



**Извештај  
за управувањето и ракувањето со девизните резерви  
во првото полугодие на 2008 година**

**август, 2008 година**

## Содржина

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 1. Вовед _____                                             | 3  |
| 2. Девизни резерви во првата половина од 2008 година _____ | 3  |
| 3. Цели на инвестициската стратегија за 2008 година _____  | 4  |
| 4. Инвестирање на девизните резерви _____                  | 5  |
| 5. Ризици при пласирање на девизните резерви _____         | 6  |
| Валутен ризик _____                                        | 7  |
| Кредитен ризик _____                                       | 7  |
| Ликвидносен ризик _____                                    | 8  |
| Каматен ризик _____                                        | 9  |
| 6. Резиме _____                                            | 10 |

## 1. Вовед

Во согласност со Законот за Народната банка на Република Македонија, со девизните резерви на Република Македонија управува и ракува Народната банка на Република Македонија. Управувањето со девизните резерви е функција на Народната банка која е тесно поврзана со спроведувањето на монетарната политика, одржувањето на стабилноста на домашната валута и одржувањето на кредибилитетот на Република Македонија на меѓународните финансиски пазари.

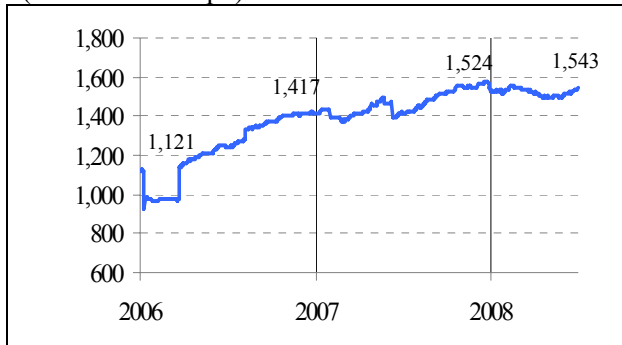
Основни принципи при управувањето со девизните резерви на Народната банка се принципот на сигурност и ликвидност, и во тие рамки, и профитабилност - максимализирање на приносот од инвестирањето. Во функција на ефикасно управување со девизните резерви и спроведување на основните принципи на инвестирањето, Народната банка применува три портфолија: ликвидносно, инвестициско портфолио и портфолио во злато.

Народната банка ги инвестира девизните резерви во сигурни и ликвидни финансиски инструменти. Од почетокот на годината доминантни инструменти се должничките хартии од вредност (записи и обврзници) издадени од влади и владини организации од земјите на еврозоната и САД, должничките хартии од вредност на меѓународните финансиски институции, како и други инструменти со фиксен принос.

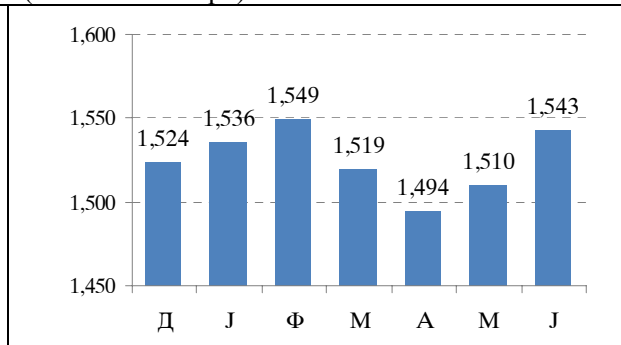
## 2. Девизни резерви во првата половина од 2008 година

Девизните резерви со состојба 30.06.2008 година изнесуваат 1.543,4 милиони евра и во однос на 31.12.2007 година се зголемени за 19<sup>1</sup> милиони евра.

Графикон 1  
Тренд на движење на девизните резерви  
(во милиони евра)



Графикон 2  
Состојба на девизните резерви  
(во милиони евра)



Извор: НБРМ.

Главни фактори коишто влијаеја врз нивото на девизните резерви на страната на приливот беа:

- Зголемувањето на задолжителната резерва како резултат на измената на методологијата за пресметка со која беше проширен опфатот на сметките коишто влегуваат во основата за задолжителна резерва. Истовремено, задолжителната резерва се зголеми и како резултат на порастот на депозитната база;
- Вклучувањето на износот на акумулираната пресметана камата за хартии од вредност<sup>2</sup> на почетокот на годината, заради пореално следење на пазарната вредност на девизните резерви;
- Остварените приходи од вложувањето на девизните резерви.

