

РЕПО ОПЕРАЦИИТЕ КАКО ИНСТРУМЕНТ НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА

**Доц.д-р Ристе Темјановски
м-р Виолета Темјановска**

АПСТРАКТ

Со репо трансакциите, хартиите од вредност се менуваат за парични средства со договор за реоткуп на хартиите на некој иден датум. Хартиите од вредност служат како колатерал кога се работи за позајмување на парични средства и обратно, паричните средства служат како колатерал кога станува збор за позајмување на хартии од вредност. Репото може да се користи било за обезбедување на потребата за парични средства, било за обезбедување на потребата за хартии од вредност. Дополнително, репото може да се користи за левериџ, за финансирање на долгата позиции во хартии од вредност и за финансирање на кратките позиции, за хеџирање на ризикот од промена на каматната стапка.

Репото се користи како инструмент на монетарната политика на централните банки и како извор на информации за пазарните очекувања. Репото е атрактивен како монетарен инструмент, со оглед на тоа што носи многу низок кредитен ризик кога служи како флексибилен инструмент за управување со ликвидноста. Репо пазарите исто така, ги обезбедуваат централните банки со информации за краткорочните очекувања за движењето на каматните стапки кои се релативно точни во случај кога премијата за кредитниот ризик кај репо стапките е типично мала. Соодветно, информации за очекувањата на долг хоризонт се изведуваат од хартии од вредност со подолга рочност.

Клучни зборови: репо трансакции, операции на отворен пазар, инструменти на монетарна политика, хартии од вредност, ризици.

ИНСТРУМЕНТИ НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА

Примарна макроекономска цел на економската политика е постигнување на брз и одржлив економски растеж кој придонесува за зголемување на вработеноста и животниот стандард и надминување на развојниот јаз меѓу националната економија и останатите развиени економии. Во рамките на оваа цел на економската политика треба да се согледа улогата и значењето на монетарната политика како дел од економската политика. Правилно формулирана монетарна политика претставува битен фактор за непречено функционирање на стопанството и остварување на повисок општествен производ. Премногу експанзивна монетарна политика може да доведе до висока стапка на инфлација, со што се намалува ефикасноста на стопанството и се спречува економскиот развој. Од друга страна, премногу рестриктивна монетарна политика може да доведе до рецесија при што се намалува производството и вработеноста.

Изборот на монетарна рамка е специфичност за секоја земја и зависи од искуството на земјата во справувањето со инфлацијата, нивото на развиеност на финансиските пазари и институции и други релевантни фактори. Примарни цели и задачи на монетарната политика се: одржување на стабилноста на националната валута и ценовна стабилност, обезбедување на потребна количина на пари во оптек, остварување на оптимална стапка на економски раст, одржување на урамнотежени односи во платниот промет и зачувување на надворешната ликвидност на земјата во меѓународните плаќања, пораст на вработеноста и продуктивноста и подигање на нивото на животниот стандард.

За остварување на овие цели и задачи, монетарната политика односно централната банка треба да располага со голем број инструменти. Тие треба да бидат флексибилно поставени, за да може централната банка да има поголем маневарски простор, да реагира со различни инструменти и во зависност од моменталната ситуација да процени кој инструмент е најпогоден¹.

Директни инструменти

Кога се разгледува прашањето за инструментите на монетарната политика, треба да се има предвид нивото на развој на финансискиот систем, монетарната политика и стратегијата на монетарното регулирање. Овие фактори ги создаваат неопходните предуслови од кои зависи кои

¹ Трпески Љ.: *Пари и банкарство*. Скопје: Економс прес, 2003. Стр.170.

инструменти ѝ стојат на располагање на монетарната власт, како и нивната ефикасност.

Инструментите кои ги користат централните банки за постигнување на целите на монетарната политика можат да бидат класифицирани од различни аспекти, но основна е поделбата на директни и индиректни. Во групата на директни инструменти спаѓаат: кредитни ограничувања, плафонирање на каматните стапки (или поставување на минимална каматна стапка, каматни маргини), минимална ликвидност и сл. Директните инструменти имаат административен карактер, со нив се ограничуваат банкарските институции и се користат во земји во кои употребата на индиректни инструменти е ограничена од неразвиените финансиски пазари.. Со овие инструменти, државата директно влијае врз обемот на паричната маса во оптек, а со тоа и на побарувачката на пазарот на девизи и на пазарот на стоки и услуги.

