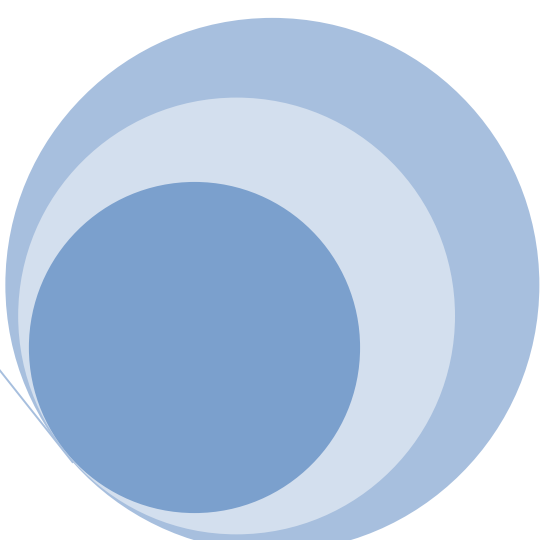


ИНФОРМАЦИЈА ЗА СТАБИЛНОСТА НА ДЕВИЗНИОТ КУРС ВО 2010 ГОДИНА

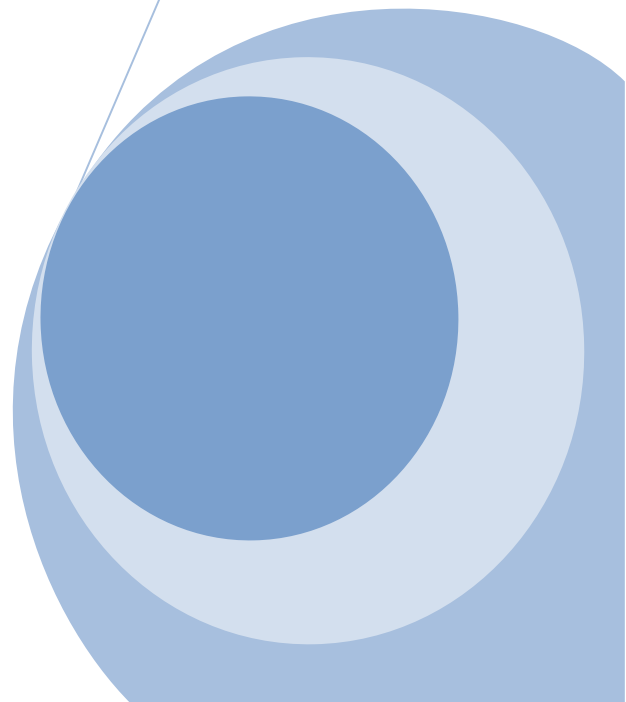
Изготвил:

Ристо Хаџи-Мишев,
Советник за специфични прашања
Сектор за управување со ризици

Скопје, март 2010 година



СТОПАНСКА БАНКА АД - СКОПЈЕ
членка на NBG групацијата



Оваа анализа има цел да го оцени ризикот од потенцијална корекција на девизниот курс на денарот во однос на еврото во текот на 2010 година. Со цел да се утврди девизниот ризик, анализата разработува три клучни прашања: прво, **оценка на адекватноста на девизните резерви**, второ, **движења во платниот биланс** и трето, **односот помеѓу девизниот ризик и премијата за девизен ризик**.

1. ОЦЕНКА НА АДЕКВАТНОСТА НА ДЕВИЗНИТЕ РЕЗЕРВИ

На почетокот на кризата, во есента на 2008 година, девизните резерви беа на ниво од 1,7 милијарди ЕУР. До мај 2009 година, како резултат на интервенциите на Централната банка на девизниот пазар (нето продажба на девизни резерви во вредност од 500 милиони евра) во насока на одбрана на курсот, девизните резерви паднаа на ниво под 1,2 милијарди ЕУР. Меѓутоа, до крајот на годината, резервите надоместија голем дел од загубите и достигнаа ниво од 1,6 милијарди ЕУР. Со цел да се процени дали ова ниво на резерви е соодветно, користиме три стандардни критериуми за оценка на адекватноста на резервите: **покриеност на увозот со резерви**, **правилото на Greenspan-Guidotti** и **покриеност на широката дефиниција за парите со резерви**. Иако овие мерки се неформални и едноставни правила кои се засноваат на општа економска интуиција, тие прилично добро функционираат во емпириските проучувања за адекватност на резервите и на тој начин обезбедуваат корисни насоки за креаторите на економската политика но и за економските агенти.

