



**Извештај
за управувањето и ракувањето со девизните резерви
во првото полугодие на 2007 година**

октомври, 2007 година

Содржина

1. Трендови во управувањето со девизните резерви во светот _____	4
2. Управување со девизните резерви на Република Македонија _____	9
2.1. Принципи на управување _____	9
2.2. Пазарни движења во еврозоната и САД _____	10
3. Состојба и фактори кои влијаеја врз нивото на девизните резерви _____	12
3.1. Интервенции на девизниот пазар _____	13
3.2. Извршување работи за сметка на Република Македонија кон странство _____	14
3.3. Кредити од меѓународни финансиски институции _____	15
3.4. Задолжителна резерва на банките во девизи _____	15
3.5. Приход од пласирање на девизните резерви _____	15
4. Инвестирање на девизните резерви _____	15
4.1. Кредитен ризик _____	15
4.2. Ликвидносен ризик _____	16
4.3. Валутен ризик _____	19
4.4. Каматен ризик _____	19
4.5. Вредност изложена на ризик _____	20
5. Заклучок _____	20

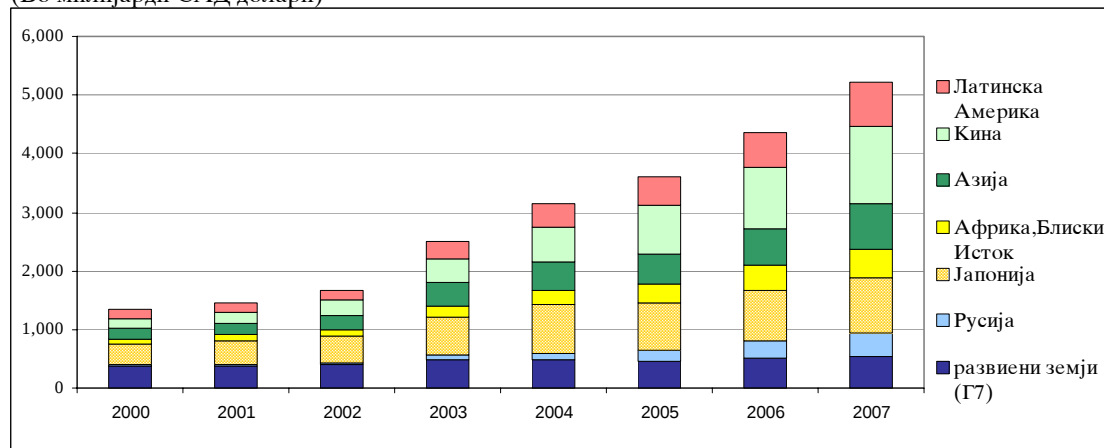
1. Трендови во управувањето со девизните резерви во светот

Во периодот од 2000 година до 2007 година, светските девизни резерви се зголемија четирипати¹, при што најголемо учество во растот имаат Јапонија, Кина и останатите азиски земји во развој. Исто така, зголемување на девизните резерви се забележува и кај Русија и кај земјите од Централна и Источна Европа. Од друга страна, најголем број развиени земји, особено земјите на еврозоната, остварија умерен раст или дури намалување на девизните резерви (графикон 1).

Графикон 1

Светски девизни резерви: 2000 - 2007 година

(Во милијарди САД долари)



Значајниот пораст на девизните резерви во изминатиот период предизвикува интерес за утврдување на изворите за раст на девизните резерви. Во таа смисла е направена анализа² на десет земји во развој (Чешка, Индија, Мексико, Русија, Јужна Африка, Јужна Кореја, Кина, Малезија, Романија и Украина) кои го удвоија нивото на девизни резерви од 1999 година наваму. Анализата упатува на три канали за акумулација на девизните резерви:

1. акумулација на девизните резерви преку суфицит во тековната сметка (Русија, Украина и Малезија)³;
2. акумулација на девизните резерви преку суфицит во капиталната сметка (Чешка, Мексико, Романија и Јужна Африка) и
3. акумулација на девизните резерви предизвикана од суфицит во тековната и капиталната сметка (Кина, Индија и Јужна Кореја).

¹ Во 2000 година, светските девизни резерви изнесуваа 1.345 милијарди САД долари, додека во првата половина од 2007 година изнесуваа 5.230 милијарди САД долари, извор: Bloomberg.

² J. Onno de Beaufort Wijnholds and Lars Sondergaard, "Reserve Accumulation: Objective or by-product?", ECB Occasional paper No. 73/September 2007.

³ Кај земјите-извознички на нафта од Блискиот Исток, порастот на цената на нафтата предизвика значаен суфицит во надворешнотрговската размена кој не се одразува во пораст на девизните резерви. Имено, значаен дел од акумулираните средства е канализиран во посебни стабилизациони (штедни) фондови. Средствата пласирани во овие фондови не влегуваат во девизните резерви, бидејќи служат за максимизација на долгорочните приноси и приход за идните генерации, додека девизните резерви служат за обезбедување стабилност на домашната валута и за управување со тековната меѓународна ликвидност на земјата.

Притоа, во анализата е нагласено дека суфицитот на тековната и/или капиталната сметка доведува до пораст на девизните резерви само кога е проследен со интервенции од страна на централната банка на девизниот пазар, во насока на спречување на апрецијацијата на домашната валута.

Растечкиот износ на девизните резерви го зголемува значењето на изборот на соодветна рамка од страна на централните банки при управувањето со девизните резерви. Во таа смисла, препораките од страна на Банката за меѓународни порамнувања⁴ се општоприфатени, при што централните банки при управувањето со девизните резерви вршат поделба на девизните резерви во две транши, односно во две портфолија: ликвидносно и инвестициско портфолио. Големината на ликвидносното портфолио е условена од потребата за обезбедување девизи во најликвидна форма, за интервенции на девизниот пазар, за извршување на тековните плаќања кон странство и за обезбедување тековна ликвидност за сервисирање на краткорочниот надворешен долг на националната економија. Начелата кои се применуваат при инвестирањето кај ова портфолио, по приоритет, се: сигурност, ликвидност и рентабилност, додека при управувањето со инвестициското портфолио, по сигурноста на пласманите, основна цел е максимизирање на приносот од инвестициите, водејќи сметка за ликвидноста.⁵

Покрај поделбата на портфолијата, при планирањето на инвестициските стратегии за пласирање на девизните резерви од страна на централните банки, се забележува и тренд на диверзифицирање на портфолиото на девизните резерви, која има две димензии, по валути и по финансиски инструменти.

Диверзификацијата на валутната структура на девизните резерви се одвива мошне постепено како резултат на факторите кои ја условуваат структурата по валути (графикон 2).

Фактори кои ја условуваат валутната структура на девизните резерви

- Валутната структура на девизните резерви вообичаено зависи од избраниот режим на девизен курс и, доколку режимот на девизен курс не е флукуирачки, валутната структура на девизните резерви е поврзана со избраната валута или кошничка валути, во однос на кои се таргетира домашната валута.
- Девизните резерви, особено во земјите во развој кои имаат отежнат пристап до меѓународниот пазар на капитал, се користат како амортизер за плаќањето на увозот и обезбедувањето на редовното сервисирање на надворешниот долг. Во таа смисла, валутната структура е честопати поврзана со валутната структура на надворешнотрговската размена и финансиските текови.
- Управувањето со ризиците и пристапот на оптимална алокација на средствата стануваат исто така значајни фактори кои ја условуваат валутната структура на девизните резерви.
- Централните банки, исто така, го земаат предвид принципот на пазарна неутралност, во согласност со сопствените цели. Овој фактор е особено значаен за земјите со високо ниво на девизни резерви, имајќи предвид дека дури и најави за диверзификација на девизните резерви од страна на некои централни банки предизвикуваат одредени движења, како на девизните пазари, така и на пазарите на хартии од вредност.