Голем број развиени земји во текот на 70-те години од минатиот век, спроведоа реформи во поглед на монетарните инструменти кои ги користат при монетарното регулирање. Иако овие реформи варираа, како во поглед на делокругот на влијание, така и според нивната природа, најголем дел од нив беа дизајнирани со една основна цел, а тоа е одржување или подобрување на способноста на монетарната власт за поефикасно имплементирање на монетарната политика. Развиените земји постепено започнаа да ги напуштаат директните и да преминуваат кон примена на индиректни инструменти на монетарната политика како резултат на потребата за подобрување на ефикасноста во функционирањето на пазарните механизми и зголемената улога на ценовните сигнали во економијата.

Во последните децении од 20-от век, индустриски развиените земји, а подоцна земјите во развој и земјите во транзиција, преминаа од користење на директни кон индиректни инструменти на монетарната политика. Поголемото користење на индиректните инструменти во монетарната сфера може да се разгледува како резултат на сè поголемата отвореност на националните економии, интеграцијата на домашните финансиски пазари во рамки на глобалниот пазар, брзите финансиски иновации и зголемување на значењето на ценовните сигнали во економијата пошироко. Во врска со тоа и примената на адекватни финансиски инструменти за имплементирање на монетарната политика е основен предуслов за максимизирање на придобивките од мобилноста на капиталот, помагајќи им притоа на монетарните власти да го подобрат управувањето со капиталните текови. Можеби најзначајно за прифаќање на индиректните инструменти на монетарната политика е настанување на поотворено економско опкружување. Во вакво опкружување директните инструменти станаа неефикасни. Во отсуство на индиректни инструменти на монетарна политика, монетарните власти не беа во можност да се справат со проблемот на вишок на ликвидност, што ги оневозможуваше нивните напори за стабилизирање на економијата. Преодот кон индиректни монетарни

инструменти во развиените земји е одговор и на зголемената улога на ценовните сигнали во економијата и подобрување на ефикасноста во функционирањето на пазарните механизми.

За разлика од развиените земји, земјите во транзиција не можеа веднаш да преминат кон примена на индиректни инструменти на монетарно регулирање, главно поради неразвиениот и слаб финансиски систем кој претставува хендикеп за пазарната економија. Иако секоја економија во транзиција има свои специфичности, сепак можат да се издвојат некои карактеристики кои се заеднички за сите економии во транзиција. Тоа се недостиг на конкуренција во банкарскиот сектор, контролирани каматни стапки и директни кредити, како и кредитирање по повластени каматни стапки на определени приоритетни сектори, со истовремено неизвршување на обврските по кредитните договори, како и неразвиеност на пазарите на пари и капитал и на девизниот пазар.

Дополнителен ограничувачки фактор за земјите во транзиција е тоа што централната банка како основен носител на монетарната политика не е во доволна мера независна, со оглед на фактот дека во услови на планска економија, државата функционира како главен депонент на средства, контролор на кредити и позајмувач. Имајќи ги предвид овие карактеристики на земјите во транзиција, воведувањето на индиректни инструменти беше дел од широк пакет на реформи кои мораа да се спроведат и кои вклучуваа не само либерализација на финансискиот сектор, туку и макроекономска стабилизација и либерализација на економијата во целост. Тука влегуваат и реформите во монетарната политика, вклучувајќи зајакнување на банкарската супервизија, ревизија на законската регулатива и реорганизација на банкарскиот сектор.

Индиректни инструменти

Поради сето погоре кажано, сетот на директни монетарни инструменти кои ги користеа централните банки при имплементирањето на монетарната политика почна да се стеснува и нивното место го зазедоа индиректните монетарни инструменти, најпрво во развиените земји, а постепено и во земјите во транзиција.

Сетот на индиректни инструменти кои ги користат централните банки е широк и различен од земја до земја. Структурата и цврстината на банкарскиот систем, нееднаквата распределба на ликвидноста во банкарскиот систем, нивото на развиеност на финансиските пазари и платниот систем се само некои од факторите кои придонеле за постоење на разлики во сетот инструменти кои се користат во поедини земји. И покрај различната поставеност од земја до земја, сепак индиректните инструменти на монетарната политика можат да се поделат во следниве три групи:

- задолжителна резерва;
- операции на отворен пазар и
- расположливи кредити и депозити (standing facilities).

