



**Извештај
за управувањето и ракувањето со девизните резерви
во 2006 година**

Февруари, 2007 година

Содржина

1. Основни принципи при управувањето со девизните резерви	3
2. Состојба и фактори кои влијаеја врз нивото на девизните резерви	3
2.1. Интервенции на девизниот пазар	4
2.2. Извршување работи за сметка на Република Македонија кон странство	5
2.3. Кредити од меѓународни финансиски институции	6
2.4. Задолжителна резерва на банките во девизи	6
2.5. Приход од пласирање на девизните резерви	6
3. Пазарни движења во Европска унија и во САД	7
4. Ракување со девизните резерви	8
4.1. Кредитен ризик	9
4.2. Ликвидносен ризик	10
4.3. Валутен ризик	12
4.4. Каматен ризик	13
4.5. Вредност изложена на ризик	14
5. Заклучок	15

1. Основни принципи при управувањето со девизните резерви

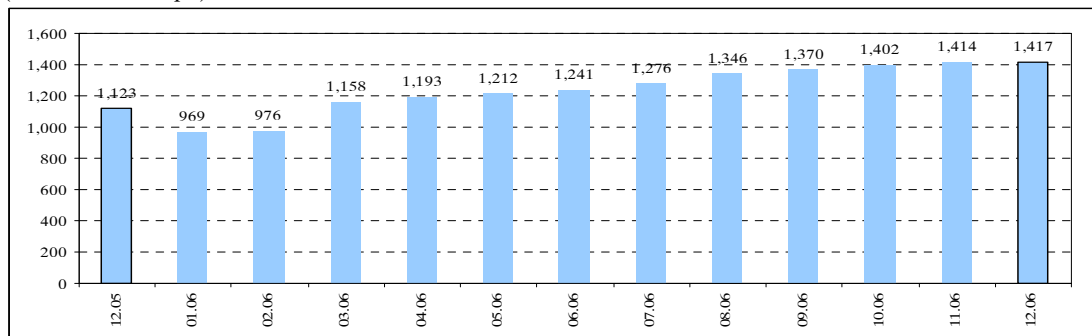
Основна функција на девизните резерви е обезбедување на домашната економија од екстерни шокови, редовно сервисирање на надворешниот јавен долг и одржување кредибилитет на домашната економија во меѓународни рамки. Во таа смисла, девизните резерви се дефинираат како “странски средства кои се на располагање и се контролирани од монетарната власт за директно финансирање на платните нерамнотежи, за индиректно регулирање на големината на овие нерамнотежи преку интервенции на домашниот девизен пазар во насока на остварување влијание врз девизниот курс, и/или за други цели”¹.

Народна банка на Република Македонија (во натамошниот текст: Народна банка), согласно Законот за Народна банка на Република Македонија, управува и ракува со девизните резерви на Република Македонија (во натамошниот текст: девизни резерви). Покрај одредбите во Законот, ракувањето и управувањето со девизните резерви поблиску се уредува со Политиката на управување и ракување со девизни резерви на Република Македонија, донесена од Советот на Народна банка, и со посебни Правила за пласирање и чување на девизните резерви, кои ги носи гувернерот на Народна банка. Со Правилата попрецизно се определуваат инструментите во кои се пласираат девизните резерви, како и начинот на кој се управува и се мери кредитниот, валутниот, ликвидносниот и каматниот ризик. Основни принципи согласно кои се раководи Народна банка при управувањето со девизните резерви се сигурност и ликвидност. Во функција на одржување на вредноста на девизните резерви, се применува и принципот на рентабилност.

2. Состојба и фактори кои влијаеја врз нивото на девизните резерви

Во текот на 2006 година продолжи трендот на пораст на девизните резерви на Република Македонија отпочнат во 2005 година². Така, девизните резерви на 31.12.2006 година изнесуваа 1.417 милион евра и во однос на крајот на 2005 година се зголемија за 294 милиони евра (графикон 1).

Графикон 1
Месечни состојби на девизните резерви во 2006 година
(Во милиони евра)



¹ Правилник за платниот биланс на Меѓународниот монетарен фонд (5-то издание, 1993 година)

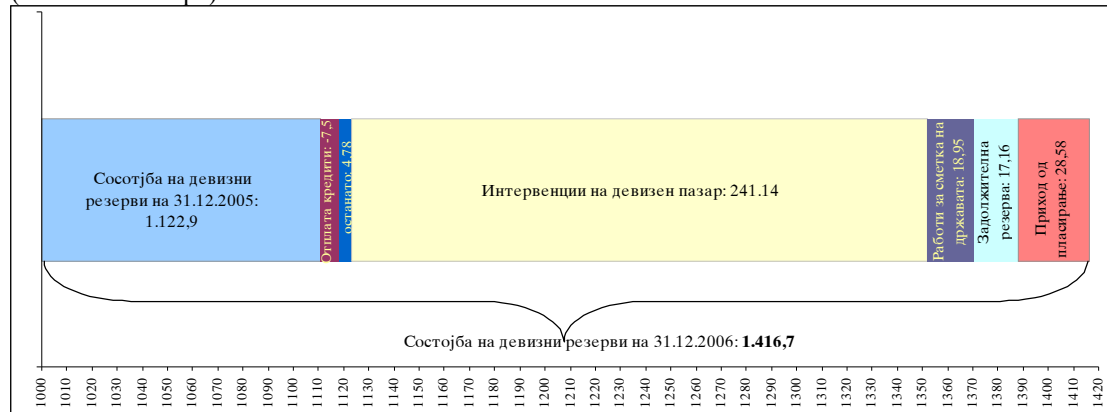
² Девизните резерви во 2005 година се зголемија за 406 милиони евра, при што позначаен пораст забележаа во декември по основ на приливот на девизни средства по издадена државна евро-обврзница во износ од 149,2 милиона евра.