Уште по Втората светска војна, САД-доларот беше доминантна валута, иако неговото учество во светските девизни резерви флукуира. Во 2001 година, 70% од светските резерви беа во САД-долари, но веќе во текот на 2007 година,

⁴ J. Onno de Beaufort Wijnholds and Lars Sondergaard, "Reserve Accumulation: Objective or by-product?", ECB Occasional paper No 73/September 2007

⁵ BIS Banking Papers, Ten years of reserve management, March 2005

тој износ се намали на 65%⁶. Намалувањето на учеството на САД-доларот во валутната структура на светските девизни резерви е резултат на непрекинатата депрецијација на САД-доларот во однос на позначајните светски валути. Така, во периодот од 2001 до 2007 година, САД-доларот ја намали вредноста за 65% во однос на еврото. Главни причини за депрецијацијата на САД-доларот се порастот на дефицитот на тековната сметка, зголемувањето на буџетскиот дефицит⁷, како и очекувањата за забавување на економијата во САД.

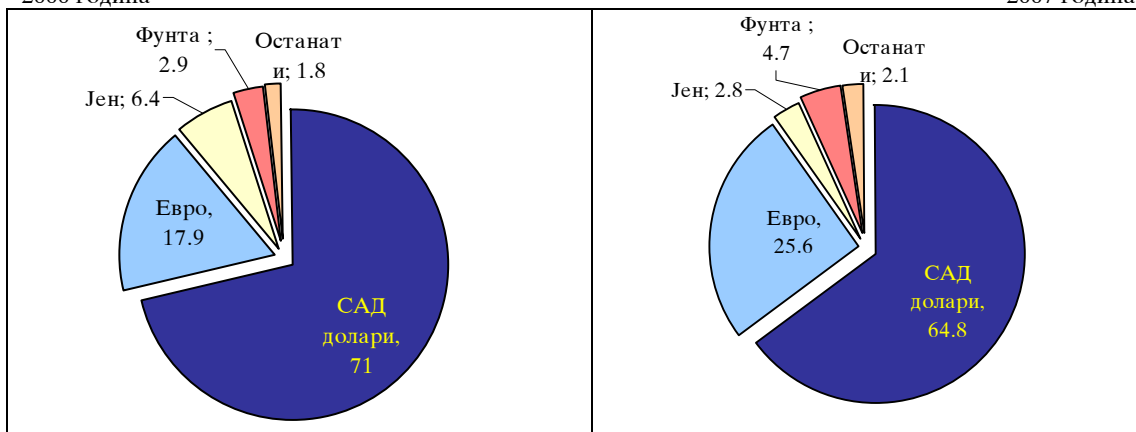
Графикон 2

Валутна структура на светските девизни резерви

(во проценти)

2000 година

2007 година



Извор: ECB, Occasional paper No. 43, Bloomberg, податоци за 2007 година.

Еврото учествува со 26% во вкупните светски резерви. Учеството на еврото во валутната структура на светските девизни резерви се зголемува главно поради нагорниот тренд на економијата во еврозоната, особено во Германија која е светски најголем извозник со 1,1 трилиони САД-долари.

Значајна промена во валутната структура на светските девизни резерви во последните неколку години е и замената на јенот со британската фунта. Замената се должи на повисокиот принос на британската фунта во споредба со приносот на јапонската валута. Така, во текот на 2007 година, 4,7% од светските девизни резерви се пласирани во британски фунти, додека во јени беа пласирани 2,8% од светските девизни резерви. На тој начин, британската фунта повторно го обновува историското значење како резервна валута.

Диверзификацијата по финансиски инструменти отпочна уште во 70-те години, преку зголемување на инвестициите на централните банки во инструменти со повисок принос. Движењата на финансиските пазари (на пример, намалениот износ на емисии на САД-обврзници кон крајот на 90-те и на почетокот на 2000 година) ги принудиле централните банки при управувањето со девизните резерви да го прошират спектарот на соодветни инструменти во рамки на портфолијата. Сепак, може да се заклучи дека официјалните девизни резерви

⁶ Извор: Bloomberg. Валутната структура се однесува на 65,8% од вкупниот износ на светските девизни резерви, за кои постои стриктна алокација по валути.

⁷ Во 2001 година, САД оствари буџетски суфицит во износ од 237 милијарди САД-долари, додека во 2006 година САД оствари буџетски дефицит од 248 милијарди САД-долари. Во истиот период, дефицитот на тековната сметка се зголеми од 88 милијарди САД-долари на 191 милијарда САД-долари (извор: Bloomberg)

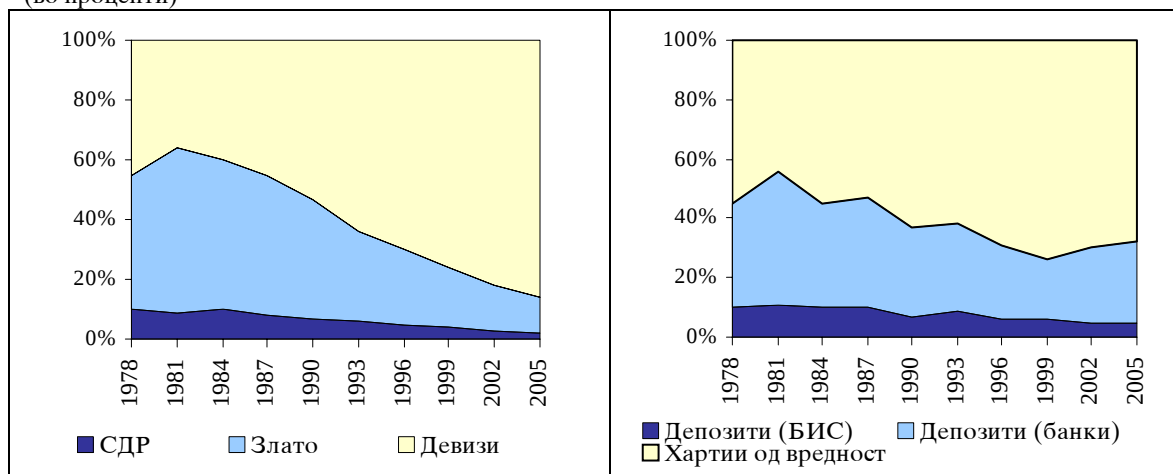
с\$ уште се пласираат во мошне ликвидни инструменти, со ограничен кредитен ризик (графикон 3).

Историски гледано, најголем дел од девизните резерви беа инвестирани во злато. Овој принцип на инвестирање во последните три декади е значајно изменет. Денеска, најзначен дел од девизните резерви се инвестирани во девизни средства, главно депозити и хартии од вредност.

Графикон 3

Структура на светските девизни резерви по инструменти

(во проценти)



Извор: BIS, Quarterly Review, September 2006, P. Wooldridge: The changing composition of the official reserves.

Монетарно злато

Улогата на златото во меѓународниот монетарен систем значително е намалена по распаѓањето на Бретонвудскиот систем и напуштањето на конвертибилноста на САД-доларот за злато. Сепак, и покрај процесот на демонетизација на златото, развиените земји одржуваат дел од девизните резерви во злато, од причина што златото претставува национално богатство и стратешко средство кое може да биде искористено во екстремни услови.

Како резултат на потребата за диверзификација на портфолиото на девизните резерви како и нискиот принос кој се остварува при неговото пласирање, учеството на златото во светските резерви, изразено по пазарна цена, падна од 60% во 1980 година, на 9% во 2005 година.