Најголем број од централните банки користат комбинација од овие монетарни инструменти. Адекватниот сооднос помеѓу нив зависи од нивото на развиеност и структурата на финансиските пазари, како и од начинот на кој централната банка сака да управува со ликвидноста и каматните стапки во банкарскиот систем. Сепак, предностите на операциите на отворен пазар во однос на останатите монетарни инструменти им ја доделија улогата на основен инструмент на монетарната политика со помош на кој централната банка преку влијание на оперативните и интермедијарните таргети придонесува за остварување на крајната цел.

Операциите на отворен пазар се главен инструмент за монетарно регулирање во развиените земји. Под влијание на процесот на глобализација на финансискиот свет, користењето на операции на отворен пазар станува значајно и за земјите во развој и во транзиција, бидејќи доаѓа до развој на нивните пазари кои стануваат сè подерегулирани, поконкурентни и посилено интегрирани во светските пазарни текови. Во раната фаза на развој на пазарите, кога поради неразвиеност на секундарните пазари класичните операции на отворен пазар се невозможни, одредени форми на операции на отворен пазар преку интервенции на примарен пазар се пожелни и неопходни за поставување на основи за развој на секундарните пазари. Исто така, препорачливо е централната банка во координација со соодветните тела на владата да презема регулаторни и други поттикнувачки чекори за развој на финансиските пазари, особено пазарот на пари и пазарот на државни хартии од вредност. Ваквите чекори нема да креираат само услови за стабилизација и пазарно зацврстување на монетарната политика, туку ќе го охрабрат развојот на конкурентни пазари кај останатите финансиски и нефинансиски сектори кои се суштествени за поефикасно монетарно регулирање преку спроведување на операции на отворен пазар.

Операциите на отворен пазар ги опфаќаат следниве монетарни инструменти: издавање на хартии од вредност за монетарни цели, дефинитивни трансакции, девизни своп трансакции, колатерализирани кредити, депозити и репо трансакциите.

Појава и развој на репо операциите и репо пазарите

Репо пазарите се пазари на кои хартиите од вредност се разменуваат за готовина, со договор за реоткуп на хартиите од вредност на одреден иден датум. Кај овие трансакции хартиите од вредност служат како колатерал.

Репо пазарот за првпат се појавува во САД, каде што во 1918 година Федералните резерви започнале со реоткуп на банкарски акцепти, со цел

поддршка на трговијата и развој на домашните финансиски пазари. Во 1923 година, Федералните резерви започнале да склучуваат репо трансакции со владини обврзници како метод за контрола на банкарските резерви.

За време на тешката депресија во 30-те години од минатиот век, во САД биле донесени многу важни монетарни прописи. Стопанската депресија и паѓањето на банките во стечај, сериозно го потресле банкарскиот систем, па претседателот Рузвелт, објавил четиридневен "банкарски празник", со прекинување на работата на банките². Конгресот донел итен закон за банките (последниот ден од овој т.н. "празник"), па банките за кои се проценило дека се здрави, дозволено им е повторно да почнат да работат. Репо трансакциите на меѓубанкарскиот пазар биле стимулирани со акт од истата година со кој им се забранило на американските инвестициони банки да го финансираат своето инвестиционо портфолио од депозитите на своите коминтенти. Инвестиционите банки морале да пронајдат нови извори за позајмување. Репо пазарот бил идеален извор за позајмување, така што тие го користеле нивното инвестиционо портфолио за колатерализирање на земените заеми. Ова сепак креирало голема понуда на продавачи на репо пазарот, а од друга страна пак, понудата на купувачи се зголемила само делумно, поради серијата на банкротства на банките. На ваков начин паричните фондови кои банките дотогаш во целост ги пласирале или во банкарски депозити или во сертификати на депозити, сега морале да ги пласираат во други инструменти со цел да извршат диверзификација на ризикот. Репото претставувал токму таков инструмент, поради неговиот статус на двојна заштита-хартии од вредност како заштита на заемодавачот од банкротство на заемопримачот и како колатерал, кој што го диверзифицира ризикот. Со оглед на тоа што тргувањето со обврзници се зголемило, се зголемил и бројот на дилери на обврзници кои земале на заем обврзници за покривање на кратките позиции.

