



Министерство за финансии на Република Македонија
Сектор за управување со јавен долг

**СТРАТЕГИЈА ЗА УПРАВУВАЊЕ СО ЈАВНИОТ
ДОЛГ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА ЗА ПЕРИОД
ОД 2008 ДО 2010 ГОДИНА**

Скопје, Јули, 2008

Врз основа на член 7 став 2 од Законот за Јавен долг („Службен весник на Република Македонија, бр. 62/05), Собранието на Република Македонија на седницата одржана на 24 јули 2008 година донесе:

Стратегија за управување со јавниот долг на Република Македонија за период од 2008 до 2010 година

I. ВОВЕД

Основни принципи кои се земаат предвид при управувањето со портфолиото на јавниот долг, а со тоа и при изготвувањето и спроведувањето на Стратегијата за управување со јавен долг се:

- утврдување на оптимална структура на должничкото портфолио и нејзино усогласување со макроекономската политика на државата;
- усогласување на трошоците на должничкото портфолио со трошоците утврдени во државниот буџет за секоја година поединечно и на среден рок; и
- лимитирање и елиминирање на влијанието на финансиските ризици врз одржливоста на јавниот долг на среден и на долг рок.

Со Стратегијата за управување со јавен долг се утврдува висината на јавниот долг и на државните гаранции, максималниот износ на новите задолжувања, рочната, каматната и валутната структура на јавниот долг, како и сервисирањето и управувањето со јавниот долг.

Со донесувањето на Стратегијата за управување со јавен долг, Собранието на Република Македонија и дава рамка на Владата на Република Македонија, а пред сè, на Министерството за финансии за делување во насока на прудентно управување со јавниот долг на државата на среден рок, односно во наредните три години.

Презентираните податоци во Стратегијата за управување со јавен долг се базираат на актуелни податоци до септември 2007 година, додека проекциите за наредниот период се предмет на промена, во зависност од приоритетите за финансирање и развојот на пазарот на државни хартии од вредност.

II. МЕЃУНАРОДНИ ОПКРУЖУВАЊА

Во текот на 2006 година, според проценките на Меѓународниот монетарен фонд, глобалната економија порасна за 5,4%. Овој пораст беше резултат на растот на помалите земји во развој и на позитивните перформанси на гигантите САД, Кина, Русија и Индија.

Меѓутоа, во првото полугодие од 2007 година, на површина испливаа проблемите кои се резултат на глобалните нерамнотежи, првенствено дефицитот на тековната сметка на САД и суфицитите на тековните сметки на азиските земји извознички и земјите производители на нафта. Имајќи ги во предвид последните случувања на пазарот на енергенсите и достигнувањето на психолошката бариера од 100 долари за еден барел нафта, постои сериозен ризик од забавување на светскиот раст и зголемување на глобалното ниво на буџетските дефицити.

Кога ќе се земе во предвид крајната неизвесност на исходот на разговорите помеѓу САД и Кина во врска со нивните трговските односи, како и континуираното губење на плото на доларот како резервна валута, особено за „петрол доларите“, постои сериозна закана од понатамошна депрецијација на доларот и спроведување од американска страна на „политика на осиромашување на соседот“. Што се однесува пак на прогнозата за висината на каматните стапки во САД, ставот на аналитичарите во големите инвестициони банки и академските кругови во врска со ситуацијата е дека на САД и се заканува сериозна рецесија во 2008 година, поради што Системот на федерални резерви (ФЕД) и понатаму ќе се обиде со намалување на каматната стапка на ФЕД да го спречи веќе видливиот пад на вработеноста и извозот на американски производи, како и да ја ублажи паниката на инвеститорите на пазарот на капитал со дополнително пуштање на ликвидност во економијата. Но, намалување на каматните стапки предизвикува намалување на приливите на капитал поради помалку атрактивните каматни стапки, а според тоа и бегство од доларот на пазарите на валути. Доколку и во 2008 година продолжи намалувањето на каматните стапки и се остварат прогнозите за намалување на таргетираната стапка на ФЕД на 2,25% со цел заживување на економијата, на повидок е и понатамошна депрецијација на вредноста на доларот во однос на другите валути. Само во 2007 година доларот загуби 13% од вредноста во однос на еврото, а со очекуваните нивоа на каматни стапки за 2008 година се прогнозира достигнување на курсот 1,52 долари за 1 евро.

Ригидноста на монетарната политика од оваа страна на Атлантикот и инструментите со кои располага Европската централна банка (ЕЦБ), доведуваат до намалување на конкурентноста на ЕУ производите. Како резултат на намалениот извоз кој пак е под притисок на енормниот пораст на цените на металите и енергијата, но и зголемената агрегатна побарувачка од страна на азиските потрошувачи на сировини, се наметнува опасност од стагфлација. Во прилог на опасностите од зголемување на нивото на инфлацијата одат и последните изјави на загриженост на Организацијата за храна и земјоделство дека производството на биодизел горивата во последните 2-3 години е причина за енормните пораста на цената на земјоделските производи. Соочувајќи се со тие предизвици, ЕЦБ реагира зголемувајќи ги каматните стапки со цел ублажување на потенцијалните проблеми со инфлацијата. Според повеќето прогнози Европската централна банка во текот на 2008 година планира да го задржи нивото на референтната каматна стапка на ниво од 4% со цел спречување на инфлаторните притисоци, меѓутоа со оглед на намалувањето на стапката на ФЕД, најверојатно е благо намалување на стапката на ЕЦБ на ниво од 3,5%, со цел спречување на штетното влијание од се произвесната американска рецесија да се прелее и на Европскиот континент.

Табела број 1

Каматни стапки на централните банки на САД, Европската централна банка, Јапонија и Велика Британија

	FED	ECB	BJ	BOE
Моментна стапка во %	3,5	4	0,5	5,5
2008	Датум на одржување на состанок			
Јануари	30			
Февруари		7	15	7
Март	18	6	7	6
Април		10	30	10
Мај		8	20	8
Јуни	25	5	13	5
Јули		3		10
Август	5	7		7
Септември	16	4		4
Октомври	29	2		9
Ноември		6		6
Декември	16	4		4
Крај на 2008	3,25	3,5	0,7	4,5
Намалување				
Зголемување				

Извор: FX Crossroads- Danske bank, 23 јануари 2008

Табела број 2

Проекција на девизен курс во однос на УС долар

	Тековен	1 месеци	3 месеци	6 месеци	12 месеци
EUR	1,46	1,48	1,52	1,50	1,40
JPY	105,90	106,00	105,00	100,00	105,00
GBP	1,96	1,97	2,01	2,03	1,94
CHF	1,09	1,08	1,07	1,08	1,13

Извор: FX Crossroads- Danske bank, 23 јануари 2008

Табела број 3

Фјучерси на каматни стапки (во %)

	Испорака март 2008	Испорака јуни 2008
3 месечен USD фјучерс	2,72	2,35
3 месечен EURIBOR фјучерс	4,00	3,72
3 месечен CHF фјучерс	2,38	2,14
3 месечен JPY фјучерс	0,67	0,56

Извор: Bloomberg, јануари 2008

Кај секторот корпорации општото нестабилно опкружување и преголемата глад за ризични пласмани доведоа до поголем број на влошени рејтинзи на компаниите за сметка на бројот на тие чиј углед се подобрува. Изминатите 2-3 години ќе бидат запаметени како години за рушење на рекорди за бројот и големината на корпорацииските спојувања и преземања. Овој тренд полека но сигурно губи на интензитет, првенствено поради повисоките каматни стапки и зголемувањето на трошоците за капиталот.

Предизвикот од сè поголемото ниво на задолженост на секторот население во развиените земји, паралелно со стареењето и намалувањето на населението, би можело да предизвика негативни последици врз економскиот раст и негово оддалечување од потенцијалниот, предизвикувајќи кризи на пазарот на другите фактори на производство, особено на недвижностите. Земјите во развој, исто така, се соочуваат со проблеми од демографска природа, но од дијаметрално спротивно гледиште. Имено, трендот на пораст на стапките на наталитет кај светски најсиромашните земји значи зголемување на невработеноста во тие земји и намалување на нивниот бруто домашен производ по глава на жител и уште поголемо продлабочување на јазот помеѓу богатите и сиромашните земји.

Продлабочувањето на обемот и проширувањето на опфатот на финансиските пазари, зголемувањето на надворешно-трговската размена, укинување на бариерите за движење на слободниот капитал и зголемувањето на странските директни инвестиции, нужно ќе бидат проследени со засилени осцилации на светските пазари на капитал и девизните пазари. Постојењето на деривативните финансиски инструменти и експоненцијалниот пораст на нивниот обем кој, само за споредба, околу 10 пати го надминува светскиот годишен бруто домашен производ ќе биде можноста на економските субјекти и владите за заштита или разводнување на многубројните ризици.

Движењата на меѓународните пазари за јавниот долг на Република Македонија имаат неколку ефекти. Имено, согласно прогнозите за намалување на каматните стапки на американскиот долар и задржување или благо намалување на постоечкото ниво на стапките на еврото, би довело до релативно релаксирање на каматниот трошок во Буџетот на Република Македонија, од аспект што намалувањето на каматните стапки на доларот би имплицирале пресметка на помал износ на каматен трошок за доларските заеми со променлива каматна стапка. Фактот што Р. Македонија е мала и отворена економија, доведува до голема меѓузавизност на стапката на раст на домашната економија со стапката на раст и економската состојба на земјите во евро-зоната. Според тоа потенцијалното забавување на растот на европските економии, би предизвикало намалување на трговската размена со Р. Македонија, а со тоа и намалување на стапката на раст на бруто домашниот производ под потенцијалната.

Од друга страна, прогнозите за движење на девизниот курс на меѓународниот пазар и очекувањата за понатамошно депрецирање на доларот во однос на еврото за Република Македонија има двоен ефект:

1. остварување на заштеди по основ на позитивни курсни разлики како резултат на сервисирање на обврските во долари со помош на депозити во евра и
2. со оглед на големото учество на долгот изразен во евра во портфолиото на вкупниот јавен долг, депрецијацијата на доларот го прави портфолиото релативно поскапо, а со тоа и трошоците за подмирување на обврските се на повисоко ниво во споредба со доларскиот долг.

III. МАКРОЕКОНОМСКИТЕ ДВИЖЕЊА, ФИСКАЛНИ ИНДИКАТОРИ И ЈАВНИОТ ДОЛГ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

Економските резултати во Република Македонија во 2007 година се најдобри во досегашниот период на транзиција, со позитивни движења во сите сектори на економијата. Тоа е првиот тест и потврда за успешноста на амбициозната економска програма на Владата на Република Македонија, поддржана со дисциплинирана фискална политика и конзистентна монетарна политика.

Потврда за подобрувањето на макроекономското опкружување се и повисоките оценки кои ги доби РМ од страна на меѓународните рејтинг агенции: Standard and Poor's, Fitch и JCRA. Имено, **Standard & Poor's ја оцени РМ за 2007 година со ВВ+/Стабилен изглед за странска и ВВВ-/Стабилен изглед за домашна валута; од страна на Fitch РМ беше оценета со ВВ+/Позитивен изглед за домашна и странска валута; и од страна на JCRA со ВВ+/Стабилен изглед за странска и ВВВ-/Стабилен изглед за домашна валута.**

Според извештаите од меѓународните кредитни рејтинг агенции се забележува подобрување на доделените оценки за кредитниот рејтинг, кое пред сè се должи на прудентната фискална политика и макроекономската стабилност на земјата, како и на континуираната економска и фискална стабилност и спроведувањето на сеопфатни структурни реформи насочени кон понатамошен економски развој. Доделените подобрени оценки за кредитниот рејтинг, исто така, го изразуваат и остварениот прогрес во политичката стабилност, поджан со тенденцијата за влез во Европската Унија и добивањето на статус-кандидат на нашата земја за влез во Европската Унија, како и членство во НАТО алијансата.

Според досега доделените оценки за кредитниот рејтинг, Република Македонија се наоѓа на едно скалило пред добивање на инвестиционен рејтинг.

