

Narodna banka na Republika Makedonija

Raboten Materijal br. 2



Mo`nosti za plasirawe na deviznite rezervi vo hartii od vrednost so fiksen prinos

Sini {a Velkovski

April 1998 godina

VOVED

So raspadot na sistemot na fiksni devizni kursevi vo po~etokot na sedumdesettite godini, a osobeno od po~etokot na osumdesettite godini, se pojavi praktika na pogolemiot broj centralni banki vo svetot, del od deviznite rezervi da gi plasiraat vo hartii od vrednost so fiksni prinos. Pri~inata za vakvata praktika le`i vo toa {to po suspendiraweto na konvertibilnosta vo zlato na dolarot od strana na Vladata na SAD, ulogata na dolarot kako valuta koja slu`i kako sredstvo za ~uvawe na vrednosta, zapo~na da se namaluva. Poradi toa, kako alternativa se javi interesot za vlo`uvawe vo hartii od vrednost so fiksni prinos. Ovie hartii od vrednost, a osobeno vladinite hartii od vrednost so fiksni prinos, se tretiraat kako mnogu sigurni plasmani koi na podolg rok nosat povisok prinos vo odnos na depozitite vo bankite. Isto taka, tie se likvidni bidej{i nivnoto pretvorawe vo gotovi pari e mnogu lesno i so niv se postignuva diverzificirawe na kreditniot rizik.

* Avtorot e [ef vo Direkcijata za devizni rezervi i operacii na devizen pazar pri Narodna banka na Republika Makedonija.

I. OP { TO ZA HARTI ITE OD VREDNOST SO F IKSEN PRINOS

1. Def inicija i karakteristiki na hartii te od vrednost so f iksen prinos

Pod poimot hartija od vrednost so f iksen prinos se podrazbira pismena potvrda koja pretstavuva krediten instrument so koj izdava~ot se obvrzuva deka na sopstvenikot na potvrdata }e mu go vrati iznosot koj go zemaal po odnapred utvrdeni uslovi i na~in na vra}awe.

Sekoja hartija od vrednost so f iksen prinos gi so dr` i slednive elementi:

- iznosot koj e pozajmen, odnosno nominalniot iznos na hartijata od vrednost so f iksen prinos. Toa e iznosot na koj glasi hartijata od vrednost i ja pretstavuva glavninata na dolgot;
- kamatnata stapka po koja treba da se plati za pozajmeniot iznos. Pretstavuva iznos koj sekoj kupon go nosi na datumot koj e naveden na kuponot;
- rasporedot na pla}aweto na kamata koja dostasuva, odnosno kolku iznesuva brojot na kuponite koja gi ima hartijata od vrednost;
- datumot na dostasuvawe na hartijata od vrednost go pretstavuva krajniot rok na koj nominalniot iznos na koj glasi taa hartija od vrednost }e bide isplaten na sopstvenikot na taa hartija od vrednost;
- na~inot na isplata na nominalniot iznos na hartija od vrednost so f iksen prinos, odnosno dali }e se isplati vo pari, ili preku nova serija na ist tip na hartija od vrednost;
- garancijata, ili na~inot na obezbeduvawe na hartija od vrednost so f iksen prinos, odnosno dali emisijata e garantirana so podvi`en, ili nepodvi`en imot.

Hartii te od vrednost so f iksen prinos mo`at da gi izdavaat:

- korporaciji i toga{ se narekuvat korporativni hartii od vrednost so f iksen prinos (Corporate Fixed Income Securities);
- vladi i toga{ se narekuvaat vladini hartii od vrednost so f iksen prinos (Government Fixed Income Securities).

2. Faktori koi go determiniraat izdavaweto na hartii te od vrednost so f iksen prinos

Kako {to napomenavme i pogore, centralnite banki, vo osnova, svoite devizni rezervi gi plasiraat vo vladini hartii od vrednost so f iksen prinos i toa izdadeni od zemji so koi tie imaat najgolema nadvore{no trgovska aktivnost. Vakvite plasmani se pravat so cel da se zapazi osnovnata funkcija na deviznite rezervi, a toa e obezbeduvawe na likvidnost na edna zemja vo pla}awata sprema stranstvo vrz osnova na nadvore{no trgovskata razmena. Prednostite vo vakviot plasman na

delot od deviznite rezervi se sotojato vo toa {to ovie hartii od vrednost nosat prinos koj naj~esto e povisok od tekovniot prinos na depozitite. Isto taka, postoji golema sigurnost, odnosno postoji bezuslovna obvrška emitentot da ja otplati svojata obvrška na na~in naveden vo hartijata od vrednost so fiksen prinos, zatoa {to kako emitent se javuva samata dr`ava. Druga prednost na ovie hartii od vrednost e toa {to tie glasat na stranska valuta i toa na valuta na zemjata so koja postoji nadvore {no-trgovska razmena i, na kraj, ovoj vid na hartii od vrednost se mnogu likvidni (mo`at vedna {da se pretvorat vo gotovi pari,pri toa imaj}i go predvid i rizikot koj se javuva poradi dvi`eweto na kamatnite stapki) odnosno sekundarniot pazar za niv e mnogu razvien i sekoga {postoi konstantna pobaruva~ka za ovie hartii od vrednost.

Pri~inata poradi koja dr`avite emitiraat hartii od vrednost so fiksen prinos e nedostigot na finansiski sredstva, koj mo`e da bide kratkoro~en poradi vremenskoto nesovpa|awe na prilivot na sredstvata i tro{eweto sredstvata, ili pak nedostigot predizvikan od vlo`uvawe na dr`avata vo dolgoro~ni proekti vo koi ovie sredstva bi bile anga`irani na dolg rok.

Koga dr`avata saka da go pokrie privremeniot nedostig na finansiski sredstva emitira kratkoro~ni hartii od vrednost, odnosno hartii od vrednost so rok na dostasuvawe do 180 dena, takanare~eni dr`avni menici (Government Bills), koi se emitiraat vo golemi koli~estva i naj~esto se vodat knjigovodstveno odnosno fizi~ki ne postojat. Kako kupuva~i na ovie hartii od vrednost naj~esto se javuvaat institucionalnite investitori koi raspolaagaat so golemi finansiski sredstva i koi mo`at te {ko da gi plasiraat, no koi ne go znaat momentot koga tie pari~ni sredstva }e se upotrebat kako {to se na primer, Osigurnitelnite Kompanii. Osven za ovie investitori, kratkoro~nite hartii od vrednost so fiksen prinos isto taka se atraktivni i za privatni lica koi poseduvaat zna~itelni finansiski sredstva i koi svoeto bogatstvo go investiraat vo ovie hartii od vrednost poradi golemata sigurnost. Likvidnosta na ovie hartii od vrednost e mnogu golema kako na primarniot pazar, taka i na sekundarniot pazar. Karakteristi~no e za ovie hartii od vrednost {to vo sekoe vreme mo`at da se prodadat na emitentot po odnapred utvrdena cena. Ovie hartii od vrednost glasat na ime, odnosno toa se taka-nare~eni registrirani hartii od vrednost so fiksen prinos.

Za finansirawe na neкои investicioni proekti, potoa i za zavrstvawe na finansiskata pozicija na buxetot kako i za mobilizirawe na neiskoristenite akumulirani pari~ni sredstva, dr`avata emitira i srednoro~ni hartii od vrednost takanare~eni vladini potvrđi (Government Notes) so rokovi na dostasuvawe od 180 dena, pa do 10 godini. Ovie hartii od vrednost ne se emitiraat vo tolku golemi iznosi kako {to e slu~aj so dr`avnite menici (Government Bills) i naj~esto ovie hartii od vrednost se izdavaat vo materijalna forma,

odnosno tie fizi~ki postojat. Ovie hartii od vrednost ne mo`at da se odkupat pred vreme od strana na emitentot so isklju~ok na opredeleni vidovi, tuku za niv postoi sekundaren pazar, odnosno sopstvenicite na ovie obvrznici me|usebno gi kupuvaat i prodavaat.

Dr`avata mo`e zaradi finansirawe na neкои investicioni proekti kako i zaradi mobilizirawe na neiskoristenite akumulirani pari~ni sredstva, pred sè, od naselenieto, da emitira dolgoro~ni hartii od vrednost, odnosno hartii od vrednost so rok od dostasuvawe od 10 godini, pa najmnogu do 30 godini. Ovie hartii od vrednost se poznati kako dr`avni obvrznici (Government Bonds). Inaku, samata obvrznica po svojot karakter pretstavuva dolgoro~na hartija od vrednost po koja sekoja godina se ispla}a samo interesot, dodeka glavninata, odnosno sumata koja e pozajmena vo po~etokot i se ispla}a na krajot, odnosno na datumot koga obvrznicata }e dospee.