ПОКРИЕНОСТ НА УВОЗОТ СО РЕЗЕРВИ

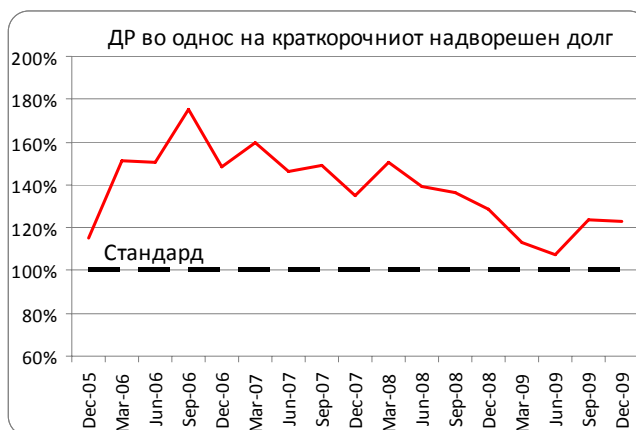
Следење на определен стандард базиран на увозот за оценка на адекватноста на резервите обично се препорачува за мали и отворени пазарни економии, каде надворешниот сектор е главниот извор на нестабилност на девизниот курс. Најпопуларното правило во оваа група е дека државата треба да ги одржува девизните резерви на ниво доволно за да се покрие увозот во период од три месеци. Со тоа би се создало еден вид амортизер во случај на ненадеен пад на приходите од извоз или загуба на пристапот до надворешно



финансирање. Во овој контекст, девизните резерви на Македонија, во износ од 1,6 милијарди ЕУР на крајот на 2009 година, се комотно над ова тримесечно правило и блиску до највисоките вредности на овој показател во последните седум години. Освен тоа, вредноста на индикаторот во 2010 година е близу до неговото ниво во периодот 2006-2007 година, период во кој во банкарскиот сектор се појави карактеристичен тренд на конверзија на девизните депозити во депозити во локална валута. Ваквата конверзија во периодот 2006-2007 година отсликуваше зголемена доверба на јавноста во вредноста на домашната валута и следствено понизок девизен ризик. Сепак, вредноста на овој показател за адекватност на девизните резерви на Македонија на крајот на 2009 година е под средната вредност на пазарите во развој, каде резервите обезбедуваат 6 месечно покритие на увозот, и пазарите во развој со режим на фиксен девизен кои имаат средна вредност на показателот од 5,7 месеци.

ПРАВИЛОТО НА GREENSPAN-GUIDOTTI

Друг познат критериум за адекватност на резервите е правилото на Greenspan-Guidotti. Правилото гласи: За да се обезбеди стабилност на домашната валута, земјите треба да одржуваат ниво на девизни резерви најмалку еднакво на 100% од вредноста на нивниот краткорочен надворешен долг. Овде основната идеја е дека



доколку земјата располага со девизни резерви еднакви или поголеми од вкупниот надворешен долг кој доспева во следната година, истата се смета за способна да ги сервисира своите надворешни обврски дури и за време на финансиска криза и, од тој аспект ризикот од валутна криза е мал. Со резерви кои покриваат 123% од краткорочниот надворешен долг на земјата на крајот 2009 година, Македонија лесно го положува тестот на Greenspan-Guidotti за адекватност на резервите.