III.1 Очекувани среднорочни економски движења

Основна цел на Владата на Република Македонија за периодот 2008 – 2010 ќе биде задржување, но и забрзување на високиот економски раст присутен во 2007 година, и понатаму придружен со ниска и стабилна стапка на инфлација, со значително позитивно влијание врз расположливиот доход на граѓаните, а со тоа и животниот стандард. Во периодот 2008-2010 година се очекува просечната стапка на пораст на БДП да биде на нешто повисоко ниво отколку во 2007 година, меѓу 6 и 6,5%. Притоа, поттикнувач на економскиот раст од аспект на расходната страна на БДП, ќе бидат личната потрошувачка и инвестициите (особено странските директни инвестиции - СДИ). Од произведен аспект, пак, главниот двигател на растот ќе бидат услугите, поради нивното доминантно учество во создавањето на БДП, а нешто понизок пораст се очекува кај индустриското производство, со што ќе дојде до понатамошна промена на структурата на домашното производство кон услугите, слично на развиените западни земји.

Придонесот на личната потрошувачка во растот на БДП за периодот 2008-2010 се очекува да се движи меѓу 3,5 и 4 процентни поени.

Оваа претпоставка се базира на проектираниот пораст на платите во јавниот и приватниот сектор, порастот на кредитирањето на населението од 30% на годишно ниво и очекуваното стабилно ниво на приватните трансфери.

Во насока на пораст на личната потрошувачка ќе делува и воведувањето на рамниот данок односно намалениот персонален данок на доход од 15%, 18% и 24% во 2006 година на 10% во 2008 година.

Во согласност со заложбата на Владата на Република Македонија за дисциплинирана фискална политика (дефицит на општиот владин буџет не повисок од 1,5% од БДП), придонесот на јавната потрошувачка во БДП во идниот период ќе се движи меѓу 0,5 и 1 процентен поен, а во наредниот период се очекува и зголемување на процентот на искористување на капиталните инвестиции кои би придонеле за поинтензивен раст на БДП.

Во наредниот период, согласно интензивизираната реформска агенда на Владата на Република Македонија, подобрената бизнис клима, очекуваното членство во НАТО како и очекувањето за започнување на преговори со ЕУ, се очекува во наредниот период да се

интензивира инвестиционата активност. Намалувањето на данокот на добивка од 15% на 12% во 2007 година и на 10% од 2008 година, како и ослободувањето на оданочувањето на реинвестираната добивка претставува дополнителен импулс за поголема инвестициска активност, според проекциите од околу 15%.

Стапката на инфлација, според проекциите, на среден рок ќе биде ниска, едноцифрена и во согласност со очекуваниот пораст на вработеноста, платите и личната потрошувачка, како и со проекциите за движење на цените на енергенсите на светските пазари. Се очекува стапката на инфлација во анализираниот период да се движи меѓу 2,5 и 3%, при планиран годишен пораст на вработеноста од 4% и на продуктивноста од 4-5%.

Во исто време, ќе продолжи и примената на стратегијата на таргетирање на номиналниот девизен курс на денарот во однос на еврото, со што одржувањето на стабилноста на девизниот курс на денарот ќе претставува индиректна монетарна цел. Во овие рамки, побарувачката на пари ќе се зголемува во согласност со инфлацијата и порастот на БДП, а се очекува и поинтензивно кредитирање на приватниот сектор во согласност со зголемената конкуренција во банкарскиот сектор, како и порастот на просечната плата во Република Македонија.

Се очекува пораст на трговскиот дефицит и дефицитот во тековната сметка, кој процес е присутен кај сите напредни економии, кои остваруваат високи стапки на раст. Дефицитот во тековната сметка ќе се движи околу -5% од БДП, со тенденција на намалување по 2009 година. Имено, како резултат на високата увозна зависност како и високата увозната компонента на СДИ, увозот се очекува да се зголеми за 14% во 2008 и 9% во 2009 година. Како резултат на мерките што ќе ги преземе Владата, во насока на подобрување на бизнис климата и конкурентноста на корпоративниот сектор, како и зголемување на учеството на македонските производи на меѓународните пазари, извозот на стоки се очекува да оствари пораст од (9% во 2008 година и 12% во 2009 година)

Табела број 4 Основни макроекономски индикатори

Реален Сектор	2005	2006	2007 проекции	2008 проекции	2009 проекции	2010 проекции
Бруто домашен производ						
- стапка на реален раст	4,10	4,00	6,00	6,00	6,50	6,50
- тековни цени, во милиони денари	286.620	308.772	333.845	364.315	397.695	434.134
- милиони ЕУР (номинален)	4.676	5.046	5.456	5.954	6.500	7.095
Инфлација (трошоци на живот, просек)	0,5	3,2	2	3	2,5	2,5
Плати (месечен просек, нето)						
- номинален пораст	4,0	7,3	3,8	7,5	8,0	8,5
- реален пораст	3,5	4,1	1,8	4,5	5,5	6,0
Пораст на вработеноста (во %)	1,5	4,3	4,0	4,0	4,0	4,0
Надворешен сектор						
Извоз (ф.о.б.), милиони САД долари	2040	2400	3254	3518	3918	4324
Увоз (ф.о.б), милиони САД долари	3097	3681	4794	5461	5932	6341
Трговски биланс (милиони САД долари)	-1057	-1281	-1540	-1943	-2014	-2017
Трговски биланс (ф.о.б) (% од БДП)	-18,2	-20,2	-22,5	-26,0	-24,7	-22,7
Дефицит на тековна сметка (милиони САД долари)	-81	-24	-200	-396	-431	354
Дефицит на тековна сметка (% од БДП)	-1,4	-0,4	-2,9	-5,3	-5,3	-4,0
Странски директни инвестиции (милиони долари)	97	350	363	403	495	443
- % од БДП	1,7	5,5	5,3	5,4	6,1	5,0
Фискален сектор						
Дефицит на општ владин буџет (% од БДП)	0,3	-0,6	-1	-1,5	-1,5	-1,5

Извор: Министерство за финансии и НБРМ, декември 2007

III.2 Среднорочна фискална рамка

Среднорочното планирање на јавните финансии, во суштина, обезбедува фискална рамка за вкупните јавни приходи и расходи на централната и локалната власт и претставува основен контролен механизам за натамошно спроведување на дисциплинирана буџетска политика.

Проектираната фискална политика ќе овозможи натамошно јакнење на фискалната консолидација изразена преку намалување на нивото на јавната потрошувачка и даночното оптоварување, што ќе обезбеди фискална одржливост на среден рок и поддршка на развојот на стопанството и приватниот сектор.

Во наредниот среднорочен период планираните приходи и расходи го одржуваат нивото на дефицит на Буџетот на Република Македонија од околу 1,5% од планираниот бруто домашен производ. Одржувањето на ова ниво на дефицит, како јасно дефинирано фискално сидро ќе обезбеди зголемување на кредибилитетот на државата, бенефиции од економските очекувања и значителна поддршка на режимот на фиксен девизен курс.

Буџетот на Република Македонија во наредниот среднорочен период се карактеризира со релативно ниско ниво на дефицит од околу 1,5% од планираниот бруто домашен производ, кој во себе го вклучува дефицитот на Централниот буџет и буџетот на Фондот за магистрални и регионални патишта.

Дефицитот на Централниот буџет во периодот 2008-2010 година е планиран на ниво од околу 1,3% во 2008 и 2009 година (вклучувајќи ги и повлекувањата на кредитите на буџетските корисници на сопствените сметки од околу 0,3% од БДП) во однос на планираниот Бруто домашен производ.

Финансирањето на планираниот дефицит на Буџетот на РМ во наредниот среднорочен период воглавно ќе се обезбедува од домашни извори и тоа преку континуирани емисии на државни хартии од вредност и обврзници, како и со користење на депозитите на државата. Странското задолжување како извор на финансирање ќе го користат буџетските корисници за конкретни проекти и Фондот за патишта согласно склучените договори за изградба на одделни делници од магистралните патишта во републиката.

Табела број 5 Консолидиран општ владин буџет

<i>во мил. денари</i>	2007	2008	2009	2010
(милиони денари)				
Консолидиран општ владин Буџет				
-Приходи	125,515	136,484	145,985	154,860
% од БДП	37.6	37.4	36.7	35.7
Консолидиран општ владин Буџет-Расходи	129,011	142,025	151,849	161,368
% од БДП	38.6	39.0	38.2	37.2
Консолидиран општ владин Буџет-Дефицит	-3,496	-5,541	-5,864	-6,508
% од БДП	-1.0	-1.5	-1.5	-1.5
Централен Буџет-Приходи	77,507	83,454	84,700	88,870
% од БДП	23.2	22.9	21.3	20.5
Централен Буџет-Расходи	79,999	87,651	90,424	94,878
% од БДП	24.0	24.0	22.7	21.8
Централен Буџет-Дефицит	-2,492	-4,197	-5,724	-6,008
% од БДП	-0.7	-1.2	-1.4	-1.4
Вонбуџетски Фондови-Приходи	33,804	35,854	38,965	42,366
% од БДП	10.1	9.8	9.8	9.8

Вонбуџетски Фондови-Расходи	34,808	37,198	39,105	42,866
% од БДП	10.4	10.2	9.8	9.9
Вонбуџетски Фондови-Дефицит	-1,004	-1,344	-140	-500
% од БДП	-0.3	-0.4	0.0	-0.1
Буџет на локална власт-Приходи	14,204	17,176	22,320	23,624
% од БДП	4.3	4.7	5.6	5.4
Буџет на локална власт-Расходи	14,204	17,176	22,320	23,624
% од БДП	4.3	4.7	5.6	5.4
Буџет на локална власт-Дефицит	0	0	0	0
% од БДП	0.0	0.0	0.0	0.0
Бруто домашен производ	333,845	364,492	397,888	434,345

Извор: Министерство за финансии

III.3. Движење на јавниот долг на Република Македонија

Според Законот за јавен долг (“Службен весник на Р. Македонија,“ број 62/2005), јавниот долг на Република Македонија го сочинуваат државниот долг и сите финансиски обврски создадени преку задолжување на општините и градот Скопје, како и на јавните претпријатија и трговските друштва кои се во целосна или доминантна сопственост на државата која претставува и **национална методологија за пресметка на јавниот долг**. Сите податоци презентирани во Стратегијата се пресметани според методологијата утврдена во Законот за јавен долг која се разликува од податоците презентирани според GFS методологијата бидејќи е исклучен долгот на Народна банка на Република Македонија (благајнички записи и државни записи за монетарни цели).

Согласно со оваа методологија јавниот долг на Република Македонија во наредните три години се предвидува да се движи во рамките на утврдените таргети.

Вкупниот јавен долг на Република Македонија споредено со декември 2006 година бележи намалување од 257.8 милиони евра и заклучно септември 2007 година изнесува 1.498,1 милиони евра односно 27,7% во однос на БДП. Ова намалување се должи на активните мерки за управување со јавен долг во текот на 2007 година, пред сè на извршените операции на предвремениот откуп на долгот кон Парискиот клуб на кредитори, дел од кредитите кон Меѓународната банка за обнова и развој, дел од кредитите на Европската инвестициона банка и предвремен откуп на Обврзницата за санација на Стопанска банка. Покрај намалувањето на обемот на долгот, операциите на предвремен откуп на долг влијаеја и на подобрување на портфолиото на јавниот долг од аспект на каматна, валутна и рочна структура а со тоа и намалување на изложеноста на портфолиото на пазарните ризици како и на ризикот од рефинансирање.