Диверзификацијата на пласманите од злато во банкарски депозити беше дел од првата реалокација кон инструменти за кои се сметаше дека носат повисок принос. Сепак, учеството на пласманите во депозити во 80-те години имаше тренд на намалување и од 50% во 1980 година, се намали на ниво од околу 30% во 2005 година⁸. Депозитите с\$ уште сочинуваат значаен дел од пласманите на девизните резерви, поради брзата акумулација на резерви кај земјите во развој, кои претежно ги инвестираат девизните резерви во депозити⁹.

Најголем дел од девизните резерви во последниов период, околу 70%, е пласиран во хартии од вредност. Пласирањето во хартии од вредност се зголемува со развојот и продлабочувањето на пазарите на хартии од вредност. Пазарите на хартии од вредност во САД и во еврозоната се карактеризираат со висок промет и тесен распон помеѓу куповните и продажните цени што

⁸ BIS, Quarterly Review, September 2006, P. Wooldridge: The changing composition of the official reserves.

⁹ Земјите во развој, 30% од девизните резерви ги имаат пласирани во депозити, додека пак, индустриските земји - само 21%.

придонесува за зголемување на ликвидноста, а со тоа, и привлечноста на инвестициите во хартии од вредност. Оттаму, девизните резерви во најголем дел се пласираат во хартии од вредност кои потекнуваат од САД или од земјите во еврозоната.

Табела 1

Дистрибуција на пласираните девизни резерви во хартии од вредност и по рочност (во проценти)

По домицилност на издавачот	2001-02	2003-04	По рочност	2001-02	2003-04
Меѓународни организации	7	6	Инструменти на пазарот на пари	27	25
САД	59	56	Обврзници	72	73
Еврозона	23	28	Акции	1	2
Останати	11	10			

Извор: BIS, WP No 218, G. Galati and P. Wooldridge: The Euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?, October 2006.

Истовремено, со зголемувањето на ефикасноста при управувањето со пазарниот ризик, се забележува и алоцирање на портфолиото на хартии од вредност кон подолгорочни инструменти, кои достигнаа ниво од 73% од вкупните пласмани во хартии од вредност. Притоа, во рамки на пласманите во долгорочните инструменти се забележува пренасочување на пласманите кон агенциски хартии од вредност. Пренасочувањето на пласманите на девизните резерви е резултат на настојувањата за зголемување на приносот, без да се загрози сигурноста и ликвидноста на пласманите. Агенциските хартии од вредност имаат каматен приход повисок од оној на државните хартии од вредност, а специфичниот однос со Владата на САД¹⁰ ги прави агенциските хартии од вредност привлечни за инвеститорите со ниска толеранција кон ризик.

Табела 2

Дистрибуција на пласираните девизни резерви во САД-хартии од вредност (во %)

	Државни обврзници	Агенциски хартии од вредност	Корпоративни хартии од вредност
1989	95	4	1
1994	94	4	2
2000	83	15	2
2002	78	19	3
2003	76	21	2
2004	78	18	4
2005	73	22	5

Извор: BIS, WP No 218, G. Galati and P. Wooldridge: The Euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?, October 2006.

¹⁰ Агенциските хартии од вредност имаат имплицитна гаранција од државата, за разлика од експлицитната гаранција кај државните хартии од вредност, кои се целосно осигурани од државата и за нив гарантира со сопствениот рејтинг и авторитет. Агенциските хартии од вредност се издаваат од компании спонзорирани од Владата на САД. Централната банка на САД може да го откупи долгот врз основа на агенциски хартии од вредност, а истовремено може да ги користи при операциите за реоткуп при водењето на монетарната политика.

Акумулацијата на светските девизни резерви во следниот период ќе продолжи, но земјите во развој би можеле да ја намалат потребата за акумулирање резерви, со преземање на структурни макроекономски мерки за зголемување на домашната потрошувачка, реформирање на финансискиот систем, како во домашни, така и во регионални рамки, вклучително и развој на пазарот на обврзници, потоа соодветно секвенционирање на преминот кон поголема флексибилност на девизниот курс, проследен со реформа на пазарот на пари и доколку е можно со капитална либерализација, и развивање на регионалната економска соработка.

Од друга страна, отпочнатата диверзификација при инвестирањето на девизните резерви ќе продолжи и во иднина. Имено, светските девизни резерви се на повисоко ниво од потребното неопходно ниво за интервенции на девизниот пазар. Како резултат на тоа, фокусот при управувањето со девизните резерви сѐ повеќе ќе биде насочен кон максимизирање на приносот при дадено ниво на ризик, со помал акцент врз нивото на ликвидност. Истовремено, со развивање во длабочината и ликвидноста, европскиот финансиски пазар се повеќе се доближува до карактеристиките на американскиот финансиски пазар. Во таа смисла, ќе се овозможи натамошно јакнење на еврото, како меѓународна резервна валута, и диверзифицирање на светските девизни резерви во инструменти на европскиот финансиски пазар.

2. Управување со девизните резерви на Република Македонија

2.1. Принципи на управување

Народната банка на Република Македонија (во натамошниот текст: Народна банка), согласно со Законот за Народната банка на Република Македонија, управува и ракува со девизните резерви на Република Македонија (во натамошниот текст: девизни резерви). При управувањето со девизните резерви, Народната банка ја следи изложеноста на пласманите кон ризици, имајќи го предвид стратегиското значење на девизните резерви за земјата, при што се настојува да се обезбеди висок степен на заштита на резервите преку примена на законски одредби, регулативи и соодветни правила и процедури. За таа цел, Народната банка во изминатите неколку години работи на усогласување и примена на правилата и стандардите, кои се прифатени од страна на централните банки, во областа на управувањето со девизните резерви. Правилата за управување со девизните резерви ги вклучуваат долгорочните склоности на Народната банка при инвестирањето на девизните резерви, почитувајќи ги принципите на сигурност, ликвидност и рентабилност. Во таа смисла, се дефинирани рамката за инвестициската стратегија, како и показателите кои се користат за оценка на резултатите од примената на активното управување со девизните резерви.

Народната банка управува и ракува со девизните резерви врз основа на формален процес на донесување одлуки, стриктна поделба на одговорностите и надлежностите и јасна поделба на стратегиското и оперативното ниво на одлучување. Стратегиското донесување одлуки дава најширока дефиниција на рамките за ракувањето со девизните резерви, преку утврдување на инструментите во кои се пласираат и се чуваат девизните резерви, финансиските трансакции, портфолиото на девизните резерви, управувањето со ризиците и оперативните

правила при ракувањето со девизните резерви. Оперативното донесување на одлуките, односно оперативното реализирање на избраната стратегија се спроведува во поединечни организациски единици. Притоа, управувањето со портфолијата на девизните резерви и склучувањето на трансакциите на пазарот се реализираат во „front office“ и се издвоени од останатите функции. Останатите функции опфаќаат порамнување и проверка на трансакциите, кои се спроведуваат во „back office“, потоа оценка на резултатите од пласирањето на девизните резерви како и дефинирање и контрола на изложеноста кон ризици кои се спроведуваат од страна на „middle office“.