Vo sekoja zemja, koja del od svoje potrebi gi finansira preku emisija na hartii od vrednost so fiksen prinos zaradi podobro upravuvawe so dolgot i obezbeduvawe na dovolno sredstva za negovo finansirawe, se nastojuva da preovladuva eden vid na hartija od vrednost so fiksen prinos, vakvata hartija od vrednost se narekuva ben~mark hartija od vrednost.

3. Pazar na hartii od vrednost so fiksen prinos

Pazarot na dr`avnite hartii od vrednost so fiksen prinos e organiziran vo dva dela t.e.:

- primaren; i
- sekundaren pazar.

Na primarniot pazar ovie hartii od vrednost se kupuvaat direktno od emitentot. Kupuvaweto se odviva vo naj~est slu~aj preku aukcii, koi mo`at da bidat na konkurentska baza i na nekonkurentska baza. Inaku, kako kupuva~i na primarniot pazar mo`at da se javat finansiski institucii koi se priznaeni od strana na emitentot, t.e dr`avata kako primarni dileri (primary dealers), koi imaat ekskluzivno pravo da kupuvaat i prodavaat hartii od vrednost odnosno da go kreiraa pazarot za ovie hartii od vrednost. Trguvaweto me|u primarnite dileri se odviva direktno, ili pak preku brokeri, sè so cel da se za~uva diskrecijata vo raboteweto i na kraj se javuvaat klientite t.e. investitorite koi pri kupuvaweto kontaktiraat, ili so primarnite dileri, ili so brokerite.

Sekundarniot pazar mo`e da e organiziran kako pazar preku {alteri (over-the counter-market), ili vo vid na berza. Na ovoj pazar se trguva so ve}e edna { emitirani dr`avni hartii od vrednost. Trguvaweto na sekundarniot pazar se odviva preku dileri ili brokeri, koi ne mora da imaat ekskluzivno pravo da bidat primarni dileri. Ovie dileri im

kotiraat na klientite (investitorite) kupovni i prodani ceni na hartite od vrednost so fiksni prinosi.

4. Definirane cenat na hartite od vrednost so fiksni prinosi i determinanti koji odreduju ovu cenu

Cenat na hartijata od vrednost so fiksni prinosi predstavuju zbir na diskontirane idne prilivi vrz osnova na kamati, kako i diskontirana vrednost na vlozena suma koja je bide vratena koga je dospeo hartijata od vrednost so fiksni prinos. Cene na ovie hartii od vrednost so isklucok na kratkorocne hartii od vrednost t.e menicite (koi se iskazuju vrz baza na diskont), vo osnova, se iskazuju preku seganata vrednost na glavninatu, koja samo vo momentot na emitiraweto odnosno na primarniot pazar iznesuva 100 (sto predstavuva 100 % od momentalnatu vrednost), dodeka pak seganata vrednost na sekundarniot pazar moze da bide pod, ili nad 100 vo zavisnost od momentalnoto dvirovanje na kamatnite stapki. Kako sto e veje prethodno napomenato, sekoja obvrznica ima del koji predstavuva nominalnatu vrednost i del na koji se naojku kuponite. Vo posledno vreme se pojavija i eden vid novi obvrznici koi nemaat kuponi, odnosno obvrznici bez kuponi (zero-coupon bond) koi imaat povegedi en rok na dostasuvawe. Kamatata na ovie obvrznici bez kuponi ne se isplaja sekoja godina, tuku ova obvrznica se prodava po diskont, a na krajot od periodot na dostasuvawe se isplaja nominalnatu vrednost na obvrznicatu. Priinatu za koristeweto na vakviot tip na obvrznici le i vo toa da se namalat trokoci koi se pravat sekoja godina okolu isplata na kamatata, dodeka za investitorot pogodnostu e vo toa sto neisplawe na kamatata sekoja godina ne se podle i na odanovawe na prinosite. (edinstveno moe da se vr i odanovawe na kapitalnitu dobivka).

Cenat na hartite od vrednost pri momentot na emitirawe i podocna vo tekot na postoweto e determinirana od dejstvoto na slednite faktori:

- politickata stabilnost na emitentot, vo ovoj sluaj zemjata (kreditni rejting);
- dvirovanje na tekovnite kamatni stapki;
- vreme na zaemot.

Na pazarot kako emitenti na hartii od vrednost se javuju razlicni zemji, zatoa treba da se ima predvid koja drava se javuva kako emitent. Sposobnostu na zemjata navremeno da gi otplatuva svoje obvrski koi dopspevuja predstavuva kreditnata sposobnost na zemjata. Sekoja zemja koja ima poviesoka kreditna sposobnost, kako posledica na toa poseduva poviesok kreditni rejting. Sekoj subjekt koji ima ponizok kreditni rejting, sto zna i deka e emitent so ponizok kreditni rejting, na pazarot moe da dobie samo poniska cenu na svoje hartii od vrednost. Toa zna i deka toj emitent mora da plati poviesoka kamata. Investiraweto vo ovoj vid na hartii od vrednost moe da nosi golem

rizik, koj e prepoznatljiv preku pogolema kamatna stapka koja se pla}a, odnosno preku pogolema mo`nost za ostvaruvawe povisok prinos.

So tekot na vremeto se pojavila potreba od specijalizirani agencii, za odreduvawe na rejtingot na sekoja emisija, odnosno se opredeluva stepenot na sigurnosta na investiciite vo vakvata emisija, preku odreduvawe na kreditnata sposobnost na emitentot. Spored ovie agencii, sekoja emisija e klasificirana vo odredena grupa. Najpoznati agencii se IBCA, Standard & Poor's i Moody's.

Vo osnova, site emisii se rangirani vo slednive kategorii:

Standard & Poor's	zna~ewe	Moody's	zna~ewe
AAA	Najvisok Kvalitet	AAA	Najdobar Kvalitet
AA	Visok Rejting	Aa	Visok Kvalitet
A	Goren Minimalen Rejting	A	Povisok Sreden Rejting
BBB	Prose~en Rejting	Baa	Prose~en Rejting
BB	Nizok prose~en Rejting	Ba	Poseduva {pekulativni elementi
B	[pekulativna	B	Ne poseduva karakteristiki na po`elna investicija
CCC-CC	Beuslovna {pekulacija	Caa	Vo lo{a sostojba, mo`ebi ne e vo sostojba da se isplati
C	Rezervirano za obvrznici so visok prinos	Ca	So visok stepen na {pekulacija, ~esto ne mo`e da se naplati
D	Ne e vo sostojba da se isplati	C	Najnizok Rejting

Sekoja obvrznica rangirana pod BBB se smeta za nesigurna investicija so krajno {pekulativen karakter i koja najverojatno nosi golem investicionen rizik, me|utoa po pravilo ovoj rizik e sleden so mo`nost za golem prinos.

Kako {to be{e definirano, cenata na hartijata od vrednost so fiksen prinos pretstavuva zbir na diskontirane idni prilivi vrz osnova na kamati kako i diskontirana vrednost na vlo`enata suma koja }e bide vrataena koga hartijata od vrednost so fiksen prinos }e dospee, kako faktor za diskontirawe se zema tekovната kamatna stapka. Toa zna~i deka kolku {to e kamatnata stapka poniska, tolku e i diskontirana vrednost na hartijata povisoka. I obratno, kolku {to e kamatnata stapka povisoka, tolku e i diskontirana vrednost poniska, so toa i cenata na hartijata od vrednost so fiksen prinos, taka {to mo`e da se zaklu~i deka so promenata na kamatnata stapka doa|a i do promena

na cenata na hartijata. So zgolemuwawe na kamatnite stapki doa|a do namaluvawe na cenata na hartijata od vrednost i obratno, so namaluvawe na kamatnata stapka doa|a do zgolemuwawe na cenata na hartijata od vrednost so fiksen prinos.

Cenata na hartiite od vrednost so fiksen prinos, isto taka, zavisi i od dol`inata na periodot za koja se emitirani tie. Cenata na dolgoro~nite vrednost, po pravilo, e poniska od cenata na kratkoro~ni hartii od vrednost. Vakviot odnos na cenite najmnogu e determiniran od visinata na kamatnite stapki za razli~ni periodi. Imeno, poradi golemata neizvesnost i nemo`nosta da se predvidi idnoto pove}egodi{no dvi`ewe na kamatnite stapki, kamatnite stapki za pove}egodi{en period se, po pravilo, povisoki, od kratkoro~nite kamatni stapki. Ova avtomatski se odrazuva vrz cenite na hartiite od vrednost so fiksen prinos.