Позначајни движења кај девизните резерви имаше во текот на првиот квартал од 2006 година. Во јануари девизните резерви значително се намалија врз основа на отплата на долгот на Владата кон Лондонскиот клуб на доверители, а во март се зголемија врз основа на девизниот прилив од приватизацијата на ЕСМ - дистрибуција во корист на Владата. До крајот на годината девизните резерви имаа континуиран тренд на пораст со просечно месечно зголемување од 2,3%. Од факторите³ кои влијаат врз нивото на девизните резерви најзначајно влијание имаа интервенциите на девизниот пазар (графикон 2).

Графикон 2

Фактори кои влијаат врз нивото на девизните резерви во 2006 година

(Во милиони евра)



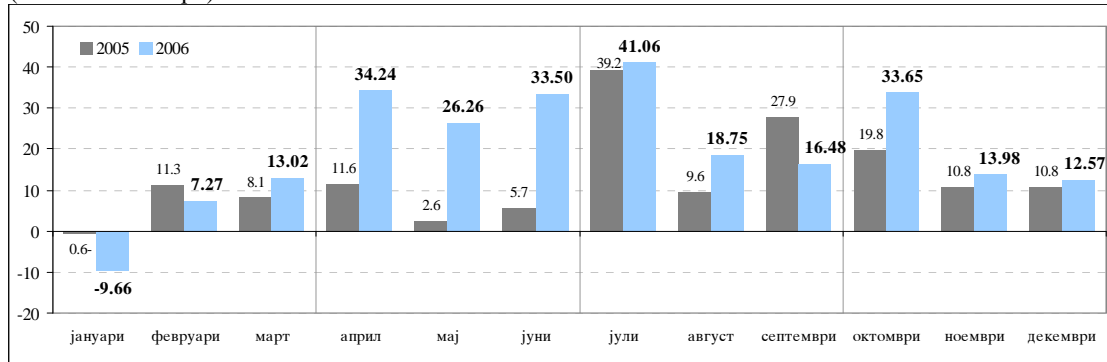
2.1. Интервенции на девизниот пазар

Во текот на 2006 година беше реализиран нето-откуп на девизни средства во износ од **241,14** милиони евра, што е за 84,29 милиони евра повисок нето откуп во однос на 2005 година кога беше реализиран нето-откуп во износ од 156,85 милиони евра. Од реализираниот нето-откуп на девизни средства, по основ на интервенции со банките-подржувачи беа откупени 203,76 милиони евра, наспроти реализираниот откуп по овој основ во износ од 134,80 милиони евра во 2005 година. Истовремено, продолжи трендот на откуп на девизни средства по основ на запишани девизни права за портфолио инвестиции на нерезиденти при што беа откупени 37,38 милиони евра, наспроти реализираниот откуп по овој основ во износ од 22,05 милиони евра во 2005 година.

На почетокот на годината, како резултат на вообичани сезонски движења и зголемена побарувачка на девизи за плаќање на увоз на енергенти, на девизниот пазар се јави краткорочен недостиг на девизи кој беше задоволен од страна на Народна банка. Остатокот од годината се карактеризираше со континуирано повисока понуда на девизи од страна на банките како резултат на суфицит во билансот на тековни трансфери, детерминиран од високите приватни трансфери по основ на нето приливи од менувачко работење и продолжениот тренд на зголемување на портфолио инвестиции (графикон 3).

³ Во факторот "останато" се опфатени: ревалоризација на хартиите од вредност (1,79 милиони евра), привремени средства по основ на влог на нерезиденти (0,85 милиони евра), трошоци за сметки (-0,17 милиони евра) и курсни разлики (-7,25 милиони евра).

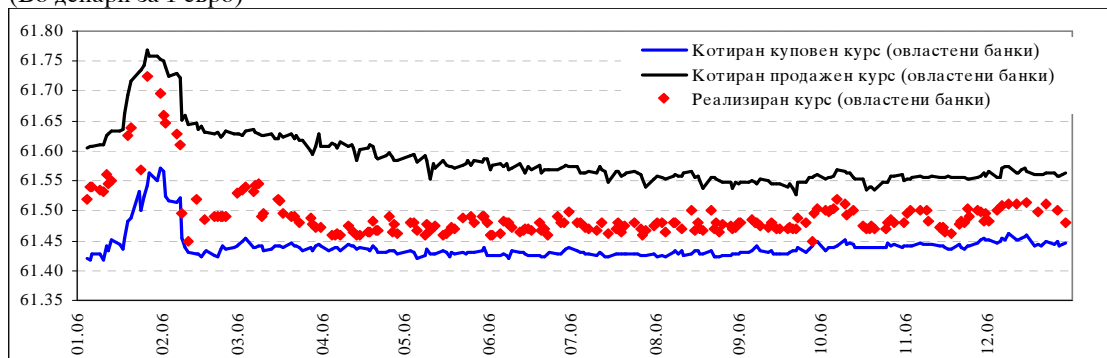
Графикон 3
Интервенции на девизниот пазар
(Во милиони евра)



Повисоката понуда во однос на побарувачката на девизи на девизниот пазар доведе до тенденции за ап्रेसијација на девизниот курс на денарот, особено изразени во вториот и третиот квартал од годината. Во функција на одржување стабилно ниво на номиналниот девизен курс на денарот во однос на еврото, Народна банка активно интервенираше на девизниот пазар, при што оствари значителен нето-откуп на девизи. Интервенциите на Народна банка успешно беа канализирани преку трансакции со банките-подржувачи⁴.

