



ZA BOLJE USLOVE
POSLOVANJA

INSTITUCIONALNA TRAŽNJA ZA DRŽAVNIM HARTIJAMA OD VREDNOSTI: OGRANIČENJA I MOGUĆNOSTI



INSTITUTIONAL DEMAND FOR GOVERNMENT SECURITIES: CONSTRAINTS AND OPPORTUNITIES

ZAKLJUČCI I PREPORUKE

Prof. dr Boško Živković

Učesnici rasprave su saglasni da u sadašnjem trenutku tržište javnog duga Srbije karakterišu sledeće činjenice:

- Strani javni dug je dominantan u odnosu na domaći. Realistično je očekivati da će Vlada Republike Srbije i nadalje preferirati zaduživanje u inostranstvu u odnosu na plasman obveznica domaćim investitorima.
- Devizno denominovani javni dug je dominantan u odnosu na dinarski.
- Dinarski javni dug je koncentrisan u kratkoročnim instrumentima. Registrovana je nedovoljna diversifikacija ročnosti (pre svega za evro denominovane hartije).
- Sekundarno tržište je nerazvijeno i netransparentno.
- Efikasnost primarnog tržišta je unapređena aktiviranjem nove aukcione platforme. Regstruje se nedovoljna transparentnost rasporeda aukcija na primarnom tržištu dinarskih hartija. Ad hoc aukcije su dominantne za evro denominovane hartije. Praktično ne postoji mogućnost učešća domaćih investitora na aukcijama obveznica Republike Srbije na inostranom tržištu.
- Postoji nedvosmisleno visoka zainteresovanost institucionalnog investicionog sektora za investiranje u instrumente javnog duga: kapacitet ovog sektora je mali i u srednjem roku uslovljen radikalnim promenama u javnim finansijama. Glavni generator tražnje za državnim dugovnim instrumentima jeste bankarski sektor.
- Tipološki, u smislu definicije Svetske banke i MMF-a, tržište javnog duga Srbije se još uvek nalazi u inicijalnoj fazi evolucije.

Prva grupa preporuka učesnika rasprave koncentrisana je oko problema produženja roka dospeća instrumenta državnog duga. Glavno ograničenje produženja roka u budućnosti će biti visoka ročna premija, koja jeste posledica visokog stepena makroekonomske neizvesnosti. Stabilno emitovanje kratkoročnih hartija je jedan od uslova za uspešan plasman hartija sa dužim rokom dospeća. U raspravi je registrovan i problem fragmentacija tržišta javnog duga. U ovim uslovima investitori se suočavaju sa problemom koji nastaje zbog toga što se svaka aukcija podržava novom emisijom. Stoga je preporučljivo postepeno smanjivanje učestalosti primarnih aukcija uporedo sa produženjem ročnosti instrumenata. Osnovno rešenje je sledeće: mnogobrojne hartije se konsoliduju na samo nekoliko rokova dospeća. To bi omogućilo standardizaciju dugovnih instrumenata radi smanjenja fragmentacije duga kao posledice prisustva različitih tipova obveznica, kamatnih stopa, rokova dospeća, obima i učestalosti emisija, adekvatnu raspodelu rokova dospeća za uporedne emisije, određivanje adekvatne veličine i učestalosti uporednih emisija. Preporučena je veća transparentnost planova aukcija i strogo pridržavanje Trezora kalendara aukcija. Postojeća zakonska regulativa predviđa da se prilikom primarne emisije državnih hartija od vrednosti unapred definiše obim emisije. Posledica je velik broj ISIN-a sa manjim obimom i nedostatak referentnih (benchmark) emisija. Predloženo je da se razmotri mogućnost izmene zakonske regulative kojom bi se ukinula ograničenja prilikom reotvaranja pojedinačnih emisija. Kreiranje uporednih emisija može biti praćeno operacijama dodatnih emisija (reopening) i reotkupa hartija (buy-back). Reotkup zajedno sa dodatnom emisijom doprinosi povećanju obima i produžetku životnog ciklusa emisija ciljanih da budu uporedne emisije. To se postiže eliminisanjem neaktivnih emisija i standardizovanjem trenutno emitovanih obveznica.



**ZA BOLJE USLOVE
POSLOVANJA**

INSTITUCIONALNA TRAZNJA ZA DRZAVNIM HARTIJAMA OD VREDNOSTI: OGRANICENJA I MOGUĆNOSTI



INSTITUTIONAL DEMAND FOR GOVERNMENT SECURITIES: CONSTRAINTS AND OPPORTUNITIES

Druga grupa preporuka tiče se vlasničke raspodele javnog duga. Trenutna i na srednji rok izvesna i stabilna dominacija spoljnog duga u odnosu na domaći otvara pitanje održivosti spoljnog javnog duga, ali i kreiranja instrumenata domaćeg javnog duga koji bi stabilno uvećavali njegovu tražnju. Problem održivosti spoljnog duga se rešava formulisanjem strategije upravljanja javnim dugom u kojoj bi se kao jedan od ciljeva utvrdilo i povećanje udela domaćeg duga. Poželjno je razmotriti učešće domaćih investitora na aukcijama obveznica Srbije u inostranstvu.