Табела број 6 Проекција за движење на јавниот долг и клучните параметри *

	2008 проекции	2009 проекции	2010 проекции
Бруто домашен производ	5.954,0	6.499,5	7.095,0
Вкупен јавен долг (Еур мил.)	1.762,4	1.807,5	1.870,6
Вкупен јавен долг како % од БДП	29,6%	27,8%	26,4%
Таргет за вкупен јавен долг	40,0%	40,0%	40,0%
Долг на општа влада (Еур мил.)	1.541,7	1.590,0	1.659,5
Долг на општа влада како % од БДП	25,9%	24,5%	23,4%
Таргет за долг на општа влада	35,0%	35,0%	35,0%
Простор за задолжување за вкупен јавен долг (Еур мил.)	619,24	173,08	175,04
Простор за задолжување за долг на општа влада (Еур мил.)	542,23	142,65	138,87
Таргет за гарантиран долг	6,0%	5,6%	5,0%
Гарантиран долг како % од БДП	3,3%	3,1%	2,7%
Простор за задолжување за гарантиран јавен долг (Еур мил.)	160,74	1,73	0,68
Отплата на камата по основ на долг на општа влада како % од приходи	2,1%	2,4%	2,3%
Отплата на камата по основ на долг на општа влада како % од расходи	2,0%	2,3%	2,2%
Сервисирање на јавен долг како % од БДП	4,8%	4,8%	4,1%
Сервисирање на јавен долг како % од приходи	12,7%	13,1%	11,5%

Извор: Министерство за финансии

Просторот за задолжување (P) е резултат на разликата меѓу максималното ниво на поставениот таргет (T_{max}) и проектираното ниво на долгот (D), помножено со вредноста на Бруто домашниот производ (BDP). Секоја наредна година се одзема претходното задолжување со цел да се добие просторот за задолжување на годишна основа ($P(t-1)$).

$$P = ((T_{max} - D) * BDP) - P(t-1)$$

* Прикажувањето на проекциите за различни категории на јавен долг се базира на:

- податоците од склучените партнерства, рамковни спогодби и договори за идна соработка меѓу Република Македонија и меѓународните финансиски институции во кои се предвидува рамка за нови задолжувања;
- динамиката на повлекување на средства кај склучените кредити;
- проекција на емисија на државни хартии од вредност и
- проекција на идни емисии на обврзниците за денационализација

Проекцијата на јавниот долг е во целосна конзистентност со среднорочната фискална стратегија. Но, согласно анализата за оддржливост на јавниот долг се поставени таргети (образложени во продолжение на оваа Стратегија) чие повисоко ниво овозможува дополнителен простор за задолжување во наредните три години. Затоа категоријата „простор за ново задолжување“, се однесува на разликата меѓу проектираното ниво на долгот и максимално дозволеното ниво согласно утврдените лимити.

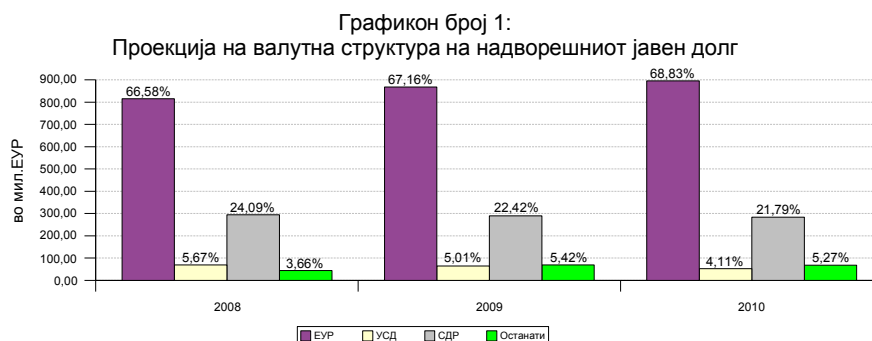
IV. ЦЕЛИ ЗА ДВИЖЕЊЕ НА ПОРТФОЛИОТО НА ВКУПНИОТ ЈАВЕН ДОЛГ

IV.1 Примарни цели

Примарните цели од аспект на управување со јавниот долг во следните три години ќе бидат во насока на подобрување на валутната структура на јавниот долг. Ова доаѓа како резултат на анализата на ризиците на кои подлежи јавниот долг (обработени во поглавје број 6 на оваа Стратегија), со истовремено постигнување на најнизок трошок за сервисирање на долгот, но и согласно моменталните движења на меѓународните пазари на пари и капитал, како и очекувањата за идните движења на истите.

Кај портфолиото на надворешниот јавен долг следните три години фокусот ќе биде ставен врз зголемување на еврото во неговата структура преку директно задолжување на меѓународните пазари на капитал во евра или преку користење на финансиските деривативи во насока на постигнување на оваа цел.

- **Учество на евро долгот во вкупниот надворешен долг во распон од 67%-70% (со максимално дозволено отстапување од +/- 3 процентни поени)**



Извор: Министерство за финансии

Исто така, кај домашниот пазар на пари и капитал, примарна цел е развојот на пазарот на државни хартии од вредност односно проширување на инвестиционата база на овој пазар, а со тоа и зголемување на денарот во вкупната валутна структура на јавниот долг. Финансирањето на буџетскиот дефицит како и рефинансирањето на јавниот долг ќе биде во согласност со горе- поставените цели.

- **Постепено зголемување на учеството на денарот во вкупниот јавен долг и негово движење во распон од 9%-18% (со максимално дозволено отстапување од +/- 2 процентни поени)**



Извор: Министерство за финансии

IV.2 Останати цели

Со цел обезбедување на извори за финансирање на потребите на државата со најнизок можен трошок на среден и на долг рок со истовремено одржливо ниво на ризик, согласно Законот за јавен долг се дефинирани неколку среднорочни цели, но и цели кои се однесуваат само за наредната година.

IV.2.1 Среднорочни цели

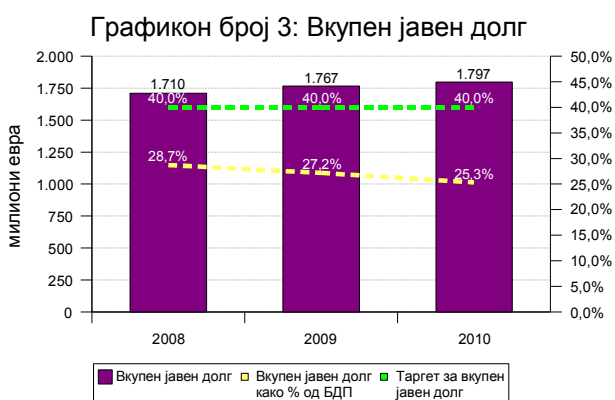
Среднорочните таргети служат за градење на рамка на движење на јавниот долг за периодот од следните три години. Со таргетите на среден рок се ограничува движењето на вкупниот јавен долг во однос на бруто домашниот производ (БДП), учеството на гарантираниот јавен долг во однос на БДП и се определува каматната структура на јавниот долг.

IV.2.1.1 Вкупен јавен долг во однос на БДП

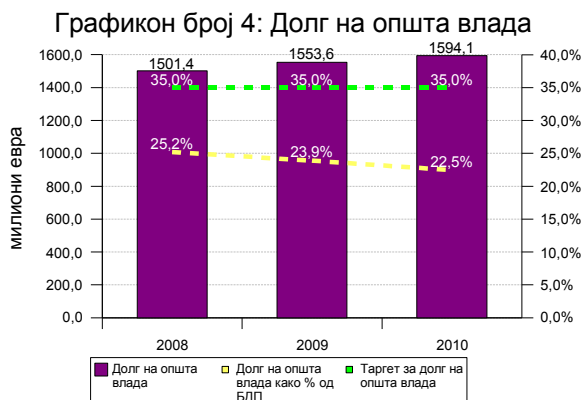
Нивото на јавниот долг се смета дека е одржливо доколку овозможува негово навремено сервисирање и рефинансирање на подолг период. Одржливото ниво на јавен долг во однос на БДП зависи од многу фактори: стапката на развој на економијата, стапката на инфлација, развојот на домашниот финансиски пазар и др. Со оглед на проекциите за движењето на јавниот долг во однос на БДП во периодот од 2008 до 2010 година се очекува овој тренд да се намали поради умерената фискална политика, а особено и поради значителниот пораст на стапката на БДП која се планира да се реализира во наредниот период.

Со цел да се заштити јавниот долг од неконтролирано зголемување на неговата состојба која понатаму има негативни влијанија како врз Буџетот, така и врз економијата, се дефинираат следните цели:

- **Нивото на долгот на општа влада во наредните три години да не надминува 35% од бруто домашниот производ.**
- **Нивото на јавен долг во наредните три години да не надминува 40% од бруто домашниот производ.**



Извор: Министерство за финансии



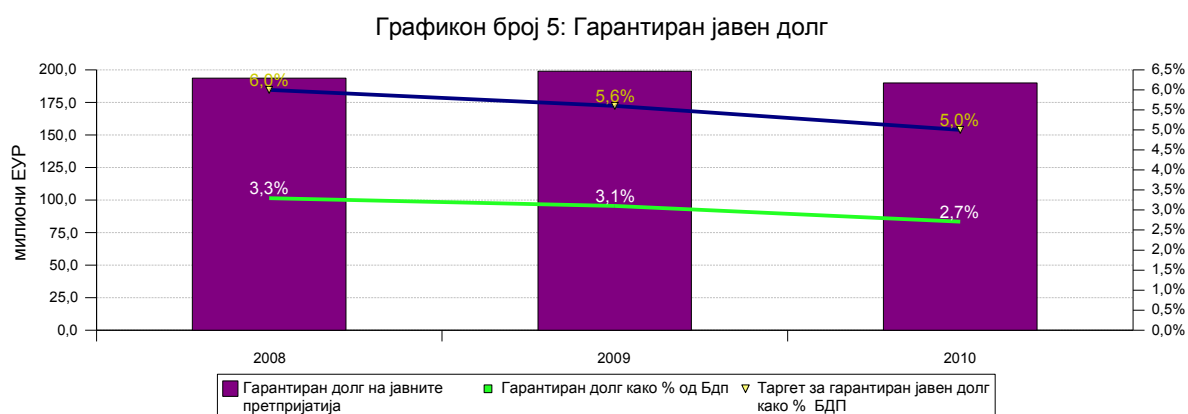
Извор: Министерство за финансии

Согласно прикажаните податоци за висината на јавниот долг и долгот на општа влада евидентен е одреден простор кој може да се искористи за ново задолжување, но под услов истиот да биде во согласност со среднорочната фискалната стратегија и потпишаните среднорочни партнерства, рамковни спогодби и договори за идна соработка на Република Македонија со меѓународните финансиски институции или да биде употребен како вонбуџетско финансирање преку емисија на државни хартии од вредност на домашен или странски пазар или задолжување на јавните претпријатија. Евентуалното ново задолжување би предизвикало менување на структурата на јавниот долг, при што би се променил и степенот на ризичноста на портфолиото во зависност од видот и карактеристиките на задолжувањето.

IV.2.1.2 Гарантиран јавен долг во однос на БДП

Издавањето на државни гаранции, претставува потенцијална обврска на Буџетот на Република Македонија од активирање на истите. Затоа, финансирањето на јавните проекти преку издавање на гаранции повлекува дополнителни ризици, а со тоа и дополнителни трошоци за Буџетот на Република Македонија. Според направените анализи за гарантираниот јавен долг во период од 2008 до 2010 година, се очекува негово постепено намалување, а со тоа и намалување на големите ризици со кои може да се соочи во иднина државата во случај на активирање на гаранциите. Поради тоа, идната политика на државата ќе биде насочена кон применување на рестриктивен пристап за одобрување на гаранции особено на јавните претпријатија кои често пати се соочуваат со проблеми на ликвидност, односно

- **Износот на гарантираниот јавен долг да не надмине ниво од 6% од бруто домашниот производ во 2008 година, 5,6% во 2009 година и 5% во 2010 година.**



Извор: Министерство за финансии

Согласно графиконот број 3 во кој се прикажани проекциите за движење на гарантираниот долг евидентно е неговото постепено намалување. Сепак, максималниот лимит за движење на гарантираниот долг е 6%. Ова значи дека согласно оваа Стратегија е дозволно дополнително издавање на државни гаранции за одредено ниво со кое би се зголемил ризикот од потенцијални обврски. Затоа пред евентуалното ново издавање на државна гаранција би следела детална кредитна анализа на кредитобарателот со која Министерството за финансии ќе доделува позитивно мислење само кај оние кредитобаратели кои можат да ги сервисираат сопствените обврски.

IV.2.1.3 Каматна структура на вкупниот јавен долг

Со цел заштита на портфолиото на јавниот долг од евентуалните идни пазарни шокови и на промените на каматните стапки во негативна насока кои влијаат директно врз зголемување на трошоците на Буџетот на Република Македонија како една од целите кон кои треба да се стремат управувачите со јавниот долг е постепено зголемување на делот на долгот со фиксна каматна стапка. Но, во периодот од следните 3 години Република Македонија ќе се стреми кон **одржување на моментната каматна структура**, која доаѓа како последица од следните причини:

1. Кај надворешниот долг новите задолжувања кај меѓународните финансиски институции се склучуваат најчесто со променлива каматна стапка и
2. Постојење на недоволно развиен домашен пазар на државни хартии до вредност каде не постои доволен потенцијал за емисија на долгорочни инструменти.