Транспарентноста на пазарот и формирањето на курсевите во реално време, на електронската платформа за меѓубанкарско котирање и тргување со девизи, како и вишокот на понуда на девизни средства придонесе за постепено намалување на котираниот продажен курс на еврото и стеснување на распонот помеѓу куповниот и продажниот курс на еврото на меѓубанкарскиот пазар. Така, на крајот на декември распонот помеѓу куповниот и продажниот курс на еврото изнесуваше 0,12 денари⁵ и во однос на крајот на декември 2005 година, кога изнесуваше 0,19 денари, забележа намалување за 0,07 денари. Намалениот распон помеѓу котираниот куповен и продажен курс на еврото укажува на зголемување на ликвидноста и конкуренцијата на пазарот, тргување со ниски трошоци и можност за активно управување со ликвидноста од страна на банките зависно од понудата и побарувачката за девизи и денари од страна на нивните клиенти.

Графикон 4
Движење на девизниот курс на денарот во однос на еврото
(Во денари за 1 евро)



2.2. Извршување работи за сметка на Република Македонија кон странство

⁴ Подржувачите на пазарот беа воведени во август 2005 година.

⁵ Распонот помеѓу куповниот и продажниот курс во август 2005 година кога беа воведени банките подржувачи изнесуваше 0,28 денари.

Народна банка во рамки на своите функции извршува работи за сметка на државата и органите на државна управа. Под извршување работи за сметка на Република Македонија кон странство се сметаат сите работи што ги врши централната власт со странство по разни основи, вклучувајќи го и сервисирањето на надворешниот долг. Врз основа на работи за сметка на Република Македонија, во 2006 година беше остварен нето-прилив на девизи во девизните резерви во износ од **18,95** милиони евра.

На страната на приливите, кои изнесуваа 361,95 милиони евра, доминантно влијание имаше приливот на девизи врз основа на приватизацијата на „ЕСМ - дистрибуција“ во износ од 220,73 милиона евра⁶. Други позначајни приливи на девизни средства беа реализирани врз основа на кредити за финансирање проекти на државата (91,18 милиони евра) и врз основа на достасани странски хартии од вредност од Лондонскиот клуб на доверители (50 милиони евра).

На страната на одливите, кои изнесуваа 343 милиони евра, најзначајно влијание имаше одливот на девизи врз основа на отплата на обврските на Владата кон Лондонскиот клуб на доверители (188,39 милиони евра). Други позначајни одливи на девизи беа реализирани врз основа на работи за сметка на централната власт (107,99 милиони евра), по основ на отплата на долг кон Парискиот клуб (24,09 милиони евра), Меѓународната банка за обнова и развој (8,08 милиони евра), за исплата на купонска камата на еврообврзницата (6,94 милиони евра), отплата на обврски кон Меѓународната агенција за развој (5,19 милиони евра) и кон Европската унија (2,11 милиони евра).

2.3. Кредити од меѓународни финансиски институции

Вкупните кредитни обврски на Народна банка на 31.12.2006 година изнесуваат 42,39 милиона евра и целосно се однесуваат на ММФ. Во 2006 година, Народна банка не користеше нови кредити, а истовремено беа отплатени обврски во износ од **7,47** милиони евра.

2.4. Задолжителна резерва на банките во девизи

Задолжителната резерва на банките во девизи во 2006 година беше фактор кој влијаеше во насока на зголемување на девизните резерви. Имено, во согласност со порастот на девизните депозити кај банките, кои претставуваат основа за пресметка на обврската за задолжителна резерва во девизи, вкупниот ефект врз основа на издвоени средства на банките во задолжителна резерва кај Народна банка изнесуваше **17,16** милиони евра.

2.5. Приход од пласирање на девизните резерви

⁶ Вкупниот девизен прилив од продажбата на „ЕСМ - дистрибуција“ изнесуваше 225 милиони евра (целосно уплатен од странскиот инвеститор), меѓутоа во март 2006 година ефектот врз девизните резерви беше пораст од само 169,62 милиони евра. 56 милиони евра немаат статус на девизни резерви (51 милион евра поради чекање дефинитивна одлука на ЕБРД за купување акции на „ЕСМ - дистрибуција“ и 5 милиони евра за евентуална корекција на цената по добивање ревидирани финансиски извештаи на „ЕСМ - дистрибуција“). На 08.08.2006 година ЕБРД се откажа од акционерство во „ЕСМ - дистрибуција“, поради што износот од 51 милион евра стана расположлив и со тоа дел од девизните резерви.

Во 2006 година приходот од пласирањето на девизните резерви беше значаен фактор кој придонесе за зголемување на нивото на девизните резерви. Остварениот приход изнесуваше 28,58⁷ милиони евра, и беше значително повисок во однос на истиот период од минатата година, кога беше остварен приход од 15,19 милиони евра. Порастот на приходот се должи на зголеменото ниво на девизните резерви, пораст на каматните стапки на меѓународните финансиски пазари, како и на поголемата ефикасност на новововедениот концепт за поактивно управување со девизните резерви.

3. Пазарни движења во Европска унија и во САД

Светската економија во 2006 година го продолжи растечкиот тренд отпочнат пред три години, при што стапката на раст се очекува да изнесува 5,1%⁸. Растот на светската економија се должи на позитивните остварувања во скоро сите региони во светот.