Во согласност со прифатените практики од страна на централните банки за транширање на девизните резерви, Народната банка при управувањето со девизните резерви користи три портфолија: злато, ликвидносно и инвестициско портфолио. Одржувањето на портфолиото на злато во девизните резерви претставува стратешка одлука на Народната банка и произлегува од карактеристиките на златото, како резервно средство за инвестирање. Ликвидносното портфолио се одржува на нивото потребно за задоволување на потребата за интервенции на девизниот пазар. Имајќи предвид дека средствата во ликвидносното портфолио треба да бидат расположливи на краток рок, воспоставени се лимити во врска со типот на инструментите и нивото на пазарен ризик при пласирањето на ова портфолио. Во таа смисла, повратот кој се реализира од пласирањето на ликвидносното портфолио е ограничен. Наспроти тоа, инвестициското портфолио се пласира во пазарни подолгорочни инструменти со повисок принос, како резултат на неговата стабилност овозможена со одржување на ликвидносното портфолио.

Во текот на 2007 година, Народната банка продолжи со отпочнатата диверзификација на инвестициското портфолио во насока на зголемување на инвестициите во хартии од вредност. Притоа, освен државните хартии од вредност беа воведени и нови видови должнички хартии од вредност во кои се пласираат девизните резерви. Новите видови должнички хартии од вредност се одликуваат со висок кредитен рејтинг и за нив постојат ликвидни секундарни пазари, а истовремено носат повисок принос.

2.2. Пазарни движења во еврозоната и САД

Движењата на меѓународните финансиски пазари имаат значително влијание врз одлуките на Народната банка при пласирањето и одржувањето на вредноста на девизните резерви. 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.

Во текот на првата половина од 2007 година, приносите на државните хартии од вредност во еврозоната имаа растечки тренд. Приносите на европските државни хартии од вредност се зголемија, главно одразувајќи го нагорниот тренд на економијата (во првиот квартал стапката на раст на БДП изнесуваше 3,2%, додека во вториот квартал стапката на раст на БДП изнесуваше 2,5%¹¹), предвидувањата за натамошна раст на еврозоната, како и очекувањата дека ЕЦБ ќе продолжи со зголемувањето на каматната стапка. Имено, и покрај одржувањето на инфлацијата на стабилно ниво (стапката на инфлација во првиот и во вториот квартал изнесуваше 1,9%⁹), во текот на првата половина од годината, порастот на

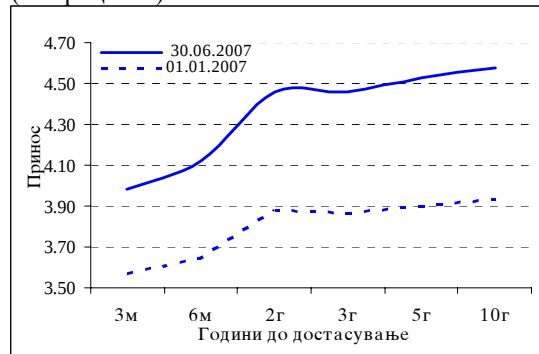
¹¹ Извор: Bloomberg.

монетарните агрегати укажувааше на можно загрозување на ценовната стабилност на среден рок, така што ЕЦБ во два наврата (вкупно 50 базични поени) ја зголеми референтната каматна стапка која го достигна нивото од 4%.

Кривата на приносот на државните обврзници во еврозоната (Германија) на краток рок беше растечка, додека на среден и долг рок - рамна (графикон 4а). Поставеноста на кривата на приносот на почетокот на годината укажувааше на потреба од конзервативно управување со каматниот ризик од страна на Народната банка, во очекување за натомошно зголемување на каматните стапки.

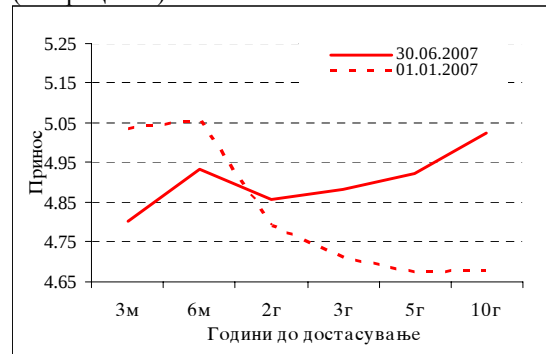
Графикон 4а

Крива на приносот на државните хартии од вредност во Германија
(во проценти)



Графикон 4б

Крива на приносот на државните хартии од вредност во САД
(во проценти)



На почетокот на годината, кривата на приносот на државните обврзници на САД беше инверзно наклонета поради силните очекувања дека ФЕД ќе започне со намалување на каматните стапки (графикон 4б). Поставеноста на кривата на приносот и очекувањата за пад на каматните стапки упатуваа на примена на поекспанзивна стратегија кај портфолиото на хартиите од вредност во САД-долари, при управувањето со каматниот ризик од страна на Народната банка.

Меѓутоа во текот на првото полугодие, референтната каматна стапка (FED funds rate) остана непроменета на нивото од 5,25% утврдено претходната година. Непроменетата насока на монетарната политика на централната банка на САД се должеше на остварениот умерен економски раст (во првиот квартал, стапката на раст на БДП изнесуваше 1,5%, додека во вториот квартал, стапката на раст на БДП изнесуваше 1,9%⁹). Најзначајно влијание врз економскиот раст имаше остварениот нето-извоз, намалувањето на трговскиот дефицит (од 60,3 милијарди САД-долари на крајот на 2006 година на 59,2 милијарда долари на крајот на јуни 2007 година⁸), како и зголемувањето на производните залихи. На крајот на првото полугодие, кривата на приносот се израмни, бидејќи очекувањата за намалување на каматните стапки не се остварија, а и економијата во тој период остваруваше добри резултати.

Во текот на првата половина од 2007 година, еврото апрецира во однос на САД-доларот за 3%. Непрекинатиот пораст на еврото во однос на доларот започна уште во четвртиот квартал на 2006 година, кога одредени централни банки почнаа со диверзифицирање и со намалување на износот на САД-доларот во валутната структура на девизните резерви. Покрај тоа, порастот на вредноста на еврото беше резултат и на затегнување на монетарна политика на ЕЦБ како и позитивните економски остварувања во еврозоната.

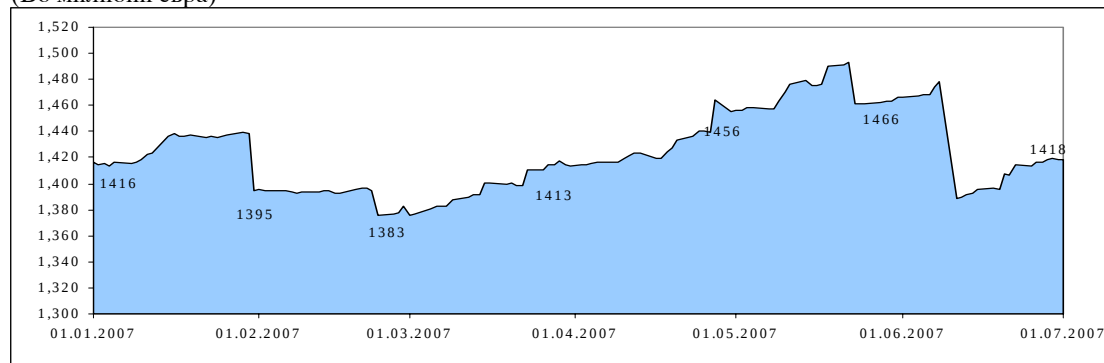
3. Состојба и фактори кои влијаеја врз нивото на девизните резерви

Во првото полугодие на 2007 година, девизните резерви на Република Македонија остварија незначителен пораст од 1,7 милиони евра во однос на крајот на 2006 година и, со состојба 30.06.2007 година, изнесуваа 1.418,4 милиони евра (графикон 5).

