



ВЛАДА НА РЕПУБЛИКА СЕВЕРНА МАКЕДОНИЈА

**СТРАТЕГИЈА ЗА УПРАВУВАЊЕ СО
ЈАВНИОТ ДОЛГ НА РЕПУБЛИКА СЕВЕРНА
МАКЕДОНИЈА ЗА 2021-2023
(со изгледи до 2025)**

Скопје, декември 2020

СОДРЖИНА

1. Вовед.....	1
2. Јавниот долг на Република Северна Македонија.....	2
3. Управување со ризиците на јавниот долг	4
4. Развој на пазарот на државни хартии од вредност	6
5. Лимити на јавниот долг	6
5.1. Лимити за висината на јавниот долг и гарантираниот долг.....	7
5.2. Лимити за структурата на долгот.....	9
6. Анализа на сценариото за влијанието на каматниот и валутниот ризик врз надворешниот државен долг	11
7. Алтернативни стратегии за финансирање.....	12
8. Оптимизација на должничко портфолио	14

Врз основа на член 7 од Закон за јавен долг („Службен Весник на Република Македонија“ бр.62/05, 88/08, 35/11 и 139/14 и „Службен Весник на Република Северна Македонија“ бр.98/19) на седницата одржана на ____2020 година, ја донесе Стратегијата за управување со јавниот долг на Република Северна Македонија за период 2021-2023 година (со изгледи до 2025):

1. Вовед

Законот за јавен долг во член 7 од Закон за јавен долг („Службен Весник на Република Македонија“ бр.62/05, 88/08, 35/11 и 139/14 и „Службен Весник на Република Северна Македонија“ бр.98/19) предвидува подготовка и имплементација на среднорочна стратегија за управување со јавен долг, која што ќе покрива период од три години и истата се донесува од страна на Владата на Република Северна Македонија. Иако законската обврска за проектирање на нивото и структурата на долгот е три години, Министерството за финансии ја зголемува транспарентноста при управувањето со јавните финансии вклучувајќи две дополнителни години, односно проекции за движењето на јавниот долг за период 2021-2025 година. Проекциите на состојбата и структурата на долгот се во согласност со проекциите во Ревидираната Фискалната стратегија 2021-2023 (со изгледи до 2025) година.

Со стратегијата за управување со јавниот долг, согласно со Законот за јавен долг, се утврдува висината на јавниот долг на среден рок, максималниот износ на нето задолжување во првата година во која се однесува стратегијата, максималниот износ на ново издадени државни гаранции во првата година за која се однесува стратегијата и структурата на државниот долг.

Стратегијата за управување со јавниот долг ѝ дава рамка на Владата на Република Северна Македонија за дејствување во насока на прудентно управување со јавниот долг на државата на среден рок. Целите на политиката за управување со јавниот долг коишто се утврдени со Законот за јавен долг (Службен весник број 145/2014), се следните:

- финансирање на потребите на државата со најнизок можен трошок, на среден и долг рок, и со одржливо ниво на ризик;
- идентификација, следење и управување со ризиците на кои подлежи портфолиото на јавниот долг; и
- развој и одржување на ефикасен домашен финансиски пазар.

Остварувањето на претходно наведените цели ќе се реализира преку дефинирање на краткорочни и среднорочни лимити на одредени индикатори на должничкото портфолио.

2. Јавниот долг на Република Северна Македонија

Основните принципи што се земаат предвид при управувањето со портфолиото на јавниот долг, односно при подготвување и спроведување на Стратегијата за управување со јавен долг се:

- утврдување оптимална структура на должничкото портфолио;
- 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 ризиците врз одржливоста на јавниот долг на среден и на долг рок.
- Обезбедување на транспарентност при процесот на креирање на долг

Наспроти растечкиот тренд кој беше евидентиран во периодот од 2008-2016, јавниот долг во периодот по 2016 година се стабилизираше. Прудентното управување на јавните финансии резултираше со стабилизирање на нивото на државниот и на јавниот долг. Така, државниот долг на крајот на 2019 година изнесуваше 4.556,8 милиони евра, односно 40.7% од БДП, додека јавниот долг изнесуваше 5.540.9 милиони евра, односно 49.4% од БДП.