САД, со остварена стапка на раст од 3,4%⁹ во текот на 2006 година придонесуваат најзначајно кон остварениот раст на глобалната економија. Растот на американската економија беше особено силен во првиот квартал од 2006 година, а потоа во текот на годината дојде до забавување на економската активност, главно како резултат на надолните движења на пазарот на недвижности и растечките цени на нафтата. Од друга страна, стапката на невработеност во САД се одржуваше на ниско ниво што е сигнал за т.н. сценарио на меко приземјување на економијата на САД и избегнување на рецесијата.

Намалената економска активност, во втората половина од годината, и кумулативните мерки на монетарно затегнување придонесоа за постепено и одложено запирање на инфлаторниот притисок, при што индексот на цени на трошоци за лична потрошувачка (со исклучени цени за храна и енергија), како показател за движењето на инфлацијата во САД, во 2006 година изнесуваше 2,3%⁹. Во согласност со намалувањето на инфлаторниот притисок, Системот на федерални резерви (FED), по зголемувањето на оперативниот таргет на монетарната политика (fed funds rate - меѓубанкарска каматна стапка за позајмици преку ноќ) четири пати од 4.25% на 5.25% во првата половина на годината, во текот на втората половина на годината не правеше корекции на оперативниот таргет.

Главна констатација за состојбите во евро-зоната е дека економијата бележи исклучително повољна година, со реализирана стапка на раст од 2,7%¹⁰. Остварената стапка на раст во 2006 година се совпаѓа со ставот на ЕЦБ дека растот во евро-зоната е силен и може да придонесе за инфлаторни притисоци. Во функција на задржување на инфлацијата¹¹ под контрола, ЕЦБ во текот на 2006 година пет пати ја зголеми основната каматна стапка (на операциите за рефинансирање), при што на крајот на годината каматната стапка го достигна

⁷ Со вклучување на пресметаните нереализирани приходи на пласираните девизни резерви, приходот изнесува 31.9 милиони евра.

⁸ IMF, World Economic Outlook, September 2006, Chapter 1 Global prospects and policy issues, Table 1.1 Overview of the World Economic Outlook projections

⁹ Board of governors of Federal Reserves System, Monetary Policy Report to the Congress, february 14, 2007

¹⁰ ECB Monthly bulletin- February 2007; Euro area statistics, 5.2 Output and demand

¹¹ Просечната годишна стапка на инфлација во евро-зоната во 2006 година изнесуваше 2,2% и беше над таргетот на ЕЦБ од 2%.

нивото од 3,50%. При последното зголемување во декември претседателот на ЕЦБ, г-динот Трише, изјави дека каматните стапки во евро зоната се сеуште на ниско ниво и дека ќе бидат потребни натамошни чекори во насока на рестрикција на монетарната политика.

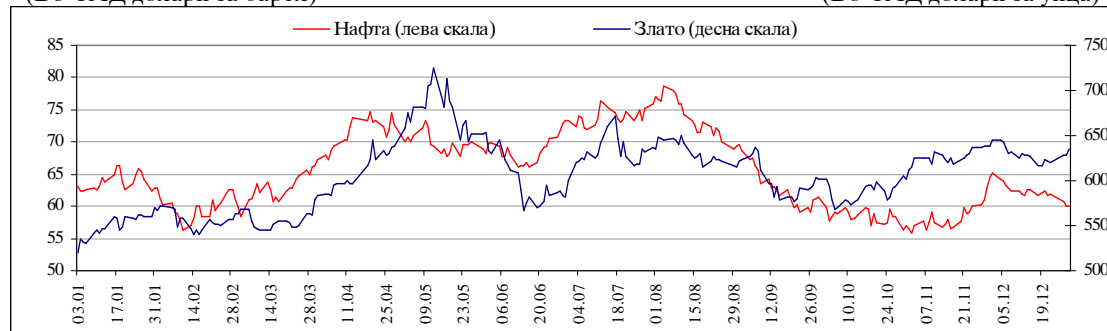
Во текот на 2006 година просечната цена на златото значајно порасна и изнесуваше 604,34 САД долари за унца, додека во текот на 2005 година просечната цена изнесуваше 444,96 САД долари за унца. Цената на златото вообичаено се движи во иста насока со цената на нафтата, која се одржуваше на високо ниво, како резултат на намалените капацитети за производство и за преработка, безбедносната криза на средниот исток и ризикот од прекинување на производството од неколку други големи производители на нафта (во најголем дел Нигерија). Притоа, цената на нафтата изнесуваше просечно 65,42 САД долари, и беше повисока од просечната цена на нафтата во 2005 година кога изнесуваше 54,51 САД долари за барел¹².

Графикон 5

Движење на цената на нафтата и златото во 2006 година

(Во САД долари за барел)

(Во САД долари за унца)



Во 2006 година еврото апрецираше во однос на САД доларот за 11,64% и во однос јенот за 12,98%. Депрецијацијата на САД доларот во 2006 година беше резултат на перцепцијата за намалување на каматните диференцијали во услови на експанзија на евро-зоната, како и на зголемување на дефицитот во тековната сметка на САД во услови на растечки суфицит во тековната сметка кај азиските земји во развој и земјите извознички на нафта.

4. Ракување со девизните резерви

Движењата на меѓународните финансиски пазари имаат значително влијание врз одлуките на Народна банка при пласирање на девизните резерви и одржување на нивната вредност. Притоа, Република Македонија, како мала отворена економија, има висок степен на зависност од светските финансиски текови, без можност да влијае врз цените на светските пазари. Варијабилноста на вредноста на финансиските инструменти, како резултат на пазарните движења на цените, заедно со нивото на ликвидност и кредитни карактеристики на инструментите, генерираат неколку видови ризици при ракувањето со девизните резерви (кредитен, ликвидносен, валутен ризик).