Графикон 5

Месечни состојби на девизните резерви во 2007 година

(Во милиони евра)

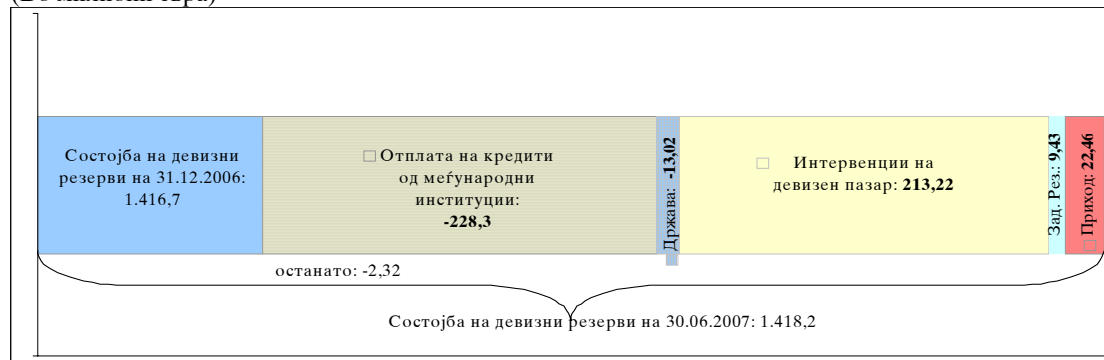


Врз нивото на девизните резерви значајно влијание имаа два фактора кои меѓусебно се неутрализираа (графикон 6). Имено, како резултат на одлуката на Владата за предвремена отплата на надворешниот долг на Република Македонија, во текот на првите четири месеци од годината беше отплатен долгот кон Парискиот клуб на кредитори во износ од 78,8 милиони евра. Во јуни, девизните резерви дополнително се намалија, врз основа на предвремената отплата на дел од долгот на Владата кон Светската банка (ИБРД), во износ од 96,4 милиони евра. Од друга страна, откупот на девизи врз основа на интервенции на девизниот пазар ги неутрализира овие одливи на девизните резерви.

Графикон 6

Фактори¹² кои влијаеја врз нивото на девизните резерви во првото полугодие на 2006 година

(Во милиони евра)



¹² Во факторот „останато“ се опфатени: ревалоризацијата на хартиите од вредност (1,11 милиони евра), привремените средства врз основа на влог на нерезиденти (0,12 милиони евра), трошоците за сметки (-0,07 милиони евра) и курсните разлики (-3,48 милиони евра).

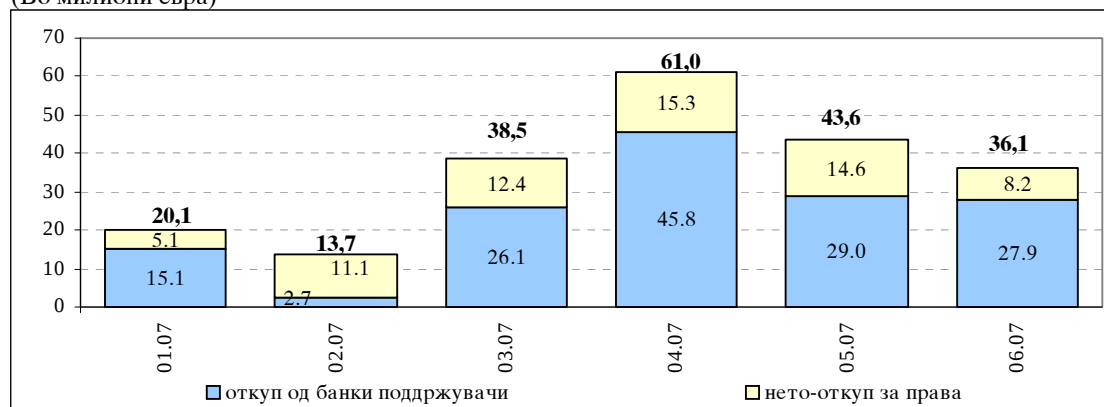
3.1. Интервенции на девизниот пазар

Во текот на првата половина од 2007 година продолжија позитивните остварувања во екстерниот сектор. Имено, во првото полугодие од 2007 година, во тековната сметка е остварен суфицит во износ од 102,2 милиони евра, кој главно се должи на позитивните движења во трговскиот биланс со странство, како и на зголемените нето-приливи од приватните трансфери. Дополнително позитивно влијание имаа и нето-приливите од странските директни инвестиции, како и врз основа на портфолио-инвестициите.

Позитивните остварувања во екстерниот сектор доведоа до позитивни движења на девизниот пазар. Во текот на првото полугодие на 2007 година, преку интервенциите на Народната банка на девизниот пазар, беше остварен нето-откуп на девизни средства во износ од **213,22** милиони евра (графикон 7), што е за 108,58 милиони евра повисок нето-откуп во однос на првото полугодие во 2006 година, кога беше остварен нето-откуп во износ од 104,64 милиони евра. Од остварениот нето-откуп на девизни средства, врз основа на интервенции со банките-подржувачи, беа откупени 146,45 милиони евра, наспроти остварениот откуп, врз оваа основа, во износ од 91,35 милиони евра, во истиот период од 2006 година. Интервенциите на Народната банка беа канализирани преку трансакции со банките-подржувачи¹³.

Истовремено, продолжи трендот на откуп на девизни средства, врз основа на запишани девизни права за портфолио-инвестиции на нерезидентите, при што беа откупени 66,77 милиони евра, наспроти остварениот откуп, врз оваа основа, во износ од 13,29 милиони евра во првите шест месеци во 2006 година.

Графикон 7
Интервенции на девизниот пазар
(Во милиони евра)



Во услови на висока понуда на девизни средства на девизниот пазар, продолжи стеснувањето на распонот помеѓу куповниот и продажниот курс на еврото на меѓубанкарскиот пазар (графикон 8). Така, на крајот на јуни 2007 година, распонот помеѓу куповниот и продажниот курс на еврото изнесуваше 0,10 денари¹⁴ и, во однос на крајот на декември 2006 година, кога изнесуваше 0,12 денари, забележа намалување за 0,02 денари. Намалениот распон помеѓу котираниот

¹³ Подржувачите на пазарот беа воведени во август 2005 година. Банки-подржувачи се: Стопанска банка а.д. Скопје, Комерцијална банка а.д. Скопје, НЛБ Тутунска банка а.д. Скопје и Инвест банка а.д. Скопје.

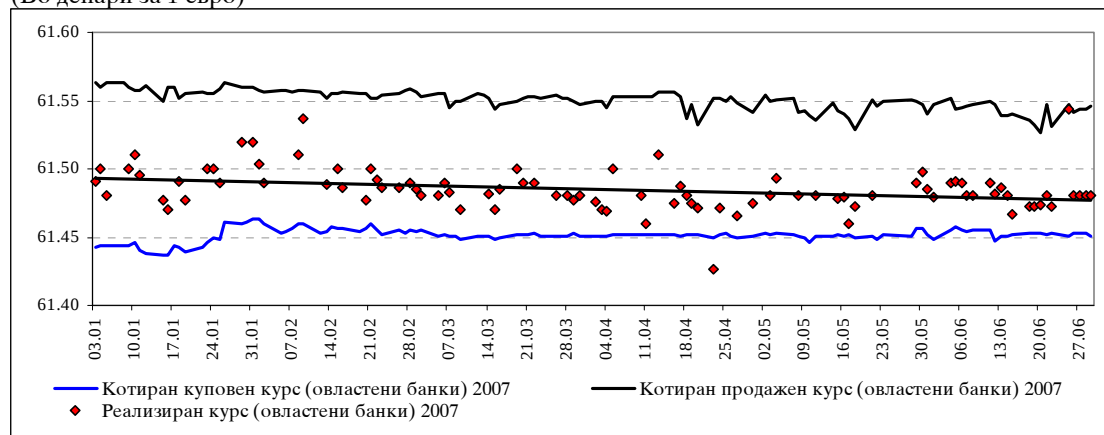
¹⁴ Распонот помеѓу куповниот и продажниот курс во август 2005 година, кога беа воведени банките подржувачи, изнесуваше 0,28 денари.