На почетокот на 2020 година, ескалирањето на здравствената пандемија на Ковид-19 вирусот резултираше со намалена економска активност во глобални рамки, а соодветно на тоа ефектите се почувствуваа и во македонската економија. Во тој момент Минисерството за финансии беше исправено пред нов и непознат предизвик, односно се јави потреба од обезбедување на финансиски ресурси за погодените сектори кои не беа планирани во Фискалната стратегија, а истовремено да не излезе од зоната на прудентно управување со јавните финансии. Така, во текот на првиот семестар од 2020 година, Министерството за финансии се задолжи кај ММФ со инструмент за брзо финансирање во вонредна состојба во износ од 176 милиони евра, од Светска банка се обезбедија дополнителни ресурси за справување со Ковид кризата преку склучување на заем, а од Европската унија се обезбедија средства за макро-финансиска поддршка во износ од 160 милиони евра кои се очекува да се повлечат во две транши. Исто така, во овој период министерството за финансии во име на Република Северна Македонија ја издаде седмата еврообврзница во износ од 700 милиони евра. Ако се земе предвид дека оваа обврзница се издаде во време на кризата предизвикана од Ковид-19, кога сите земји се соочуваат со недостаток на средства за финансирање на своите буџети, постигнувањето на каматната стапка од 3,675% претставува своевиден успех и доказ за довербата на инвеститорите во македонската економија и политики.

Државниот долг на Република Северна Македонија¹ на крајот на К-3 од 2020 година изнесуваше 5.573,1 мил. евра, односно 51.5% од проектираниот БДП. Вкупниот јавен долг², кој го вклучува државниот долг и долгот на јавните претпријатија основани од државата или од општините, општините во градот Скопје и градот Скопје, на крајот од К-3 2020 е на ниво од 6.571,5 мил. евра што претставува 60.7% од проектираниот БДП. Со Законот за изменување и дополнување на Законот за јавен долг (Службен весник на РСМ 98/19 од 17 мај 2019 година), националната дефиниција за јавниот долг се прошири и го опфаќа и негарантираниот долг на јавните претпријатија основани од државата или од општините, општините во градот Скопје и градот Скопје. Следствено на ова, почнувајќи од К2 2019 година во состојбата на јавниот долг е вклучен и негарантираниот долг на јавните претпријатија.

¹Државен долг е збир на финансиски обврски создадени со задолжување на Република Северна Македонија, јавните установи основани од Република Северна Македонија и општините, општините во градот Скопје и градот Скопје.

²Јавниот долг е збир на државниот долг и долгот на јавните претпријатија и акционерски друштва основани од државата или од општините, општините во Градот Скопје и Градот Скопје.

Табела 1: Движење на јавниот долг

(во милиони евра)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Q3 - 2020
ДРЖАВЕН ДОЛГ	2,771.6	3,262.5	3,453.3	3,851.5	3,958.5	4,344.4	4,556.8	5,573.1
Државен долг како % од БДП	34.0	38.1	38.1	39.9	39.4	40.4	40.7	51.5
Гарантиран долг	509.8	658.9	774.0	859.9	828.4	857.7	942.2	957.6
Негарантиран долг	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	41.9	40.8
ВКУПЕН ЈАВЕН ДОЛГ*	3,281.4	3,921.3	4,227.2	4,711.4	4,786.9	5,202.2	5,540.9	6,571.5
Надворешен јавен долг	2,078.7	2,725.1	2,847.5	3,286.0	3,187.5	3,537.8	3,709.3	4,433.1
Внатрешен јавен долг	1,202.7	1,196.2	1,379.7	1,425.4	1,599.4	1,664.4	1,831.6	2,138.5
Јавен долг како % од БДП	40.3	45.8	46.6	48.8	47.7	48.4	49.4	60.7

*Заклучно 2018, вкупниот јавен долг е збир од државниот и гарантираниот долг. Во 2019 година од (К2), јавниот долг го вклучува и негарантираниот долг на ЈП и АД основани од државата или од општините.