<sup>1</sup> Со исклучување на ефектот од влијанието на интервалутарните односи и ценовните промени на вредноста на златото, зголемувањето на девизните резерви во јуни е 22,5 милиони евра.

<sup>2</sup> Направената измена е во согласност со International reserves and foreign currency liquidity: Guidelines for a data template (Anne Y. Kester, IMF 2001).

Табела 1  
Фактори на влијание на нивото на девизни резерви  
(во милиони евра)

|                                           | 2008        |             | 2008        | 2007       |
|-------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|
|                                           | Q1          | Q2          | јан - јуни  | јан - јуни |
| интервенции на девизниот пазар            | -15,4       | 11,0        | -4,4        | 213,2      |
| транзакции за сметка на државата          | -34,4       | 2,3         | -32,1       | -13,1      |
| отплата на долг                           | -3,9        | -3,5        | -7,4        | -227,9     |
| задолжителна резерва во девизи            | 20,8        | 7,6         | 28,4        | 9,4        |
| пресметана камата на хартиите од вредност | 11,0        | 5,3         | 16,3        | -          |
| остварени приходи                         | 9,8         | 5,7         | 15,5        | 22,5       |
| ценовни промени кај хартиите од вредност  | 3,7         | -4,8        | -1,1        | 1,1        |
| курсни разлики                            | -3,9        | 0,4         | -3,5        | -3,5       |
| останато                                  | 7,3         | -           | 7,3         | -          |
| <b>Вкупно</b>                             | <b>-5,0</b> | <b>24,0</b> | <b>19,0</b> | <b>1,7</b> |

Извор: НБРМ.

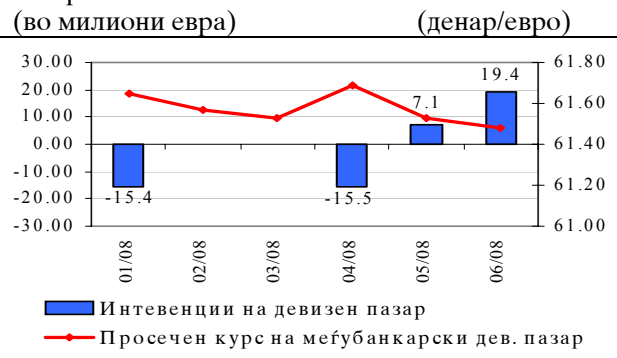
Од друга страна, позначајни одливи од девизните резерви имаше како резултат на интервенциите на Народната банка на девизниот пазар и врз основа на нето-продажбите на девизи за потребите на државата.

Како резултат на продлабочување на дефицитот во надворешнотрговската размена и намалените приливи врз основа на тековни трансфери (движења што отпочнаа во последниот квартал од 2007 година), во јануари на меѓубанкарскиот пазар се јави зголемена побарувачка за девизи којашто доведе до пораст на меѓубанкарскиот девизен курс. Во такви услови, Народната банка преку банките-поддржувачи изврши продажба на девизи во износ од 15,4 милиони евра. Повторното покачување на меѓубанкарскиот девизен курс во април,

придонесе кон тоа Народната банка да интервенира со продажба на девизи во износ од 15,5 милиони евра со што девизниот курс се стабилизира на ниво од 61,50 денари за едно евро. Во мај и јуни, како резултат на зголемувањето на нивото на девизни средства во банкарскиот систем, Народната банка оствари откуп на девизи од банките-поддржувачи во износ од 26,5 милиони евра.

Графикон 3

Интервенции на Народната банка и движење на девизниот курс на меѓубанкарскиот девизен пазар



### 3. Цели на инвестициската стратегија за 2008 година

Раководејќи се од принципите на сигурност, ликвидност и профитабилност, во декември 2007 година беше усвоена стратегијата за управување со девизните резерви во 2008 година. Притоа, беше утврдено минималното ниво на ризик при пласирањето на девизните резерви со истовремено обезбедување на оптимално ниво на поврат од пласманите на девизните резерви. Врз основа на утврдените преференци за прифатливо ниво на ризик и поврат од пласманите беа усвоени следните насоки за стратегија за инвестирање на девизните резерви:

- одржување на валутната структура на девизните резерви во согласност со валутната структура на потребите за интервенирање на девизниот пазар и на кредитните обврски на Народната банка и државата кон странство;

- одржување на ликвидносно портфолио заради обезбедување на потребната ликвидност за непречено спроведување на монетарната политика и политиката на девизниот курс на денарот, како и за редовно и навремено плаќање на обврските кон странство;

