

RAZVOJ SEKUNDARNOG TRŽIŠTA DRŽAVNIM DUŽNIČKIM VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA U ZEMLJAMA U TRANZICIJI

mr. sc. Primož DOLENC
Ministarstvo financija Republike Slovenije
Ekonomski fakultet, Ljubljana

Pregledan članak*
UDK 336.763(100-69)

Sažetak

U uvjetima slobodnog protoka novca i kapitala razvijeno novčano tržište omogućuje svojim sudionicima efikasno upravljanje likvidnošću, pomaže razvoju konkurencije među financijskim posrednicima i služi središnjoj banci kao djelotvoran mehanizam transmisije mjera monetarne politike. Nadalje, razvijeno novčano tržište omogućuje jeftinije zaduživanje državne riznice jer povećava likvidnost primarnog tržišta državnim vrijednosnim papirima. U ovom je članku težište na osnovnim načelima razvoja sekundarnog tržišta trezorskim zapisima, a opisuje se i slovenski model. Koristeći se statističkom metodom mrežne analize, autor analizira sekundarno tržište trezorskim zapisima u Sloveniji prije i nakon uvođenja organiziranog market makinga. Vjerujemo da market makeri mogu bitno pridonijeti razvoju sekundarnog tržišta državnim papirima te da bi izabrani koncept mogao pomoći i razvoju slovenskoga novčanog tržišta općenito.

Ključne riječi: novčano tržište u zemljama u tranziciji, sekundarno tržište, market makeri, trezorski zapisi

Uvod

U razvijenim tržišnim gospodarstvima efikasno tržište državnim vrijednosnim papirima ima veliko značenje jer središnjim bankama pruža informacije o tržišnoj likvidnosti i tržišnim očekivanjima, omogućuje veću integraciju tržišta državnim papirima i deviznog tržišta, te povećava djelotvornost operacija središnje banke na otvorenom tržištu.

Ti su argumenti uzeti u obzir pri razmatranju mjera za razvoj sekundarnog trgovanja državnim vrijednosnim papirima u Sloveniji. Rezultat toga je u siječnju 2002. godine pokrenuto organizirano OTC trgovanje trezorskim zapisima. To je bio prvi važan ko-

* Primitljeno (*Received*): 12.11.2002.
Prihvaćeno (*Accepted*): 11.2.2003.

rak u razvoju sekundarnog tržišta trezorskim zapisima. Suradnjom Ministarstva financija i središnje banke pet je banaka izabrano za *market makere* (stvaratelje tržišta) trezorskim zapisima.

U ovom se članku iznose osnovne odrednice *market makera* i njihova uloga u razvoju domaćega financijskog tržišta. Nadalje, predstavljamo španjolski model, u kojemu je središnja banka odigrala vodeću ulogu. Jezgru članka čini analiza slovenskog modela razvoja sekundarnog tržišta trezorskim zapisima. U članku je najprije prezentirano stanje tržišta prije uvođenja *market makera*. Pokazano je da nije bilo znatnijeg trgovanja na sekundarnom tržištu prije nego što su Ministarstvo financija i središnja banka preuzeli aktivniju ulogu i izabrali *market makere*. Nakon uvođenja sustava *market makera*, trezorski su zapisi postali likvidniji, opseg trgovanja znatno je porastao, sekundarnom su se tržištu priključili novi sudionici, a znatno su sniženi trošak zaduživanja za državu i ročna premija.

Market making na sekundarnom tržištu državnih vrijednosnih papira

Redovitost izdanja i likvidnost sekundarnog tržišta prema Yun-Hwanu (2001), dva su ključna uvjeta potrebna za razvoj *benchmark krivulje* prinosa na temelju državnih papira. Redovita izdanja produbljuju tržište državnim obveznicama, povećavaju povjerenje *fond managera* u trezorske zapise i pridonose povećanju likvidnosti na sekundarnom tržištu. Usto državni papiri ne mogu biti atraktivni financijski instrumenti ako ih ne prati i likvidno sekundarno tržište.