Извор : Министерство за Финансии и Народна банка на РСМ

Од аспект на каматната структура на државниот долг, на крајот на третиот квартал на 2020 година односот на долгот со фиксна и варијабилна каматна стапка изнесува 78,4:21,6 соодветно. Во однос на валутната композиција на државниот долг, долгот во домашна валута учествува со 24,0 %, додека долгот деноминиран во странска валута учествува со 76,0%. Долгот во евра има доминантно учество од 68,9% во вкупниот државен долг, специјалните права за влечење учествуваат со 6,4%, долгот во јапонски јени изнесува 0,6%, во долари учествува со 0,1%.

Транспарентноста во делот на податоците за јавен долг се подобри со последните измени на Законот за јавен долг вклучувајќи го и негарантираниот долг во дефиницијата за јавен долг. Дополнително, почнувајќи од јуни 2017, во рамки на статистичкиот преглед на Министерството за финансии³, редовно се објавуваат детални податоци за состојбата на државниот долг, неговата каматна и валутна структура, отплатите на долгот, гарантираниот јавен долг, каматните стапки на државните хартии од вредност, нивната реализација и состојба. Во согласност со цврстата заложба на Министерството за финансии за целосна фискална транспарентност, воведена е нова алатка за транспарентност⁴ javendolg.open.finance.gov.mk, која ја изработи Министерството за финансии со поддршка на ИРИ и УСАИД. Платформата е промовирана и објавена во јавноста во февруари 2020 година. На страната се детално прикажани долгот, неговото движење по години, повлекувањата, раздолжувањата, како и проекциите за 2020 година. Целта е преку едноставно и разбирливо претставување на податоците за јавниот долг, да се придонесе кон поголема информираност и финансиска едукација на широката јавност.

³ <http://finance.gov.mk/mk/node/6449>

⁴ javendolg.open.finance.gov.mk

3. Управување со ризиците на јавниот долг

Политиката на управување со ризиците има централно значење во управувањето со јавниот долг и претставува клучна врска меѓу предлагањето, формулирањето, усвојувањето и спроведувањето на политиката за управување со јавен долг. Развојот на оваа политика претставува предизвик на управувачите со јавниот долг и подразбира идентификување, мерење и управување со ризиците, имајќи го предвид односот на размена на ризици и трошоци.

Главна цел на управувањето со јавниот долг е да овозможи потребите и финансиските обврски на државното финансирање да се извршат со најниски трошоци на среден и долг рок со прифатливо ниво на ризик. Од аспект на ризиците со кои се соочува должничкото портфолио на државниот долг на Република Северна Македонија, може да се согледа одредено подобрување на индикаторите за мерење на ризикот од рефинансирање на долгот и ризикот од промена на каматните стапки. Имено, како резултат на заложбата на Министерството за финансии за развој на домашниот пазар на државни хартии од вредност, од 2012 година започна процес на реструктурирање на портфолиото на државни хартии од вредност, каде што новите емисии на хартии од вредност имаа подолги рочности, а краткорочните инструменти постепено се намалуваа. Ваквата стратегија резултираше со значително подобрување во поглед на ризикот за рефинансирање и ризикот од промена на каматни стапки на домашното портфолио. Во однос на останатите ризици, управувањето со долгот на среден рок ќе се фокусира кон остварување најнизок трошок при одржливо ниво на ризик.

Како основни ризици кои се идентификувани при управувањето со портфолиото на долгот на Република Северна Македонија се јавуваат:

1. Ризикот од рефинансирање на долгот;
2. Пазарниот ризик, во кој се вклучени следните ризици:
 - Ризик од промена на каматните стапки и
 - Ризик од промена на девизните курсеви;
3. Ризик поврзан со потенцијалните обврски и
4. Оперативен ризик.

1. Ризикот од рефинансирање се управува преку спречување поголем дел од финансиските обврски да достасуваат одеднаш во кој било временски период и обезбедување рамномерност на достасување на обврските по основ на долгот. Изложеноста на портфолиото на долгот на ризикот за рефинансирање се мери преку профилот на отплата на долгот и индикаторот кој го покажува просечното 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.