Dvi`eweto na cenite na hartiite od vrednost so fiksen prinos mo`e da se ilustrira so analizata na vremenskata serija na dvi`eweto na cenite na hartiite od vrednost koi gi izdava Ministerstvoto za finansii na SAD. Na slednava tabela se prika`ani prinosite od investirawe vo kratkoro~ni i dolgoro~ni hartii od vrednost so fiksen prinos izdavani od strana na Ministerstvoto za Finansii na SAD i toa vo nominalni kamatni stapki vo vremenska serija koja po~nuva od 1926 godina, pa ↗ do 1995 godina, dvi`eweto na inflacijata iska`ano preku dvi`eweto na cenite na malo vo SAD i kamatnite stapki na 3 mese~ni L I B O R dolarski depoziti.¹

Tabela 1

Realizirani prinosi po oddelni instrumenti sporedeni so stapkata na inflacija vo SAD vo periodot od 1926 godina do 1995 godina

¹ Kamatnite stapki za L I B O R depoziti se prika`ani vo vremenska serija koja zapo~nuva od 1980 godina, poradi nemo`nost da se dojde do podatoci za dvi`eweto na L I B O R kamatnite stapki vo godinite koi prethodat na 1980 godina.

god.	D.H. od V.	K.H. od V.	Infl.	3M
1926	7,77%	3,27%	-1,49%	-
1927	8,93%	3,12%	-2,08%	-
1928	0,10%	3,24%	0,97%	-
1929	3,42%	4,75%	0,19%	-
1930	4,66%	2,41%	-6,03%	-
1931	-5,31%	1,07%	-9,52%	-
1932	16,84%	0,96%	10,30%	-
1933	-0,08%	0,30%	0,51%	-
1934	10,02%	0,16%	2,03%	-
1935	4,98%	0,17%	2,99%	-
1936	7,51%	0,18%	1,21%	-
1937	0,23%	0,31%	3,10%	-
1938	5,53%	-0,02%	-2,78%	-
1939	5,94%	0,02%	-0,48%	-
1940	6,09%	0,00%	0,96%	-
1941	0,93%	0,06%	9,72%	-
1942	3,22%	0,27%	9,29%	-
1943	2,08%	0,35%	3,16%	-
1944	2,81%	0,33%	2,11%	-
1945	10,73%	0,33%	2,25%	-
1946	-0,10%	0,35%	18,17%	-
1947	-2,63%	0,50%	9,01%	-
1948	3,40%	0,81%	2,71%	-
1949	6,45%	1,10%	-1,80%	-
1950	0,06%	1,20%	5,79%	-
1951	-3,94%	1,49%	5,87%	-
1952	1,16%	1,66%	0,88%	-
1953	3,63%	1,82%	0,63%	-
1954	7,19%	0,86%	-0,50%	-
1955	-1,30%	1,57%	0,37%	-
1956	-5,59%	2,46%	2,86%	-
1957	7,45%	3,14%	3,02%	-
1958	-6,10%	1,54%	1,76%	-
1959	-2,26%	2,95%	1,50%	-
1960	13,78%	2,66%	1,48%	-

god.	D.H. od V.	K.H. od V.	Infl.	3M
1961	0,97%	2,13%	0,67%	-
1962	6,89%	2,73%	1,22%	-
1963	1,21%	3,12%	1,65%	-
1964	3,51%	3,54%	1,19%	-
1965	0,71%	3,93%	1,92%	-
1966	3,65%	4,76%	3,35%	-
1967	-9,19%	4,21%	3,04%	-
1968	-0,26%	5,21%	4,72%	-
1969	-5,08%	6,58%	6,11%	-
1970	12,10%	6,53%	5,49%	-
1971	13,23%	4,39%	3,36%	-
1972	5,68%	3,84%	3,41%	-
1973	-1,11%	6,93%	8,80%	-
1974	4,35%	8,00%	12,20%	-
1975	9,19%	5,80%	7,01%	-
1976	16,75%	5,08%	4,81%	-
1977	-0,67%	5,12%	6,77%	-
1978	-1,16%	7,18%	9,03%	-
1979	-1,22%	10,38%	13,31%	-
1980	-3,95%	11,24%	12,40%	14,19%
1981	1,85%	14,71%	8,94%	16,87%
1982	40,35%	10,54%	3,87%	13,29%
1983	0,68%	8,80%	3,80%	9,72%
1984	15,43%	9,85%	3,95%	10,94%
1985	30,97%	7,72%	3,77%	8,40%
1986	24,44%	6,16%	1,13%	6,86%
1987	-2,69%	5,47%	4,41%	7,18%
1988	9,67%	6,35%	4,42%	7,98%
1989	18,11%	8,37%	4,65%	9,28%
1990	6,18%	7,81%	6,11%	8,31%
1991	19,30%	5,60%	3,06%	5,99%
1992	8,05%	3,51%	2,90%	3,86%
1993	18,24%	2,90%	2,75%	3,29%
1994	-1,63%	4,10%	2,60%	4,74%
1995	15,82%	5,35%	2,80%	0,00%

5. Pazaren rizik

Pod pazaren rizik, se podrazbira rizikot od fluktuacija na cenite na hartijate od vrednost so fiksen prinos. Kako to be definirano, cenata na hartijata od vrednost so fiksen prinos pretstavuva zbir na diskontiranite idni prilivi vrz osnova na kamati, kako i diskontiranata vrednost na vlo`enata suma koja je bide vraten a koga hartijata od vrednost so fiksen prinos je dospee, pri to kako faktor za diskontirawe se zema tekovната kamatna stapka koja vo toj moment preovladuva na pazarot. Toa ja pravi cenata na hartijata od vrednost podlo`na na vlijanija na promenite na kamatната stapka, pri to vakvoto vlijanie na kamatната stapka e vo negativna korelacija so dvi`eweto na cenata na hartijata od vrednost. Ova mo`e direktno da se vidi i od formulata koja ja iska`uva cenata na hartijata od vrednost so fiksen prinos. Negativната korelacija se dol`i na mo`nosta za reinvestirawe i na mo`nosta na substitucija na takvata hartija od vrednost so druga hartija od vrednost koja po kvalitet i vide identi~na na prvata, me|utoa so razli~na kamatna stapka. Imeno, novite povisoki

kamatni stapki, vo sporedba so prethodnite kamatni stapki davaat podobri mo`nosti za reinvestirawe i poviški prinosi. Po pravilo (osven vo isključitelni slučai koga stanuva zbor za hartii od vrednost so varijabilni kamatni stapki-floating rate fixed income securities), kamatnata stapka kaj hartijata od vrednost so fiksen prinos e fiksna i nepromenliva, što znači deka nominalniot prinos na ovaa hartija po osnova na kuponite e fiksen i nepromenliv. Ova znači deka i so promena na pazarnite kamatni stapki, prinosot na hartijata od vrednost so fiksen prinos vrz osnova na kuponite e postojan. Međutoa, poradi mo`nosta za substitucija, postoji golema verovatnost ovaa hartija od vrednost da bide neatraktivna poradi poniskata kamatna stapka koja ja ima taa, odnosno, deka ovaa hartija od vrednost je se prodade i je se kupi nova, ili da se supstituiraa so nova hartija od vrednost so poviška kamatna stapka. I obratno, vo slučaj na namaluvawe na kamatnite stapki, poradi povišokite kamatni stapki na postarite hartii od vrednost, tie da se poatraktivni otkolku novoizdadenite.

Zaradi eliminarawe na vakvite nepravilnosti, a so cel site hartii od vrednost so fiksen prinos koi poseduvaat ist kvalitet, pri različni kamatni stapki da nosat ednakov prinos, se vrši prilagoduвање vo cenite na vakvite hartii od vrednost. Odnosno, so promenite na cenite na hartiiite od vrednost so fiksen prinos, koi se so ist kvalitet, no so različni kamatni stapki, se ostvaruva vakvite hartii od vrednost da nosat identičen prinos. Vakvoto prilagoduвање na cenite se vrši na toj način preku zgolemuвање na kamatnite stapki, cenite na veќе izdadenite hartii od vrednost so fiksen prinos opašaat i obratno, so namaluvawe na kamatnite stapki, cenite na ovie hartii od vrednost se zgolemuvaat. Isto taka, mo`e da se ka`e deka kaj dolgoročnite hartii od vrednost, kaj koi kamatnite stapki vo najgolem broj slučai se poviški i postoji golem broj na periodi za diskontirawe, prisutni se pogolemi prilagoduვawa na cenite, odnosno kaj niv vakvite fluktuacii na cenite se pogolemi. Ova avtomatski podrazbira deka pazarniot rizik kaj dolgoročnite hartii od vrednost e pogolem koga se sporeduva so kratkoročnite hartii od vrednost so fiksen prinos. Međutoa, ovoj rizik, od druga strana, nosi i mo`nost za pogolem prinos.