IV.2.2 Цели кои се однесуваат само за 2008 година

Овие цели се однесуваат само за една година и се во согласност со среднорочните цели.

IV.2.2.1 Максимален износ на нови задолжувања во 2008 година

Максималниот износ на нови задолжувања се однесува на износот на новосклучените кредити во текот на годината и новите задолжувања по основ на издавање на државни хартии од вредност. Проектираните новосклучени кредити се во рамките на претходно утврдените цели и тие можат да бидат наменети за различни проекти (прилог Анекс 1 табела 1), кои понатаму врз основа на приоритетите за финансирање можат да бидат преориентирани и за други проекти.

- **Новите задолжувања во 2008 година се планира да изнесуваат 530 милиони евра.**

Оваа цел е изведена од најавените нови заеми кои произлегуваат како резултат на склучените партнерства со меѓународните финансиски институции и се во целосна усогласеност со среднорочната фискална стратегија. Но, сепак дозволена е замена на еден проект со друг под услов да не се надмине вкупниот износ на задолжување, а согласно Владините приоритети.

Износот на нови задолжувања по основ на континуирани државни хартии од вредност може да се менува согласно буџетските потреби во текот на 2008 година за финансирање на буџетскиот дефицит.

IV.2.2.2 Максимален износ на новоиздадени гаранции во 2008 година

Со цел намалување на ризикот од потенцијалните обврски во портфолиото на јавниот долг, се дефинира годишниот износ на новоиздадени гаранции од страна на Централната Власт.

- **Во текот на 2008 година Република Македонија може да издаде државни гаранции најмногу во вредност од 150 милиони евра.**

V. МЕРКИ ЗА СПРОВЕДУВАЊЕ НА СТРАТЕГИЈАТА ЗА УПРАВУВАЊЕ НА ЈАВЕН ДОЛГ

V.1 Развој на пазарот на државни хартии од вредност

- Министерството за финансии продолжува со издавање на државните хартии од вредност (ДХВ) и во наредниот период. Намерата е пред се одржување на постојната рочност што значи редовна застапеност на државните записи (ДЗ) со сегашната рочност од 3, 6 и 12 месеци, како и зголемена застапеност и емисија на државните обврзници (ДО) од 2 и 3 години, со евентуална можност за емисија на ДХВ со подолги рокови во зависност од импулсите на пазарот (Прилог Анекс 2 Календар на емисии на државни хартии од вредност). Од досегашното искуство на емитување на ДХВ се дојде до заклучок дека фреквентноста на издавање на хартиите од вредност е соодветна на пазарните потреби и Министерството за финансии (МФ) ќе продолжи со истата динамика. Нето емисијата на ДХВ и во текот на наредните години ќе се зголемува согласно планот и проекциите за емисија на ДХВ. Во таа насока, планираната нето емисијата во 2008 година ќе изнесува 4 милијарди денари, наспроти планираната бруто емисија од 10 милијарди денари.
- Во однос на воведувањето на примарните дилери Министерството за финансии продолжи со мониторингот на банките учеснички на аукциите кој започна во мај 2006 година. МФ ќе донесе одлука за воведување на систем на примарни дилери, односно ќе селектира ограничен број на банки кои што ќе имаат ексклузивно право да купуваат на аукциите на примарниот пазар на ДХВ, но истовремено и ригорозни обврски за пласман на ДХВ, за котација на секундарниот пазар, и сл. Се очекува примарните дилери да придонесат за зголемување на конкурентноста меѓу банките и да овозможат поефикасно спроведување на примарната емисија на ДХВ. МФ - дојде до заклучок дека актуелните услови на пазарот на ДХВ не го постигнаа потребното ниво за развој и затоа одлуката за воведувањето на примарните дилери се одложува за 2008 година.

Како резултат на досегашните согледувања, МФ во определувањето на примарните дилери ќе постави прецизни критериуми и за примарниот и за секундарниот пазар. На примарниот пазар, примарните дилери ќе имаат обврска за редовна котација и откуп на одреден процент од количеството на ДХВ на годишно ниво. На секундарниот пазар, примарните дилери ќе имаат поставено обврска за котации на продажна и куповна страна во дефинирани маргини, како и обврска за минимално количество на тргување со ДХВ.

Најважниот сегмент ќе претставува соработката меѓу МФ и примарните дилери, со кои ќе се организираат редовни поединечни состаноци, согласно светската пракса, во кои ќе се разменуваат искуства и ќе се согледуваат пазарните сигнали.

Исто така, примарните дилери ќе имаат обврска за редовно дневно и периодично информирање на МФ за остварените резултати на примарниот и секундарниот пазар. МФ од своја страна ќе ја превземе обврската со терминот „примарни дилери,“ да гради препознатлив бренд на доверба, со кој ќе го унапредува пласманот на ДХВ и финансирањето на Буџетот на РМ.

Како дел од стратешката определба на МФ се и подготвителните активности за воведување на репо операциите со примарните дилери и останатите учесници од финансискиот сектор, што покрај унапредување на развојот на пазарот на ДХВ, подразбира и поголемо кадровско и технолошко доекипирање.
- По воведувањето на неконкурентните понуди во 2007 година со што се овозможи инвеститорите да аукцираат на аукциите на ДХВ само со износи, а им се доделуваше каматната стапка која е просечната пондерирани каматна стапка постигнатата на аукцијата, во 2008 година се предвидува зголемување на постојната база на инвеститори на која до овој момент и беше овозможен пристап до овие аукции, односно наместо актуелниот пристап на само за физички лица, во наредниот период ќе се овозможи и пристап на правните (небанкарски) лица. Неконкурентните понуди

претставуваат голема погодност особено за помалите инвеститори, како и за зголемување на популарноста на државните хартии од вредност што е од огромно значење за развојната фаза во која се наоѓа пазарот на државни хартии од вредност во Република Македонија.

- Министерството за финансии во рамките на управувањето со јавниот долг ги определува условите (цена, валута, рокови) на новите задолжувања. Ова се остварува преку постојаното следење на движењето на каматните стапки на домашните финансиски пазари како и на меѓународните финансиски пазари.
- Министерството за финансии, прави напори и за развој на управувањето со готовина (cash management), што подразбира и подобро управување со единствената трезорска сметка.

Секторот за управување со јавен долг по добивање на информации од Трезорот, за движењето на тековите на единствената трезорска сметка, треба да го оформи оптималниот износ на истата. Определувањето на оптималното ниво на трезорската сметка ќе може да се направи после извесен период на мониторинг и следење на нејзините парични текови. Откако ќе се утврди оптималното ниво, треба да се развијат соодветни инструменти за управување со готовината, односно пласирање на вишокот на парични средства во различни пазарни инструменти, со што би се генерирале дополнителни приливи на парични средства, како и употреба на инструменти за прибирање на парични средства за покривање на недостигот на готовина.

Во рамките на управувањето со готовина е планирано да се обезбеди и оптимализација на каматните стапки на денарските и девизните депозити. За ефикасно управување со готовината ќе биде потребно да се обезбеди и соодветна обука на кадрите кои ќе бидат вклучени во овој процес.

- Преземање на натамошни мерки, во соработка со НБРМ, за подобрување на електронскиот систем за спроведување на аукциите на државни хартии од вредност и креирање на прегледи за МФ за поефикасен мониторинг над учесниците на примарниот пазар.
- Задолжително котирање на пазарите преку шалтер (ОТС) – Согласно извршената дополна на Правилата за начинот и постапката за тргување и порамнување на трансакциите со хартии од вредност на пазарот преку шалтер, се утврди обврска за банките учеснички кои поседуваат континуирани ДХВ да ги котираат редовно на дневна основа. Оваа обврска е обврзувачка за износ од 1.000.000,00 денари, иако не се исполнува редовно од страна на сите банки учеснички кои поседуваат ДХВ. За таа цел МФ, ќе се залага заедно со НБРМ за зголемен мониторинг, во интерес на подобра дисциплина, со цел да се почитува законската регулатива, од една страна, како и зголемувањето на транспарентноста, од друга страна.

- Општински обврзници

Министерството за финансии ја поддржува определбата на општините своето финансирање, односно, финансирањето на своите капитални инвестиции, да го реализираат преку емисија на општински обврзници. Со тоа ќе постигнат повеќекратни позитивни развојни ефекти, како што се:

-de facto спроведување на децентрализација, со тоа што општините ќе можат преку емисијата на обврзниците самостојно да се финансираат, согласно потребите и намените за финансирање,

-пазарна верификација, во зависност од постигнатиот успех на реализираната емисија на обврзниците,

-утврдување на цената на капиталот, односно воспоставување систем на референтни цени на општинскиот пазар на капитал, и

-продлабочување на финансискиот пазар и создавање импулс во развојот на секундарниот пазар во Р. Македонија.

Министерството за финансии е подготвено да учествува во експертите за

воведувањето на општинските обврзници, како и во давањето на логистичка поддршка со цел успешно воведување на овој нов инструмент на македонскиот финансиски пазар.

V.2 Активна употреба на финансиските деривативи

Примената на современата практика на финансискиот инженеринг, кој функционира на принцип на расклопување на финансиските инструменти на нивните компоненти и повторно препакување во зависност од потребите кои треба да ги задоволуваат, е предизвик и за управувањето со јавниот долг во Република Македонија. Фактот е дека во моментот единствен начин да се дејствува врз карактеристиките, а со тоа и ризиците и трошоците, на портфолиото на јавниот долг е неговото компонирање. Преовладувачкото проектно финансирање преку кредити од меѓународните финансиски институции не остава доволно простор за слободно и флексибилно прилагодување на новите задолжувања и на вкупното портфолио. Според тоа можностите за заштита на чувствителноста на портфолиото на долгот на домашните и меѓународните услови и неизвесности треба да се бара во воведување на работењето со деривативни финансиски инструменти, како начин за ефикасно и ефективно контролирање на ризиците.

Во таа насока Република Македонија во овој момент ќе се фокусира на потпишување на ISDA договорот и испитување на можноста од употреба на валутни и каматни swar операции на постоечкото портфолио на јавен долг, но и диверзифицирање на ризикот преку swar операции на ново емитиран долг. Со вака поставените цели портфолиото на јавниот долг ќе се насочува во поставените рамки.

VI. РИЗИЦИ ПРИ УПРАВУВАЊЕ СО ЈАВНИОТ ДОЛГ

Во услови на економски раст, постојано зголемување на обемот и динамиката на меѓународните финансиските пазари, како и влијанието на бројните неантиципирани настани од политичка и друга природа, неопходна е потребата од прецизно определување, мерење и управување со ризиците на кои е изложено портфолиото на јавниот долг на Република Македонија.

Како основни ризици кои го тангираат портфолиото на долгот на Р. Македонија се:

- Ризикот од рефинансирање
- Пазарниот ризик, во кој се вклучени следните ризици:
 - Ризик од промена на каматните стапки
 - Ризик од промена на девизниот курс
- Ризик од намалување на ликвидноста и
- Ризик поврзан со потенцијалните обврски

VI.1 Ризик од рефинансирање

Потреба за следење на ризикот од рефинансирање се јавува во земјите кои имаат високо ниво на долг, нестабилни макроекономски услови и неразвиени (плитки) финансиски пазари, додека кај развиените земји ризикот за рефинансирање има маргинално значење. Ризикот од рефинансирање се управува преку спречување на поголем дел од финансиските обврски да достасува одеднаш во кој било временски период и обезбедување на рамномерност на достасување на обврските по основ на долгот. Изложеноста на портфолиото на јавниот долг од ризикот за рефинансирање се мери преку профилот на отплата на долгот и индикаторот кој го покажува просечното достасување на долгот (Average time to maturity – ATM).

Имајќи ги во предвид проекциите за профилот на отплата во следните години може да се заклучи дека во периодот 2008-2010 година постои релативно рамен профил на отплата кај надворешниот долг. Исклучувајќи ја 2007 година кога се извршија операциите на предвремен откуп на долгот кон Парискиот клуб на кредитори, дел од долгот кон Светска банка и Европската инвестициона банка, во наредните години не постои посериозна закана од достасување на голем дел од долгот во релативно краток временски период со што би се загрозило редовното сервисирање на надворешниот долг. Првиот следен предизвик од ваков тип се очекува дури 2015 година, кога редовно ќе достаса еврообврзницата издадена во 2005 година во износ од 150 милиони евра.