Активностите со репо трансакциите на пазарот во САД биле пред сè домашни. Европскиот репо пазар започнал да се развива од средината на 1980 година, кога започнала значително да се развива меѓународната трговија со хартии од вредност.

Волуменот на репо тргувањата ширум светот се развива поагресивно од почетокот на 1990 година. Брзиот развој на репо пазарот е резултат на серија фактори:

- развој на пазарите на хартии од вредност, креирајќи потреба кај дилерите да користат репо трансакции за финансирање на нивните позиции;
- растечката потреба да се преземат и заштитат кратките позиции на пазарите на капитал и деривативи;
- зголемената заинтересираност за кредитниот ризик, како од страна на банките, така и од страна на инвеститорите;

² Сјединјене Америчке државе: "A New story of Universal knowledge: Enciclopedia Britanica". Вол.22. Београд: Вук Караџиќ, 1967. Стр.157.

- потрага на инвеститорите за повисоки приноси и поширок избор во односот ризик наспроти поврат;
- зголемената свест на инвеститорите за можностите кои ги нудат специјалните пазари.

Најголеми учесници на репо пазарите сèуште се комерцијалните и инвестиционите банки. Користењето на т.н. трипартитни репо трансакции е во пораст, посебно од страна на небанкарските учесници на пазарот, за кои административната сложеност на репо - посебно на класичниот репо со дневно усогласување на пазарната вредност го прави билатералниот репо помалку атрактивен. Поради двете основни причини, а тоа се ликвидноста и сигурноста, државните обврзници сèуште се најшироко користени за репо колатерал. Ова е особено така на меѓународните и европските репо пазари каде не се склучуваат репо трансакции со иста ширина на хартии од вредност како на пазарите во САД. Како што расте свеста на инвеститорите за зголемување на приносите така и репо пазарите се побрзо се шират и развиваат. Иако има големи варијации од земја до земја, сепак најголем дел од склучените репо трансакции се класични репо трансакции, отколку *sell buy/back* трансакции поради различни причини: можноста за маргини, провизија во случај на банкрот и барањата за адекватност на капиталот.

Репо пазарите се во интеракција со другите видови пазари како неколатерализираните пазари, пазарите на хартии од вредност, пазарите на деривативи и девизните пазари. Репо трансакциите типично се извршуваат помеѓу учесници кои се исто така активни и на неколатерализираните пазари на пари и меѓубанкарските пазари, рефлектирајќи ја функционалната сличност помеѓу инструментите тргувани на овие пазари. Постои тенденција на супституција на необезбедените кредити со репо трансакции, поради тоа што репо ја извршува истата функција на земање или давање на заем, но се истовремено неколатерализирани и со тоа носат понизок кредитен ризик. Дополнителна предност на репо трансакциите е тоа што овозможуваат позајмување и на хартии од вредност, а тоа не можат да го обезбедат неколатерализираните пазари на пари.

Во пракса, ефектот на супституција може да биде прилично лимитиран ако неколатерализираните пазари функционираат добро и банкарскиот систем е стабилен со многу низок ризик од неисполнување на обврските. Репо пазарот може да има комплементарно влијание на неколатерализираните пазари. Репо трансакциите се користат за финансирање на набавката на инструменти на пазарот на пари и според тоа влијаат на побарувачката на овие инструменти. Исто така разликите во односот ризик/поврат на неколатерализираните и неколатерализираните инструменти може да придонесе пазарните учесници да поседуваат од двата вида инструменти, во зависност од нивната преференција кон ризикот.

Постојењето на репо пазарот ја поддржува ликвидноста на пазарот со хартии од вредност. Репо пазарите исто така можат да бидат извор на побарувачка за хартии од вредност кои служат како колатерал. Ова води кон

избор на учесниците на алтернативни хартии од вредност во функција на колатерал, како што се корпоративните обврзници, хипотекарните обврзници и акции. Секако дека ваквата експанзија на различни видови на хартии од вредност кои се користат како колатерал укажува на тоа дека пазарните учесници вложуваат напори за развој на нови финансиски средства. Понудата на хартии од вредност на репо пазарите може да биде зголемена со договори за нивно позајмување. Ваквите договори им овозможуваат на субјектите да позајмуваат свои хартии од вредност на учесниците на репо пазарите и за возврат да добиваат или одреден надомест или други хартии кои не се користат на репо пазарите. Така институциите кои држат хартии од вредност, а не го сакаат тоа (или не им е дозволено), можат директно да учествуваат на репо пазарите и да заработат повисоки приноси.