Upravo se utemeljenje čvrstoga sekundarnog tržišta državnim papirima pokazalo jednim od najtežih zadataka u razvoju tržišta. Uspješan razvoj sekundarnog tržišta zahtijeva sudjelovanje raznih skupina tržišnih aktera, uključujući investitore, posrednike i one koji pružaju usluge trgovanja i infrastrukture za namiru (*Developing Government Bond Market*, 2001).

Market makeri su izvanredno važni za razvoj tržišta državnim vrijednosnim papirima te su u mnogim zemljama oni bitno utjecali na njegov razvoj. Prema Stigumu (1990), *market maker* je financijski posrednik koji drži u svojoj poziciji financijske instrumente (vrijednosne papire ili druge instrumente tržišta novca), dnevno objavljuje kupovne i prodajne cijene za te instrumente te je spreman kupovati i prodavati te instrumente po objavljenim cijenama. *Market making* je obveza osiguravanja tržišta za investitore koji žele prodati neki vrijednosni papir prije dospijea (*Developing Government Bond Market*, 2001).

Osnovna je funkcija *market makera* osigurati likvidnost na sekundarnom tržištu. U mnogim je slučajevima jedan od najvažnijih posrednika na sekundarnom tržištu primarni diler državnih vrijednosnih papira koji je često i *market maker* (*Developing Government Bond Market*, 2001). Pravila i izbor (službenih) *market makera* uglavnom definiraju regulativne institucije, tj. središnja banka (u Finskoj, Španjolskoj, Malti, Ujedinjenom Kraljevstvu i Italiji), ministarstvo financija ili komisija za vrijednosne papire. Breuer (1999) piše da gotovo sve financijski razvijene zemlje od svojih primarnih dileara državnih vrijednosnih papira zahtijevaju znatnu aktivnost na sekundarnom tržištu.

Market makeri za državne papire imaju povlastice i obveze koje variraju od zemlje do zemlje. Navodimo neke od takvih obveza (Dattels, 1997).

Aktivno sudjelovanje u primarnim emisijama financijskih instrumenata

Market makeri državnih dužničkih vrijednosnih papira obično su obvezni aktivno sudjelovati u primarnim emisijama tih papira. Nekoliko je zemalja definiralo određeni iznos emisije koji *market maker* mora kupiti na aukciji (npr. Francuska, Italija) ili je dogovoreno da *market maker* mora sudjelovati u drugom krugu aukcije ako prvi krug nije bio uspješan (ako ponuđeni iznos nije u potpunosti plasiran).

Stalno (dnevno) objavljivanje kupovnih i prodajnih cijena

Market makeri su obvezni objavljivati kupovne i prodajne cijene vrijednosnica. Te se kotacije obično objavljuju na nekim sustavima za trgovanje (npr. Reuters). U nekim je prilikama definiran i *bid/ask spread*, tj. maksimalna dopuštena razlika između kupovne i prodajne cijene, kako bi se onemogućilo povlačenje *market makera* s jedne ili druge strane kotacije.

Postizanje određenoga tržišnog udjela na sekundarnom tržištu

Određeni obvezni minimalni tržišni udio na sekundarnom tržištu je katkad također definiran (npr. u Francuskoj, Italiji). Ako tržišni udio nekog *market makera* padne ispod određenog postotka, on gubi funkciju službenog *market makera*.

Sposobnost držanja određene količine financijskog instrumenta u poziciji

Market makeri moraju držati u poziciji određenu količinu vrijednosnih papira kako bi mogli zadovoljiti tržišnu potražnju. Zato su oni uglavnom financijski posrednici koji imaju mogućnost trgovanja velikim iznosima.

Izještavanje središnje banke o sklopljenim poslovima i cijenama financijskih instrumenata

Market makeri obvezni su izvještavati o svim sklopljenim poslovima ili omogućiti središnjoj banci prikupljanje potrebnih podataka (npr. u Finskoj, Španjolskoj i SAD-u).