Od Tabela 1 mo`e da se vidi deka stapkata na prinos² za kratkoročni hartii od vrednost po poodelni godini e pomala od stapkata na prinos na dolgoročnite hartii od vrednost. Ova proizleguva od faktot što rizikot od fluktuacija na cenite kaj dolgoročnite hartii od vrednost e mnogu pogolem, pred sè, kako posledica na neizvesnosta na idnite dvi`ewa na kamatnite stapki³-rizikot.

² Stapkata na prinos pretstavuva zbir na prinosot koj edna hartija od vrednost go nosi vrz baza na kamatata i kapitalnata dobivka (dobivkata koja proizleguva od dvi`eweto na cenite na ovie hartii od vrednost-razlikata među cenata po koja e kupena i cenata po koja e prodadena ovaa hartija od vrednost na sekundarniot pazar) vo odnos na cenata po koja e kupena ovaa hartija od vrednost

³ Cenite na hartiiite od vrednost so fiksen prinos se vo negativna korelacija so dvi`eweto na kamatnite stapki

Ova mo`e da se potvrdi od Tabela 2, kade {to rizikot od oscilacii na cenite na obvrznicite se meri preku standardna devijacija<sup>4</sup> na dvi`eweto na cenite. Mo`e da se zaklu~i deka rizikot od fluktuacija (oscilacii) na cenite e navistina pogolem dokolku se vlo`uva vo dolgoro~ni hartii od vrednost i toa pravoproporcionalno. Rizikot e pravoproporcionalen na ro~nosta na hartii te od vrednost so fiksen prinos.

Tabela 2

Komparacija na prinosite i stepenot na rizi~nost na poodelni instrumenti i stapkata na inf laci ja vo SAD

Serija	Prose~en Prinos	Standardna Devijacija
Kr. H. od V.	3,70%	3,30%
D. H. od V.	5,40%	8,70%
Inf laci ja	3,20%	4,60%
3M LIBOR /*	8,18%	3,84%

*/ Standardna devijacija za LIBOR stapkite e presmetana za period od 1980 godina do 1994 godina i ne treba da se zema pri sporeduvaweto, na tabelata e dadena samo kako za ilustracija.

So ova opasnosta od namaluvawe na vlo`enata vrednost e mnogu pogolema kaj dolgoro~nite hartii od vrednost, bidej}i i fluktuaciite na cenite na ovie hartii se mnogu pogolemi, no vo isto vreme raste i mo`nosta za pogolem prinos.

Isto taka, od Tabela 1 mo`e da se vidi deka prinosot i kaj kratkoro~nite i kaj dolgoro~nite hartii od vrednost po poodelni godini varira i e vo golema mera zavisen od fazata na ekonomskiot ciklus vo koja se nao|a stopanstvoto na SAD vo soodvetnata godina.

Bidej}i postojat raspolo`livi podatoci za LIBOR od 1980 godina, pa se do 1994 godina, potrebno e oddelno na posebna tabela da se napravi komparacija na prinosite i rizicite so koi se karakteriziraat odredeni instrumenti.

Tabela 3

Realizirani prinosi po oddelni instrumenti sporedeni so stapkata na inf laci ja vo SAD vo periodot od 1980 godina do 1995 godina

⁴ Standardna devijacija e statisti~ka veli~ina koja go meri prose~ното otstupuvawe na slu~ajnite vrednosti (vo ovoj slu~aj cenite na hartii te od vrednost po godini) od srednata vrednost na site ceni (sredna golemina) koja se smeta za idna o~ekuvana cena

Godina	Dol. h. od v.	Kr. h. od v.	Inflacija	3 M LIBOR
1980	-3,95%	11,24%	12,40%	14,19%
1981	1,85%	14,71%	8,94%	16,87%
1982	40,35%	10,54%	3,87%	13,29%
1983	0,68%	8,80%	3,80%	9,72%
1984	15,43%	9,85%	3,95%	10,94%
1985	30,97%	7,72%	3,77%	8,40%
1986	24,44%	6,16%	1,13%	6,86%
1987	-2,69%	5,47%	4,41%	7,18%
1988	9,67%	6,35%	4,42%	7,98%
1989	18,11%	8,37%	4,65%	9,28%
1990	6,18%	7,81%	6,11%	8,31%
1991	19,30%	5,60%	3,06%	5,99%
1992	8,05%	3,51%	2,90%	3,86%
1993	18,24%	2,90%	2,75%	3,29%
1994	-1,63%	4,10%	2,60%	4,74%
1995	15,82%	5,35%	2,80%	0,00%

Na Tabela 4 se prikazani presmetani prosečni prinosi na oddelne instrumente i rizici vrz baza na Tabela 3.

Tabela broj 4

Komparacija na prinosite i stepenot na rizičnost na poodelni instrumenti i stapkata na inflacija vo SAD

za period od 80-94

Seriya	Prosečen Prinos	Standardna Devijacija
D. H. od V.	12,55%	12,68%
K. H. od V.	7,41%	2,48%
Inflacija	4,47%	2,73%
3M LIBOR	8,18%	3,84%

Za vremenska serija od 1990 godina, pa se do krajot na 1994 godina nabquduvano vo vremenski horizont od 5 godini, 3 godini i 1 godina se zabeležani slednive performansi.

Tabela 5

Prinosi na godi {no nivo na hartii te od vrednost na Ministerstvoto za finansii na SAD

za period od 1990 godina do 1994 godina

Vid na Investicija	Prinos vo celiot period	Prinos vo poslednite tri	Prinos vo poslednata godina
3M LIBOR	5,11%	4,08%	5,43%
D. hartii od Vredn.	7,18%	5,16%	4,46%

Koga dvišeweto na cenite na hartii te od vrednost so fiksni prinos se nabquduva vo podolg vremenski horizont, može da se dojde do zaklučok deka se ostvaruvaat prinosi koji se povisoki, me|utoa i rizikot od fluktuacija (namaluvawe, ili zgolemuwawe) na vloženata vrednost e mnogu pogolem, bidej|i neizvesnosta okolu idnoto dvišewe na kamatnite

stapki¹⁸ e dosta golema. Performansite koi se ostvareni so investiraweto vo dolgoro~nite hartii od vrednost so fiksen prinos, se iska`ani vrz baza na toa kolku bile kapitalnite dobivki vo cenite na hartiiite od vrednost i kolkav bil kamatniot prinos na tie hartii od vrednost. Me|utoa, dokolku se gleda dvi`eweto na cenite za sekoja godina pooddelno, toga{ mo`e da se zabele`i deka od godina vo godina stapkite na prinos variraat vo golema mera. Vo neкои godini duri i se zabele`ani i negativni vrednosti, koga fakti~ki nitu vlo`enata suma ne uspeala da bide vratena. Vakvite prinosi se determinirani, pred sè, od rizikot od dvi`eweto na kamatnite stapki vo SAD.

Me|utoa, od izlo`enoto mo`e da se izvede zaklu~ok deka investiraweto vo kratkoro~ni hartii od vrednost e so najniska standardna devijacija, odnosno se karakterizira so najmal rizik, no od druga strana pak, nosi najmal prinos od investiraweto. Dodeka, pak, investiraweto od dolgoro~ni hartii od vrednost se karakterizira so najvisoka standardna devijacija, odnosno nosi visok rizik. No, tuka, sepak, i prinosot e povišok, i toa vo zavisnost vo koj vremenski period se nabquduva.

6. Poramnuvawe na transakciiite svrzani so trgovaweto so hartiiite od vrednost so fiksen prinos

Pri vakvoto trgovawe, potrebno e da se ima predvid faktot deka se raboti za hartii od vrednost, koi se mnogu likvidni i se ~esto predmet na kupoproda`ba na pazarot, odnosno mnogu ~esto gi menuvaat sopstvenicite (changing hands). Toa ~esto se slu~uva i vo mnogu slu~ai i na me|unarodniot pazar, kade {to procesot na me|usebnoto poramnuvawe se vr{i preku specijalizirani institucii koi vr{at istovremeno poramnuvawe (principot na isporaka sprema pla}awe delivery versus payments) pome|u u~esnicite. Vo Evropa najpoznati institucii se Euroclear i CEDEL.

7. Hartii od vrednost so fiksen prinos koi gi emitiraat multilateralnite finansiski institucii

Osven dr`avite kako emitenti na hartii od vrednost so fiksen prinos mo`at da se javat i multinacionalnite finansiski institucii kako {to se, na primer Svetskata Banka, Evropskata Investiciona banka, Aziskata investiciona banka, EUROFIMA i drugi. Obi~no ovie institucii emitiraat dolgoro~ni hartii od vrednost, naj~esto obvrznici poznati kako Supranational Bonds, so koi tie gi refinansiraat sredstvata koi gi odobrile vo vid na dolgoro~ni krediti za finansirawe na proekti. Hartiiite od vrednost na ovie institucii imaat krediten rejting od AAA.