Односот помеѓу репо пазарите и пазарите на деривативи произлегува од можностите за арбитража помеѓу стапките на општиот репо и стапките на договорите за деривативи, особено за краткорочните каматни стапки на деривативите, како каматната стапка на фјучерсите. На специфичните репо пазари се набавуваат хартии од вредност кои треба да се испорачаат на денот на исполнување на фјучерс договорите.

Директната врска помеѓу репо пазарите и девизните пазари може да биде помалку евидентна отколку кај пазарите на пари и меѓубанкарските пазари (каде репото има слична функција), пазарите на хартии од вредност (каде се извор на колатерал) и пазарите на деривативи (каде репо пазарите се користат за набавка на хартии од вредност за испорака). Сепак, врска постои како резултат на арбитража помеѓу репо пазарите во различни валути и користењето на репо на вкрстени валути.

Како и на сите други пазари и на репо пазарите можат да се појавуваат проблеми. Таков проблем се појавил со **Drysdale** државните обврзници во Њујорк, кои не го содржеле достасаниот купон кога се вреднувале при репо трансакцијата. **Drysdale** ги продал хартиите од вредност кратко пред достасување на купонот и потоа истите ги откупил. Вредноста на хартиите при обратниот репо била утврдена врз основа на чиста цена, така што готовината позајмена од страна на **Drysdale** преку обратниот репо била прилично пониска од зголемената готовина преку кратката продажба на хартиите од вредност. Оваа ценовна разлика била потоа искористена од **Drysdale** за финансирање на понатамошните тргувања. **Drysdale** всушност пресметал висока иницијална маржа на обратниот репо и ја искористил иницијалната маржа за левериџ на својот бизнис, така што колатералот останал недопрен. Тешкотии настанале кога **Drysdale** требало да плати дивиденда на спротивната страна од повратната репо трансакција. Тогаш се соочил со недостаток на готовина која можел да ја обезбеди само преку обновување на операцијата-обратна репо трансакција со зголемен обем на хартии од вредност на истиот начин. Систематскиот колапс на банките во тргувањето со хартии од вредност доведува до заклучок дека

достасаниот купон мора да биде вклучен во вредноста на хартиите од вредност кои се користат како колатерал.

ШТО ПРЕТСТАВУВААТ РЕПО ОПЕРАЦИИТЕ?

Поимот репо е кратенка од англискиот термин "sale an репурихасе agreeмент - договор за продажба и повторно купување" во кој двете страни се согласни да склучат две трансакции истовремено. Првата трансакција е промптна продажба на хартии од вредност и е поврзана со трансакција во спротивна насока на некој иден датум. Страната А продава хартии од вредност на страната Б со легално обврзувачки договор да купи еквивалентни хартии од вредност од страната Б по утврдена цена на определен датум во иднина, или на повик. За располагање со средствата во периодот на важење на репо договорот страната А плаќа договорена камата на страната Б на денот на затворање на репото (Слика 1).

Општо земено, репото е продажба и повторно купување на хартии од вредност на однапред точно утврден датум (термински, **forward**) по однапред договорена цена. Кога би се објаснувал репото, не навлегувајќи во правните поединости на овој инструмент, би можел да се дефинира и како краткорочен кредит обезбеден со хартии од вредност.

Двете суштествени страни кај репото се продавачот кој ја продава сопствената хартија од вредност во првиот дел од репо трансакцијата и повторно ја купува на некој иден датум, и купувачот кој за купената хартија плаќа готовина. За правилно одредување на поимот репо, веднаш на почетокот треба да се разјасни дилемата околу називот на основните елементи на оваа трансакција, кои често предизвикуваат вистинска термилошка збрка. Со оглед на тоа што станува збор за посебен финансиски инструмент со карактеристики на купување и повторна продажба како и заем (кредит), а за да може полесно да се разбере функционирањето на целокупната трансакција, особено за да се одредат страните кои склучуваат вакви трансакции, ќе се послужиме со поимите "купувач" и "продавач". Имено, самиот договор составен на англиски јазик ги користи термините **buyer** (купувач) и **seller** (продавач), па логично е во текот на анализата на овој инструмент да се прифатат овие називи, како би се задржал единствен методолошки пристап и покрај постоењето на веќе споменатите термилошки дилеми. Дури и учесниците на пазарот често зборуваат дека купуваат, односно продаваат хартии од вредност.