Market makeri obično sudjeluju u sljedećim povlasticama (Dattels, 1997).

Kreditna linija središnje banke

U nekim je zemljama *market makerima* na raspolaganju kreditna linija središnje banke koja im omogućuje povlačenje određenog iznosa zajma za likvidnost u slučaju potrebe. U drugim slučajevima *market makeri* smiju sklapati *REPO* poslove sa središnjom bankom (npr. u Italiji) ili imaju pravo na specijalne zajmove središnje banke koji ovise o osiguranju i visini kapitala (npr. u Ujedinjenom Kraljevstvu).

Ekskluzivno pravo na izvanredne aukcije

Market makeri mogu imati ekskluzivno pravo na dodatne tranše vrijednosnih papira u uvjetima vrlo velike potražnje. Odluku o izdavanju dodatnih tranši donosi ministarstvo financija (npr. u Italiji). Drugi sličan oblik povlastice za *market makere* jest pravo sudjelovanja u drugom krugu aukcije (npr. u Španjolskoj).

Ekskluzivno pravo sudjelovanja u nekim operacijama središnje banke

Market makeri mogu imati povlasticu sudjelovanja u nekim operacijama središnje banke na otvorenom tržištu (npr. prekonocne repo transakcije i direktne intervencije u Španjolskoj, direktne kupnje ili prodaje vrijednosnih papira u Ujedinjenom Kraljevstvu).

Market making središnje banke

Ta se povlastica najčešće iskorištava u početnim fazama razvoja sekundarnog tržišta državnih vrijednosnih papira, kada *market makeri* ne mogu jamčiti zadovoljavajuću likvidnost državnih papira. Tada središnja banka može otvoriti tzv. prozor sekundarnog trgovanja te i sama postati aktivni *market maker*. Banka u tom slučaju sudjeluje u kupnji i prodaji papira od financijskih institucija, čime se održava likvidnost na sekundarnom tržištu. To smanjuje rizik koji preuzimaju *market makeri* držanjem državnih papira u svojim portfeljima. Međutim, težnja središnje banke da održava i razvija sekundarno tržište vrijednosnim papirima može kolidirati s ciljevima njezine monetarne politike. To je rizik o kojemu treba voditi brigu kada se razmatra uvođenje takvog sustava (npr. u Jamajci, Islandu, Tajlandu, Nepal u Ujedinjenom Kraljevstvu).

Središnja banka kao market maker u krajnoj nuždi

U tom je primjeru uloga središnje banke stabiliziranje tržišta. Kada je to potrebno, središnja banka kupuje ili prodaje državne papire da bi smanjila volatilnost cijena i omogućila nastavak trgovanja na sekundarnom tržištu (npr. u Njemačkoj, Irskoj i Malti).

Porezne povlastice (npr. u Ujedinjenom Kraljevstvu)

Kratak osvrt na španjolski primjer

Koncept *market makera* uveden je u Španjolskoj 1988. godine radi poticanja razvoja sekundarnog tržišta državnih vrijednosnih papira. U početku su *market makeri* imali obvezu aktivno sudjelovati u primarnim emisijama (aukcijama) državnih papira, uz stalno kotiranje kupovne i prodajne cijene za te papire. Prva obveza (tj. sudjelovanje u primarnim emisijama) nije nikada bila jasno definirana. Drugu je obvezu (tj. kotaciju kupovnih i prodajnih cijena) bilo vrlo teško nadzirati, a kupoprodajni *spread* nije nikada bio definiran. Stoga su te obveze 1990. izmijenjene na način da su postale manje apstraktne i mjerljivije.