8. Tehniki na trgovawe so hartiiite od vrednost so fiksen prinos

¹⁸ Bidej{i kamatnata stapka e vo obratna proporcionalnost so cenata na hartijata od vrednost so fiksen prinos

Sekoje aktiven u~esnik na pazaron za hartii od vrednost so fiksen prinos, vo osnova koristi dve tehniki na trgovawe:

- Aktivnata tehnika na upravuvawe so investiraweto nastojuva da gi maksimizira prinosite vrz baza na dvi`ewata na cenite na hartiiite od vrednost. Ovaa strategija vkladuva i razli~ni analizi na dvi`ewa na cenite na hartiiite od vrednost, kamatnite stapki i toa kako na makro nivo, taka i na nivo na sektori. Toa e tehnika na koristewe na momentalnata sostojba na pazaron i pretpostavenoto idno dvi`ewe na cenite i da se kupuvaat hartii od vrednost koga tie se najeftini, a da se prodavaat koga tie je postignat povisoki ceni i na toj na~in se ostvaruva dobivka po pat na realizirana razlika vo vo cenite.

- Pri pasivnata tehnika na upravuvawe so investiraweto pazarnite ceni se smetaat kako realni ceni. Pasivnoto upravuvawe ja iskoristuva mo`nosta koja dava odnosot pome|u rizikot i prinosot i vrz baza na taka vospostaven odnos se ostvaruva prinos so ~ekawe s~dodeka taa hartija od vrednost ne dospee. So ovaa strategija se izbegnuva anga`irawe na analiza na dvi`ewata na cenite na hartiiite od vrednost. Poseben del od ovaa strategija e t.n. imunizirawe, odnosno strategija so koja se sozdava neto vrednost vrz koja ne vlijaat nikakvi dvi`ewa na kamatnite stapki. Toa e tehnika na ostvaruvawe na povisok prinos, odnosno tehnika so koja se ovozmo`uva da se investira vo hartii od vrednost koi nosat pogolem prinos, i toa preku nivno ~uvawe do krajot na nivnoto dostasuvawe, kako i da se postigne vremensko i valutno usoglasuvawe na plasmanite so izvorite na sredstvata.

II. HARTII OD VREDNOST SO FIKSEN PRINOS IZDADENI OD ODDELNI ZEMJI

Vo naredniot del od tekstot je dademe po{irok osvrt na hartiiite od vrednost so fiksen prinos koi gi emitiraat vladite na SAD i Germanija.

1. Hartii od vrednost so fiksen prinos koi gi emitira Ministerstvoto za finansii na SAD, ili garantira Vladata na SAD

Vladata na SAD emitira nekolku tipovi na pazarni, kako i nepazarni hartii od vrednost so fiksen prinos. Vo pazarnite hartii od vrednost spa|aat menici (bills), potvrdr(notes) i obvrznici(bonds), dodeka nepazarnite hartii od vrednost se sostojat vo osnova od {tedni obvrznici koi se prodavaat na gra|anite na SAD i specijalni emisii koi se prodavaat na stranski i me|unarodni monetarni vlasti. Sekundarniot pazar za ovie pazarni hartii od vrednost e najaktivniot pazar na dolgovi

na svetot. Prosečniot dneven promet iznesuva okolu 100 milijardi SAD dolari.

1.1. Menici na Ministerstvoto za finansii (United States Treasury Bills)

Ovie hartii od vrednost se vo knigovodstvena forma, so originalni rokovi na dostasuvawe od 13 nedeli, 26 nedeli i 52 nedeli (isto taka poznati kako 3 mesečni, 6 mesečni i 12 mesečni, ili 1 godi {ni menici). Menicite se izdavaat po konkurentska i po nekonkurentska baza i se izdavaat i trguvaat vrz baza na diskont, a ne vrz nominalna vrednost. Bidej{i ovie hartii od vrednost se kratkoročni instrumenti koi dostasuvaat sekoja nedela, i kako takvi se obligacii na Vladata na SAD, sekoga { postoji pazar za niv. I zatoa stranskite monetarni vlasti gi smetaat kako pogodan instrument za investirawe na nivnite sredstva. Menicite so tri i {estmesečna dospaanost se prodavaat na nedelni aukcii, dodeka ednogodi {nite menici se prodavaat sekoj ~etiri nedeli. Tie se emitiraat so nominalna vrednost od 5.000,00 SAD Dolari, no so minimalen iznos na kupuvawe od 10.000,00 SAD Dolari.

Normalna prakтика na pazarot e, tie transakcii da se izvr {uvaat vo iznosi ne pomali od 100.000,00 SAD Dolari. Ovие hartii od vrednost mo`at da se kupat, ili kako nova emisija na redovната nedelna aukcija na Ministerstvoto na SAD, ili pak na aktivniот sekundaren pazar.

1.2. Potvrди i Obvrznici na Ministerstvoto za finansii (United States Treasury Notes and Bonds)

Potvrdite (US Treasury Notes) i obvrznicite (US Treasury Bonds) na Ministerstvoto na finansii se instrument so fiksna kamatna stapka, so sredoročno, ili dolgoročno dostasuvawe, a interesot se plaжа polugodi {no. Tie se izdavaat vo knigovodstvena forma. Ovие hartii od vrednost se obvrсka na Vladata na SAD i imaат aktiven sekundaren pazar. Glavno, ovie hartii od vrednost se kupuvaat od stranski monetarni vlasti kako sredstvo za da se podobri stapkata na prinos na nivnite portfolija, a istovremeno da poseduvaat likvidni sredstva vo dovolna golemina za da gi zadovolat svoje sezonski potrebi. Ovие hartii od vrednost se smetaat kako sredstva na sekundarna rezerva, koi mo`at da bidat iskoristeni za da zadovolat ciklični neoeкуvan odliv na sredstva, imaj{i go predvid faktot na postoeweto na pazar na koj tie vedna { bi se prodale. I potvrdite (notes) i obvrznicite (bonds) se emitiraat preku aukcija, koja mo`e da bide so konkurentski i nekonkurentski ponudi.

Potvrdite (Notes) imaат rok na dostasuvawe od dve, pa sè do deset godini. Aukciите na Ministerstvoto za finansii za sekoja nova emisija na dvogodi {ni potvrди se odr`uva sekoj mesec, a za ~etirigodi {nite potvrди pri krajot na sekoj kalendarski kvartal. Vo posledno vreme Ministerstvoto za finansii za svoje refinansirawe na krajot od

februari, maj, avgust i noemvri obi~no gi vklju~uva vo isto vreme emisiite na trigodi{ni potvrdi (3 Years Notes), srednoro~ni desetgodi{ni potvrdi (10 Years Notes) kako i dolgogodi{ni obvrznici so rok na dostasuvawe od 30 godini (30 Years Bonds). Vo posledno vreme, Ministerstvoto za finansii na SAD nastojuva od site vidovi na hartii od vrednost koi gi emitira, desetgodi{nite i triesetgodi{nite hartii od vrednost da preovladuvaat pri vkupnata emisija na hartii od vrednost.

Izvestuvaweto za slednata aukcija obi~no se objavljuje edna nedela porano, no isporakata i pla}aweto se odvivaat od edna do dve nedeli od datumot na aukcijata.

Obvrznicite na Ministerstvoto za finansii (US Treasury Bonds) imaat rok na dostasuvawe nad 10 godini od denot na izdavaweto. Vo posledno vreme, obvrznicite so rok na dostasuvawe od 30 godini regularno se nudat kvartalno.

Takanare~eniot STRIP (STRIP-Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities) posebno trguvawe so registriraniot kamata i glavnina na hartii od vrednost, ovozmo`uva investitorite da imaat knjigovodstvena smetka za hartii od vrednost kaj Federalnite Rezervi, pri {to hartii od vrednost mo`at da bidat podeleni na nivnite sostavni delovi t.e. kamatata i glavninata. Koga ovie delovi se razdeleni, sekoj od niv e indentifikuvan so poseben broj. So sekoj del se trguva posebno i toa vrz diskontna baza na sekundarniot pazar, kako instrument koj ne soдр`i kupon. Ispla}aweto na sekoj sostaven del e direktna obvrzka na Vladata na SAD.