Репо трансакцијата се состои од две трансакции (иако и за тоа постојат дилеми), од кои едната се однесува на продажба, а другата на повторно купување на хартии од вредност. Во секојдневниот жаргон помеѓу дилерите често се користат поимите репо и обратен (**reverse**) репо. Репото во поширока смисла на зборот се однесува на целокупниот инструмент,

значи на продажбата и повторното купување на хартии од вредност, заедно. Репото во потесна смисла на зборот би се однесувал само на продажба на хартии од вредност, односно на само еден дел од трансакцијата, додека поимот обратен репо би се однесувал на купување на хартии од вредност.

Слика 1. Графички приказ на репо трансакција



На пример, во пракса, страната која ја започнува трансакцијата со продажба на хартии од вредност, би кажала дека склучила репо (т.е. репо во потесна смисла на зборот), додека другата страна, која во тој момент купува хартии од вредност би кажала дека склучила обратна репо трансакција. Наведените поими се исклучиво од техничка природа кои се создадени во деловната практика и немаат битно влијание на самиот тек на трансакцијата.

Репото вообичаено има краток рок кој варира помеѓу еден ден и една година. Флексибилниот рок е една од главните предности на репото, кој дава широка рамка на можности за инвестирање на различни рокови. Следното нешто што ја зголемува атрактивноста на репо операциите е колатерализираноста која го намалува ризикот. Притоа, најчесто користени хартии од вредност како колатерал за спроведување на репо трансакциите се државните хартии од вредност, па следат комерцијалните должнички хартии од вредност, акции и сл. Поимот репо, генерички се однесува на три по нешто различно структурирани видови трансакции:

- Класичен репо (репо во поширока смисла на зборот) - се работи за софистициран облик таканаречен **sell/buy back** трансакција, која се заснова на рамковен договор. Кај класичниот репо двата дела од репо трансакцијата се опфатени со еден договор. Во Соединетите Американски Држави тоа е **PSA** договорот. Во Европа тоа е **PSA/ISMA** договорот. Генералниот репо договор, кој е стандардно користен договор, е прилагоден на условите на локалните пазари кога станува збор за домашни репо трансакции. Класичниот репо во пракса се нарекува само "репо".
- Продади-повторно купи (**Sell/buy back**) - се смета за претходник на класичните репо трансакции. Овие трансакции водат потекло од пазари каде не постоела регулативна рамка за спроведување на репо трансакции или каде системите за порамнување и информационите системи не поддржувале репо трансакции. Денес, и покрај раширеноста на репото, продади-повторно купи трансакциите имаат големо значење на некои пазари од историски причини. Овие трансакции во економска смисла се многу слични на класичните репо трансакции. Основната разлика се однесува на задржувањето на купонската камата од страна на купувачот на хартиите од вредност, при што компензацијата се врши преку корегирање на цената на хартиите од вредност во вториот дел од трансакцијата. Покрај ова, продади-повторно купи трансакциите не овозможуваат дневно вреднување на колатералот, ниту пак даваат можност за супституција на хартиите од вредност. Од правен аспект, главната разлика се согледува во потребата за склучување на два посебни договори за промптниот и терминскиот дел на трансакцијата, што е различно од класичните репо трансакции каде постои еден договор кој се однесува на целата трансакција. Притоа, кај класичниот репо се склучува стандарден генерален репо договор кој служи како основа

за склучување на конкретни репо трансакции. Поради непостоење на договор, во пракса често се појавуваат проблеми при промена на вредноста на хартиите од вредност, со оглед на тоа да договорните страни не договориле иницијална маржа (*haircut*) и варијабилна маржа (*margin call*.) Меѓутоа, во последно време правната рамка на продади-повторно купи трансакциите се менува бидејќи одредени генерални репо договори вклучуваат анекс кој ги опфаќа овие трансакции.