Postavljena su četiri kriterija za primarne *dealere*, na temelju čijeg se ispunjenja mjerio "koeficijent tržišnog udjela". Procijenjeno je da bi prvih dvanaest sudionika s najvišim koeficijentom moglo zadovoljiti kriterije dobrog *market makera*. Navedeni se

koeficijent izračunava godišnje, tako da su se službeni *market makeri* izmjenjivali. Koeficijent se izračunava korištenjem ponderiranih prosjeka četiriju pokazatelja (Datels, 1997):

1. udio u primarnim emisijama državnih vrijednosnih papira (ponder = 0,35),
2. udio u *spot* i *forward* transakcijama, osim *REPO* poslova (ponder = 0,15),
3. udio u *spot* i *forward* transakcijama državnih vrijednosnih papira, osim *REPO* poslova, uz uvjet da su transakcije sklopljene na temelju kotiranih pozicija (ponder = 0,35)
4. udio u *spot* i *forward* transakcijama državnih vrijednosnih papira, osim *REPO* poslova, uz uvjet da su transakcije sklopljene na temelju kotiranih pozicija drugih sudionika na tržištu (ponder = 0,15).

Prvi je kriterij potvrđivao obvezu aktivnog sudjelovanja u primarnim emisijama državnih vrijednosnih papira, dok su posljednja dva kriterija zamijenila prethodnu obvezu objavljivanja kotacija.

Market makeri sudjelovali su u sljedećim povlasticama:

- u povlastici konzultiranja s državnom riznicom (glede iznosa državnih vrijednosnih papira koji će se ponuditi na aukcijama) i središnjom bankom
- u ekskluzivnom pravu sudjelovanja u drugom krugu aukcija državnih vrijednosnih papira (te aukcije nikada nisu imale veliku ulogu)
- u ekskluzivnom pravu sudjelovanja u izvanrednim aukcijama na kojima su izdavana nova vrijednosna papira za pokrivanje dospjelih papira (te su aukcije bile rijetke i prilično nevažne)
- u ekskluzivnom pravu sudjelovanja na aukcijama za jednodnevne *REPO* poslove (te su se aukcije održavale svakih deset dana)
- u povlaštenom položaju u trgovanju s rezidentima i nerezidentima.

Najvažnija i najprimjenjivija povlastica *market makera* bila je poseban tretman glede monetarne politike središnje banke. Međutim, ta povlastica nije značila lakši pristup dodatnoj likvidnosti (sve su banke imale pristup 10-dnevnim zajmovima središnje banke), nego se ponajprije očitovala u kontekstu posredovanja pri distribuciji te likvidnosti na novčano tržište.

Španjolski primjer pokazuje kako se razvoj sekundarnog tržišta za državne vrijednosne papire može utemeljiti na službenim *market makerima*. Danas je tržište španjolskim državnim papirima dobro razvijeno i uključeno u šire tržište eurozone.

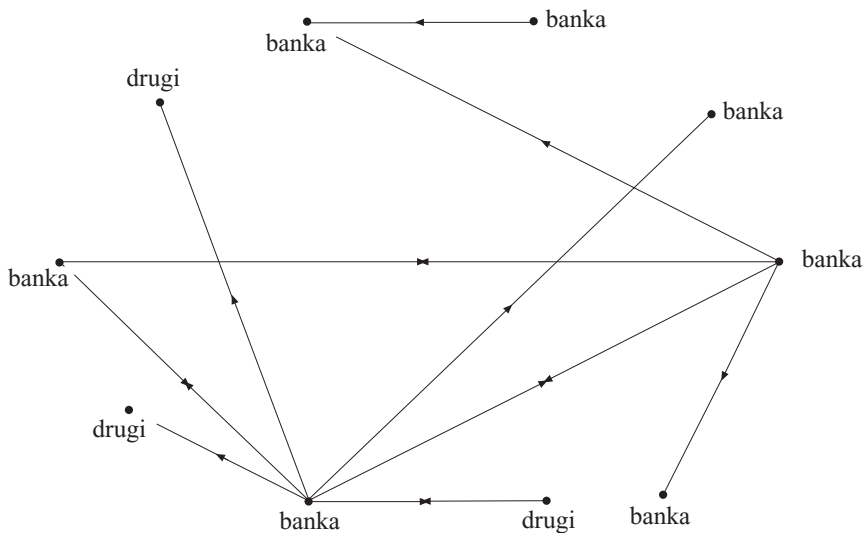
Razvoj slovenskoga sekundarnog tržišta trezorskim zapisima