Од аспект на отплатите за внатрешниот јавен долг, исто така, забележлив е извесен стабилен профил на отплата на главница. Како резултат на достасувањето и на последната рата од обврзниците за старото девизно штедење во 2011 година, видливо е извесно релаксирање на отплатите во понатамошните години.



Извор: Министерство за финансии

IV.1.1 Просечно време на достасување на долгот (Average time to maturity-ATM)

Колку е поголема вредноста на овој индикатор, толку е помала неизвесноста, односно ризикот за рефинансирање.

Табела број 7 Просечно време на достасување на јавниот долг

	ATM (во години)			
	2007	2008	2009	2010
Структурни обврзници	3,2	3,0	2,7	2,6
Континуирани државни хартии од вредност	0,6	0,7	0,9	1,2
Надворешен долг со фиксна каматна стапка	10,4	9,8	9,3	8,8
Надворешен долг со променлива каматна стапка	5,6	6,1	6,8	6,6
Вкупен јавен долг	6,9	6,4	6,4	6,0

Извор: Министерство за финансии

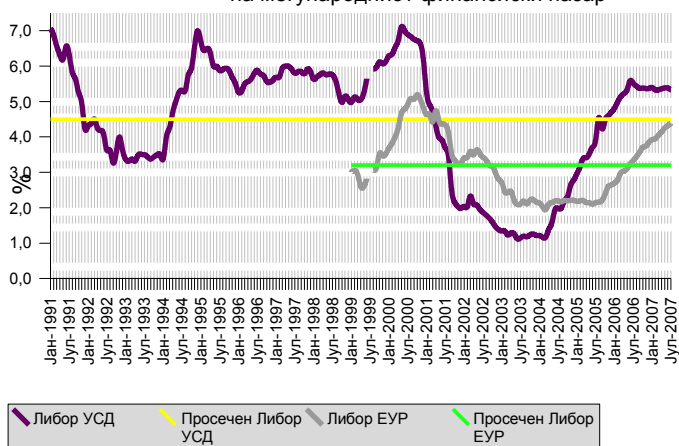
Во периодот 2008-2010 се очекува континуирано намалување на просечното време на достасување на вкупниот јавен долг, така што од 6,9 години колку што е проекцијата за крајот на 2007 година, во 2010 година ќе се сведе на ниво од 6 години. Релативното учество

на поединечните компоненти во вкупниот долг се менува, при што постепено до 2010 година ќе се зголемува учеството на компонентите со помало просечно време на достасување (континуираните државни хартии од вредност и надворешниот долг со променлива каматна стапка), за сметка на компонентите со поголемо просечно време на достасување (надворешниот долг со фиксна каматна стапка и структурните обврзници). Причините за ваквата состојба лежат во тоа што Република Македонија не е повеќе во групата на земји кои можат да користат концесионални кредити со ниски каматни стапки и долги рокови на достасување, како што беа кредитите од Меѓународната агенција за развој (афилијација на Светска банка).

Кај структурните обврзници, пак, намалувањето на просечното време на достасување е резултат на нивното постепено достасување. Достасаните износи за отплата на структурните обврзници ќе бидат рефинансирани со континуирани државни хартии од вредност кои имаат пократки рочности поради недоволната развиеност на пазарот на државни хартии од вредност.

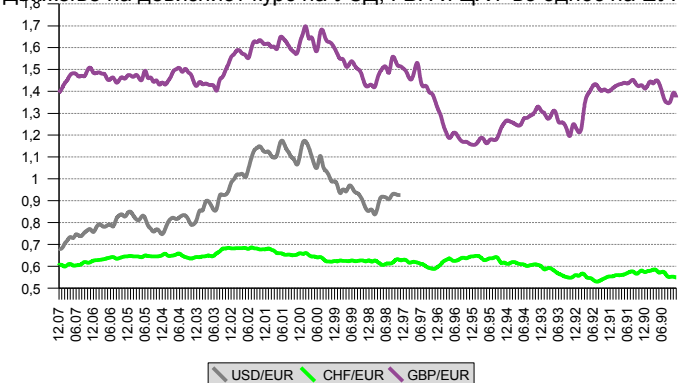
VI.2 Пазарен ризик

Графикон број 7: Движење на каматните стапки на меѓународниот финансиски пазар



Пазарниот ризик е определен од изложеноста на портфолиото на јавниот долг на економските варијабли, особено на промената на каматните стапки на домашниот и на меѓународниот пазар на капитал и движењето на девизните курсеви. Пазарниот ризик може да се подели на две компоненти, односно ризикот од промена на каматните стапки и ризикот од промена на девизните курсеви. Идентификувањето и управувањето со пазарните ризици во Република Македонија е од круцијално значење за портфолиото на јавниот долг од причина што овој ризик е детерминиран главно од екстерни фактори, односно од движењата на каматните стапки на меѓународните финансиски пазари кај кои поради нивното постојано осцилирање, многу е тешко да се предвиди трендот на среден и на долг рок.

Графикон број 8: Движење на девизниот курс на УСД, ГБП и ЦХФ во однос на ЕУР



Промената на каматните стапки на домашните и на меѓународните пазари влијае врз трошоците на долгот, особено кога долгот со фиксна камата треба да се рефинансира или на денот кога каматата повторно се утврдува кај долгот со променлива каматна стапка. Мерењето и управувањето со ризикот од промена на каматната стапка е

особено значајно во земјите каде што домашните финансиски пазари се недоволно развиени и потребата за задолжување се покрива од надворешни извори со неконцесионални услови, каде што изложеноста од ризикот за промена на каматните стапки е поголема.

Табела број 8 Сензитивна анализа на движењето на отплатите по основ на вкупниот јавен долг како резултат на движењата на меѓународните пазари

	2008		2009		2010	
	Индекс	Разлика во мил. евра	Индекс	Разлика во мил. евра	Индекс	Разлика во мил. евра
Основно сценарио (задржување на нивото на девизни курсеви и каматни стапки од ноември 2007 год.)	100*	-	100	-	100	-
Сценарио I (намалување на референтните каматни стапки за 0,5 % поени)	98,9	-2,3	98,8	-2,5	98,7	-2,8
Сценарио II (зголемување на референтните каматни стапки за 0,5 % поени)	101,1	2,3	101,2	2,5	101,3	2,8
Сценарио III (намалување на референтните каматни стапки за 1 % поен)	97,9	-4,6	97,6	-5,1	97,5	-5,7
Сценарио IV (зголемување на референтните каматни стапки за 1 % поен)	102,1	4,6	102,4	5,1	102,5	5,7
Сценарио V (апresiasiја на еврото во однос на другите валути за 10%)	99,4	-1,3	99,4	-1,2	99,4	-1,4
Сценарио VI (депрецијација на еврото во однос на другите валути за 10%)	100,7	1,6	100,7	1,5	100,8	1,7

*Во основното сценарио индексите се еднакви на 100

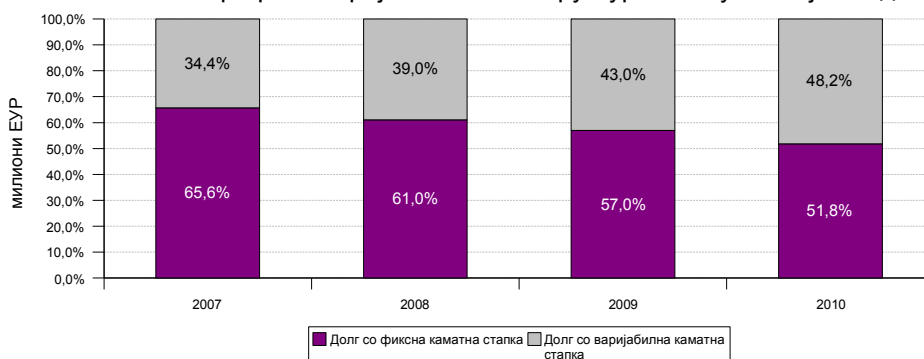
Извор: Министерство за финансии

Од извршената сензитивна анализа на портфолиото на јавниот долг, како резултат на еднократни изолирани шокови на големината на каматните стапки и девизните курсеви, може да се изведе следниот заклучок: во периодот 2008-2010 година не постои сериозна загрозеност на редовно непречено сервисирање на јавниот долг, бидејќи варијациите од едно до друго сценарио изнесуваат од 1,3 до 4,6 милиони евра. Промените на референтните каматните стапки имаат поголемо влијание врз трошоците за отплата, во споредба со промените на девизните курсеви на другите валути во однос на еврото. Ова е резултат на големото учество на долгот со променливи каматни стапки, за разлика од долгот во други не-евро валути.

VI.2.1 Ризик од промена на каматните стапки

Промената на каматните стапки на домашните и на меѓународните пазари влијае врз трошоците на долгот, особено кога долгот со фиксна камата треба да се рефинансира или на денот кога каматата повторно се утврдува кај долгот со променлива каматна стапка. Оттука може да се воочи тесната поврзаност на ризикот од промена на каматните стапки со ризикот од рефинансирање на долгот.

Графикин број 9: Каматна структура на вкупниот јавен долг



Извор: Министерство за финансии



Извор: Министерство за финансии



Извор: Министерство за финансии

VI.2.2 Просечно време на промена на каматните стапки (Average time to refixing -ATR)

ATR индикаторот го мери просечното време до промена на каматните стапки. Поголемата вредност на овој индикатор покажува дека поголем дел од портфолиото на долгот нема да подлежи на промена на каматната стапка и таквото портфолио е помалку ризично портфолио.

Табела број 9 Просечно време на промена на каматните стапки (ATR)

	2007	2008	2009	2010
Структурни обврзници	2,7	2,5	2,3	2,2
Континуирани државни хартии од вредност	0,6	0,7	0,9	1,2
Надворешен долг со фиксна каматна стапка	10,4	9,8	9,3	8,8
Надворешен долг со променлива каматна стапка	0,2	0,2	0,2	0,2
Вкупен јавен долг	5,6	5,0	4,6	4,2

Извор: Министерство за финансии

Според сегашните карактеристики на портфолиото на јавниот долг и планираните повлекувања за новите проекти до 2010 година, се очекува драстично намалување на просечното време до промена на каматните стапки од 5,6 години во 2007 година на 4,2 години во 2010 година. Зголемувањето на состојбата на континуираните државни хартии од вредност исто така го намалува просечното време до промена на каматните стапки, поради тоа што кај нив овој индикатор има помала вредност од просечната вредност на вкупниот јавен долг.

VI.2.3 Индикатор за достасување (Duration)

Овој индикатор покажува колку промените на каматната стапка би влијаеле врз трошокот на долгот, односно која е промената на вредноста на хартијата од вредност како резултат на 1% промена на каматните стапки. Поголемата вредност на овој индикатор значи дека каматната стапка е непроменлива во подолг период за поголемиот дел на долгот. Кај овој индикатор е земена предвид нето сегашната вредност на паричните текови, што значи дека во неговата пресметка е вклучен и каматниот трошок при исплатата на долгот.

Табела број 10 Индикатор за достасување (години)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Структурни обврзници	2,8	2,9	2,2	2,1	1,9	1,8
Континуирани државни хартии од вредност	0,9	0,6	0,6	0,7	0,9	1,2
Вкупен домашен долг	2,6	2,5	2,0	1,6	1,4	1,4

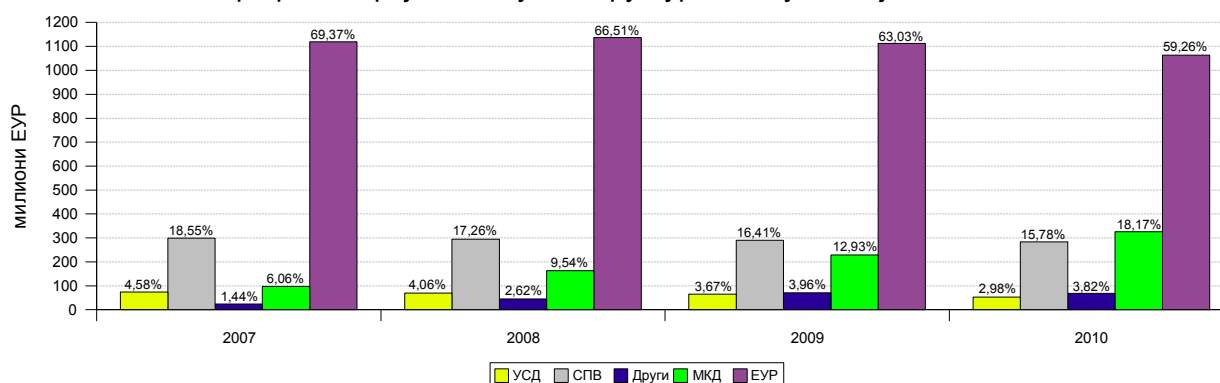
Извор: Министерство за финансии

Пресметките за овој индикатор и неговото следење се однесуваат само на внатрешниот јавен долг, бидејќи е пазарен и се тргува на секундарен пазар, додека кај надворешниот јавен долг доминираат кредитите кои претставуваат непазарен долг. Податоците за индикаторот за достасување покажуваат дека и понатаму ќе продолжи трендот на континуирано опаѓање на неговата вредност, така што од 2 години во 2007 година ќе се намали на 1,4 години во 2010 година. Неповолното движење на овој индикатор е последица на достасувањето на структурните обврзници кое не е проследено со зголемување на рочноста на континуираните хартии од вредност чиј обем ќе се зголемува постепено согласно на финансирачките потреби на Буџетот на Република Македонија и потребата за развивање на домашниот пазар.