ПОКРИЕНОСТ НА ШИРОКАТА ДЕФИНИЦИЈА ЗА ПАРИТЕ СО РЕЗЕРВИ

Показателите за адекватност на резервите базирани на паричната маса се користат за мерење на ризикот од појава на валутна криза, предизвикана од одлив на капитал од земјата. На пример, големата понуда на пари во однос на официјалните девизни резерви на Централната банка укажува на голем потенцијал за појава на валутна криза базирана на одлив на капитал, особено доколку побарувачката на пари

е нестабилна и постои слаб банкарски систем. Се разбира, оваа мерка може да биде помалку релевантна за земји кои немаат целосно либерализирана капитална сметка. Иако нема општ консензус за пожелниот коефициент на покриеност на широката дефиниција за парите, предложените вредности според

Wijnholds и Karpeyn (2001 година) се движат од 5% до 20% како „минимален“ праг за овој коефициент. Притоа долниот крај на коефициентот се смета за соодветен кај режими на флексибилен девизен курс, додека горниот праг кај режими на фиксен девизен курс. Меѓутоа, треба да се напомене дека кај мали економии, каде побарувачката на пари има

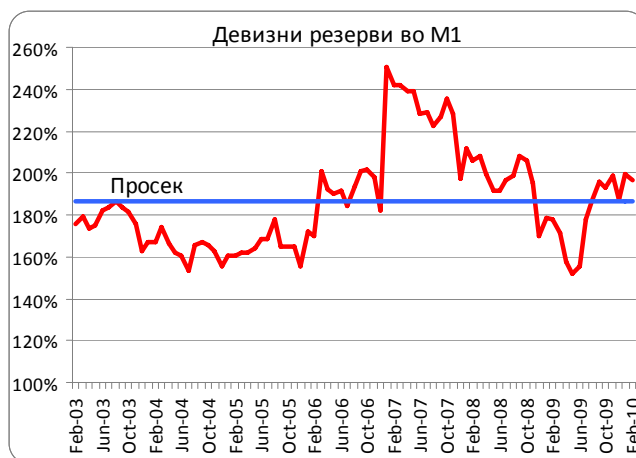
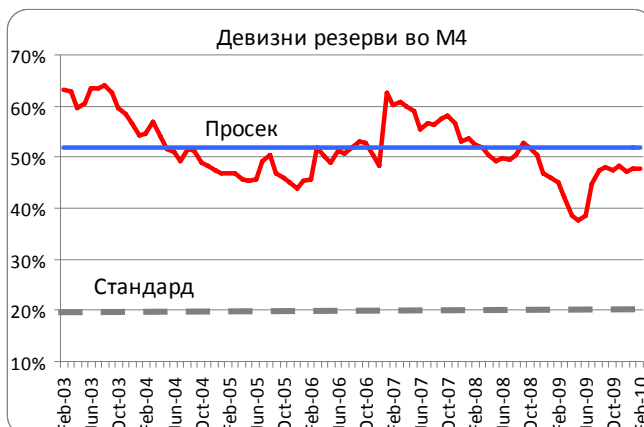
тенденција да биде нестабилна, пожелната вредност на овој индикатор треба да биде повисока од минималниот праг. Во секој случај, показателот на покриеноста на широката дефиниција на парите за Македонија покажува доволно ниво на резерви. Имено, покриеноста од 47,2% на Македонија е над средната вредност од 34% кај примерокот на економии во развој и 32% кај примерокот на економии во развој со фиксен девизен курс.

ЗАКЛУЧОК

Различните критериуми за адекватност на нивото на девизни резерви, разгледани во оваа анализа, укажуваат дека режимот на девизен курс во Македонија е поддржан со адекватно ниво на девизни резерви.

