавно да ги објави соодветните фолбек одредби што би се вклучиле во нејзините стандардни дефиниции, коишто би биле засновани врз сложената стапка утврдена со задоцнување и пристапот на историски просек/медијана, вклучувајќи го определувањето на сите потребни параметри и слични технички прашања потребни за примена на соодветната формула за приспособување на маргината. Постои сериозна можност токму овие методи да послужат и како основа за формулирање и примена на соодветни фолбек одредби и на пазарите за недериватни финансиски инструменти, односно за

---

<sup>12</sup> ИСДА е меѓународно здружение за свопови и деривати коешто постои од 1985 година. Во него има повеќе од 900 членови, институции од 69 различни земји, а работата се спроведува во три основни области - намалување на ризикот од друга договорна страна, зголемување на транспарентноста и подобрување на оперативната инфраструктура на индустријата, преку кои се покажува и силната посветеност на здружението за остварување на нејзините примарни цели: градење стабилни финансиски пазари и прудентна финансиска регулаторна рамка.

<sup>13</sup> Повеќе информации можат да се најдат на интернет-страницата на ИСДА:

<https://www.isda.org/2018/12/20/isda-publishes-final-results-of-benchmark-fallback-consultation/>.

<sup>14</sup> Повеќе детали во врска со овие методи за добивање на прилагодени безризични каматни стапки можат да се најдат на: <http://assets.isda.org/media/f253b540-193/42c13663-pdf/> (страница 7-11), како и во Анексот А на овој документ.

<sup>15</sup> Повеќе детали во врска со овие методи за добивање на прилагодени безризични каматни стапки, можат да се најдат на: <http://assets.isda.org/media/f253b540-193/42c13663-pdf/> (страница 11-14), како и во анексот Б на овој документ.

<sup>16</sup> Детален преглед на резултатите од ова истражување се достапни на: <http://assets.isda.org/media/04d213b6/db0b0fd7-pdf/>.

потребните анекси што би требало да се склучуваат во постоечките договори за кредити, депозитите, проспекти на издадените хартии од вредност или други финансиски инструменти итн.

Според некои проценки, заедничкиот износ на кредити за деловни цели, потрошувачки кредити, должнички хартии од вредност со променливи каматни стапки и производи коишто произлегуваат од секјуритизација, а што го прикажуваат ЛИБОР во американски долари и коишто имаат договорен рок на достасување над 2022 година, надминува 2 трилиони долари<sup>17</sup>. Во основа, можни се неколку основни начини, за тоа како на глобално ниво би се извела практично транзицијата, на пример преку конверзија на инструментите со променлива каматна стапка во инструменти со фиксна каматна стапка според последно важечката каматна стапка пред конверзијата, преку промени и дополнувања на договорите, или во крајна линија, преку откуп или отповикување на инструментите од страна на издавачите и нивна замена со новоиздадени. Која било од овие алтернативни активности всушност создава големо влијание и врз начинот на кој се управуваат средствата и обврските кај банките (англ. asset liability management), врз управувањето со портфолијата за сметка на инвеститорите (англ. portfolio management), врз начинот на којшто функционираат единиците за управување со финансиите во претпријатијата (англ. corporate treasuries), а во крајна инстанца, можеби и врз начинот како се поставени оперативните цели на монетарните политики на некои од централните банки во земјите со поразвиени финансиски пазари.

Со оглед на тоа дека преминот кон новите референтни каматни стапки не е едноставен процес којшто се сведува на вметнување нова цена во договорот или нејзиниот анекс, неопходно е банките навремено да пристапат кон проценка на трошоците и ризиците. Исто така, и регулаторните надлежни органи треба да ја зголемат својата вклученост во овие процеси и преку нивните надлежности за обезбедување сигурност на банкарскиот систем и надгледување на системските ризици, да им помогнат на банките и другите пазарни учесници во процесот на непречена и навремена транзиција кон новите референтни каматни стапки.

---

<sup>17</sup> Извор: Блекрок 2018 година, достапно на: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-libor-the-next-chapter-april-2018.pdf>.