1.3. Hartii od vrednost na Ministerstvoto za Finansii na SAD za {titeni od inflacija (Treasury Inflation Protected Securities-TIPS)

Vo po~etokot na 1997 godina, Ministerstvoto za Finansii na SAD, vovede nov vid na dolgoro~ni hartii od vrednost so fiksen prinos, t.n. Hartii od vrednost na Ministerstvoto za Finansii na SAD za {titeni od inflacija (Treasury Inflation Protected Securities-TIPS). Ovie hartii od vrednost so fiksen prinos pretstavuvaat eden vid hartii od vrednost so promenлива kamatna stapka povrzani so određen indeks- index linked securities. Kamatata na ovie hartii od vrednost se odreduva na sledniot na~in. Po pat na aukcija se utvrduva marginata, odnosno premijata koja se dodava na referentniot indeks, vo ovoj slu~aj toa e indeksot na cenite na malo (consumer prices index). Zbirot od marginata, odnosno premijata i indeksot na cenite na malo go pretstavuvaat vkupniot nominalen prinos koj go nosi ovaa hartija od vrednost. Ministerstvoto za finansii na SAD, vo po~etokot emitira {e vakvi hartii od vrednost so rok na dostasuvawe od 10 godini. Me|utoa, poradi neo~ekuvano golemiot interes za ovie hartii od vrednost i povolnite rezultati koi gi ostvariya (vo smisla na namaluvawe na vrednosta na

kuponot na ovie hartii od vrednost, koj pretstavuva stvaren tro{ok za emitentot), vo po{etokot na 1998 godina zapo{na so emitirawe na vakvi hartii od vrednost so period na dostasuvawe od 30 godini. Se emitiraat vo knjigovodstvena forma.

1.4. Hartii od vrednost so fiksen prinos emitirani od agencii, osnovani i garantirani od strana na Federalnata Vlada na SAD

Osven gore nevedenite hartii od vrednost so fiksen prinos, postojat i drugi hartii od vrednost, a toa se t.n. hartii od vrednost na agenciite koi se osnovani od strana na federalnite vlasti na SAD. Ovie hartii od vrednost se smetaat za instrumenti so najvisok kvalitet (rejting) od AAA na finansiskiot pazar vo SAD. So niv se trguva i vo dosta golemi koli{estva, iako ovoj pazar ne e aktiven vo ista mera kako pazarot za hartii od vrednost na Ministerstvoto za finansii.

Ovie hartii od vrednost gi vku{uvaat obvrskite na Federalnata banka za kreditirawe na farmite (Federal Farm Credit Banks-FFCB), Federalnite banki za davawe krediti na doma}instvata (Federal Home Loans Banks-FHLB) Federalnata nacionalna asocijacija na hipoteke (Federal National Mortgage Association-FNMA), Federalnata korporacija za izdavawe hipotekarni krediti na doma}instvata (Federal Home Loan Association-FHLMC) i Asocijacija za davawe krediti na studentite (Student Loan Marketing Association-SLMA).

Iako hartiite od vrednost na ovie agencii obi{no nosat pogolem prinos otkolku vladinite hartii od vrednost, nivnata razlika, sepa, zavisi od pazarnite uslovi. Ovie hartii od vrednost, isto taka, vo kotiraweto imaat pogolema razlika pome|u kupovната i prodana cena vo sporedba so obvrznici i potvrdi emitirani od strana na Ministerstvoto za finansii na SAD. Rokovite na dostasuvawe obi{no se od 1 nedela, pa s{ do 180 dena za hartii emitirani na diskont. Emisiite so kupon se so najrazli{ni rokovi, dodeka pak, hartiite od vrednost koi se garantirani so hipoteka (nepodvi{en imot) imaat po{eten rok na dostasuvawe od 30 godini. Plasiraweto na novi emisii obi{no se pravi preku posrednici nare{eni prodani agenti.

2. Hartii od vrednost so fiksen prinos koi gi emitira, ili garantira vladata na Germanija

Germanската federalna vlada poradi finansirawe na svoite potrebi izdava pove{e tipovi na kratkoro{ni i dolgoro{ni hartii od vrednost so fiksen prinos. Emitiraweto na ovie hartii od vrednost se vr{i preku konzorcium na banki, ili pak se vr{i preku tender.

2.1. Menici za finansirawe i diskontni menici na Ministerstvoto za finansii (Finanzierungsschatze und Unverzinsliche Schatzanweisungen- U Schatze)

Menici za finansirawe i diskontni menici na Ministerstvoto za finansii se hartii od vrednost so koi se trguva na kratkoro~niot pazar na pari. Imaat rok na dostasuvawe najmnogu do 2 godini. Od 1991 godina se prodavaat i na stranski investitori i najmal iznos na koi mo`at da glasat e 100.000,00 germanski marki. Se prodavaat vrz baza na diskont i na krajot na rokot na dostasuvawe se ispla}a nominalnata vrednost.

2.2.Potvrdi na Ministerstvoto za finansii (Kassenobligationen/Schatzanweisungen)

Potvrdite na Ministerstvoto za finansii pretstavuvaat srednoro~ni hartii od vrednost so rok na dostasuvawe najmnogu do 4 godini. Se prodavaat vrz baza na nominalna vrednost i se so kuponi koi imaat fiksna kamatna stapka. Se izdavaat vo nominalna vrednost od 5.000,00 germanski marki. Germanskata Vlada naj~esto gi koristi ovie hartii od vrednost za finansirawe na svoite potrebi. Se emitiraat po pat na tenderi i toa na sekoj tri meseci. Najniska vrednost so koja se trguva e 1.000.000,00 germanski marki. Prose~na vrednost na sekoj tender e me|u 5 i 6 milijardi germanski marki. Se izdavaat vo knjigovodstvena forma. Ovie hartii od vrednost se nameneti voglavno za institucionalni investitori, a toa naj~esto se osiguritelnite kompanii i bankite.

2.3.Sojuzni obvrznici (Bundesobligationen-Bobls)

Sojuznite obvrznici se obligacija-obvrznici na federalnata vlada koi imaat rok na dostasuvawe od 5 godini. Pretstavuvaat vtoro po va`nost sredstvo so koi se finansiraat potrebite na federalnata vlada. Tie imaat fiksna nominalna kamatna stapka. Postojat samo vo smetkovodstvena forma, no se evidentirani vo Federalniot registar na dolgovi. Vo posledno vreme se emitiraat preku tender i toa na konkurentnska baza. Najmal nominalen iznos na koi glasat e 100 germanski marki, a minimalen iznos so koi se trguva iznesuva 1.000.000,00 germanski marki.

2.4.Sojuzni obvrznici (Bundesanleihen-Bunds)

Sojuznite obvrznici pretstavuvaat obvrznici na federalnata vlada koi imaat rok na dostasuvawe od 10 godini, se izdavaat vo forma na klasi~ni obvrznici so kamata koj se pla}a godi{no. Kako i sojuznite obvrznici- Bobls se izdavaat vo smetkovodstvena forma. Cenata na obvrznicata se odreduva spored tekovnite pazarni uslovi. Isto taka, i ovoj vid na hartija od vrednost e zapi{ana vo federalniot registar na dolgovi. Minimalen iznos so koj se trguva e 1.000,00 germanski marki. Samata emisija na ovie hartii od vrednost se vr{i preku metodot na plasirawe na emisijata na investitorite. Za taa cel e formiran t.n. sojuzen sindikat za obvrznici sostaven od delovni banki vo Germanija, i

plasiraweto na emisijata se izvr{uva preku delovnite banki ~lenovi na ovoj sindikat. Me|utoa, vo 1990 godina poradi pobrza distribucija i pomali tro{oci, vakviot tradicionalen na~in na emisija zapo~na da se kombinira i so tenderi. Se izdavaat vo forma na donositel i minimalen nominalen iznos na koj glasat e 100 germanski marki.

Osven ovie hartii od vrednost koi gi izdava Federalnata vlada, postojat i isti hartii od vrednost, no koi se emitirani od javni pretprijatija sopstvenost na Federalnata dr`ava, ili Federalnite pokraini. Isto taka i Federalnite pokraini kako i op{tinite emitiraat hartii od vrednost so fiksni prinosi. Karakteristi~no za Germanija e toa {to ovie hartii od vrednost imaat rejting ist kako i hartiiite od vrednost na Federalnata vlada.

Bundesbankata se gri`i okolu izdavaweto, emisijata i sozdavaweto na sekundaren pazar za ovie hartii od vrednost.

Sekundarniot pazar vo Germanija e sostaven od oficijalno trgovawe na berzata (Amtlicher Borsenhandel), potoa trgovawe na reguliraniot pazar (Geregelter Markt) i na kraj trgovawe na neoficijalniot pazar (Freiverkehr). Dodeka oficijalnoto trgovawe i reguliraniot pazar e ograni~eno samo na oficijalnite berzi, neoficijalnoto trgovawe se vr{i preku telefon i toa kako niz celata dr`ava, taka i vo stranstvo.