- Позајмувањето на хартии од вредност (*Securities lending & borrowing*) - се трансакции кои опфаќаат пренос на хартии од вредност во замена за други хартии од вредност (кои служат како обезбедување) и обратно, а се со наплата на таканаречени *lending fee* - трошоци за позајмување на одредени хартии од вредност. Приходите врз основа на купонските камати од позајмените хартии од вредност и од хартиите од вредност кои служат како колатерал припаѓаат (се враќаат) на оригиналните сопственици. Иако овие видови трансакции имаат поинаква историска заднина од претходните два вида репо трансакции, потребно е истата да биде барем спомената поради големата сличност со вистинските репо трансакции.

ВИДОВИ РЕПО ОПЕРАЦИИ

Во зависност од аспектот од кој се разгледуваат репо трансакциите може да се издвојат повеќе видови на репо трансакции и тоа од аспект на страните кои ја иницираат репо трансакцијата, од аспект на колатералот кој се користи како обезбедување, од аспект на рокот на кој се склучуваат репо трансакциите и од аспект на тоа како купувачот располага со колатералот за време на траењето на репо договорот. Разгледувајќи ги видовите на репо трансакции повеќе ќе се задржиме на билатералниот, трипартитниот репо, како и заложниот репо, обидувајќи се да ги утврдиме основните карактеристики и разлики помеѓу нив.

Репо трансакцијата, како што е веќе објаснето се состои од две трансакции-продажба на хартии од вредност и истовремен договор за повторно купување на еквивалентни хартии од вредност по утврдена цена на некој иден датум. Спротивниот пар трансакции, купување на хартии од вредност со истовремен договор за нивно продавање е познат како **обратен репо**. Термините репо и обратен репо се однесуваат на двете страни од една иста трансакција и се користат со цел да се идентификуваат намерите на страните кои спроведуваат репо трансакции. Репото типично се однесува на трансакција помеѓу страна која сака да позајми парични средства и страна која има вишок парични средства и сака да ги инвестира. Обратниот репо обично се однесува на трансакција помеѓу страна која сака да позајми

одреден тип на хартии од вредност и страна која сака да го зголеми приносот од своето портфолио на хартии од вредност, иницирана од страната која сака да позајми парични средства. Значи кај репото иницијатор е позајмувачот на парични средства (продавач на хартии од вредност), а кај обратниот репо иницијатор е позајмувачот на хартии од вредност (заемодавец).

Од аспект на колтералот кој служи како обезбедување, постојат два вида на репо и тоа **генерален** или **општ** и **специјален репо**. Притоа, по договор на двете страни продавачот може да изврши супституција на оригиналниот колатерал со други адекватни хартии од вредност за времетраењето на репо трансакцијата. Спротивно, доколку мотивот за склучување на репо трансакцијата е обезбедување на одреден вид на хартии од вредност, тогаш станува збор за репо со специфичен колатерал и е инициран од страната која сака да позајми хартии од вредност. Со оглед на тоа што основен мотив за склучување на репо трансакцијата е обезбедување на точно определен вид на хартии од вредност, кај репото со специфичен колатерал не е дозволена супституција на хартиите од вредност.

Кога се склучува репо трансакција, страната која ги продава хартиите од вредност (позајмувач на парични средства) мора да плати камата на средствата кои ги прима. Каматната стапка кај типична репо трансакција (репо со општ колатерал) ги одразува трошоците за позајмување на средства на краток рок и флукуира во зависност од пазарните движења. Од друга страна каматната стапка кај обратен репо (со специфичен колатерал) ја одразува побарувачката за одреден тип на хартии од вредност. Како што побарувачката за одредени хартии од вредност се зголемува, така каматната стапка на обратен репо опаѓа во однос на типичните репо трансакции и понекогаш може да достигне негативна вредност. Притоа, продавачот на хартиите од вредност може да генерира профит преку реинвестирање на паричните средства за позајмените хартии од вредност, заработувајќи на разликата помеѓу каматната стапка на репо и каматната стапка на обратен репо.