VI.2.4 Ризик од промена на девизниот курс

Ризикот од промена на девизниот курс се однесува на долгот индексирани или деноминирани во странска валута. Поголемиот дел на долгот деноминиран во странска валута во однос на вкупниот јавен долг укажува на поголем ризик од промена на девизниот курс. Ова е клучен ризик за земјите во развој кај кои надворешниот јавен долг е целосно индексирани, а поголем дел од внатрешниот јавен долг е деноминиран во странска валута.

Графикон број 12: Валутна структура на вкупниот јавен долг



Извор: Министерство за финансии

Скромното учество од само 6% на јавниот долг изразено во денари говори дека портфолиото на долгот во Р. Македонија е значително изложено на овој ризик. Промените на девизниот курс можат во голема мера да влијаат, односно да ги зголемат предвидените трошоци за отплати на јавниот долг - деноминиран во странска валута. Но, имајќи го

предвид фактот дека во Р. Македонија од 1995 година се применува de facto фиксен девизен курс на денарот во однос на германската марка, а од 2002 година во однос на еврото, изложеноста кон ваков ризик би се мерела и како учество на еврото во вкупното портфолио на јавниот долг, кое всушност претставува и доминантна валута со застапеност од 69,4% во вкупната структура на долгот на крајот на 2007. Учеството на долгот во евра до крајот на 2010 година ќе се намали на 59,3%, како резултат на зголемувањето на долгот во домашна валута и долгот во останати странски валути. Имено, учеството на долгот во денари расте поради зголемената емисија на континуирани државни хартии од вредност, а учеството на другите странски валути расте поради задолжувањето во јапонски јени за реализација на проектот Злетовица.

Табела број 11 Сензитивна анализа на портфолиото на јавниот долг на Република Македонија како резултат на промена на девизниот курс денар-евро

	2008		2009		2010	
	Индекс	Разлика во милиони денари	Индекс	Разлика во милиони денари	Индекс	Разлика во милиони денари
Основно сценарио	100	-	100	-	100	-
Сценарио I (девалвација на денарот во однос на еврото за 10%)	109,2	1.128,6	109,0	1.249,9	108,8	1.299,5
Сценарио II (ревалвација на денарот во однос на еврото за 10%)	90,8	-1.128,6	91,0	-1.249,9	91,2	-1.299,5

Извор: Министерство за финансии

Сензитивната анализа покажува дека портфолиото на јавниот долг на Република Македонија има значителна изложеност на промени на девизниот курс на денарот во однос на еврото. Тоа е резултат на големото учество на долгот во странски валути. Евентуална девалвација на денарот за 10% во 2008 година во однос на еврото би предизвикала зголемување на трошоците за сервисирање на долгот за 9,2%, односно 1.128,6 милиони денари. Во 2009 и 2010 година ваква девалвација би влијаела во помала мера, т.е. 9 и 8,8% соодветно. Таквото намалување на чувствителноста на промените би била резултат на зголемувањето на долгот во денари, кој не подлежи на ризик од промена на девизниот курс. Во случај на ревалвација на денарот, изложеноста на портфолиото би била во иста мера, но во спротивен правец, односно би предизвикала намалување на трошоците за отплата.

VI.3 Ризик од намалување на ликвидноста

Ризикот од намалена ликвидност произлегува од неможноста на државата да ги сервисира обврските кои достасуваат со ликвидни средства потребни за нивно финансирање. Целта на управување со овој ризик е обезбедување на оптимален износ на ликвидни средства за да можат да се исплатат обврските кои достасуваат. Државата како главен инструмент за управување со ликвидноста го користи салдото на ликвидни финансиски средства кои се наоѓаат на сметките во Народна банка на Р. Македонија. Нивото на овие депозити гарантира безбедно финансирање на потребите на државата и го заштитува буџетот од финансиски кризи кои би го попречиле или намалиле прибирањето на средства преку задолжување на финансискиот пазар.

Табела број 12 Движење на краткорочниот јавен долг и приходите на општа влада

Во милиони евра	2008	2009	2010
Долг на општа влада што доспева во период пократок од една година	181,4	242,2	301,1
Приходи на општа влада	1.946	2.017	2.141
Учество на краткорочниот долг во приходите на општа влада (во %)	9,3	12,0	14,1

Извор: Министерство за финансии

Управувањето со ризикот од ликвидност се состои од чување на оптимално ниво на ликвидни средства преку подобрување на процесот на планирање и следење на реализацијата на државниот буџет, како и преку управување со вишокот на ликвидните средства. Од аспект на учеството на долгот кој достасува во текот на една година во однос на буџетските приходи, може да се забележи тренд на зголемување на учеството, така што овој индикатор за 2008 година изнесува 9,3%, а до 2010 година ќе достигне до 14,1%. Ова нагло зголемување се должи на развојот на пазарот на државни хартии од вредност во Р. Македонија, пред сè, со краткорочни хартии од вредност. Овој начин на задолжување се карактеризира со пократки рокови на достасување, поради што и поголем дел од долгот достасува во текот на годината и е потребно да се рефинансира. Во моментот најголемата рочност на долгот емитиран преку континуираните државни хартии од вредност е 3 години.

VI.4 Ризик поврзан со потенцијалните обврски

Државните гаранции претставуваат сериозна закана за управувањето со јавните финансии од причина што:

1. Зголемувањето на вкупниот обем на гаранции влијае врз обемот на јавниот долг;
2. Се зголемуваат буџетските трошоците по основ на сервисирање на долгот настанати како резултат на активирање на гаранциите;
3. Високото ниво на издадени гаранции бара чување на повисоко ниво на ликвидни средства, што од своја страна значи дополнителен трошок.

Табела број 13**Отплата на гарантираниот јавен долг**

		2008	2009	2010
Сценарио I	Отплата на вкупниот гарантиран долг (во милиони евра)*	27,2	29,6	29,5
	Зголемување на отплатите од страна на Министерството за финансии по основ на јавниот долг	20,9%	21,1%	19,8%
Сценарио II	Отплата на 50% од гарантираниот долг (во милиони евра)	13,6	14,8	14,7
	Зголемување на отплатите од страна на Министерството за финансии по основ на јавниот долг	10,5%	10,6%	9,9%

*Доколку крајните корисници не се во можност навремено да ги подмируваат обврските по основ на кредитите, во тој случај Министерството за финансии го извршува плаќањето во нивно име само на ратата што достасува со цел да не се активира гаранцијата, што би значело целосно достасување на кредитот

Извор: Министерство за финансии

На крајот од 2007 година гарантираниот јавен долг како процент од бруто домашниот производ на Р. Македонија се очекува да изнесува 3,2%. Согласно проекциите до 2010 година, се очекува овој процент да се движи на нивото од околу 2,7%. Во однос на вкупниот

јавен долг издадените гаранции на среден рок до 2010 година ќе го задржат учеството од околу 10,6% од вкупниот јавен долг.

Со цел портфолиото на јавниот долг да не се доведе до ситуација на висок ризик од активирање на гаранции, процесот на издавање нови гаранции е строго регулиран, подлежи на одредени критериуми и проценка на ризиците.

VI.5 Оперативен ризик

Оперативниот ризик ги вклучува ризикот од порамнување и ризикот од грешки. Ризикот од порамнување се јавува доколку во процесирањето на податоците се користат бројни неавтоматизирани активности, додека ризикот од грешки често се однесува на начинот на сегрегација, поделба на извршувањето на трансакциите и функциите на порамнување низ одделенијата во состав на институцијата надлежна за управување со јавен долг.

Во Република Македонија управувањето со јавниот долг се врши во рамките на Министерството за финансии, од страна на Секторот за управување со јавен долг. Секторот е составен од три одделенија кои ги извршуваат активностите поврзани со задолжување и инвестирање (Front office), креирање на политиката на управување со јавниот долг и анализа на ризиците (Middle Office) како и евидентирање, сервисирање и следење на јавен долг (Back office).

Имајќи го во предвид фактот дека оперативниот ризик може да се редуцира со примена на формални процедури со кои јасно се прецизираат индивидуалните задачи и одговорностите на лицата инволвирани во извршувањето на функцијата управување со долгот, Секторот за управување со јавен долг изработи и започна да применува процедури со кои детално го утврди начинот и постапката на извршување на работните задачи поврзани со јавниот долг. Со процедурите исто така, за секој вработен во секторот се прецизирани конкретни задачи за чие извршување е директно одговорен, а одреден е и негов заменик кој ќе ги извршува овие задачи во негово отсуство. Како резултат на тоа во голема мера е намалена можноста за настанување на грешка поради недоволно прецизирана постапка или одговорност во извршување на одредена задача, или како резултат на отсуство на одговорните лица.

Значителен напредок во работењето на секторот беше постигнат и со воведување на "принципот на тројна контрола", што значи секој документ изработен во рамки на едно одделение се контролира од страна на две лица во одделението (извршител и непосредниот раководител), додека третата контрола ја врши раководителот на секторот.

Од аспект на техничка поддршка во извршувањето на функцијата управување со јавен долг од значење е да се напомене дека во 2007 година беа направени значајни чекори во насока на подобрување на истата. Во таа насока од особено значење е да се истакне надградбата на платформата на која се спроведуваат аукциите на ДХВ, со што се овозможи генерирање на извештаи врз основа на кои Секторот полесно ги следи движењата на пазарот на ДХВ, а своевиден прогрес се постигна и во постапката на доставување на понудите од страна на овластените директни учесници при одржување на аукциите. За 2008 година се планира платформата и понатаму да се надградува, што ќе доведе до уште поуспешно следење и спроведување на аукциите.

Исто така, од посебна важност е да се истакнат активностите кои секторот ги превзема во насока на набавка на информациски систем за управување со јавен долг. Имено, согласно со Законот за управување со јавен долг Секторот треба да креира и одржува единствена база на јавниот долг. Од друга страна само со сеопфатна евиденција и едноставен и брз пристап до податоците ќе може успешно да се управува со јавниот долг, без можност за грешки како и да се заштеди на време и човечки ресурси. Поаѓајќи од ова Секторот за управување со јавен долг во 2007 година презеде интензивни активности за набавка на ваков информациски систем, и се очекува целокупната постапка на имплементација на системот да биде завршена во 2008 година.

По изнесената анализа на ризиците на кои подлежи портфолиото на јавниот долг, а ценејќи преку вредноста на индикаторите за релевантните ризици може да се извлече еден генерален заклучок, а тоа е дека портфолиото на јавен долг во периодот што следува станува поризично во однос на претходниот период. Ова се должи на неколку причини:

- Постепена отплата на долгот склучен под концесионални услови односно кредити со долг период на отплата и ниски фиксни каматни стапки, а задолжување кај меѓународните финансиски институции со променливи каматни стапки и покус период на враќање на заемот;*
- Отплата на структурните обврзници и намалување на нивното учество во домашниот долг, а задолжување со континуирани државни хартии од вредност кои имаат помала рочност од онаа на структурните обврзници и поради недоволната развиеност на овој пазар најголемиот дел портфолиото на ДХВ го сочинуваат краткорочни инструменти со променлива каматна стапка.*

Имајќи ја во предвид големата застапеност на кредити од меѓународните финансиски институции во рамките на портфолиото на јавниот долг каде во моментов се склучуваат неконцесионални кредити од една страна, и неможноста за фиксирање на каматната стапка на истите поради моментните неповолни услови на меѓународниот пазар на капитал од друга страна, главна определба во оваа среднорочна стратегија ќе биде намалување на девизниот ризик, односно ориентација кон еврото на меѓународниот пазар преку задолжување исклучиво во евра, но и зголемувањето на долгот во денари преку проширување на инвестиционата база на пазарот на државни хартии од вредност. Што се однесува до останатите ризици, управувањето на јавниот долг на среден рок ќе се сведе на обезбедување на одржливо ниво на ризик под најнизок трошок.