Почнувајќи од вториот квартал на 2006 година, вкупните девизни резерви се поделени на три портфолија: ликвидно портфолио, инвестиционо

¹² Bloomberg

портфолио и злато, заради зголемување на ефикасноста и флексибилноста при управувањето.

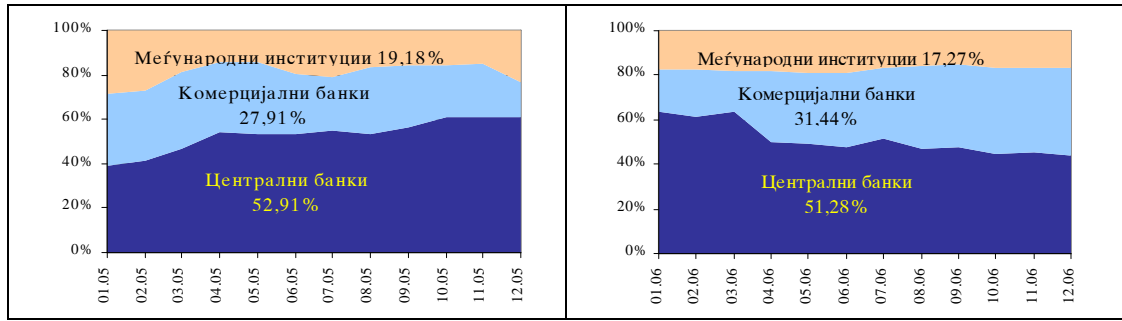
Ликвидносното портфолио се определува на ниво доволно за одржување на стабилноста на девизниот курс на денарот преку интервенции на девизниот пазар, како и за задоволување на краткорочните ликвидносни потреби за сервисирање на обврските на државата и Народна банка кон странство. Имајќи предвид дека потребата за ликвидни средства може да настане во било кој момент, средствата од ликвидносното портфолио се пласираат во депозити со максимална рочност до две недели.

Остатокот од девизните резерви, намален за износот на ликвидносното портфолио и износот на златото, е инвестициско портфолио. Инвестициското портфолио се пласира на подолг рок заради остварување на стабилни и повисоки приходи во функција на одржување на вредноста на девизните резерви. Инвестициското портфолио е пласирано во најголем дел во депозити со дисперзирано достасување со што се овозможува поголема флексибилност во управувањето. Дел од инвестициското портфолио е пласирано во висококвалитетни хартии од вредност за кои постојат ликвидни секундарни пазари. Во таа смисла, при пласирање на средствата од инвестициското портфолио се има во предвид принципот на рентабилност, но строго се почитува и принципот на ликвидност.

4.1. Кредитен ризик

Кредитниот ризик претставува ризик од намалување на вредноста на девизните резерви поради неликвидност, несолвентност или промена на кредитниот рејтинг на финансиските институции или издавачите на хартиите од вредност кај кои се пласираат и чуваат девизните резерви. Народна банка управува со кредитниот ризик преку утврдување критериуми за избор и лимити на изложеност кон финансиски институции и издавачи на хартии од вредност во кои се пласираат девизните резерви.

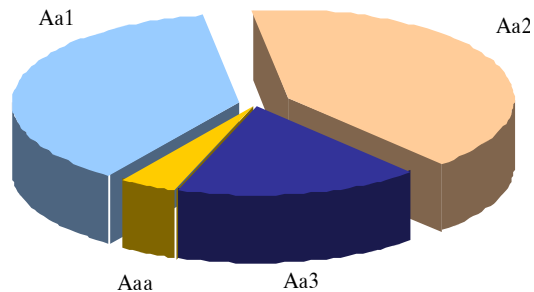
Во 2006 година Народна банка продолжи да ги пласира девизните резерви кај *централни банки* на земјите-членки на ОЕЦД со највисок кредитен рејтинг (графикон 6). Пласманите кај овие централни банки во просек учествуваа со 51,28% во вкупните пласирани девизни резерви и беа незначително пониски во однос на 2005 година, кога во просек учествуваа со 52,91%. Повисоко учество на девизни резерви пласирани кај централни банки имаше во првиот квартал, како резултат на приливот од приватизација на „ЕСМ - дистрибуција“ на ностро-сметки, кој веќе во почетокот на вториот квартал беше инвестиран во депозити кај комерцијални банки.



Девизните резерви пласирани кај странски комерцијални банки во 2006 година во просек учествуваа со 31,44% во вкупните пласирани девизни резерви и беа повисоки во однос на 2005 година, кога во просек учествуваа со 27,91%.

Притоа, почнувајќи од вториот квартал од 2006 година пласманите кај странски комерцијални банки се зголемуваа поради пласирање на дел од инвестициското портфолио во депозити. Новата стратегија на пласирање овозможи зголемување на приносите без да се загрози сигурноста при пласирањето на девизните резерви. Имено, странските комерцијални банки кај кои се пласирани девизните резерви се резиденти на земји-членки на ОЕЦД и поседуваат долгорочен кредитен рејтинг од најмалку Aa3 според Moody's (графикон 7).