Sekundarno trgovanje prije uvođenja market makera

Slovensko Ministarstvo financija aktivno sudjeluje na novčanom tržištu od sredine 1998. godine, kada je počelo redovito izdavati trezorske zapise¹. Od tada se primarno tržište trezorskim zapisima prilično dobro razvijalo.² Međutim, to se ne može reći i za trgovinu na sekundarnom tržištu (Dolenc i Grum, 2001). Stoga Slovenija nije zadovoljavala Yun-Hwanov (2001) drugi zahtjev za efikasnim tržištem državnog duga, sve do reforme i uvođenja *market makera*.

Slika 1. prikazuje sudionike na sekundarnom tržištu trezorskih zapisa prije uvođenja *market makera*. Smjer strelice pokazuje “odnos prodaje”. Bilo je vrlo malo sudionika na tržištu, a većina njih trgovala je samo s jednim poslovnim partnerom. Samo je jedna banka bila iznimka (ona je ujedno i primarni diler trezorskih zapisa). Moglo bi se reći da je ta banka bila neformalni *market maker* za trezorske zapise jer je konstantno trgovala s gotovo svim sudionicima na tržištu.

Slika 1. Sekundarno trgovanje i tržišni sudionici prije uvođenja market makera



Iz slike vidimo da je mreža bila relativno nerazvijena³. Aktivno je bilo samo 15,5% ukupnih mogućih poslovnih odnosa među tržišnim sudionicima. Također se može pri-

¹ Tromjesečni, šestomjesečni i dvanaestomjesečni trezorski zapisi.

² Za više detalja vidjeti Dolenc i Grum (2001).

³ Interpretaciju mrežne analize dobro su objasnili Wasserman i Faust (1994).

mijetiti da je tržište bilo prilično aciklično. To znači da se pojedinim trezorskim zapisom trgovalo uglavnom samo jedanput prije dospijeća.⁴ Ukupni (kumulativni) promet na sekundarnom tržištu bio je otprilike 10% ukupnog iznosa izdanih a nedospjelih trezorskih zapisa. Bez obzira na te rijetke transakcije, možemo zaključiti da je prije uvođenja *market makera* sekundarno tržište trezorskim zapisima bilo nelikvidno.

Uvođenje market makera za trezorske zapise

Kao što smo već rekli, unatoč dobro razvijenom primarnom tržištu trezorskih zapisa, sekundarno je tržište prije reforme bilo na vrlo niskom stupnju razvoja. Zbog propisa (trezorskim se zapisima trgovalo na burzi, a ne na OTC tržištu) i visokih transakcijskih troškova s obzirom na njihov kratki rok dospijeća, trezorski su zapisi bili nelikvidni. Godine 2001. državna je riznica odlučila uključiti se i u razvoj sekundarnog tržišta trezorskih zapisa. Središnja je banka također odigrala aktivnu ulogu kao regulator novčanog tržišta.

Smatralo se da je prvi preduvjet za efikasno sekundarno tržište postizanje niskih transakcijskih troškova. Stoga je trgovina s burze preseljena na OTC tržište, koje je troškovno efikasnije. Time su troškovi sniženi za više od 85%.⁵ Također se smatralo da nizak rizik i brža namira transakcija mogu potaknuti aktivnije trgovanje. Stoga su uspostavljeni DVP sustav (*delivery-versus-payment*) i namira u stvarnom vremenu (rok T+0).⁶ Nadalje, državna riznica i središnja banka pripremile su standardni ugovor o *market makingu*. Primarnim *dealerima* (isključivo banke) ponuđeno je sklapanje tog ugovora. Standardni ugovor nije sadržavao previše prisilnih stavki ni za državnu riznicu i središnju banku, ni za *market makere*. Procijenjeno je da *market making* može početi bez nekih posebnih obveza i povlastica. Osnovna je obveza *market makera* bila aktivno sudjelovanje na primarnim aukcijama trezorskih zapisa i kontinuirano kotiranje kupovne i prodajne cijene na sekundarnom tržištu, pa je trgovanje trezorskim zapisima moglo početi.