- натамошно зголемување на нивото на хартиите од вредност во рамките на инвестициското портфолио, заради зголемување на приходите од инвестирање на девизните резерви. За намалување на кредитниот ризик беше предвидено девизните резерви да се пласираат во државни хартии од вредност во земјите со кредитна оценка од најмалку Aa3 според „Мудис“ (Moody's) и AA- според „СиП“ (S&P), колатерализирани обврзници, еврообврзници, инструменти на БИС, државни хартии од вредност на САД и агенциски обврзници;

- одржување на основното прилагодено времетраење (target modified duration) за портфолиото на хартии од вредност во евра од девет месеци и основно прилагодено времетраење (target modified duration) за портфолиото на хартии од вредност во САД долари од дванаесет месеци. Подолгото прилагодено времетраење (modified duration) кај ова портфолио беше предвидено имајќи ги предвид очекувањата за натамошно намалување на каматните стапки во текот на 2008 година. Дозволените отстапувања во однос на основното прилагодено времетраење (target modified duration) изнесуваа ±1,5 месеци;

- дел од инвестициското портфолио во евра и во САД-долари да продолжи да се инвестира во депозити со рок на достасување до три месеци.

Истовремено, беа анализирани очекувањата на пазарните учесници за идните движења на меѓународните финансиски пазари, заради согледување на ефектите од пласманите на девизните резерви. Притоа, беше очекувано дека во 2008 година ќе продолжи намалувањето на референтната каматна стапка од страна на централната банка на САД (којашто на крајот на 2007 година изнесуваше 4,25%), додека во еврозоната се очекуваше каматните стапки да останат на нивото од претходната година (коишто на крајот на 2007 година изнесуваа 4%). Претпоставките за движењата на каматните стапки во САД и во еврозоната беа врз основа на економските показатели и мерките и приоритетите коишто ги имаат предвид централните банки на овие две економии. Така, централната банка на САД се фокусира на одржувањето на економскиот раст и справувањето со последиците од финансиската криза којашто отпочна во 2007 година, додека Европската централна банка се фокусираше на растечката инфлација.

#### 4. Инвестирање на девизните резерви

Следењето на зададените насоки од инвестициската стратегија ја определи структурата на девизните резерви во првото полугодие од 2008 година. Така, уште во текот на првиот квартал, значаен дел од девизните резерви беше инвестиран во висококвалитетни хартии од вредност со што се намали изложеноста кон банкарските депозити, без намалување на профитабилноста на пласманите. Притоа, во структурата на девизните резерви по инструменти, релативното учество на хартиите од вредност се зголеми на 73,2%, просечно, за периодот, во споредба со просечното учество од 25,1% во текот на 2007 година.

Од друга страна, просечното учество на депозитите се намали за околу 50 процентни поени, додека просечното учество на златото умерено се зголеми како резултат на порастот на цената.

Табела 2

Структура на девизните резерви по инструменти

|                               | 2007 | (во %)<br>јан - јуни 2008 |
|-------------------------------|------|---------------------------|
| хартии од вредност            | 25,1 | 73,2                      |
| девизи на сметки во странство | 12,4 | 14,9                      |
| злато                         | 7,6  | 8,5                       |
| депозити                      | 54,7 | 3,3                       |
| ефектива и чекови             | 0,2  | 0,1                       |

забелешка: просечни состојби за периодот.

Извор: НБРМ.

Цената на златото оствари позначаен раст, при што на крајот од првото полугодие на 2008 година изнесуваше 932,75 САД-долари за унца, за разлика од 836,5 САД-долари за унца на крајот на декември 2007 година. Порастот на цената на златото беше резултат на зголемената побарувачка за злато како алтернативно инвестициско средство за заштита од инфлација.

При пласирање на девизните резерви во хартии од вредност, Народната банка ги имаше предвид тековните движења на меѓународните пазари, коишто беа под влијание на хипотекарната криза и зголемен кредитен ризик.

Табела 3

Структура на хартиите од вредност во кои се пласирани девизните резерви (во %)

|                                           | 2007 | јан. - јуни 2008 |
|-------------------------------------------|------|------------------|
| државни хартии од вредност                | 72,5 | 88               |
| коллатерализирани обврзници <sup>3</sup>  | 9,2  | 3,7              |
| агенциски хартии од вредност <sup>4</sup> | 2,3  | 0,8              |
| хартии од вредност на БИС <sup>5</sup>    | 16   | 7,5              |

забелешка: за 2007 година е прикажана состојбата на крајот на периодот, за 2008 година се прикажани просечните состојби за периодот.