Анекс I

Табела број 14 Најавени кредити кои треба да се склучат во 2008 година

Ред. бр.	Кредитор	Проект	кредит/гаранција	Валута	Износ на кредитот во евра
1	Кфв	Наводнување на јужната долина на Вардар II	Директен кредит	EUR	10.250.000
2	Кфв	Проект за водоснабдување	Директен кредит	EUR	8.600.000
3	Дополнително ќе биде одредено	Кредит за далекувод кон Србија	Државна гаранција	EUR	11.000.000
4	ИБРД	Трет програмски заем за развојни политики – ПДПЛ III	Директен кредит	EUR	16.200.000
5	ИБРД	Проект за условени парични трансфери	Директен кредит	EUR	18.376.937
6	ИБРД	Проект за конкурентност/ технички промени/ високо образование	Директен кредит	EUR	18.376.937
7	ИБРД	Проект за унапредување на општинските услуги	Директен кредит	EUR	18.376.937
8	ИБРД	Проект за реконструкција на регионални и локални патишта	Директен кредит	EUR	70.000.000
9	ЦЕБ	Проект за реконструкција на затвори	Директен кредит	EUR	10.000.000
10	ЦЕБ	Проект за реконструкција и доградба на објектите на Јавните здравствени установи	Директен кредит	EUR	30.000.000
11	ЦЕБ	Проект за физкултурни сали	Директен кредит	ЕУР	12.500.000
12	ЕИБ	Проект за патишта III (Автопат Демир Капија-Смоквица)	Директен кредит	EUR	55.000.000
13	УИЦ	Регулирање на заостанати долгови на железници кај унгарските, бугарските и хрватските железници	Државна гаранција	ЕУР	15.000.000
14	Дополнително ќе биде одредено	Проектот за ревитализација на ХЕЦ – II фаза	Државна гаранција	ЕУР	27.100.000
15	Дополнително ќе биде одредено	Проектот за отворање на површински коп Брод Гнеотино	Државна гаранција	ЕУР	37.600.000
16	ЕИБ	Проект за водовод и канализација	Директен кредит	ЕУР	50.000.000
17	ЕБРД	Проект за реконструкција на регионални и локални патишта	Директен кредит	ЕУР	50.000.000
					458.380.811

Извор: Министерство за финансии

Табела број 15 Активни кредити* во јавниот сектор

	Оригинална валута	Вкупен износ според договорот во евра	Повлечени средства заклучно 30.09.2007 година во евра	Неповлечени средства заклучно 30.09.2007 година во евра
ИБРД		136.329.921	17.884.298	118.445.623
Проект за имплементација на социјална заштита	УСД	7.203.759	3.532.121	3.671.638
Проект за управување со здравствениот сектор	УСД	7.350.775	1.879.382	5.471.393
Проект за реформи на судството	ЕУР	10.000.000	1.025.000	8.975.000
Проект за реконструкција на македонски железници	ЕУР	15.000.000	787.500	14.212.500
Проект за катастар и недвижности	ЕУР	10.300.000	2.959.402	7.340.598
Проект за реформа на деловното окружување и институционално зајакнување	ЕУР	8.800.000	544.000	8.256.000
Проект за изградба на далноводи А:Д Мелсо	ЕУР	20.700.000	6.693.414	14.006.586
Втор програмски заем за развојни политики	ЕУР	23.300.000	0	23.300.000
Проект за модернизација на образованието	УСД	3.675.387	463.479	3.211.908
ТТФСЕ II – Царина	ЕУР	1.400.000	0	1.400.000
ТТФСЕ II – Фонд за патишта	ЕУР	11.000.000	0	11.000.000
ТТФСЕ II – македонски железници	ЕУР	2.600.000	0	2.600.000
Проект за зајакнување на земјоделството	ЕУР	15.000.000	0	15.000.000
ЕБРД		108.973.738	70.603.263	38.370.474
Проект за патишта II обиколница околу Скопје	ЕУР	40.000.000	32.716.688	7.283.312
Пренос на електрична енергија (400 кв интерконекција Македонија-Бугарија)	ЕУР	40.470.600	12.996.995	27.473.605
Акциона програма за унапредување на животната средина на општините	ЕУР	17.303.138	14.276.167	3.026.971
Проект за реконструкција на Охридски аеродром	ЕУР	11.200.000	10.613.413	586.587
ЕИБ		73.000.000	45.500.000	27.500.000
Проект за патишта II обиколница околу Скопје (60 мил. Еур)	ЕУР	60.000.000	33.000.000	27.000.000
Проект за изградба на трафостаници	ЕУР	13.000.000	12.500.000	500.000
ЦЕБ		25.000.000	18.500.000	6.500.000
Проект за социјални станови	ЕУР	15.000.000	13.500.000	1.500.000
Проект за вработување II	ЕУР	10.000.000	5.000.000	5.000.000
Билатерални кредитори		108.118.381	45.535.235	62.583.146
Италија-проект за поддршка на мали и средни претпријатија	ЕУР	12.704.840	12.642.136	62.704
Германија -наводнување на јужната долина на Вардар	ЕУР	6.646.794	4.408.922	2.237.872
Германија-проект за унапредување на мали и средни претпријатија III	ЕУР	7.669.000	6.650.038	1.018.962
Шпанија- Проект Лисиче- ICO	ЕУР	6.869.659	6.113.929	755.730
Шпанија- Проект Лисиче- BBVA	ЕУР	2.944.139	2.620.255	323.884
Јапонија -ЈВІС – Подобрување на искористувањето на водата од сливот на Злетовица	ЈПЈ	68.701.663	11.517.670	57.183.993
Италија – Artigiancassa - Модернизација на биомедицинската опрема во здравствениот сектор	ЕУР	2.582.285	1.582.285	1.000.000
Приватни кредитори		57.637.621	21.031.781	36.605.840
Проект за ЕЛЕМ-Брод Гнеотино	ЕУР	16.600.000	0	16.600.000
Проект Св. Петка	ЕУР	41.037.621	21.031.781	20.005.840

Извор: Министерство за финансии

* Под активни кредити се подразбираат оние кои се склучени во некоја претходна година, но периодот на нивно искористување (односно повлекување на средства) сеуште не е завршен.

Анекс II

Табела број 16 Календар за емисија на државни хартии од вредност во 2008 година

Квартал	Месец	Ознака на аукција	Датум на аукција	Датум на емисија	Датум на достасување	Денови - години на достасување
I	Јануари	DZ2008/01-91	08/01/08	09/01/08	09/04/08	91
		DZ2008/01-182	08/01/08	09/01/08	09/07/08	182
		DZ2008/02-91	22/01/08	23/01/08	23/04/08	91
		DZ2008/01-364	22/01/08	23/01/08	21/01/09	364
	Февруари	DZ2008/03-91	05/02/08	06/02/08	07/05/08	91
		DZ2008/02-182	05/02/08	06/02/08	06/08/08	182
		DZ2008/04-91	19/02/08	20/02/08	21/05/08	91
		DO 2008/01-0210	21/02/08	25/02/08	25/02/10	02
	Март	DZ2008/05-91	04/03/08	05/03/08	04/06/08	91
		DZ2008/03-182	04/03/08	05/03/08	03/09/08	182
		DZ2008/06-91	18/03/08	19/03/08	18/06/08	91
		DZ2008/02-364	18/03/08	19/03/08	18/03/09	364
		DO 2008/02-0311	27/03/08	31/03/08	31/03/11	03
II	Април	DZ2008/07-91	08/04/08	09/04/08	09/07/08	91
		DZ2008/04-182	08/04/08	09/04/08	08/10/08	182
		DZ2008/08-91	22/04/08	23/04/08	23/07/08	91
		DO 2008/03-0510	30/04/08	05/05/08	05/05/10	02
	Мај	DZ2008/09-91	06/05/08	07/05/08	06/08/08	91
		DZ2008/05-182	06/05/08	07/05/08	05/11/08	182
		DZ2008/10-91	20/05/08	21/05/08	20/08/08	91
		DZ2008/11-91	03/06/08	04/06/08	04/09/08	91
	Јуни	DZ2008/06-182	03/06/08	04/06/08	03/12/08	182
		DZ2008/12-91	17/06/08	18/06/08	17/09/08	91
		DZ2008/03-364	17/06/08	18/06/08	18/06/08	364
		DO 2008/04-0611	26/06/08	30/06/08	30/06/11	03
III	Јули	DZ2008/13-92	08/07/08	09/07/08	08/10/08	91
		DZ2008/07-182	08/07/08	09/07/08	07/01/09	182
		DZ2008/14-91	22/07/08	23/07/08	22/10/08	91
		DZ2008/04-364	22/07/08	23/07/08	22/07/09	364
	Август	DZ2008/15-91	05/08/08	06/08/08	05/11/08	91
		DZ2008/08-182	05/08/08	06/08/08	04/02/09	182
		DZ2008/16-91	19/08/08	20/08/08	19/11/08	91
		DO 2008/05-0810	28/08/08	31/08/08	31/08/10	02
	Септември	DZ2008/17-91	03/09/08	04/09/08	04/12/08	91
		DZ2008/09-182	03/09/08	04/09/08	05/03/09	182
		DZ2008/18-91	16/09/08	17/09/08	17/12/08	91
		DZ2008/05-364	16/09/08	17/09/08	16/09/09	364
		DO 2008/06-0911	25/09/08	28/09/08	28/09/11	03
IV	Октомври	DZ2008/19-91	07/10/08	08/10/08	07/01/09	91
		DZ2008/10-182	07/10/08	08/10/08	08/04/09	182
		DZ2008/20-91	21/10/08	22/10/08	21/01/09	91
		DO 2008/07-1010	28/10/08	30/10/08	30/10/10	02
	Ноември	DZ2008/21-91	04/11/08	05/11/08	04/02/09	91
		DZ2008/11-182	04/11/08	05/11/08	06/05/09	182
		DZ2008/22-91	18/11/08	19/11/08	18/02/09	91
		DZ2008/23-91	03/12/08	04/12/08	05/03/09	91
	Декември	DZ2008/12-182	03/12/08	04/12/08	04/06/09	182
		DZ2008/24-91	16/12/08	17/12/08	18/03/09	91
		DZ2008/06-364	16/12/08	17/12/08	16/12/09	364

Извор: Министерство за финансии

Календарот за 2008 година е индикативен и истиот може да биде предмет на измени имајќи ги во предвид поместувањата кои можат да настанат поради верските и националните празници

Анекс III

Модел на стратегијата за управување со јавниот долг за утврдување на оптимално должничко портфолио

Портфолиото на јавниот долг, кој е сочинет од внатрешен и надворешен долг на јавниот сектор, претставува најголемо финансиско портфолио на една држава кое вообичаено е изложено на голем број на ризици кои можат да предизвикаат финансиска криза и нестабилност. Освен тоа, и големината на обврските кои произлегуваат од сервисирањето на јавниот долг се често неизвесни од причина што се детерминирани и зависни од идните движења на макроекономските индикатори. Оттука, како неопходност се наметнува потребата да се дефинира оптималната структура на јавниот долг, која ќе им овозможи на владите да ја намалат изложеноста на долгот на финансиските ризици, по пат на воспоставување на квантитативни и квалитативни критериуми за валутната, рочната и каматната структура на долгот.

Со цел да се дефинира оптималната структура на долгот кон чие остварување на среден рок треба да се стреми Република Македонија, во Министерството за финансии беше изработен модел со кој се прави обид за одреден временски период (10 години) да се утврдат односите на размена меѓу трошоците и ризиците кои произлегуваат од различни алтернативни должнички портфолија под претпоставка да настанат шокови утврдени во неколку макроекономски сценарија. При тоа, трошокот на долгот се мери преку индикаторот каматен трошок/БДП, додека ризикот се мери преку потенцијалните варијации на овие трошоци под претпоставка на настанување на шоките предвидени во макроекономските сценарија.