Индикатор	Правило	Економии во развој со фиксен девизен курс (средна вредност)	Македонија 2009
Покриеност на увозот со резерви	3 months	5.7 месеци	5.3 месеци
Резервите во однос на крат. над. долг	100%	150%	124%
Резерви во однос М4	20%	32%	47.2%

Извор: WEO, ММФ и пресметки на СБ



2. ДВИЖЕЊА НА ПЛАТНИОТ БИЛАНС

Анализата на тековните и очекуваните движења на платниот биланс е исто така од големо значење при оценка на стабилноста на девизниот курс. За таа цел потребна е проценка како на движењата на тековната сметка, така и на движењата на капиталната сметка. Таквата оценка е особено тешка во услови на зголемена неизвесност поврзана со идната економска активност и опоравувањето на светскиот финансиски систем. Меѓутоа, во општоприфатената макроекономска рамка за 2010 година, состојбата во надворешниот сектор на земјата се очекува да биде поповолна во споредба со 2009 година. Очекуваното зголемување на нерамнотежата во тековната сметка го одразува влошувањето на трговскиот дефицит во услови на очекуваниот пораст на цените на нафтата во 2010 година. Нето приливите од приватни трансфери се очекува да останат главен извор за финансирање на небалансираната трговска активност во 2010 година. На страната на капиталната и финансиската сметка, најзначајните капитални приливи во 2010 година се очекува да дојдат од странски директни инвестиции и зголемено задолжување на државата во странство. Поради ограничените домашни извори на финансирање, за финансирање на фискалниот дефицит (кој е планирано да изнесува 2,5% од БДП) најверојатно ќе биде потребно да се бара приватно надворешно финансирање (најверојатно уште една Евро обврзница). Свкупно, во основното сценарио, екстерниот сектор не се очекува да наметне притисок врз девизен курс. Имено, во основното сценарио, девизните резерви се проектирани да покриваат 5,1 месец на увоз, што претставува значителен амортизер за фиксниот девизен курс. Меѓутоа, бидејќи големиот дефицит на тековната сметка ја прави Македонија да биде зависна од надворешно финансирање, во сценарио анализата презентирана во табелата подолу, ги анализираме ефектите од можното влошување на претпоставките за капиталната сметка на основното сценарио. Имено, нашето Сценарио 1 ја зема предвид ситуацијата каде што фискалниот дефицит е главно финансиран од домашни извори и следствено, капиталните приливи од зголеменото надворешно позајмување на државата изнесуваат нула. Под оваа претпоставка, резервите покриваат 4,7 месеци на увоз и 40,6% од широката дефиниција за парите, при што двете сугерираат доволна покриеност на фиксниот девизен курс со девизните резерви. Понатаму, во второто сценарио, како надополнување на претпоставката за домашно финансирање на фискалното салдо, претпоставуваме дека и СДИ ќе останат на истото ниво како во 2009 година. Според ова сценарио, резервите се проектираат да покриваат четири месеци на увоз и 35,7% од широката дефиниција за парите. Очигледно, и двете анализирани сценарија не укажуваат на посериозно нарушување на стабилноста на девизниот курс во текот на 2010 како резултат на нерамнотежата во платниот биланс.

Платен биланс (во милиони евра)					
	2009	2010		2011	
	Фактички	Основно	Сценарио 1	Сценарио 2	Проекции
Тековна сметка	-483	-641	-641	-641	-526
(со исклучок на официјални трансфери)	-537	-681	-681	-681	-566
Трговско салдо (fob)	-1,551	-1,680	-1,680	-1,680	-1,493
Извоз	1,921	2,120	2,120	2,120	2,468
Увоз	-3,472	-3,800	-3,800	-3,800	-3,961
Услуги (нето)	28	19	19	19	21
Приходи (нето: вклучувајќи нето камати)	-92	-98	-98	-98	-136
Трансфери (нето)	1,131	1,118	1,118	1,118	1,082
Официјални	54	40	40	40	40
Приватни	1,078	1,078	1,078	1,078	1,042
Капитална и финансиска сметка	535	646	521	342	601
Капитална сметка (нето)	19	0	0	0	0
Финансиска сметка	516	646	521	342	601
Директни и портфолио инвестиции (нето)	276	506	381	202	514
Директни инвестиции	172	351	351	172	379
Портфолио инвестиции	104	155	30	30	135
Од што: Евро обврзница (нето)	175	125	0	0	100
Грешки и пропусти	17	0	0	0	0
Севкупна состојба	51	5	-120	-300	75
Промена во бруто дев. резерви (зголемување:-)	-69	-5	120	300	-75
Салдо на бруто девизни резерви	1,599	1,603	1,478	1,299	1,678
Девизни резерви (во месеци на увоз)	5.3	5.1	4.7	4.1	5.1
Девизни резерви (во М4)	47.2%	44.0%	40.6%	35.7%	