Графикон 7
Структура на пласманите на девизните резерви кај комерцијални банки според долгорочен кредитен рејтинг (Moody's)



4.2. Ликвидносен ризик

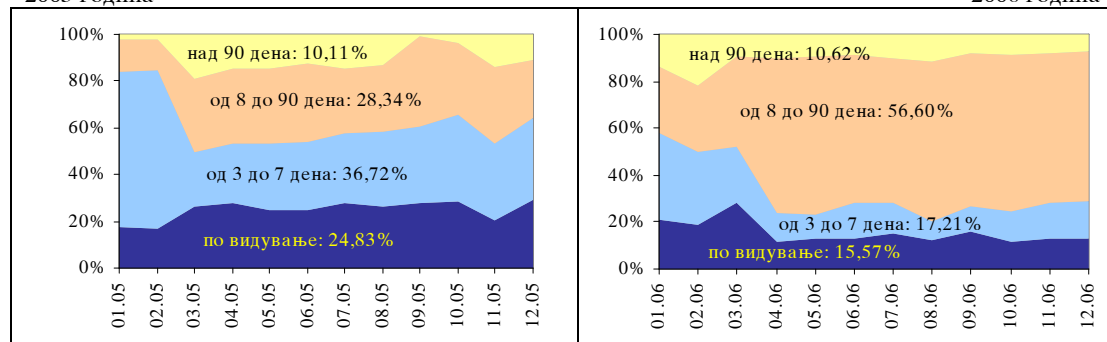
Во 2006 година, Народна банка го модифицираше начинот на управување со ликвидносниот ризик, како ризик од нерасполагање со доволно ликвидни девизни средства за интервенции на девизниот пазар и за навремено извршување на плаќањата и обврските на Република Македонија спрема странство. Имено, заклучно со првиот квартал од 2006 година, Народна банка го контролираше ликвидносниот ризик преку утврдување лимити на пласманите по рочност и по видови инструменти.

Од вториот квартал, Народна банка отпочна со управување со ликвидносниот ризик преку утврдување и одржување ликвидно портфолио на ниво доволно за да се обезбеди ликвидност за спроведување на монетарната и политиката на девизниот курс на денарот, како и за редовно и навремено плаќање на обврските на Република Македонија кон странство. Притоа, на крајот на првиот квартал беше утврдена основната вредност на ликвидносното портфолио. Ликвидносното портфолио се пласира во инструменти со пократок рок на достасување, што заедно со нивното дисперзирано достасување обезбедува висока расположивост и ликвидност на средствата.

Имајќи го предвид новиот начин на управување со ликвидносниот ризик, во структурата на пласманите по рочност во 2006 година настанаа значителни промени. Имено, средствата по видување и со рок на достасување до седум дена

во просек учествуваа со 32,78% во вкупните пласмани, но беа за 28,77 процентни поени пониски во однос на 2005 година, кога во просек учествуваа со 61,55%. Намалувањето на учеството на пласманите по видување и со рок на достасување до седум дена беше реализирано во почетокот на вториот квартал и беше во согласност со одржување на основната вредност на ликвидносното портфолио (графикон 8).

Графикон 8
Структура на пласманите според рочноста
2005 година

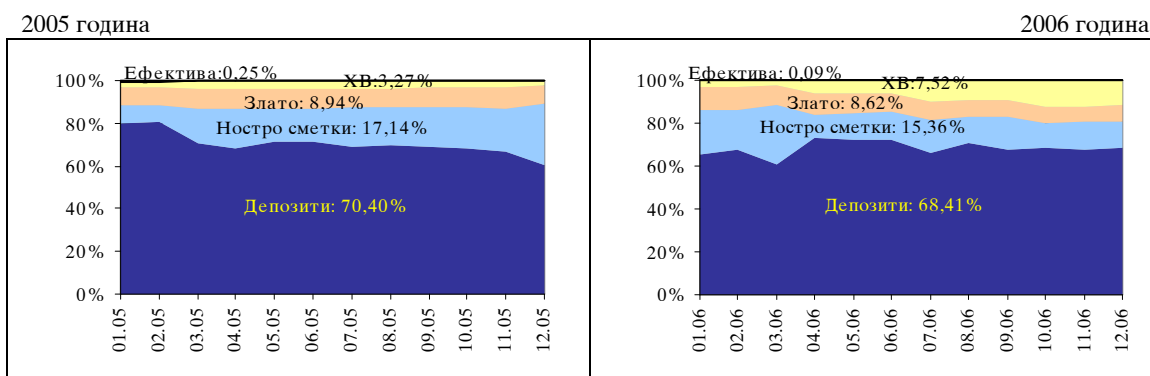


Поделбата на девизните резерви во портфолија овозможи оптимизирање на нивото на средства неопходни на краток рок во форма на ликвидно портфолио, а од друга страна пласирање на инвестициското портфолио на подолг рок, со дисперзирана структура на достасување, заради обезбедување повисоки и постабилни приноси. Во таа смисла, девизните резерви пласирани со рок на достасување од осум до деведесет дена, во почетокот на вториот квартал се зголемија како резултат на пласирање на дел од инвестициското портфолио во депозити со рок на достасување до три месеци. Притоа, во 2006 година девизните резерви пласирани со рок на достасување од осум до деведесет дена во просек учествуваа со 56,6% во вкупните пласирани девизни резерви, наспроти 28,34% колку што изнесуваа во 2005 година.

Пласманите со рок на достасување над деведесет дена (злато и хартии од вредност кои се чуваат до достасување) во 2006 година во просек учествуваа со 10,62% во вкупните пласирани девизни резерви и беа на приближно исто ниво во однос на 2005 година, кога во просек учествуваа со 10,11%. Учеството на пласманите со оваа рочноста е детерминирано пред сè од движењето на цената на златото и релативното учество во девизните резерви.