Извор: НБРМ.

Во текот на првото полугодие, движењата на каматните стапки на меѓународните пазари беа во рамки на предвидувањата на Народната банка. Така, референтната каматна стапка на ЕЦБ во првата половина од 2008 година остана непроменета, односно на ниво од 4% како резултат на оценката дека ризикот за ценовна стабилност на среден рок бележи нагорен тренд, во услови на раст на цената на нафтата и храната. Од друга страна, заради поттикнување на економскиот раст, централната банка на САД презеде серија намалувања на референтната каматна стапка, којашто го достигна нивото од 2%.

Движењата на меѓународните пазари, како и применуваната инвестициска стратегија во текот на првото полугодие од 2008 година влијаеја врз нивото на приходите реализирани врз основа на управувањето со девизните резерви. Притоа, приходите врз основа на пласманите во хартии од вредност<sup>6</sup> изнесуваа 17,6 милиони евра, додека приходите врз основа на депозити<sup>7</sup> изнесуваа 6,5 милиони евра. Имајќи ги предвид сите елементи, вкупните реализирани приходи врз основа на управување со девизните резерви изнесуваа 24,1 милиони евра во првото полугодие од 2008 година.

## 5. Ризици при пласирањето на девизните резерви

Народната банка управува со финансиските ризици при пласирањето на девизните резерви во согласност со Политиката на управување и ракување со девизните резерви на Република Македонија, донесена од страна на Советот на Народната банка и во согласност со Правилата за пласирање и чување на девизните резерви, донесени од страна на гувернерот.

При утврдување на насоките на инвестициската стратегија за 2008 година, појдовна основа беше утврдување на прифатливо ниво на ризик и рамките на

<sup>3</sup> Должнички хартии од вредност обезбедени со побарувања од органи на државната власт во Германија и други земји на евро-зона.

<sup>4</sup> Должнички хартии од вредност на американските агенции со имплицитна гаранција на Владата на САД (Government Sponsored Enterprises - GSEs).

<sup>5</sup> Должнички хартии од вредност на меѓународни финансиски институции

<sup>6</sup> Во приходите од хартиите од вредност влегуваат: пресметаната и остварената камата, и остварените ценовни промени.

<sup>7</sup> Во приходите од депозитите влегуваат: каматата од орочени депозити, каматата од депозити преку ноќ и каматата од ностро-сметки.

изложеност кон финансиските ризици при пласирањето на девизните резерви. Изложеноста на девизните резерви кон финансиските ризици се следеше на дневна основа и во текот на првото полугодие од 2008 година беа почитувани квантитативните лимити коишто се користат за управување со различните типови на финансиски ризици.

### Валутен ризик

Валутната структура на девизните резерви зависи од применуваната монетарна стратегија на одржување на „де факто“ фиксен девизен курс на денарот во однос на еврото. Во таа смисла, 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. Така, во првото полугодие на 2008 година еврото доминира во валутната структура на девизните резерви. Релативното учеството на САД-доларот во вкупната валутна структура на девизните резерви имаше тренд на намалување, што се должи на трендот на намалување на неговата вредност на меѓународниот девизен пазар (за 7,19% во однос на 31.12.2007 година).

Табела 4

Валутна структура на девизните резерви (во %)

|           | 2007 | јан - јуни 2008 |
|-----------|------|-----------------|
| евро      | 83   | 83,6            |
| САД-долар | 9,1  | 7,7             |
| злато     | 7,6  | 8,5             |
| останати  | 0,3  | 0,2             |

забелешка: просечни состојби за периодот.

Извор: НРБМ.

### Кредитен ризик

При управувањето со кредитниот ризик, Народната банка применуваше две нивоа на контрола:

1. Следење на почитувањето на критериумот за пласирање на девизните резерви во финансиски институции и држави коишто поседуваат најмалку кредитна оценка Аа3/АА-, согласно со меѓународните рејтинг-агенции „Мудис“ (Moody's) и „Стандард и Пурс“ (Standard&Poor's). Истовремено, на квартална основа се следеа оценките на сите финансиски институции и држави каде што се пласираат девизните резерви;

2. Следење на квантитативните лимити на пласманите на девизните резерви во поединечните финансиски институции и држави, со што се обезбедуваше диверзификација на кредитниот ризик. Следењето на утврдените лимити се вршеше на дневна основа.