Табела бр. 1

Преглед на финансиски производи кај кои се користат референтни каматни стапки

Деривативни финансиски инструменти (договори и хартии од вредност)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Свопови</li> <li>• Своп-опции (Swaptions)</li> <li>• Опции</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Девизни форварди (FX forwards)</li> <li>• Фјучерси на свопови</li> <li>• Евродолар фјучерси</li> </ul>
Кредити	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Кредити за деловни цели</li> <li>• Синдицирани кредити</li> <li>• Кредити со променлива каматна стапка</li> <li>• Кредити со точно утврден рок на достасување (Term loan market)</li> <li>• Рамки за финансирање на високоризични клиенти, проекти или намена (Leverage facilities)</li> <li>• Меѓукомпаниски кредити</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Земјоделски кредити</li> <li>• Студентски кредити</li> <li>• Кредитни картички</li> <li>• Кредити обезбедени со резиденцијални недвижности</li> <li>• Други хипотекарни кредити</li> </ul>
Структурни производи	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Хартии од вредност обезбедени со средства (Asset backed securities - ABS)</li> <li>• Хартии од вредност обезбедени со хипотеки на резиденцијален недвижен имот (Mortgage backed securities - MBS)</li> <li>• Хартии од вредност обезбедени со хипотеки на комерцијален недвижен имот (Commercial mortgage backed securities - CMBS)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Должнички хартии од вредност покриени со портфолио на кредити (Collateralized loan obligations - CLOs)</li> <li>• Должнички хартии од вредност покриени со портфолио на средства обезбедени со хипотеки на недвижен имот, (Collateralized mortgage obligations - CMOs)</li> <li>• Хибридни инструменти</li> </ul>
Краткорочно финансирање	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Депозити на нерезиденти</li> <li>• Орочените депозити</li> <li>• Трансакциски сметки</li> <li>• Сметки за вложување на пазарот на пари</li> <li>• Депозити по видување</li> <li>• Сертификати за депозити</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Комерцијални записи</li> <li>• Среднорочни должнички хартии од вредност</li> <li>• Позајмување на хартии од вредност</li> <li>• Репо</li> <li>• Обратно репо</li> </ul>
Обврзници/Друго финансирање	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Корпоративни обврзници</li> <li>• Аукции на хартии од вредност</li> <li>• Хартии од вредност издадени од јавни агенции</li> <li>• Државни хартии од вредност</li> <li>• Наменски обврзници за финансирање на субвенциониран пристап до резиденцијален недвижен имот</li> <li>• Приоритетни акции</li> <li>• Обврзници покриени со портфолио на средства (Covered bonds)</li> <li>• Дефиниција на референтна стапка за потребите на утврдување на обврските на друштвата за осигурување според Solvency II</li> <li>• Субординирани должнички инструменти</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Обврзници со повисок приоритет на наплата</li> <li>• Финансиски лизинг</li> <li>• Финансирање на трговијата (Trade finance)</li> <li>• Хартии од вредност издадени од ентитети за специјална намена</li> <li>• Договори за непосредно финансирање од јавни институции</li> <li>• Оперативен лизинг</li> <li>• Пресметка на камата за меѓукомпаниски побарувања и обврски на поврзани субјекти</li> <li>• Утврдување на цени и сметководствено евидентирање на инструменти на пазарот на пари, должнички инструменти и деривативни финансиски инструменти</li> <li>• Одредници за дефинирани мандати за управување со средства (Benchmarks for asset management mandates)</li> </ul>

Извор: Одборот за финансиска стабилност (англ. Financial Stability Board – FSB), извештај со работен наслов „Market Participants Group on Reforming Interest Rate Benchmarks“ достапен на следниот линк: [http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_140722b.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722b.pdf).

Табела бр. 2

Преглед на алтернативни референтни каматни стапки за избрани валути

Алтернативна каматна стапка	<b>САД</b> <b>SOFR</b> (secured overnight financing rate)	<b>Велика Британија</b> <b>SONIA</b> (sterling overnight index average)	<b>Еврозона</b> <b>ESTER</b> (euro short-term rate)	<b>Швајцарија</b> <b>SARON</b> (Swiss average overnight rate)	<b>Јапонија</b> <b>TONA</b> (Tokyo overnight average rate)
Администратор	Федералната резервна банка на Њујорк	Банката на Англија	Европската Централна Банка	SIX Швајцарска Берза	Банката на Јапонија
Извор на податоци	Трипартитно репо (т.н. Triparty repo), FICC GCF, FICC билатерални форми	Извештај за прибрани податоци за пазарот на пари во фунти (Form SMMD (BoE data collection))	Статистичко известување на пазарот на пари (MMSR)	Меѓубанкарски репо за Швајцарски франци (CHF interbank repo)	Брокери на пазарот на пари (Money market brokers)
Опфаќа трансакции на големо со небанкарски договорни страни (Wholesale non-bank counterparties)	Да	Да	Да	Не	Да
Обезбедени трансакции (Secured)	Да	Не	Не	Да	Не
Каматна стапка преку ноќ (Overnight rate)	Да	Да	Да	Да	Да
Расположливост	Да	Да	Октомври 2019 година	Да	ДА

FICC = Fixed Income Clearing Corporation; GCF = general collateral financing; MMSR = money market statistical reporting; SMMD = sterling money market data collection reporting.