Од аспект на рокот на кој се склучуваат репо трансакциите може да се направи разлика помеѓу **отворен репо** (ден за ден) и **термински репо**. Ако периодот на кој се однесува трансакцијата не е прецизно дефиниран станува збор за отворен репо. Во овој случај двете страни имаат право да побараат да се затвори репо трансакцијата во кое било време, иако во принцип е потребно известување за намерата за затворање на репото два дена претходно. Кај отворената репо трансакција каматата најчесто се менува секој ден односно ефективно репо трансакцијата се обновува секој ден. Алтернатива на ова е терминската репо трансакција, каде рокот однапред се утврдува.

Доколку сопственоста на хартиите од вредност се трансферира на купувачот станува збор за **пренослив репо**. Купувачот има право да ги користи хартиите од вредност во текот на периодот на траење на репо

договорот, но е обврзан да ги врати на продавачот по истек на истиот. Ако продавачот не успее да ги врати паричните средства на крајот на репо договорот, хартиите од вредност остануваат во сопственост на купувачот.

Во зависност од тоа како купувачот може да располага со хартиите од вредност, преносливиот репо може да биде **слободен** или **блокиран репо**. Доколку купувачот може слободно да располага со хартиите од вредност и да врши понатамошно отуѓување на истите, со обврска на крајот на репо договорот да обезбеди еквивалентни хартии од вредност на продавачот, станува збор за слободен пренослив репо (класична репо трансакција). Наспроти ваквиот случај, доколку купувачот не може да тргува со хартиите од вредност за време на траењето на репо договорот, станува збор за блокиран пренослив репо. Притоа, блокираните хартии од вредност се ослободуваат само во случај на неисполнување на обврските од страна на продавачот на хартиите од вредност. Блокираниот репо се користи во услови на неразвиени секундарни пазари со цел да се спречи верижно неисполнување на обврските од договорите склучени на финансиските пазари.

SUMMARY

REPO OPERATIONS SUCH INSTRUMENT OF MONETARY POLICY

In repo transactions, securities are exchanged for cash with an agreement to repurchase the securities at a future date. The securities serve as collateral for what is effectively a cash loan and, conversely, the cash serves as collateral for a securities loan. Repo can be used either to obtain funds or obtain securities. In addition, repos can be used for leverage, to fund long positions in securities and to fund short positions for hedging interest rate risks.

Repo are useful to central banks both as a monetary policy instrument and as a source of information on market expectations. Repos are attractive as a monetary policy instrument because they carry a low credit risk while serving as a flexible instrument for liquidity management. Repo markets can also provide central banks with information on very short term interest rate expectations that is relatively accurate since the credit risk premium in repo rates is typically small. In this respect, they complement information on expectations over a longer horizon derived from securities with longer maturities.

Литература:

1. Bank of Canada: *"Propose Repurchase Program for the Bank of Canada's Holdings of Government of Canada Securities"*, Discussion Paper, August 2001;
2. Bank of Canada: *"Repo, Reverse Repo and Securities Lending Markets in Canada"* Review, Bank of Canada, Winter 1994-1995;
3. Bank of Poland: Annual Reports 1998-2002;
4. Bank of Slovenia: Annual Reports 1998-2002;
5. Batten, S.Dallas; Blackwell P. Michael; In-Su Kim; Nocera E. Simon; Ozeki, Vuzurn: *"The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries, Instruments and Operating Procedures"*, IMF Occasional Paper no.70, 1990;
6. BIS *"Implications of Repo Markets for Central Banks"* 1999;
7. Borio, E.V.Claudio: *"The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey"*. BIS Economic Papers no.47, 1997;
8. Casu B., Girardone C.; Molyneux, P.: *"Introduction to Banking"* Harlow: Pearson Education LTD, 2006;
9. Choudhry, Moorad (2002): *"The Repo Handbook"*. Oxford; Boston: Butterworth-Heinemann, 2002;
10. Deutsche Bundesbank: Monthly Report, October 1997;
11. Величковски, И.: *"Улогата и значењето на операциите на отворен Пазар во имплементирањето на монетарната политика - Случајот на Македонија"*, магистерски труд, Скопје 2004;

Користена литература од Интернет:

<http://www.ecb.int/>

<http://www.nbrm.gov.mk/>

<http://www.bankofcanada.ca/>

<http://www.cnb.cz/>

<http://www.banque-france.fr/>

<http://www.bnm.org/>

<http://www.nbp.pl/>

<http://www.bsi.si/>