U ovom trenutku povlastice *market makera* prilično su apstraktne. Imaju se pravo konzultirati s državnom riznicom i središnjom bankom o uvjetima na novčanom tržištu.⁷ Nadalje, imaju i pristup refinanciranju od središnje banke.⁸ Treća je povlastica ekskluzivno pravo na prekoćne depozite državne riznice (iznos tih depozita približan je iznosu dnevnih međubankarskih transakcija).

Market makeri dnevno kotiraju kupovne i prodajne cijene i prinosne na trezorskim zapisima. Njihove se kotacije objavljuju i dostupne su javnosti na web stranici središnje

⁴ Najdulji "hod" bio je 4, što znači da se jednim trezorskim zapisom trgovalo najviše četiri puta prije dospijeća.

⁵ Napori su bili usredotočeni na sniženje troškova namire. U Sloveniji je klirinška kuća (KDD) monopolist, a njezine naknade ne određuje država. Ministarstvo financija i središnja banka jasno su izrazili svoj stav da je bolje imati aktivnije trgovanje nego nikakvo; za prihode KDD-a također. Kao posljedica toga KDD je znatno snizio troškove namire.

⁶ Gotovo u isto vrijeme u Sloveniji je provedena i reforma platnog prometa. Bivši platni sustav u kojemu se platni promet odvijao preko agencije APP preseljen je u banke i središnju banku. To je povećalo efikasnost bruto namire u pravom vremenu i omogućilo DVP namiru trgovine vrijednosnim papirima.

⁷ Sličnu je povlasticu uvela i Belgija (v. Lierman, 1991).

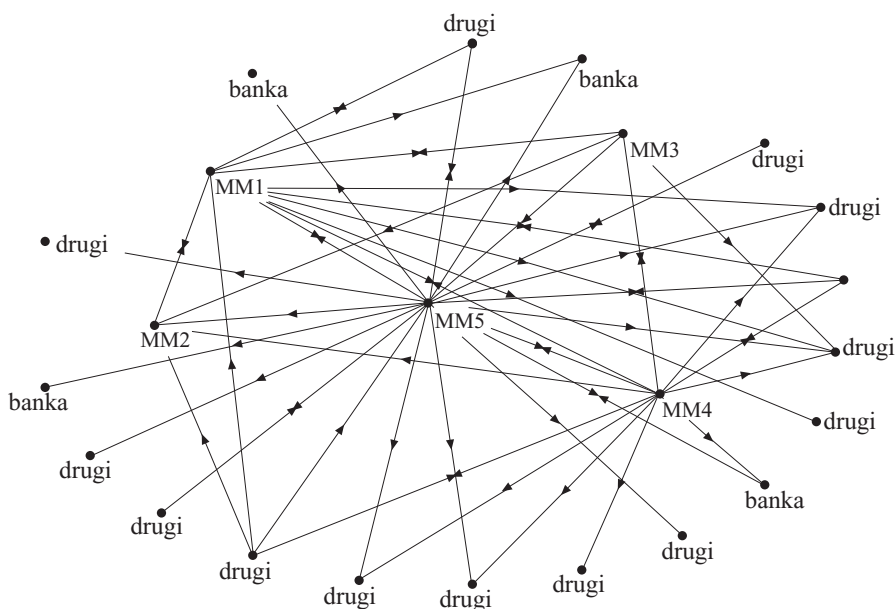
⁸ Sličnu povlasticu imaju, primjerice, Kanada, Belgija i Norveška (v. Breuer, 1999).

banke.⁹ Na taj način svi potencijalni investitori imaju pristup informacijama o cijenama svih službenih *market makera* i mogu sklopiti posao ako cijene zadovoljavaju njihove potrebe. Jedini prihod *market makera* jest razlika između kupovne i prodajne cijene.