Извор: Кварталниот извештај на Банката за меѓународни порамнувања за март 2019 година со работен наслов „Beyond LIBOR: a primer on the new benchmark rates“, што е достапен на: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1903e.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903e.htm), а истиот е заснован на податоци од Европската Централна банка (European Central Bank - ECB); Банката на Јапонија (Bank of Japan); Банката на Англија (Bank of England); Федералната резервна банка на Њујорк (Federal Reserve Bank of New York); Одборот за финансиска стабилност (Financial Stability Board – FSB); Банката на Америка Мерил Линч (Bank of America Merrill Lynch); Меѓународното здружение за свопови и деривати (International Swaps and Derivatives Association).



Табела бр. 3

Примери за финансиски производи кај кои се користат референтни каматни стапки, кои се очекува да бидат предмет на транзиција кон новите алтернативни безризични каматни стапки

Референтни каматни стапки по валути	Финансиски производи	Примери	Пазарни учесници
<ul style="list-style-type: none"> <li>• GBP LIBOR</li> <li>• USD LIBOR</li> <li>• EURO LIBOR, EURIBOR</li> <li>• CHF LIBOR</li> <li>• JPY LIBOR, JPY TIBOR, EUROYEN TIBOR</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Деривативни договори склучени на пазарот преку шалтер</li> <li>• Деривативи хартии од вредност со кои се тргува на берза</li> <li>• Кредити</li> <li>• Обврзници со променлива каматна стапка</li> <li>• Краткорочни инструменти</li> <li>• Производи кои произлегуваат од секјуритизација</li> <li>• Други производи</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Свопови на каматни стапки, форварди на каматни стапки, валутни свопови</li> <li>• Опции на каматни стапки, фјучерси на каматни стапки</li> <li>• Синдицирани кредити, кредити за деловни цели, кредити обезбедени со хипотека, автомобилски кредити, потрошувачки кредити, студентски кредити, кредитни картички</li> <li>• Државни обврзници, корпоративни обврзници, обврзници издадени од јавни агенции, лизинг, обврзници покриени со портфолио на средства, субординирани обврзници и перпетуални обврзници</li> <li>• Репо, обратно репо, орочени депозити, комерцијални записи</li> <li>• Хартии од вредност обезбедени со хипотеки на резиденцијален недвижен имот (Mortgage backed securities - MBS), Хартии од вредност обезбедени со средства (Asset backed securities - ABS), Хартии од вредност обезбедени со хипотеки на комерцијален недвижен имот (Commercial mortgage backed securities - CMBS), Хартии од вредност покриени со портфолио на кредити (Collateralized loan obligations - CLOs) и Должнички хартии од вредност покриени со портфолио на средства обезбедени со хипотеки на недвижен имот, (Collateralized mortgage obligations - CMOs)</li> <li>• Пресметка на казнена камата, дисконтирање на меници, камата на дозволено пречекорување</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Централни договорни страни</li> <li>• Берзи</li> <li>• Претпријатија во државна сопственост</li> <li>• Инвестициски банки</li> <li>• Деловни банки</li> <li>• Банки на пазарот на мало</li> <li>• Управување со средства</li> <li>• Пензиски фондови</li> <li>• Хеџ фондови (Hedge funds)* и други приватни фондови</li> <li>• Инвестициски фондови</li> <li>• Осигурување/ Реосигурување</li> <li>• Акционерски друштва</li> <li>• Небанкарски кредитори</li> <li>• Останати</li> </ul>

Извор: Меѓународното здружение за свопови и деривати (International Swaps and Derivatives Association – ISDA), извештај со работен наслов „ISDA Global benchmark survey 2018 transition report“ достапен на следниот линк: <https://www.isda.org/a/q2hEE/IBOR-Global-Transition-Roadmap-2018.pdf>.

\* Согласно дефиницијата на Банката за меѓународни порамнувања (Bank for International Settlements – BIS), достапна на следниот линк: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1612c.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612c.pdf), хеџ фондовите се нерегулирани инвестициски фонди и разни видови на парични менаџери, вклучувајќи и советници за трговија со стоки (т.н. commodity trading advisors англ. – вообичаено регистрирани портфолио менаџери на фондови коишто вложуваат во фјучерси чија вредност зависи од движењето на стоките) кои ги делат (сите или комбинација на) следните карактеристики: 1) следење релативно широк спектар на инвестициски стратегии кои не подлежат на ограничување на задолженоста (затоа многу од нив користат високи нивоа на задолженост); 2) имаат различен регулаторен третман од оној на институционалните инвеститори и обично се грижат за високо профитабилни поединци или институции; 3) имаат долго и кратки позиции на различни пазари, средства и инструменти; и 4) често користат деривати заради обезбедување позиции.