Во согласност со поставената рамка за управување со кредитниот ризик, структурата на девизните резерви по институции и кредитна оценка покажува дека најзначаен дел од девизните резерви се пласира во државни хартии од вредност и во централните банки на државите со највисока кредитна оценка. Истовремено и пласманите во колатерализирани и агенциски хартии од вредност имаат највисока кредитна оценка Ааа, односно ААА.

Табела 5

Структура на девизните резерви по институции и кредитна оценка на 30.06.2008 година (во %)

| опис                                | Ааа/ААА | Аа1/АА+ | Аа2/АА | Аа3/АА- | Понизок од Аа3/АА- | Без рејтинг | Вкупно |
|-------------------------------------|---------|---------|--------|---------|--------------------|-------------|--------|
| Држави и централни банки            | 82.5    | 0.0     | 0.0    | 0.0     | 0.0                | 0.0         | 82.5   |
| Комерцијални банки                  | 0.1     | 0.0     | 5.2    | 3.2     | 0.5                | 0           | 9.1    |
| Колатерализирани хартии од вредност | 2.3     | 0.0     | 0.0    | 0.0     | 0.0                | 0.0         | 2.3    |

|                              |      |     |     |     |     |     |       |
|------------------------------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-------|
| Агенциски хартии од вредност | 0.5  | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.5   |
| БИС и ММФ                    | 0.0  | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 5.4 | 5.4   |
| НБРМ                         | 0.0  | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1   |
| Вкупно:                      | 85.5 | 0.0 | 5.2 | 3.2 | 0.6 | 5.4 | 100.0 |

Извор: НБРМ.

Девизните резерви инвестирани во депозити беа пласирани кај комерцијалните банки што ги задоволуваат предвидените критериуми за кредитна оценка. Останатите средства во комерцијалните банки со кредитна оценка пониска од Аa3 според „Мудис“ (Moody's), или AA- според „Стандард и Пурс“ (Standard&Poog's), се користат за потребите на платниот промет со странство, а мал дел од девизните резерви (0,1%) се наоѓа во трезорот на Народната банка.

Доминантното учество на еврото во валутната структура услови најголем дел од девизните резерви да биде пласиран во земјите-членки на Европската монетарна унија.

Табела 6

Изложеност на пласманите на девизните резерви по земји на 30.06.2008 година

|                | (во милиони евра) | %    |
|----------------|-------------------|------|
| ЕМУ            | 1.208             | 78,2 |
| САД            | 87                | 5,7  |
| останати земји | 164               | 10,6 |
| БИС            | 83                | 5,4  |
| ММФ            | 1                 | 0,1  |
| вкупно         | 1.543             | 100  |

Извор: НБРМ.

### Ликвидносен ризик

Ликвидносниот ризик при пласирањето на девизните резерви се контролира преку одржување утврдено ниво на ликвидносното портфолио. Ликвидносното портфолио се пласира во краткорочни инструменти, што заедно со рамномерната распределба на достасувањето, обезбедува висока расположливост и ликвидност на средствата. Истовремено, пласирањето на инвестициското портфолио во ликвидни хартии од вредност овозможува флексибилно управување со ликвидносниот ризик. Во согласност со потребата за одржување на ликвидност на пласманите, 30% од инвестираните средства имаат преостаната рочност до две недели.

Табела 7

Структура на девизните резерви по преостанатата рочност на пласманите на 31.06.2008 година (во %)

|                         | 2007 | јуни 2008 |
|-------------------------|------|-----------|
| по видување             | 12,2 | 16,3      |
| до 2 дена               | 6,8  | 0         |
| од 3 до 14 дена         | 21,4 | 13,5      |
| од 15 дена до 1 месец   | 20,7 | 1         |
| од 1 до 3 месеци        | 4,7  | 8,3       |
| од 3 до 6 месеци        | 4,0  | 12,6      |
| од 6 до 9 месеци        | 7,2  | 13,3      |
| од 9 месеци до 1 година | 3,5  | 4,4       |
| од 1 до 2 години        | 9,6  | 15,8      |
| од 2 до 3 години        | 9,9  | 12,5      |
| од 3 до 4 години        | 0    | 2,3       |
| од 4 до 5 години        | 0    | 0         |
| над 5 години            | 0    | 0         |

Извор: НБРМ.

Поголемата застапеност на инвестициите на подолг рок се должи на зголемените инвестиции во хартии од вредност, за кои постојат длабоки и ликвидни секундарни пазари каде што брзо може да се дојде до дополнителна ликвидност во случај на потреба.