Domaće tržište javnog duga opterećeno je rizikom inflacije i rizikom refinansiranja. Pošto je značajan deo tražnje za domaćim javnim dugom denominovan u lokalnoj valuti poželjno je razmotriti prednosti i nedostatke dinarske indeksirane obveznice i/ili obveznice sa promenljivom kamatnom stopom. Ova obveznica bi, uz nužne modifikacije, mogla biti alternativa evrodenominovaj obveznici. Glavna modifikacija u odnosu na sadašnje osobine ove obveznice bi bila njena indeksacija.

Izbor indeksa i modela indeksacije je glavni problem kreiranja tržišno prihvatljivog instrumenta u dvovalutnom sistemu. Osnovna dilema jeste izbor indeksa. Moguća rešenja su indeks kursa dinara i evra, indeks cena na malo ili posebni, za ove potrebe konstruisani indeks. Prisustvo ove dileme jeste posledica činjenice da su se u prethodnoj deceniji dinamika inflacije i dinamika deprecijacije nacionalne valute bitno razlikovale. Promene cene su bile znatno brže nego promene vrednosti lokalne valute. Drugi problem vezan za dizajniranje domaće dinarske obveznice je izbor modela indeksacije. Pojednostavljeno, ovaj problem se svodi na izbor veličine koja se menja indeksom. Moguća rešenja su prilagođavanje kuponske stope (obveznica sa varijabilnom kamatnom stopom) ili prilagođavanje vrednost glavnice odnosno nominalne vrednosti obveznice.

U raspravi je ocenjeno da integrisano sekundarno tržište javnog duga u Srbiji gotovo da i ne postoji. Fundamentalni uzročnik odsustva likvidnog i transparentnog sekundarnog tržišta jeste odsustvo diversifikovanog skupa investitora. Skup institucionalnih investitora, koji bi imali motivaciju da kreiraju sekundarno tržište je oskudan i malog kapaciteta jer je nivo ugovorne štednje ili štednje iz predostrožnosti u Srbiji neuporedivo niži nego u uporedivim zemljama. Prvi korak u kreiranju sekundarnog tržišta jeste razvoj diversifikovanog skupa investitora i promena politike zaduživanja države u smislu smanjivanja učešća zatvorenih (nejavnih) izvora finansiranja. U raspravi je preporučeno i uvođenje jedinstvene platforme za kotiranje državnih hartija na berzi i nekoj od globalnih trgovačkih mreža. Sekundarni promet ograničava i prisustvo diskriminatornog tretmana evro denominovanih državnih hartija od strane NBS. Međubankarsko tržište, kao segment sekundarnog tržišta, u Srbiji karakteriše nelikvidnost i nestabilnost. Evro denominovane hartije se ne smatraju likvidnom aktivom banke, tako da su sa aspekta pokazatelja likvidnosti nedovoljno interesantne za banke. Preporučeno je uvođenje istog tretmana deviznih državnih hartija kao što važi i za dinarske državne hartije. Prioritet visokog nivoa u ovoj situaciji jeste razvoj tehničke infrastrukture međubankarskog repo tržišta. U ovom kontekstu su relevantna tri pitanja: kreiranje trgovačke platforme i regulatorno uređivanje reotkupa, posebno procedura trgovanja i saldiranja i poreski tretman efekata sekundarnog prometa. Centralna banka može pozitivno uticati na evoluciju i promociju repo aktivnosti upotrebom državnih hartija za svoje operacije na otvorenom tržištu. Poreskim tretmanom transakcija reotkupa treba promovisati poresku neutralnost.

Ukoliko se u narednih 2 do 3 godine tržište stabilizuje i produbi poželjno je otvoriti pitanje uvođenja sistema primarnih dilera. Glavni rizik preranog uvođenja sistema primarnih dilera na plitkom i nelikvidnom tržištu jeste visoka verovatnoća formiranja koalicija u aukcionoj proceduri na primarnom tržištu. Ako je tržište dublje i likvidnije potrebno je i manje podsticaja za primarne dilere da učestvuju na primarnim tržištima i da obavljaju ulogu kreatora sekundarnog tržišta. Pre uvođenja ovog sistema poželjno je obaveze i koristi primarnih dilera pažljivo analizirati, regulisati i po potrebi korigovati.