Šest mjeseci iskustva s *market makingom*

Slika 2. prikazuje sudionike na sekundarnom tržištu trezorskih zapisa šest mjeseci nakon uvođenja *market makera*.¹⁰ U usporedbi sa slikom 1, vidimo da je uvođenje *market makera* znatno utjecalo na razvoj sekundarnog tržišta trezorskih zapisa.

Slika 2. Trgovanje i sudionici na sekundarnom tržištu šest mjeseci nakon uvođenja *market makera*



Market makeri (osobito MM1, MM4 i MM5) privukli su velik broj novih sudionika na sekundarno tržište trezorskih zapisa. Prosječni mjesečni opseg trgovanja na sekundarnom tržištu dosegao je ukupnu (kumulativnu) vrijednost transakcija trezorskih zapisa prije uvođenja *market makera*. Prosječni mjesečni iznos trgovanja narastao je na otprilike šestinu ukupnog iznosa izdanih a nedospjelih trezorskih zapisa. Može se primijetiti i da je mreža postala ciklična, što znači da se istim trezorskim zapisom trgovalo i nekoliko puta prije dospijea. To je iznimno važna činjenica za njihovu likvidnost.

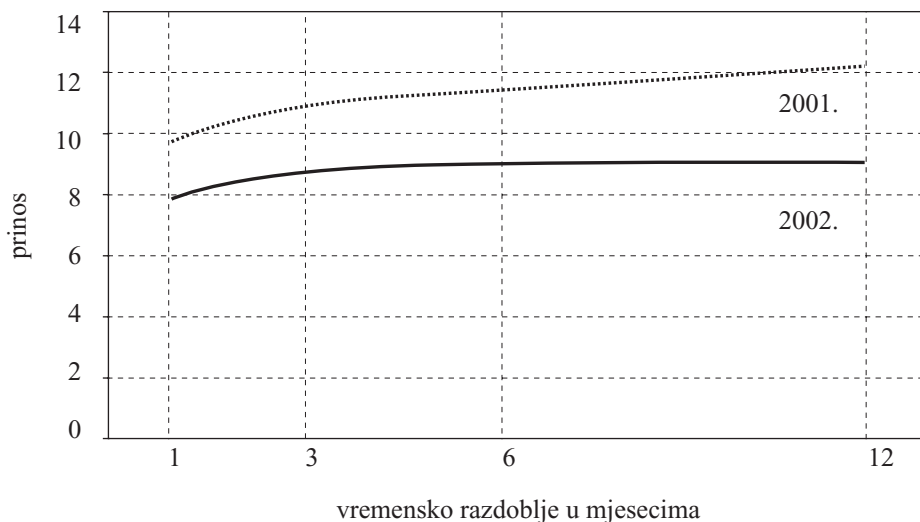
⁹ http://www.bsi.si/html/financni_podatki/menice.html

¹⁰ Na slici 2. *market makeri* označeni su sa MM1 do MM5.

Unatoč tome što je mreža postala veća, njezina se gustoća smanjila na 12,5%. To sugerira da su *market makeri* (osobito najaktivnija tri od njih pet) postali središtima sekundarnog trgovanja. Drugi sudionici na tržištu ne trguju međusobno već ekskluzivno, putem *market makera* kao posrednika na sekundarnom tržištu.

Treba istaknuti još jednu važnu činjenicu. Troškovi kratkoročnog zaduživanja države znatno su se smanjili uvođenjem *market makera*. Prosječne kamatne stope postignute na primarnom tržištu trezorskih zapisa pale su više od dva postotna boda (usporedba 2001. i 2002. godine, sl. 3). U istom je razdoblju prosječna inflacijska stopa ostala gotovo nepromijenjenom. Uspoređujući krivulje prinosa, očito je ne samo da su pale kamatne stope, nego da je i krivulja prinosa postala manje strma. Krivulja prinosa je postala gotovo vodoravna, tj. ročna se premija smanjila za više od jednog postotnog boda.