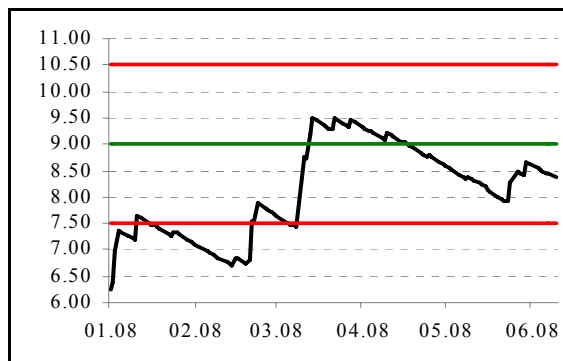
### Каматен ризик

При управувањето со каматниот ризик, Народната банка се раководеше од основното прилагодено времетраење (target modified duration) на инвестициското портфолио во евра и САД-долари и рамките на минимално и максимално отстапување. Притоа, со утврдување на прилагоденото времетраење (modified duration) беше одредена максималната изложеност на девизните резерви, доколку дојде до зголемување на каматните стапки. Во таа смисла, при претпоставен раст на каматните стапки за 100 базични поени, изложеноста на девизните резерви на каматниот ризик изнесуваше приближно 8,69 милиони евра, или 0,6% од девизните резерви.

На почетокот на годината прилагоденото времетраење (modified duration) се одржуваше под минималното дозволено отстапување (графикон 4 и 5), заради значајното учество на депозитите со рок на достасување до три месеци. Со завршување на процесот на трансформација на пласманите на девизните резерви, од депозити во хартии од вредност, на почетокот на февруари прилагоденото времетраење (modified duration) беше доведена во рамки на дозволените отстапувања. Со состојба на 30.06.2008 година прилагоденото времетраење (modified duration) на инвестициското портфолио во евра и во САД-долари изнесуваше 8,39 месеци и 10,96 месеци, соодветно.

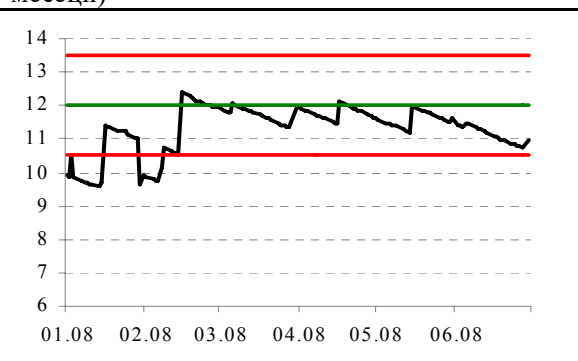
Графикон 4

Прилагодено времетраење (modified duration) на инвестициското портфолио во евра (во месеци)



Графикон 5

Прилагодено времетраење (modified duration) на инвестициското портфолио во САД-долари (во месеци)



Извор: НБРМ.

\*\*\*

За следење на изложеноста на девизните резерви кон пазарните ризици, Народната банка дополнително го применува концептот на „вредност изложена на ризик“ (Value at Risk или VAR)<sup>8</sup>. Во јуни 2008 година, изложеноста на девизните резерви во поглед на флукуациите на цените на инструментите и девизните курсеви во однос на еврото, изнесуваше 12,54 милиони евра, или 0,81% од девизните резерви. Анализата на компонентната VAR упатува на тоа дека 96% од вредноста изложена на ризик произлегува од флукуациите на цената на златото, а само околу 4% од пресметаната

<sup>8</sup> 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% ниво на доверба, за временски интервал од десет дена.

ВАР произлегува од флукуацијата на девизниот курс на САД-доларот во однос на еврото.

## 6. Резиме

Во првата половина од 2008 година, девизните резерви забележаа пораст од 1,2% во однос на состојбата на крајот на 2007 година.

При пласирањето на девизните резерви се применуваа насоките утврдени со инвестициската стратегија и во таа смисла, беа зголемени пласманите во хартии од вредност. Водејќи сметка пред сè за сигурноста на пласираните девизни резерви, инвестициите беа насочени кон државни хартии од вредност. Доминантното учество на еврото во валутната структура придонесе за најзначајно инвестирање на девизните резерви во земји од еврозоната, при што беа почитувани критериумите на кредитна изложеност. Во текот на првата половина од 2008 година се почитуваше поставената рамка за управување со каматниот ризик.

Движењата на меѓународните пазари, како и применуваната инвестициска стратегија во текот на првото полугодие од 2008 година, овозможиле остварување на приходи врз основа на управувањето со девизните резерви во износ од 24,1 милиони евра.