Структура на пласманите на девизните резерви по видови инструменти исто така беше во согласност со новиот начин на управување со ликвидносниот ризик. Најголем дел од девизните резерви, во просек 68,41%, и во 2006 година беа пласирани во депозити кај странски банки. Претходната година пласманите во депозити учествуваа со 70,4% во девизните резерви (графикон 9).

Графикон 9
Структура на пласмани по инструменти



Пласманите на девизните резерви во хартии од вредност во 2006 година имаа тренд на зголемување, при што во просек учествуваа со 7,52% во вкупните девизни резерви, наспроти нивното просечно учество од 3,27% во 2005 година. Зголемувањето на учеството на портфолио-инвестициите во девизните резерви отпочна во вториот квартал и се должи на определбата за постепено реструктурирање на инвестициското портфолио преку зголемено инвестирање во висококвалитетни хартии од вредност. Од нив, најголем дел беше инвестиран во долговни хартии од вредност издадени од влади на европски земји, а остатокот, во долговни хартии од вредност издадени од страна на владата на САД. Пласманите во овие хартии од вредност обезбедуваат поголем принос од инвестирањето и поголема флексибилност во управувањето со девизните резерви без загрозување на ликвидноста. Имено, за овие хартии од вредност постојат ликвидни секундарни пазари и по тој основ се третираат како пласмани со рок на достасување од 3 до 7 дена.

Просечното учество на девизите на ностро-сметки во 2006 година изнесуваше 15,36% и беше пониско во однос на просечното учество на девизни средства на ностро-сметки во 2005 година кога изнесуваше 17,14%, што беше во согласност со одржување на основната вредност на ликвидносното портфолио.

Просечното учество на златото во девизните резерви изнесуваше 8,62% и беше пониско во однос на претходната година, кога во просек изнесуваше 8,94%. Притоа, и покрај порастот на цената на златото на светските пазари, во услови на непроменета количина на златото во девизните резерви, намалувањето на учеството на златото се должи на зголемувањето на апсолутниот износ на девизните резерви. Златото пласирано кај странски банки има карактеристики во согласност со стандардите на Лондонската асоцијација на трговци со благородни метали (London Good Delivery Standard) што овозможува негово адекватно пазарно вреднување.

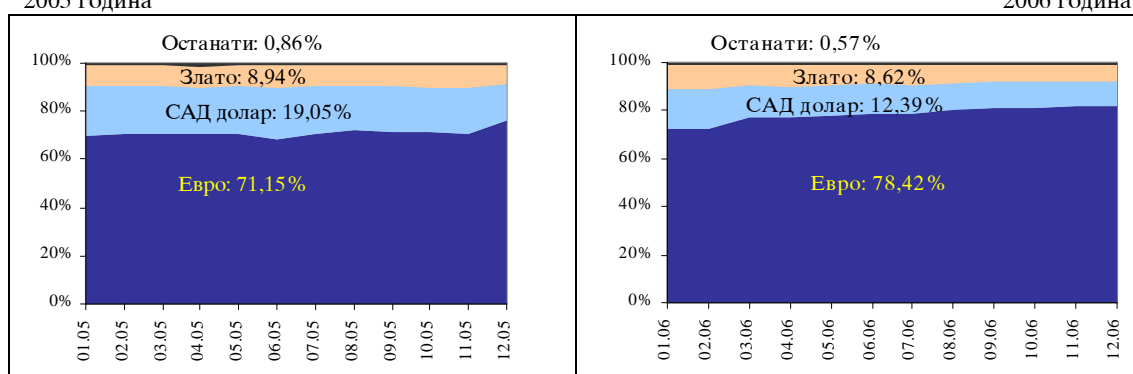
Ефективните странски средства за плаќање учествуваа просечно со 0,09% во девизните резерви и беа на ниво кое може во секој момент да ги задоволи потребите за тековното работење на органите на државната власт и државната управа.

4.3. Валутен ризик

Валутната структура на девизните резерви е детерминирана од валутната структура на потребите за интервенирање на девизниот пазар и на кредитните обврски на Народна банка и државата кон странство. Во таа смисла, во 2006 година еврото доминираше во валутната структура на девизните резерви (просечно 78,42%), при што во однос на претходната година (кога во просек изнесуваше 71,15%) забележа зголемување. Позначителен пораст на учеството на еврото во

валутната структура на девизните резерви беше забележан во вториот квартал, што се должи на приливот на девизни средства по основ на приватизацијата на „ЕСМ - дистрибуција“. Исто така, како резултат на реализираниот нето-откуп на девизни средства по основ на интервенции на девизниот пазар еврото имаше тренд на пораст во валутната структура на девизните резерви во текот на целата година (графикон 10).

Графикон 10
Структура на пласмани по валути
2005 година



Учеството на САД доларот во вкупната валутна структура на девизните резерви во 2006 година имаше тренд на намалување, при што во просек изнесуваше 12,39%, наспроти 19,05% колку што во просек изнесуваше во 2005 година. Намалувањето на учеството на САД доларот во валутната структура се должи на ограничување на износот на САД долари на ниво кое е во согласност со потребите за извршување на обврските кон странство, без изложување на валутен ризик.

Покрај еврото и САД доларот, во валутната структура на девизните резерви беа застапени и неколку други валути¹³ (просечно 0,57%) во износ доволен за обезбедување тековна ликвидност при плаќањата спрема странство.

4.4. Каматен ризик

Зголемувањето на застапеноста на хартиите од вредност во структурата на пласманите на девизните резерви создаде потреба од активно управување со каматниот ризик. Управувањето и контролата на изложеноста на девизните резерви кон каматниот ризик се врши преку утврдување и одржување основна модифицирана дурација на инвестициското портфолио.