Во периодот 2021-2025 година се очекува просечното време на достасување на долгот на централна влада да се зголеми од 5,7 години на крајот на 2020 година, на 5,9 години во 2021 година а потоа од 2022 до 2025 година да има благо намалување како резултат на амортизирање на заемите со концесионални услови. Кај внатрешниот долг во изминатите години имаше значителен напредок во продлабочувањето на домашниот пазар на државни хартии од вредност и зголемувањето на рочноста во овој сегмент. Имено, посебен акцент беше ставен на зголемување на долгорочните хартии од вредност и продолжување на рочноста и обемот на постојаното портфолио на државни хартии од вредност.

Табела 2: Просечно време на достасување - ATM (во години)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Долг на централна влада	5.7	5.9	5.5	5.6	5.3	5.3
Внатрешен долг	7.7	7.4	7.3	7.1	7.2	7.0
Надворешен долг	4.5	4.9	4.1	4.4	3.7	3.9

Извор: Симулации на Министерството за финансии

2. Пазарниот ризик е определен од изложеноста на портфолиото на долгот на економските варијабли, особено на промената на каматните стапки на домашниот и на меѓународниот пазар на капитал и движењето на девизните курсеви. Идентификувањето и управувањето со пазарните ризици во Република Северна Македонија е од клучно значење за портфолиото на долгот 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.

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 на ризикот од промена на каматните стапки е поголема. Промената на каматните стапки на домашните и на меѓународните пазари влијае врз трошоците на долгот, особено кога треба да се рефинансира долгот со фиксна камата или кога треба повторно да се утврдува каматата 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.

Индикаторот ATP (Average time to re-fixing) 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 сериозна промена на каматната стапка и таквото портфолио е помалку ризично портфолио. Во периодот 2021-2025 година се очекува стабилно ниво на ризикот од промена на каматните стапки на ниво од 5 години. Овие проекции укажуваат дека во периодот 2021-2025 година, просечното време до промена на каматните стапки е значително над утврдениот минимален праг за 2021 година кој изнесува 3 години.

Табела 3: Просечно време до промена на каматните стапки - ATP (во години)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Долг на централна влада	5.0	5.5	5.1	5.2	4.8	4.9
Внатрешен долг	7.7	7.4	7.3	7.1	7.2	7.0
Надворешен долг	3.4	4.0	3.4	3.6	2.8	3.1

Извор: Симулации на Министерството за финансии

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

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 Република Северна Македонија се применува де факто фиксен девизен курс на денарот во однос на еврото, изложеноста кон ваков ризик би се мерела и како учество на еврото во вкупното портфолио на државниот долг, кое согласно со последните податоци за третиот квартал од 2020 година всушност претставува и доминантна валута со застапеност од 68,9% во вкупната структура на долгот. Во 2020 година е нотирано благо зголемување на ризикот од промена на девизниот курс како резултат на склучување на договорот за заем од ММФ кој е деноминиран во специјални права за влечење.

3. Ризик поврзан со потенцијалните обврски - Со цел добивање на подобри услови за финансирање од страна на кредиторите, државата издава државна гаранција.

Со цел Буџетот на Република Северна Македонија да не се доведе до ситуација на ризик од активирање на гаранциите, процесот на издавање нови гаранции е строго регулиран и подлежи на одредени критериуми кои треба да ги исполнат барателите на гаранциите. Согласно со последните законските измени во Законот за јавен долг, управувањето со потенцијалните обврски ќе се подобри преку зајакнување на капацитетите во делот на издавање на согласности за задолжување. Оваа активност беше реализирана во соработка со Светска банка преку Програмата за управување со јавен долг и

ризици (Government Debt and Risk Management Program). Имено, Министерството за финансии ќе врши кредитна анализа и проценка на кредитна способност на носителите на јавен долг при издавање на државна гаранција, согласно посебна пропишана методологија за проценка. Со ваквиот пристап се прави усогласување со меѓународните практики при издавање на државни гаранции.