Slika 3. Prosječna kamatna stopa na primarnoj aukciji trezorskih zapisa u 2001. i 2002. godini



Zaključak

U ovom smo radu predočili koncept organiziranog *market makinga* na sekundarnom tržištu trezorskih zapisa. Opisali smo povlastice i obveze *market makera*. Na španjolskom je modelu prikazano kako je uvođenje *market makera* utjecalo na razvoj tržišta državnih vrijednosnih papira.

U Sloveniji je izbor (službenih) *market makera* bio prvi veći korak u razvoju sekundarnog tržišta trezorskih zapisa kao važnog segmenta novčanog tržišta. U skladu s iskustvima drugih zemalja, slovensko Ministarstvo financija i središnja banka trebali bi na-

staviti s aktivnom ulogom na novčanom tržištu, osobito na tržištu kratkoročnih državnih vrijednosnih papira.

Analizirali smo sekundarno tržište prije i nakon uvođenja *market makera* u Sloveniji te pokazali kako je pet *market makera* izgradilo mrežu za efikasno trgovanje trezorskim zapisima. Trgovanje je koncentrirano oko *market makera*. Vjerujemo da će izabrani koncept pomoći razvoju tržišta državnih vrijednosnih papira ali i novčanog tržišta u širem smislu. Također će uvelike pridonijeti budućem uključivanju u šire eurotržište.

LITERATURA

Breuer, W., 1999. "The Relevance of Primary Dealers for Public Bond Issues". *CSF Working Paper, No. 1999/11*. Bonn: CSF.

Dattels, P., 1997. "The Microstructure of Government Securities Markets" in: V. Sundararajan, V. P. Dattels and H. J. Blommestein, eds. *Coordinating Public Debt and Monetary Management; Institutional and Operational Arrangements*. Washington, DC: International Monetary Fund.

***Developing Government Bond Markets*, 2001.** Washington: The World Bank: International Monetary Fund.

Dolenc, P. and Grum, A., 2001. "The Slovenian Path in Money Market Development". *Proceedings of Rijeka Faculty of Economics – Journal of Economics and Business*, 1, 103-121.

Lierman, F., 1991. "Les 'Primary Dealers', Un Maillon Indispensable du Nouveau Marché Monétaire et des Capitaux" in: *Notes Economiques*. Bruxelles: Banque de Belgique.

Stigum, M., 1990. *The Money market*. New York: Irwin.

Wasserman, S. and Faust, K., 1994. *Social Network Analysis. Methods and Applications*. New York: Cambridge University Press.

Yun-Hwan, K., 2001. *Developing Treasury Securities Markets in Asia* [online]. Washington: The World Bank. Available from: [<http://www.worldbank.org/html/extdr/of-frep/eap/eapprem/capitalpaperhwan.pdf>]

P r i m o ž D o l e n c : Developing the Secondary Market for Sovereign Securities in Transition Countries

Summary

In the case of liberalised capital and financial external flows, a developed money market enables its participants efficient liquidity management, creates competition among financial intermediaries and assures the central bank an effective transmission mechanism for managing monetary policy. Furthermore, it enables cheaper short-term borrowing for the state treasury as it stimulates the liquidity of the primary market for

sovereign securities. In this article we focus on the basic principles of developing the secondary market for treasury bills and introduce the Slovenian model. With a network analysis statistical procedure we analyse the secondary market for treasury bills ex ante/ex post the introduction of organised market making for treasury bills in Slovenia. We believe that market makers can significantly contribute to the development of a secondary market for sovereign securities and that the concept chosen could help develop the broader money market in Slovenia as well.

Key words: money market in transition countries, secondary market, market makers, treasury bills