III. POTREBATA DEL OD DEVIZNITE REZERV I NA REPUBLIKA MAKEDONIJA SO KOI UPRAVUVA NBRMDA SE PLASIRAAT VO HARTII OD VREDNOST SO FIKSEN PRINOS

Deviznite rezervi na Republika Makedonija so koi upravuva Narodna banka na Republika Makedonija, slu`at za odr`uvawe na op{tata likvidnost vo pla}awata sprema stranstvo preku intervencii na doma{niot devizen pazar, kako i za izvr{uvawe na pla}awata vo korist na organite na Republikata.

Deviznite rezervi na Republika Makedonija so koi upravuva Narodna banka na Republika Makedonija, slu`at za odr`uvawe na op{tata likvidnost vo pla}awata sprema stranstvo preku intervencii na doma{niot devizen pazar, kako i za izvr{uvawe na pla}awata vo korist na organite na Republikata. Deviznite rezervi na Republika Makedonija so koi upravuva Narodna banka na Republika Makedonija se sostojat od monetarno zlato, pobaruvawa na Narodna banka sprema finansiskite institucii vo stranstvo, hartii od vrednost izdadeni vo stranstvo i efektivni pari~ni sredstva. Me|utoa poradi okolnostite koi bea prisutni vo izminatiot period, deviznite rezervi se formiraa vo oblik na monetarno zlato, devizni sredstva i efektivni stranski sredstva za pla}awa.

Dosega{ nata prakitika na investirawe na del na Deviznite rezervi na Republika Makedonija so koi upravuva Narodna banka na Republika Makedonija se karakterizira so plasirawe na deviznite rezervi vo kratkoro~ni depoziti kaj delovnite banki vo stranstvo, i toa vo depoziti so rok na dostasuvawe do 90 dena. Me|utoa, zaradi ovozmo`uvawe na nepre~eno funkcionirawe na deviznite rezervi, a vo nasoka na obezbeduvawe na neophodnata likvidnost na pla}awata sprema stranstvo, potrebno e da se investira vo hartii od vrednost koi nosat fiksen prinos, koi se likvidni i koi imaat visok rejting za da mo`at da se koristat vo odredeni slu~ai kako garancija za dobivawe krediti od stranski banki.

Isto taka, zaradi obezbeduvawe na diverzifikacija na plasmanite na deviznite rezervi poradi namaluvawe na rizikot od zaguba na tie sredstva koi se plasirani kaj odredeni delovni banki, kako i poradi obezbeduvawe na poramnomeren i postabilen priliv ili nivno koristewe kako garancii za dobivawe krediti, se nalo`uva potrebata del od deviznite rezervi da se plasiraat vo hartii od vrednost so fiksen prinos koi gi emitiraat dr`avite i koi nosat rejting od AAA. Poradi visokiot rejting koi go poseduvaat tie, re~isi site delovni banki vo zemjite od koi se izdadeni tie hartii od vrednost, gi pri fa}aat kako garancija i vrz baza na niv vo odredeni slu~ai mo`at da odobrat kratkoro~ni krediti, a so cel da se minimiziraat rizicite od namalena likvidnost.

Spored zakonskite odredbi, Narodna banka na Republika Makedonija upravuva so rezervite na Republika Makedonija i e dol`na spored Odlukata za rakuvawe i plasirawe so Deviznite rezervi da gi plasira deviznite rezervi kaj finansiski institucii vo stranstvo. Me|utoa poradi niskoto nivo na deviznite rezervi, nesredenata sostojba okolu dospeanite, a neplatenite obvrski sprema stranstvo, ima{e potreba ovie devizni rezervi da se plasiraat najmnogu vo depoziti so rok na dostasuvawe do 3 meseci kaj delovni banki vo stranstvo. So toa, pri rakuvaweto na deviznite rezervi re~isi celosno se koriste depozitite kako osnoven instrument i toa kaj eden vid na institucija. Preku ovoj na~in na investirawe se nastojuva{e da se postigne optimalna likvidnost na sredstvata, a vo isto vreme so zgolemuwawe na ro~nosta da se ostvarat i pogolemi prinosi, vodej}i smetka pri toa, sredstvata od deviznite rezervi vo obem, i po valutna i ro~na struktura da mo`at da odgovorat vo sekoe vreme, kako na tekovnite, taka i site ostanati obvrski koi dostasuvale.

Me|utoa, so ovaa politika ne postoi diverzificiranost na rizikot vo pogled na instrumentite bidej}i se plasiraat samo vo vid na bankarski depoziti. Imeno, poradi kratkata ro~nost na depozitite, pa poradi toa dvi`eweto na prinosite od plasiraweto na ovie devizni rezervi vo golema mera e determinirano od dvi`eweto na kamatnite stapki za odredeni valuti. Od gore iznesenoto, a i vo soglasnost so na{ite potrebi, mo`e da se zaklu~i deka koristeweto na hartiite od

vrednost so fiksen prinos kako instrument vo upravuvaweto so deviznite rezervi ve}e prestavuva potreba. Ova potreda proizleguva od momentalnata sostojba vo koja pri upravuvawe so deviznite rezervi re~isi vo celost se koristat kratkoro~nite depoziti. Pri toa, poradi kratkata ro~nost na depozitite, dvi`eweto na prinosite od plasiraweto na ovie devizni rezervi vo golema mera e determinirano od dvi`eweto na kamatnite stapki za odredeni valuti. Pri vakvata sostojba najgolem del od deviznite rezervi se vo oblik na sredstva koi se osetlivi na promenite na kamatnite stapki. Odnosno, pri vakva sostojba, promenite na kamatnite stapki mo`e da imaat silno vlijanie vrz prinosot koj se dobiva pri koristeweto na ovoj instrument. So investiraweto vo hartii od vrednost so fiksen prinos, se ovozmo`uva eden del od deviznite rezervi vo određen vremenski period (koj mo`e da bide od 1-3 godini), da bide izoliran, odnosno za{titen od vlijanijata koi mo`e da gi proizvedat promenite vo kamatnite stapki.

Isto taka, vo sega{ната situacija, ne postoji diverzificiranost vo pogled na vidot na institucijata. Bidej}i vo ovoj moment deviznite rezervi se izlo`eni samo kon eden vid na institucija, odnosno se raboti za toa deka deviznite rezervi se plasiraat kaj eden vid na institucija-delovni banki (so iskluk na 4 centralni banki), pri {to postoji izlo`enost na deviznite rezervi samo kon privatniot sektor, a toa se komercijalnite banki. Vakvata izlo`enost, vo isto, vreme podrazbira deka vo raboteweto so ovie partneri- bez razlika na toa deka ovie institucii se prvoklasni finansii institucii i se najgolemi vo svetot, Narodna banka na Republika Makedonija, se pak, gi ima samo garanciite na sopstveninice na ovie finansiski institucii, koi vo naj~est slu~aj se privatni pravni lica-kompanii, ili privatni lica, pri {to nivnite garancii se limitirani so visinata na nivnoto u~estvo vo akcionerskiot kapital. So plasirawe na deviznite rezervi vo hartii od vrednost so fiksen prinos emitirani od dr`avata vakvata izlo`enost na deviznite rezervi se namaluva, ili pak vo celost se eliminira, bidej}i zad ovie hartii od vrednost kako garant se javuva dr`avata, a vo najgolem broj slu~ai za servisiraweto na vakvite hartii od vrednost e zadol`ena centralnata banka.

So porastot na deviznite rezervi na nivo koe tie se nao|aat denes, kako i reguliraweto na odnosite so Pariskiot i Londonskiot klub i reprogramiraweto na obvrskite na Reublika Makedonija, se sozdava prostor, pri upravuvaweto so deviznite rezervi da se koristat i drugi vidovi instrumenti, a isto taka i ovie rezervi da se plasiraat i na podolg vremenski period. Poradi pogore spomenatite pri~ini, bi mo`elo sega da se premine i kon drugi instrumenti, a pritoa principite na optimalnost i likvidnost da ne se naru{at. Na pazarot postojat mnogu takvi instrumenti kako {to se, na primer hartiiite od vrednost (akciite i hartiiite od vrednost so fiksen prinos, opciiite, fju~ersite, svopovite, dogovore za reotkupi na hartiiite od vrednost-repurchase agreements i sl). Me|utoa, mora da se ka`e deka mnogu od ovie instrumenti se odlikuvaat i so golem stepen na rizik, a isto taka i se mnogu skapi.

Poradi toa, kako instrument so koi bi se postignale ovie celi se nametnuva plasiraweto vo dr`avni hartii od vrednost so fiksen prinos. So plasiraweto vo ovoj vid bi se postignalo plasirawe na podolg period, bidej`i se raboti za instrumenti koi imaat rok na dostasuvawe i do 30 godini, koi poseduvaat visok stepen na likvidnost, bidej`i za niv postoi dobro razraboten sekundaren pazar, a i kreditniot rizik kaj ovie hartii od vrednost e sveden na 0. So toa bi se postignalo investirawe na deviznite rezervi na podolg rok, so {to vo golema mera bi se imuniziralo vlijanieto na promenite na kamatnite stapki na me|unarodniot pazar vrz upravuvaweto so deviznite rezervi na Republika Makedonija.