Извори: Пресметки на НБРМ, ММФ и СБ

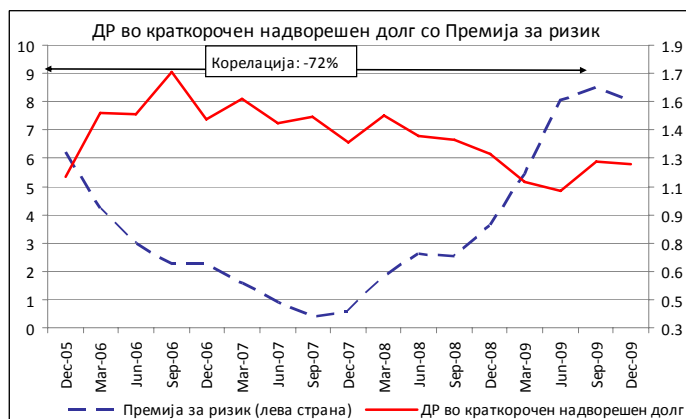
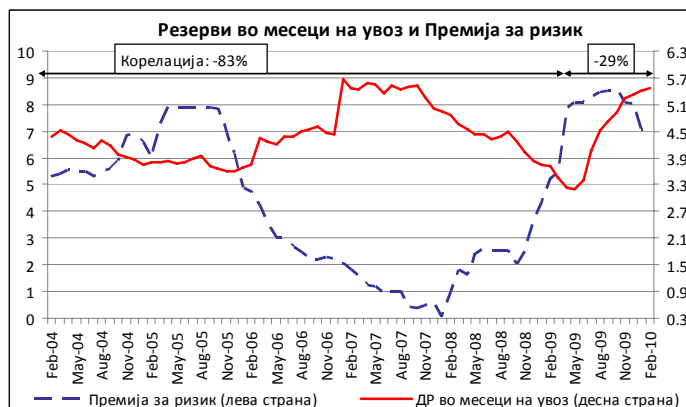
3. Однос помеѓу ризикот и премијата на ризик

Во овој дел од документот, го анализираме историскиот однос помеѓу девизниот ризик и премијата за девизниот ризик. За потребите на анализата, премијата на девизниот ризик се дефинира како разлика помеѓу каматната стапка на благајничките записи на Централната банка и стапката на месечниот ЕУРИБОР. Всушност тоа е опортунитетениот трошок за банките од пласирањето на нивните вишоци на ликвидност како депозити во странски банки наместо инвестирање во 28 дневни записи на ЦБ. Имајќи во предвид дека и двете варијанти се третираат како безризични инвестиции од аспект на кредитниот ризик, разликата помеѓу овие каматни стапки ја одразува само компензацијата што инвеститорот ја добива за превземање на ризикот од промена на вредноста на домашната валута. За мерење на



девизниот ризик, ги користиме трите стандардни индикатори како во првиот дел од документот.

Како што е презентирано во графиконите, во периодот Јануари 2005- Мај 2009 година, идентификувавме значајна статистичка врска помеѓу девизниот ризик и премијата на девизниот ризик. Имено, во текот на периодите на релативно високо ниво на девизни резерви, што имплицира низок девизен ризик, премијата на ризик имаше тенденција да биде пониска и обратно. Сепак, од третиот квартал на 2009 година, поради релативно брзиот пораст на девизните резерви, во услови на различна реакција на монетарната политика во Македонија и во Еврозоната, премијата на ризик дивергираше од нивото на ризик на таков начин што истата не го одразуваше ризикот од нестабилност на девизниот курс. Имено, тековната премија што ја добива инвеститорот за превземање на валутниот ризик на денарот е значително повисока во споредба со нејзината историска вредност за сличното ниво на девизен ризик (мерено со претходно наведените индикатори). Следствено, врз основа на историскиот однос помеѓу девизниот ризик и премијата за девизниот ризик, констатираме дека тековниот опортунитетен трошок од пласирање на вишокот на ликвидност на банките во странски банки е висок според историските стандарди, и тоа не само на номинална основа, туку, уште повеќе на основа прилагодена за соодветните ризици.