При дефинирање на алтернативните портфолија, определени беа четири категории (соодноси) кои ќе ги сочинуваат, и тоа:

Внатрешен долг поделен на: среднорочен (3-годишен со фиксна каматна стапка) и краткорочен (3-месечен со варијабилна каматна стапка); и
Надворешан долг деноминиран во ЕУР со рок на доспевање од 10 години, поединечно со фиксна и варијабилна каматна стапка.

Алтернативните портфолија (стратегии за задолжување) кои се користени во моделот се прикажани во следната табела:

Во %		1*	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Надворешен јавен долг	10 годишен со фиксна каматна стапка	60	59	58	60	63	40	40	50	20	10
	10 годишен со варијабилна каматна стапка	32	31	30	29	29	40	10	20	20	20
Внатрешен јавен долг	3 годинишен со фиксна каматна стапка	2	3	4	6	5	10	20	15	40	25
	3 месечен со варијабилна каматна стапка	6	7	8	5	3	10	30	15	20	45
		100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

* тековно портфолио на РМ (почеток на 2007)

За разлика од моделот во 2006 година, оваа година е зголемен бројот на портфолијата врз кои се утврдуваат ефектите од шоките утврдени во макроекономските сценарија. При тоа првото портфолио одговара на тековното (моментното) должничко портфолио на Република Македонија, додека останатите 9 стратегии за задолжување, претставуваат различни комбинации на долгот според каматна, валутна и рочна структура, како што е прикажано во следната табела:

Табела бр. 18 Структура на алтернативни портфолија

Структура на портфолија	1*	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Валутна: Странски:Домашен	82:8	90:10	88:12	89:11	92:8	80:20	50:50	70:30	40:60	30:70
Каматна: Фиксен:Варијабилен	62:38	62:38	62:38	66:34	68:32	50:50	60:40	65:35	60:40	35:65
Рочна: Долгорочен:Краткорочен	94:6	93:7	92:8	95:5	97:3	90:10	70:30	85:15	80:20	55:45

* тековно портфолио на РМ (почеток на 2007)

Ова е со цел да се оцени кој сегмент од должничкото портфолио е најосетлив на промените на општите услови (шокови) во економијата (домашна или меѓународна). Ваквата проценка се врши по пат на тестирање на движењето на просечните каматни трошоци кои произлегуваат од алтернативните портфолија под претпоставка да настанат шокови утврдени во шест макроекономски сценарија, и тоа:

Сценарио 1: Основно сценарио

Сценарио 2: Шок во светската економија

Сценарио 3: 20% Девалвација на домашната валута

Сценарио 4: Рецесија во домашната економија

Сценарио 5: 30% Девалвација на домашната валута

Сценарио 6: Двоцифрена инфлација од 15% во 2008 година

Основното сценарио ја отсликува тековната политика на Владата на Република Македонија, како и политиката која владата планира да ја спроведува во наредните 10 години. Со ова сценарио се предвидува континуиран пораст на БДП и стабилен курс на домашната валута во однос на ЕУР. Каматните стапки на домашниот финансиски пазар, долгорочни и краткорочни, бележат тренд на континуирано опаѓање до 2010 година, по што до крајот на 2015 година каматните стапки го задржуваат приближно истото ниво.

Во **второто сценарио** е прикажано движењето на макроекономските индикатори под претпоставка да се случи рецесија во светското стопанство. Ваквите случувања во светската економија се очекува да се ефектуираат со пад на каматните стапки (долгорочни и краткорочни) на меѓународниот финансиски пазар.

Со наредните четири сценарија се проектирани движењата на макроекономските индикатори во услови на шокови во домашната економија, како што се девалвација на домашната валута и инфлација.

Во **третото и петото сценарио** респективно се предвидува девалвација, односно намалување на вредноста на денарот за 20%, односно за 30% до крајот на 2007 година. Ваквите промени во вредноста на домашната валута предизвикуваат зголемување на каматните стапки на домашните финансиски пазари во моментот на настанување на шокот. Во периодот по шокот се предвидува стабилизација на домашната економија, како резултат на што каматните стапки на домашното задолжување во текот на целиот период по шокот се движат во надолен тренд.

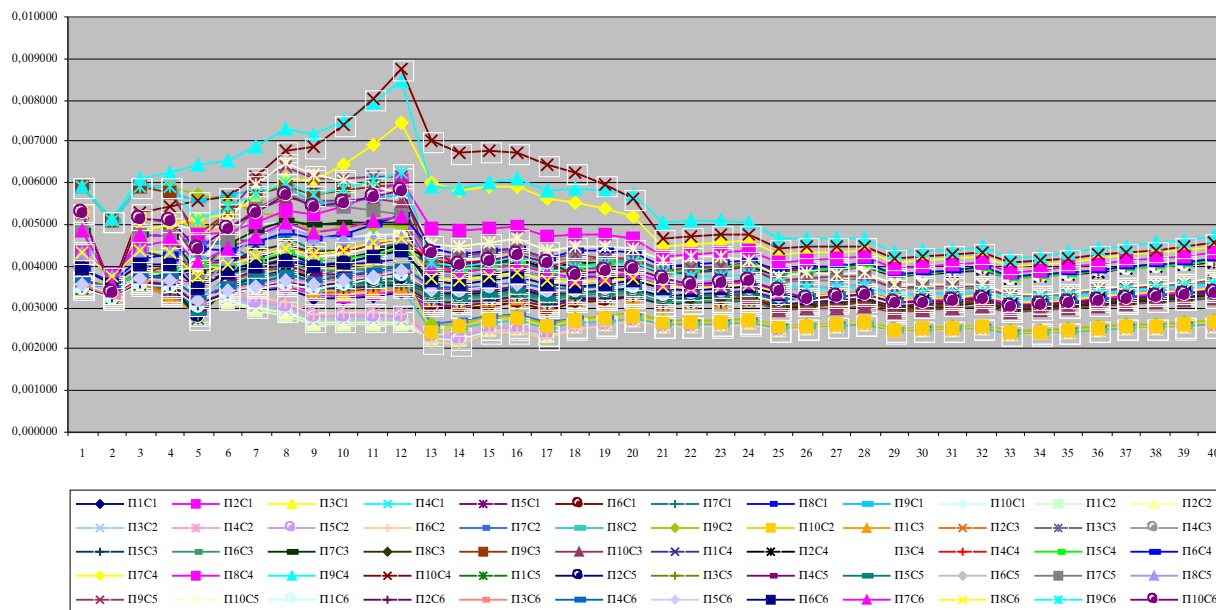
Ефектите од рецесијата во домашната економија на основните макроекономски индикатори се содржани во **четвртото сценарио**. Во ова сценарио стапката на пораст на БДП се одржува на најниско ниво во однос на сите останати сценарија. Од друга страна, каматните стапки за домашното задолжување, краткорочни и долгорочни, бележат највисок пораст во однос на останатите сценарија.

Шестото сценарио се концентрира на ефектите од двоцифрена (15%) инфлација, што е проследено со значителни промени во вредноста на домашната валута, додека каматните стапки на домашните финансиски пазари се зголемуваат како резултат на антиинфлационите мерките кои ќе се очекува да бидат преземени од страна на монетарните власти со цел стабилизирање на домашната економија.

Од анализата на движењето на просечните каматни трошоци под претпоставка од настанување на шест макроекономски сценарија може да се заклучи дека најниски каматни трошоци генерираат портфолијата во кои доминира долгот со странска валута, а највисоки

портфолијата во кои доминира домашниот долг. И покрај тоа, на долг рок трошоците на портфолијата со доминантен домашен долг на долг рок бележат тенденција на опаѓање, додека трошоците на портфолијата со доминантен странски долг континуирано се зголемуваат. Исто така од анализата може да се констатира дека каматните трошоци на сите 10 алтернативни должнички портфолија се најниски под претпоставка да настанат шоките утврдени во второто сценарио (шок во светската економија), а највисоки според сценаријата во кои се предвидува промена на макроекономските индикатори како резултат на намалување на вредноста на домашната валута и рецесија во економијата воопшто. (Графикон бр.13)

Графикон бр.13: Каматни трошоци/БДП на сите 10 алтернативни должнички портфолија (под претпоставка да настанат шест макроекономски сценарија)

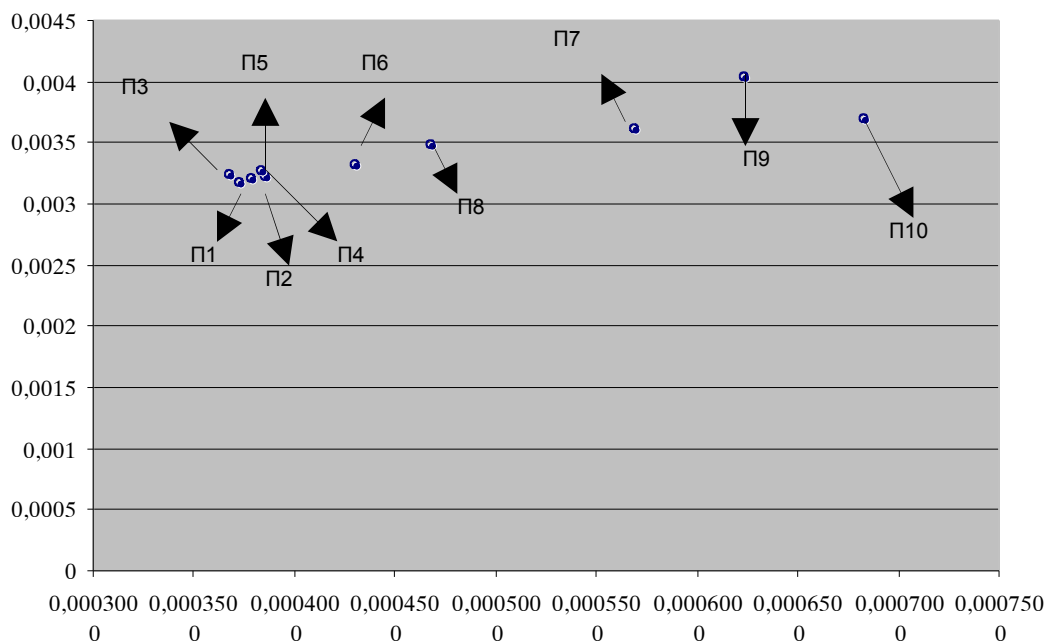


*П-Портфолио; С-Сценарио

Од друга страна со анализа на односите на размена меѓу просечните каматни трошоци и потенцијалните варијации на истите, може да се заклучи дека зголемувањето на учеството на домашниот долг во портфолијата во кои доминира надворешниот долг резултира со зголемување на трошоците за сервисирање на долгот од една страна, но едновременно и со намалување на изложеноста на портфолијата на ризиците, од друга страна. За разлика од ова, портфолијата во кои внатрешниот долг учествува со 50-60% во однос на надворешниот долг се карактеризираат со исклучително високи трошоци и ризик истовремено. (Портфолија 7, 9 и 10).

Графикон бр.14: Односи на размена меѓу трошоците и ризиците на алтернативните должнички портфолија

Трошоци



Ризик

*П-Портфолио

Анализирајќи ги ефектите од влијанието на промените на економските услови во државата и светот на различните должнички портфолија, може да се констатира дека тековното портфолио на јавниот долг на Република Македонија е поволно како од аспект на трошоците, така и од аспект на неговата изложеност на ризик од промена на тие трошоци. Но резултатите од претодната анализа покажуваат дека повеќе од неопходно е да се преземат активности за умерено реструктуирање на долгот во насока на постепено зголемување на делот на долгот деноминиран во домашна валута, за сметка на намалување на надворешниот долг. Тоа би значело подобрување на портфолиото на државните хартии од вредност, од квантитативен и квалитативен аспект, односно зголемување на износите на емитуваните хартии од вредност, како и продолжување на нивната рочност.

* * *

Стратегијата за управување со јавен долг за периодот од 2008 до 2010 година влезе во сила со денот на објавување во „Службен весник на Република Македонија“ бр.95 од 30 јули 2008 година.