Me|utoa, mora da se ka`e deka plasiraweto na deviznite rezervi vo hartii od vrednost so fiksen prinos, odnosno t.n upravuvawe so portfolioto ima svoi odredeni karakteristiki i specifikii. Pred sè, tuka se misli na na~inot na trguvawe, potoa ~uvaweto na hartiiite od vrednost, prika`uvaweto na hartiiite od vrednost vo izvodite, opredeluvaweto na sega{nata cena, varirawe na investirana suma vo zavisnost od dvi`ewata na kamatnite stapki i sl.

Poradi toa, potreben e i pospecifi~en pristap vo upravuvaweto so ovie hartii od vrednost. Vo praktikata, kako naj~esti i najpove}e pri fateni opcii za upravuvawe so portfolioto, centralnite banki gi koristat:

- anga`iraweto na nezavisen visoko specijaliziran port folio menaxer koj za odreden nadomestok bi upravuval so portfolioto i bi daval stru~na ekspertiza i analiza za tekovното upravuvawe so port folioto;
- samostojno kupuvawe na hartii od vrednost i izgradba na svoe samostojno port folio, {to zna~i samosotojna izgradba na organizacija, kadri, strategija i tehnologija vo izgradbata i upravuvaweto so port folioto.

Od ovie dve opcii mo`e da se ka`e deka kaj opcijata za anga`irawe nezavisen port folio menaxer osven korista od stru~na pomo{, ne postoi druga korist i duri nosi so sebe i odredeni visoki tro{oci koi ponekoga{ i ne mo`at se opravdaat, no se pak ako se raboti za stru~en, menaxer, so dolgogodi{no iskustvo i dolga tradicija i negovoto znaewe bi pomognalo da se ostvarat i pogolemi prinosi od onie koi se dobivaat pri investiraweto vo depoziti. Treba da se napomene deka ovoj vid na investirawe go primenuvaat institucii koi imaat dovolno sredstva me|utoa nemaat nitu kadar, nitu materijalni i organizacioni sredstva, nitu pak vreme da se zanimavaat so investirawe vo ovoj vid na instrumenti, a toa e karakteristi~no za bliskoisto~nite zemji.

Vtorata opcija e izgradba i vodewe na svoje sopstveno port folio, kako i sopstveno upravuvawe so hartiiite od vrednost. Ovaa metoda se koristi vo najgolem broj slu~ai kaj finansiskite institucii, vklju~uvaj}i gi i centralnite banki.

Imaj}i ja predvid sostojbata so deviznite rezervi, stru~nosta i `elbata za usovr{uvawe kako i mo`nite za{tedi koi bi se napravile, smetame deka vtorata opcija odgovara na potrebite na Narodna banka na Republika Makedonija. Imeno, kako centralna banka na Republika Makedonija, Narodna banka na Republika Makedonija ima pristap po povolni uslovi do odredeni instrumenti i toa kaj Sistemot na Federalnite rezervi na SAD kako i kaj drugite centralni banki, i na kraj kaj Bankata za Me|unarodni Poramnuvawa od Bazel. Vo Sistemot na Federalnite Rezervi na SAD- odnosno vo Federalnata banka na Rezervite od Wujork, Narodna banka na Republika Makedonija ima otvorena smetka za ~uvawe na hartii od vrednost -custody, isto taka e vozmo`no preku ovaa banka Narodna banka na Republika Makedonija da u~estvuva kako na primarniot taka i na sekundarniot pazar na hartii od vrednost so fiksen prinos vo SAD i toa pod privilegirani uslovi i bez ograni~uvawa vo iznosot. Isto taka, vtorata opcija, odnosno opcijata na samostojno vodewe na port folio, dolgoro~no gledano, pretstavuva najdobra varijanta bidej}i so toa }e se dobie neophodnoto znaewe, iskustvo i ve{tina vo raboteweto so hartii od vrednost, koe iskustvo podocna mo`e da se koristi i vo drugi nameni, kako i za potrebite na doma{niot finansiski sistem. Isto taka, i materijalnata strana na izborot na vtorata opcija ne e za zanemaruvawe, bidej}i ednokratno investirawe vo svoi kadri, softver, hardver i organizaciona postavenost, vo isto vreme zna~i investirawe {to e sigurno pomalo od proviziite koi gi pla}aat stranskite finansiski institucii, pri {to efektot i korista bi bila mnogu pogolema bidej}i kako {to ve}e be{e pogore spomnato, dolgoro~no gledano, korista bi bila mnogu pogolema.⁶

IV. ZAKLU^OK

Hartiite od vrednost so fiksen prinos prestavuvaat dolgoven pismen dokument so koj emitentot na vakvata hartija bezuslovno se obvrzuva deka po istekot na određen period }e go namiri svojot dolg na odnapred utvrđen na~in. Poradi vakviot karakter na ovie hartii od vrednost, istite pretstavuvaat mnogu povolno sredstvo za investirawe. Ova se dol`i na faktot {to emitentot mora da gi ispolni uslovite navedeni vo hartijata od vrednost, pri {to ovie uslovi ne se podlo`ni na dopolnitelno menuvawe.

⁶ Vo tek se kontakti so odredeni informaciski ku}i, pred se, se odnesuva na Bloomberg okolu toa kolkava }e bide cenata za koristewe na nivnite informaciski paketi, koi spored pove}eto investiciski institucii ovozmoe`uvaat najdobra pokrienost na pazarot.

Ova e pri~ina golem broj na dr`avi da gi koristat hartiiite od vrednost so fiksen prinos kako instrument preku koj se stignuva do tu|a akumulacija, so koi gi finansiraat svoite deficiti.

Sekoja hartija od vrednost si ima svoja cena, koja vo najgolema mera e determinirana od vremetraeweto na hartijata i od dvi`eweto na pazarnite kamatni stapki, pri {to dvi`eweto na cenata na hartijata e obratno proporcionalen so vremetraeweto i dvi`eweto na kamatnite stapki. Vakvoto koristewe na hartiiite od vrednost se dol`i, pred sè, na toa {to poradi vakviot karakter na ovie hartii od vrednost, se postignuva poniska kamatna stapka i poradi toa tro{ocite za pozajmuvawe se mnogu poniski otkolku komercijalnite zaemi.

Od druga strana, pak, poradi vakviot karakter na ovie hartii od vrednost, kako i poradi faktot {to kako emitenti se javuvaat dr`avi i za site obvrski koi proizleguvaat od ovie hartii od vrednost kako garant se javuva odredena dr`ava, so {to kreditniot rizik e namalen, vo sporedba so drugite vidovi na transakcii koi se realiziraat na pazarot na kapital (dolgoro~ni depoziti, plasmani vo akcii, derivativi i sl.).

Kaj pove}egodi {nite plasmani postoi rizik vo odreden period da se pojavi potreba od likvidni sredstva, me|utoa bidej}i ovie sredstva se vrzani vo vakov vid plasmani mo`e da dojde i do sostojba na naru{ena likvidnost. Me|utoa, kaj plasmanite vo ovie hartii od vrednost ovoj rizik e minimiziran. Ova se dol`i na faktot {to iako se raboti za plasmani koi vo golem broj slu~ai se so rok na dostasuvawe podolg od edna godina, rizikot e namalen od pri~ina {to ovie hartii od vrednost imaat dobro razvijen i likviden sekundaren pazar, a od druga strana, postoi mo`nost so zalo`uvawe na ovie hartii da se dobijat i krediti za premostuvawe na ovoj likvidnosen jaz.

Isto taka, bidej}i pri plasmanite vo hartii od vrednost so fiksen prinos se obezbeduva pove}egodi {no fiksirawe na kamatniot prinos, dokolku kupenata hartija od vrednost se ~uva sè do krajot na nejzinoto dostasuvawe, se vr{i imunizacija na vlijanieto na dvi`eweto na kamatnite stapki vrz visinata na prinosite.

Me|utoa, treba da se ima predvid deka dokolku stanuva zbor za obezbeduvawe na likvidni sredstva so prodaba na ovie hartii od vrednost so fiksen prinos na sekundarniot pazar, toga {ne mo`e da se imuniziraat plasmanite od vlijanieto na dvi`eweto na kamatnite stapki. Vo toj slu~aj, rizikot od promena na cenite, a so toa i rizikot od namaluvawe na efektot od plasiraweto vo ovoj instrument.