куповен и продажен курс на еврото укажува на зголемување на ликвидноста и конкуренцијата на пазарот, на тргување со пониски трошоци и на можност за активно управување со ликвидноста од страна на банките, во зависност од понудата и побарувачката за девизи и денари од страна на нивните клиенти. Истовремено, се забележува дека курсот по кој се реализираат трансакциите на меѓубанкарскиот пазар има надолан тренд и се доближува до котираниот куповен курс, што дополнително е резултат на зголемената понуда на девизи на меѓубанкарскиот пазар.

Графикон 8

Движење на девизниот курс на денарот во однос на еврото

(Во денари за 1 евро)



3.2. Извршување работи за сметка на Република Македонија кон странство

Народната банка, во рамки на своите функции, извршува работи за сметка на државата и органите на државната управа со странство, врз разни основи, вклучувајќи го и сервисирањето на надворешниот долг. Врз основа на работи за сметка на Република Македонија, во првото полугодие од 2007 година беше остварен нето-одлив на девизи од девизните резерви во износ од **198,29** милиони евра.

На страната на приливите, кои изнесуваа 48,76 милиони евра, доминантно влијание имаше приливот на 10 милиони евра врз основа на уплатата за добивање лиценца за трет мобилен оператор на Мобилком Австрија. Други позначајни приливи на девизни средства беа реализирани врз основа на кредити за финансирање проекти на државата (38,76 милиони евра).

На страната на одливите, кои изнесуваа 247,06 милиони евра, најзначајно влијание имаше одливот на девизи врз основа на предвремена отплата на обврските на Владата кон Парискиот клуб на кредитори (78,76 милиони евра) и Светската банка (96,4 милиони евра предвремена отплата и 3,7 милиони евра редовно сервисирање на долгот). Други позначајни одливи на девизи беа реализирани врз основа на работи за сметка на централната власт (61,78 милиони евра), врз основа на отплата на долгот кон Меѓународната агенција за развој (2,64 милиони евра), Европската инвестициска банка (2,18 милиони евра) и кон Европската унија (1,60 милиони евра).

3.3. Кредити од меѓународни финансиски институции

Во првите шест месеци од 2007 година, Народната банка не користеше нови кредити, а истовремено целосно беа отплатени обврските кон ММФ во износ од 42,97 милиони евра (од кои 41,68 милиони евра главница и 1,29 милиони евра камата).

3.4. Задолжителна резерва на банките во девизи

Во првото полугодие на 2007 година, задолжителната резерва на банките во девизи 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 Народната банка изнесуваше **9,43** милиони евра.

3.5. Приход од пласирање на девизните резерви

Приходот од пласирањето на девизните резерви беше значаен фактор кој придонесе за зголемување на нивото на девизните резерви во првите шест месеци од 2007 година. Остварениот приход изнесуваше 22,46¹⁵ милиони евра и беше значително повисок во однос на приходот од истиот период од минатата година, кога изнесуваше 11,92 милиони евра. Порастот на приходот се должи на нагорните движења на каматните стапки на меѓународните финансиски пазари, како и на поголемата ефикасност на новововедениот концепт за поактивно управување со девизните резерви.

4. Инвестирање на девизните резерви

Во рамки на утврдената стратегија за управување, Народната банка ги инвестираше девизните резерви во согласност со принципите на сигурност, ликвидност и рентабилност, следејќи ги трендовите на меѓународните финансиски пазари како и искуствата на централните банки во развиените земји. Принципот на сигурност се обезбедува преку управување со кредитниот ризик и со диверзификација на пласманите по утврдени видови инструменти. Почитувањето на принципот на ликвидност се постигнува преку одржување на основната вредност на ликвидносното портфолио, и соодветната распределба на достасувањето на депозитите и пласманите во ликвидни хартии од вредност од инвестициското портфолио. Покрај сигурноста и ликвидноста, пласманите на девизните резерви овозможуваат и остварување на рентабилност во функција на одржување на девизните резерви, а во согласност со движењата на меѓународните финансиски пазари.

4.1. Кредитен ризик

Народната банка управува со кредитниот ризик преку утврдување критериуми за избор и преку определување на квантитативни лимити на

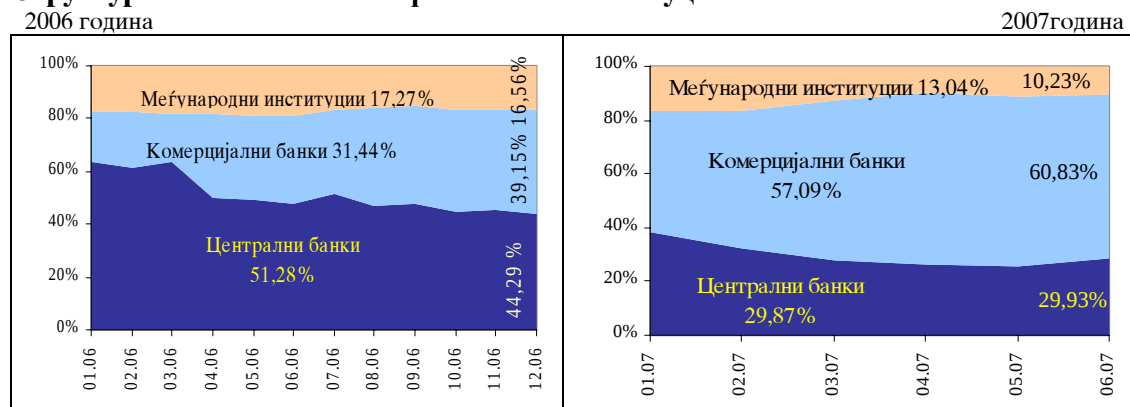
¹⁵ Со вклучување на пресметаните нереализирани приходи на пласираните девизни резерви, приходот изнесува 23.9 милиони евра.

изложеност кон финансиските институции и издавачите на хартии од вредност во кои се пласираат девизните резерви.

Во првото полугодие на 2007 година, Народната банка ги пласираше девизните резерви кај странските централни банки, кај комерцијалните банки, кои се резиденти на земјите-членки на ОЕЦД и кои поседуваат долгорочен кредитен рејтинг од најмалку Aa3 според „Moody’s“, како и кај меѓународните институции (графикон 9).

Графикон 9

Структура на пласманите по финансиски институции

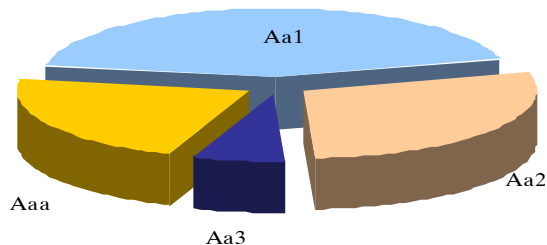


Девизните резерви пласирани кај странските централни банки, во просек, учествуваа со 29,87% во вкупните пласирани девизни резерви и беа пониски во однос на 2006 година, кога во просек учествуваа со 51,28%. Пласманите кај меѓународните институции во вкупните пласирани девизни резерви, во просек, учествуваа со 13,04% и исто така имаа тренд на намалување во однос на 2006 година кога, во просек, учествуваа со 17,27%. Намалувањето на пласираните девизни резерви кај странските централни банки и кај меѓународните институции се должи на зголемувањето на пласирањето на девизните резерви кај комерцијалните банки кои, во просек, учествуваа со 57,09% во вкупните пласирани девизни резерви (во 2006 година, во просек, учествуваа со 31,44%).