4. ЗАКЛУЧОК

Врз основа на различните аспекти анализирани во овој документ, доаѓаме до следниот заклучок:

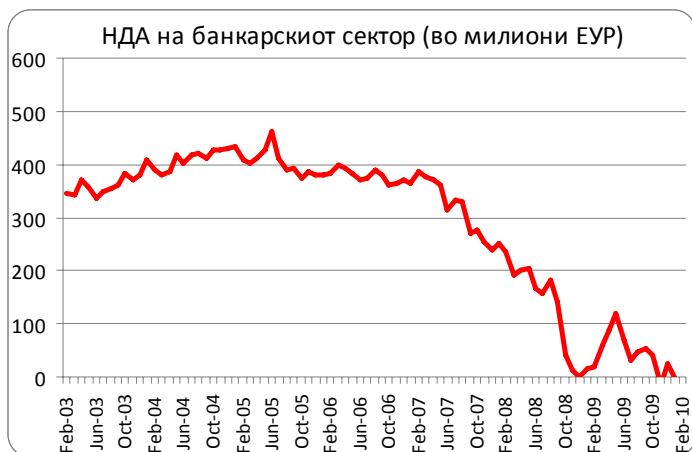
1. Трите популарни критериуми за адекватност на нивото на девизни резерви, анализирани во првиот дел од документот, сугерираат дека фиксниот девизен курс е поддржан од соодветно ниво на девизни резерви.

2. Во општо прифатената макроекономска рамка за 2010 година, екстерниот сектор не се очекува да наметне значителен притисок врз фиксниот девизен курс. Понатаму, дури и да се влошат и екстерните нерамнотежи (како што е претставено во сценаријата 1 и 2), амортизерот обезбеден од девизните резерви е доволен да ја сочува стабилноста на девизниот курс. Сепак, повисоките нерамнотежи генерирани со фундаменталните интерни дебаланси можат значително да ги намалат девизните резерви.

3. Тековната премија на девизен ризик се смета за висока, не само на номинална основа, туку уште повеќе на основа прилагодена за соодветните ризици.

Главните ризици идентификувани и поврзани со горенаведените заклучоци се:

1. Нето девизната актива (НДА) на банкарскиот сектор, која исто така се перцепира како амортизер за девизниот курс во услови на екстерна нерамнотежа, е ниска во споредба со нивото од пред кризата. Имено, НДА на банкарскиот сектор, на крајот на 2009 година, изнесуваше вкупно 24,8 милиони ЕУР, што е



значително помалаку во споредба со 183,2 милиони ЕУР во август 2008 година. Од тој аспект, официјалните девизни резерви на централната банка остануваат единствен извор за финансирање на екстерната нерамнотежа.

2. Презентираните заклучоци се базирани врз претпоставката за глобално економско опоравување и следствено, ризикот од рецесија со двојно дно [double-dip (W-shaped) recession] не се зема предвид. Имено, ако глобалната економија не се опоравува согласно проекциите, а аверзијата кон ризици кај инвеститорите остане на високо ниво, капиталните приливи во домашната економија можат значително да потфрлат во однос на проекциите, што, како последица, ќе креира повисок притисок врз девизниот курс.

3. Како дополнување на очекуваното опоравување на светската економија, друга претпоставка за оваа анализа е дека носителите на домашните економски политики ќе ги одржат нивните објавени макроекономски цели, што особено се однесува на фискалните расходи.

ПРИЛОГ