Модифицирана дурација претставува процентуална промена на бруто-цената на инструментот при промена на приносот за еден процент. Модифицираната дурација што одговара на очекуваниот поврат претставува основна модифицирана дурација на инвестициското портфолио. Основната модифицирана дурација се определува во зависност од прифатливото ниво на ризик и претставува ограничувачки критериум при утврдувањето на учеството на секој инструмент во инвестициското портфолио. Прифатливото ниво на ризик се утврдува во зависност од отстапувањето помеѓу проценката на приносот на шестмесечни државни записи и проценката за идна можна загуба, а се одредува преку пресметување на најлошиот принос при паралелно поместување на кривата на принос за 200 базични поени нагоре. На тој начин, со примена на методот на оптимизација, се пресметува минималниот очекуван поврат на инвестициското

¹³ Австралиски долар, канадски долар, швајцарски франк, данска круна, норвешка круна, британска фунта, јапонски јен, шведска круна и СДР.

портфолио со дозволено отстапување од приносот на шестмесечни државни записи.

Почнувајќи од вториот квартал на 2006 година, Народна банка започна постепено да гради портфолио на хартии од вредност, во форма на *иесџи-иорџифолио* како дел од вкупното инвестициско портфолио на девизните резерви. Имајќи ја предвид постојната структура на инвестициското портфолио каде што доминираат банкарските депозити, како и определбата за постепено формирање на портфолио на хартии од вредност, основната модифицирана дурација се применуваше само врз тест-портфолиото.

Во 2006 година основната модифицирана дурација изнесуваше 9 месеци. Во таа насока, тест портфолиото се формираше со хартии од вредност со пократок рок на достасување, заради нивната помала чувствителност на ценовни промени, имајќи ја предвид инверзната врска помеѓу цените и приносите на хартиите од вредност. Вака применувата стратегија на управување со каматен ризик се покажа како оправдана во услови на нагорни движења на каматните стапки на меѓународните финансиски пазари.

4.5. Вредност изложена на ризик

Заради квантифицирање на ефектот на пазарните ризици¹⁴ врз вредноста на девизните резерви Народна банка го применува концептот на "Вредност изложена на ризик" (Value at Risk или VAR). VAR претставува статистичка методологија која ја проценува максималната промена на вредноста на девизните резерви поради промени на цените на финансиските инструменти и промена на девизниот курс со одредено ниво на доверба за одреден временски период. Со VAR методологијата се проценува колку може да се намалат девизните резерви поради флукуација на цените и промена на девизните курсеви на валутите што ги сочинуваат девизните резерви со 99%¹⁵ ниво на доверба за временски интервал од 10 дена. Флукуациите на цените на инструментите и девизните курсеви се детерминираат според историските промени на цените и девизните курсеви на инструментите и валутите што ги сочинуваат девизните резерви на крајот од месецот. Вредноста на VAR ја означува максималната промена на девизните резерви со 99% веројатност. Истовремено, останува веројатност од 1% дека вредноста на девизните резерви може да се промени и за повеќе од износот детерминиран со VAR методологијата.

Во декември изложеноста на девизните резерви со кои ракува Народна банка (вредност изложена на ризик) во поглед на флукуациите на цените на инструментите и девизните курсеви во однос на еврото изнесуваше 11,3 милиони евра или 0,79% од девизните резерви. Притоа, VAR од промена на девизниот курс изнесува 11,03 милиони евра, додека VAR од промена на цените на инструментите во кои се инвестирани девизните резерви изнесуваше 0,27 милиони евра.

¹⁴ Во рамки на пазарните ризици се опфатени каматниот и валутниот ризик. *Каматниот ризик* претставува ризик од намалување на вредноста на девизните резерви поради промена на пазарните цени на финансиските инструменти, како резултат на промена на каматните стапки и приносите на меѓународните финансиски пазари. *Валутниот ризик* претставува ризик за настанување загуби како резултат на намалување на вредноста на девизните резерви, поради промена на интервалутарните односи на валутите во кои се пласираат и се чуваат девизните резерви.

¹⁵ Според Базелската спогодба од 1998 година се препорачува при пресметката на VAR да користи ниво на доверба од 99% за временски интервал од 10 дена.

5. Заклучок

Во 2006 година, девизните резерви на Република Македонија се зголемија за 294 милиони евра со што го достигнаа историски највисокото ниво од 1.417 милиони евра на крајот на годината. Најголем придонес во порастот на девизните резерви имаше нето откупот на девизни средства во износ од 241 милион евра како резултат на континуирано повисоката понуда на девизниот пазар и приливот на портфолио инвестиции. Приходите остварени од пласирањето на девизните резерви во износ од 29 милиони евра, беа вториот најзначаен извор за пораст на девизните резерви во 2006 година. Во текот на 2006 година беше остварен значен прилив на девизи од приватизацијата на ЕСМ-дистрибуција (221 милион евра) додека на страната на одливите, покрај редовното сервисирање на обврските кон странските кредитори, беше извршена и предвремена отплата на долгот кон Лондонскиот клуб на доверители (188 милиони евра).

Водејќи се од принципите на сигурност, ликвидност и рентабилност при пласирањето на девизните резерви, Народна банка водеше политика на активно управување со ризиците. Притоа, целосно се придржуваше кон пропишаните критериуми и лимити во однос на изложеноста кон финансиски институции и издавачи на хартии од вредност, кон рочната и валутна структура на обврските и потребите од ликвидни средства, како и проекциите за движењето на каматните стапки на финансиските пазари. За таа цел, Народна банка користеше софистицирани модели кои го лимитираа ризикот на прифатливо ниво.