Пласманите кај странските комерцијални банки се зголемуваа поради пласирање на дел од инвестициското портфолио во депозити во функција на 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 земјите-членки на ОЕЦД и поседуваат долгорочен кредитен рејтинг од најмалку Aa3 според „Moody’s“ (графикон 10).

Графикон 10

Структура на пласманите на девизните резерви кај комерцијалните банки според долгорочниот кредитен рејтинг (Moody’s)



4.2. Ликвидносен ризик

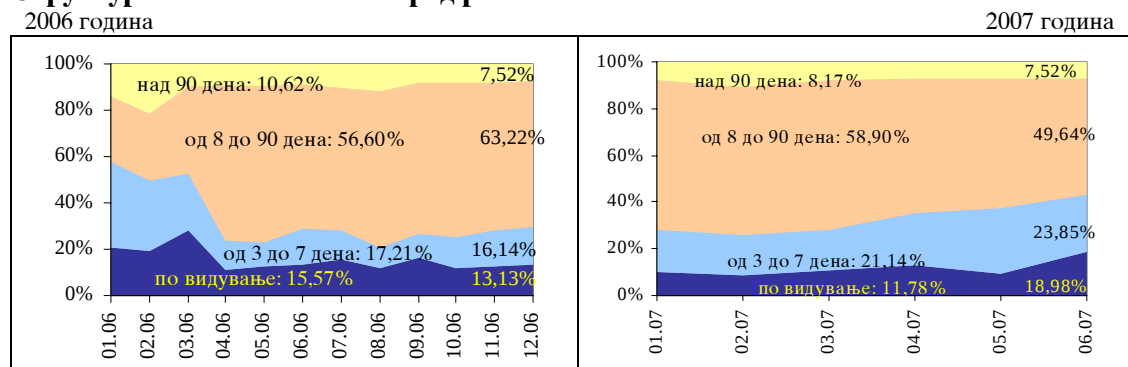
Народната банка управува со ликвидносниот ризик преку утврдување и одржување на ликвидносното портфолио на ниво што би било доволно за да се

обезбеди ликвидност за спроведување на монетарната политика и политиката на девизниот курс на денарот, како и за редовно и навремено плаќање на обврските на Република Македонија кон странство. Ликвидносното портфолио се пласира во инструменти со пократок рок на достасување, што заедно со соодветната распределба на достасувањето обезбедува висока расположливост и ликвидност на средствата. Покрај тоа, распределбата на достасувањето на депозитите и пласманите во ликвидни хартии од вредност од инвестициското портфолио претставува дополнителен начин за управување со ликвидносниот ризик.

Во првото полугодие на 2007 година, средствата по видување, во просек, учествуваа со 11,78% во вкупните пласмани, што е за 3,79 процентни поени помалку во однос на 2006 година, кога во просек учествуваа со 15,57%. Истовремено, се зголеми просечното учество на средствата со рок на достасување од три до седум дена, од 17,21% во 2006 година на 21,14% во првата половина на 2007 година, што е резултат на зголемувањето на пласманите на девизните резерви во хартии од вредност, кои поради својата рочност спаѓаат во оваа категорија на инструменти¹⁶ (графикон 11).

Графикон 11

Структура на пласманите според рочноста



Доминантно учество (просечно 58,90%) во рочната структура на вкупнопласираните средства и во првото полугодие од 2007 година имаа пласманите со рок на достасување од осум до деведесет дена. Притоа, како резултат на зголемување на пласманите од инвестициското портфолио во хартии од вредност, девизните резерви пласирани на овој рок имаа тренд на намалување и, на крајот на првото полугодие од 2007 година, учествуваа со 49,64% во вкупните пласирани девизни резерви (наспроти 63,22%, на крајот на 2006 година).

Во првото полугодие на 2007 година, пласманите со рок на достасување над деведесет дена (злато и хартии од вредност кои се чуваат до достасување), во просек, учествуваа со 8,17% во вкупните пласирани девизни резерви и беа на пониско ниво во однос на 2006 година, кога во просек учествуваа со 10,62%. Намалувањето на пласманите со оваа рочност е резултат на достасувањето на хартиите од вредност од портфолиото на Народната банка, кои се чуваа до достасување.

Според структурата на пласманите на девизните резерви по видови инструменти, најголем дел од девизните резерви, во просек 61,35%, и во првото

¹⁶ Имено, хартиите од вредност во кои се пласираат девизните резерви се тргуваат на ликвидни секундарни пазари и врз таа основа се класифицираат како пласмани со рок на достасување од три до седум дена.

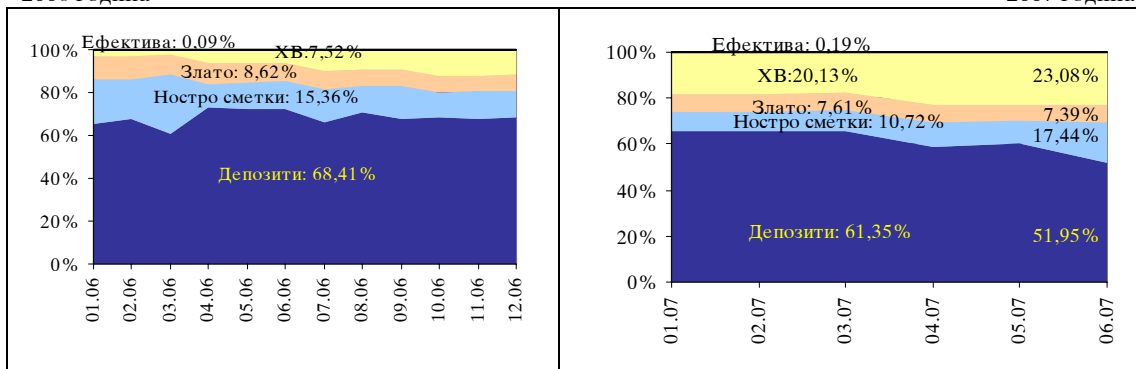
полугодие на 2007 година беа пласирани во депозити кај странските банки. (графикон 12).

Графикон 12

Структура на пласманите по инструменти

2006 година

2007 година



Пласманите на девизните резерви во хартии од вредност го продолжија трендот на зголемување, при што во просек, учествуваа со 20,13% во вкупните девизни резерви, наспроти нивното просечно учество од 7,52% во 2006 година. Зголемувањето на учеството на портфолио-инвестициите во девизните резерви продолжува и во 2007 година 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 владите на европските земји (германски француски и холандски државни хартии од вредност), потоа во германски и француски колатерализирани обврзници и инструменти на БИС. Пласманите во хартии од вредност во САД-долари, во најголем дел, беа во долговни хартии од вредност издадени од страна на Владата на САД, а во помал дел во агенциски хартии од вредност и инструменти на БИС.

Во првото полугодие на 2007 година, просечното учество на девизите на ностро-сметките изнесуваше 10,72% и беше пониско во однос на просечното учество на девизните средства на ностро-сметките во 2006 година, кога изнесуваше 15,36%, што беше во согласност со одржувањето на основната вредност на ликвидносното портфолио.

Просечното учество на златото¹⁷ во девизните резерви изнесуваше 7,61% и беше пониско во однос на претходната година, кога во просек изнесуваше 8,62%. Притоа, и покрај порастот на цената на златото на светските пазари¹⁸, 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.

Ефективните странски средства за плаќање учествуваа, просечно, со 0,19% 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.

¹⁷ Златото пласирано кај странските банки има карактеристики што се во согласност со стандардите на Лондонската асоцијација на трговци со благородни метали (London Good Delivery Standard), што овозможува негово соодветно пазарно вреднување.

¹⁸ Цената на златото на крајот на 2006 година изнесуваше 635,7 САД-долари, додека на крајот на јуни 2007 година изнесуваше 648,5 САД-долари за унџа.

4.3. Валутен ризик

Валутната структура на девизните резерви е условена од валутната структура на потребите за интервенирање на девизниот пазар и на кредитните обврски на Народната банка и државата кон странство (графикон 13).

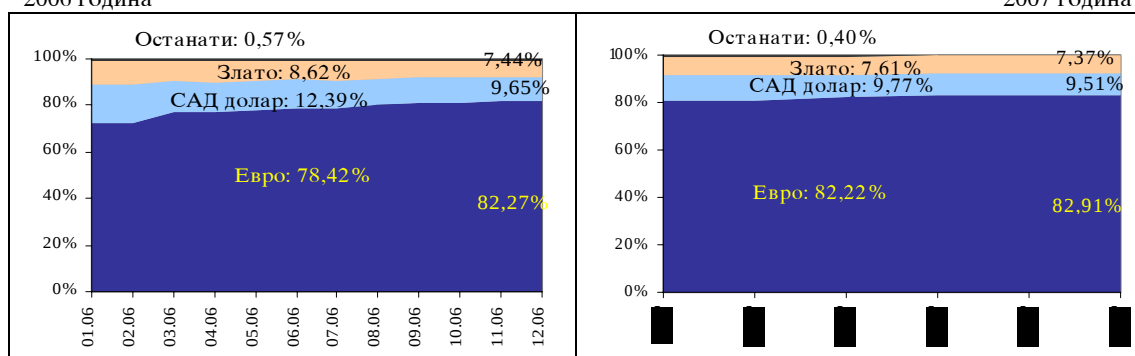
Во таа смисла, во првото полугодие на 2007 година еврото доминираше во валутната структура на девизните резерви (просечно 82,22%), при што забележа зголемување во однос на претходната година (кога во просек изнесуваше 78,42%). Порастот на учеството на еврото во валутната структура на девизните резерви е резултат на остварениот нето-откуп на девизни средства, врз основа на интервенциите на девизниот пазар.

Графикон 13

Структура на пласманите по валути

2006 година

2007 година



Релативното учество на САД-доларот во вкупната валутна структура на девизните резерви имаше тренд на намалување, при што во просек изнесуваше 9,77%, наспроти 12,39%, колку што во просек изнесуваше во 2006 година. Намалувањето на учеството на САД-доларот во валутната структура се должи на ограничувањето на износот на САД-долари на ниво коешто е во согласност со потребите за извршување на обврските кон странство, без изложување на валутен ризик, како и поради трендот на депрецијација на неговата вредност на меѓународниот девизен пазар.

Покрај еврото и САД-доларот, во валутната структура на девизните резерви беа застапени и неколку други валути¹⁹ (просечно 0,40%), чиј износ беше доволен за обезбедување тековна ликвидност при плаќањата кон 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.

Во првото полугодие на 2007 година, Народната банка продолжи постепено да го гради портфолиото на хартии од вредност, во форма на *шест-портфолио*, како дел од вкупното инвестициско портфолио на девизните резерви. Имајќи ја предвид постојната структура на инвестициското портфолио, каде што доминираат

¹⁹ Австралиски долар, канадски долар, швајцарски франк, данска круна, норвешка круна, британска фунта, јапонски јен, шведска круна и СПВ.

банкарските депозити, како и определбата за постепено формирање на портфолиото на хартии од вредност, основната модифицирана дурација се применуваше само врз тест-портфолиото. Основната модифицирана дурација на тест-портфолиото во евра изнесуваше 9 месеци, додека основната модифицирана дурација на тест-портфолиото во САД-долари изнесуваше 12 месеци. Во таа насока, тест-портфолијата се формираа 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.

4.5. Вредност изложена на ризик

Заради мерење на ефектот на пазарните ризици²⁰ врз вредноста на девизните резерви, Народната банка го применува концептот на „вредност изложена на ризик“ (Value at Risk или VAR). Со методологијата „VAR“ се проценува колку може да се намалат девизните резерви поради флукуација на цените и поради промена на девизните курсеви на валутите, што ги сочинуваат девизните резерви со 99%²¹ ниво на доверба, за временски интервал од десет дена. Флукуациите на цените на инструментите и на девизните курсеви се определуваат според историските промени на цените и девизните курсеви на инструментите и валутите што ги сочинуваат девизните резерви на крајот на месецот.

Во јуни 2007 година, изложеноста на девизните резерви со кои управува Народната банка (вредност изложена на ризик), во поглед на флукуациите на цените на инструментите и девизните курсеви во однос на еврото, изнесуваше 8,98 милиони евра (0,63% од девизните резерви). Притоа, „VAR“ од промената на девизниот курс (вклучува промена на цена на златото) изнесува 8,50 милиони евра, а „VAR“ од промената на цените на инструментите во кои се инвестирани девизните резерви изнесува 0,48 милиони евра.

Преку пресметка на компонентна „VAR“ може да се изврши разложување на валутниот ризик на девизните резерви на Народната банка. Анализата на компонентната „VAR“ укажува на тоа дека 85% од „VAR“ од промената на девизниот курс произлегува од флукуациите на цената на златото, а само околу 15% од пресметаната „VAR“ произлегуваат од флукуацијата на девизниот курс на САД-доларот во однос на еврото. Одлуката за чување злато во девизните резерви на Република Македонија претставува стратешка одлука на Народната банка, имајќи го предвид значењето на златото како резервно средство за инвестирање. Диверзификацијата на девизните резерви ја наметнува потребата дел од девизните резерви да се чуваат во САД-долари, како доминантна резервна валута во светски рамки.

5. Заклучок

Во првата половина од 2007 година, девизните резерви на Република Македонија остварија незначителен пораст од 1,7 милиони евра во однос на крајот на 2006 година и, со состојба 30.06.2007 година, изнесуваа 1.418,4 милиони евра. Врз нивото на девизните резерви значајно влијание имаа два фактора кои меѓусебно се неутрализираа. Имено, предвремената отплата на долгот кон Парискиот клуб на кредитори (78,8 милиони евра) и отплатата на дел од долгот кон Светската банка (96,4 милиони евра) влијаеја во насока на намалување на

²⁰ Во рамки на пазарните ризици се опфатени каматниот и валутниот ризик.

²¹ Според Базелската спогодба од 1998 година, се препорачува при пресметката на „VAR“ да се користи ниво на доверба од 99%, за временски интервал од десет дена.

девизните резерви. Од друга страна, откупот на девизи врз основа на интервенции на девизниот пазар ги неутрализираше овие одливи на девизните резерви. Исто така, значаен извор за пораст на девизните резерви беа и приходите остварени од пласирањето на девизните резерви во износ од 22,46 милиони евра.

Во текот на првото полугодие од 2007 година, Народната банка продолжи со развивање на стратегијата за управување со девизните резерви во согласност со трендовите на меѓународните финансиски пазари, како и со искуствата на централните банки во развиените земји. Во таа смисла, се изврши натамошна диверзификација на инвестициското портфолио, во насока на зголемување на инвестициите во хартии од вредност. Покрај државните хартии од вредност беа воведени и нови инструменти во кои се пласираат девизните резерви, кои се одликуваат со висок кредитен рејтинг и за кои постојат ликвидни секундарни пазари, а истовремено носат повисок принос.