4. 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 поделба на извршувањето на трансакциите и функциите на порамнување низ одделенијата во состав на институцијата надлежна за управување со долгот. Управувањето на јавниот долг се врши со информациски систем и со соодветна софтверска платформа, со што значително се намалува ризикот од човечки грешки. Исто така, навремено се преземат мерки за примена на принципот на „four eyes“ (четири очи, најмалку двајца извршители за секоја операција), за да се избегне ризик од ненавремено завршување на задачите во случај на најразлична спреченост на одговорното лице.

4. Развој на пазарот на државни хартии од вредност

Една од основните цели на управувањето со јавниот долг е да се овозможи развој на домашниот пазар на државни хартии од вредност, со што ќе се овозможи намалување на ризикот од рефинансирање на долгот, резистентност на екстерни шокови и обезбедување долгорочна одржливост на долгот.

Со цел поефикасно финансирање на буџетските потреби Министерството за финансии продолжува со континуирано издавање на државните хартии од вредност (ДХВ) и во наредниот период, со што ќе се обезбеди дополнително финансирање под поволни услови, зависно од интересот на пазарните учесници.

Целта е одржување на редовна застапеност на државните записи и државните обврзници со рочности на среден и подолг рок во зависност од состојбите на пазарот.

Имајќи го предвид досегашното искуство на издавање на ДХВ, фреквентноста на издавање на хартиите од вредност е соодветна на пазарните потреби. Во таа насока, Министерството за финансии ќе продолжи со воспоставената динамика за издавање на ДХВ која ја диктира пазарот.

Согласно со Стратегијата за денаризација, Министерството за финансии во наредниот период ќе се фокусира на издавање на државни хартии од вредност во домашна валута.

Во наредниот период ќе се отпочне со разгледување на можноста за транзиција на друга современа аукциска платформа за примарната емисија на ДХВ, со цел Министерството за финансии да биде во чекор со светската практика. Со тоа би се поттикнало и проширувањето на постојната база на инвеститори, а издавањето на ДХВ би се реализирало користејќи најсовремена платформа за тргување, со користење за сите предности, податоци и аналитички можности кои ги нуди истата.

Воедно, Министерството ќе продолжи и со промотивни активности за проширување на базата на инвеститори во ДХВ преку спроведување на маркетинг кампања пред различни целни групи на инвеститори и одржување на редовен дијалог со сите учесници на пазарот на ДХВ.

5. Лимити на јавниот долг

Лимитите на висината и структурата на долгот можат да послужат како сидро за прудентна фискална политика во насока на обезбедување на фискална одржливост.

Нивото на јавниот долг се смета дека е одржливо доколку овозможува навремено сервисирање на обврските што достасуваат по основ на долг на подолг период и тоа зависи од многу фактори како што

се: степенот на развој на домашниот финансиски пазар, ликвидноста на меѓународниот пазар на капитал, стапката на раст на економијата, стапката на инфлација, нивото на буџетски дефицит/суфицит, и слично.

Во периодот 2021-2025 година се очекува продолжување на имплементацијата на инвестициите започнати во претходниот период од страна на носителите на јавен долг, но со цврста определба да не се загрози долгорочната одржливост на нивото на задолженост на земјата. Покрај ова, дел од задолжувањето е детерминирано за покривање на буџетските дефицити прикажани во ревидираната Фискалната стратегија 2021-2023 (со изгледи до 2025), односно непречено извршување на исплатите од буџетот, а дел од задолжувањето ќе биде наменето и за рефинансирање на претходни долгови кои достасуваат во наредниот период. Имено во наредниот среднорочен период пристигнуваат за отплата поголеми износи, 500 милиони евра во 2021 година за Еврообврзницата издадена во 2014 година, 450 милиони евра во 2023 година за Еврообврзницата издадена во 2016 година, како и 500 милиони евра коишто ќе треба бидат обезбедени во 2025 година со цел рефинансирање на Еврообврзницата издадена во 2018 година. Со цел да се обезбедат извори за финансирање на потребите на државата со најнизок трошок на среден и долг рок со истовремено одржливо ниво на ризик, со политиката за управување со јавниот долг се дефинираат неколку среднорочни и краткорочни лимити, што е во согласност со Законот за јавен долг.

Графикон 1: Профил на отплата на долгот на централната власт и на гарантираниот долг(милиони евра)



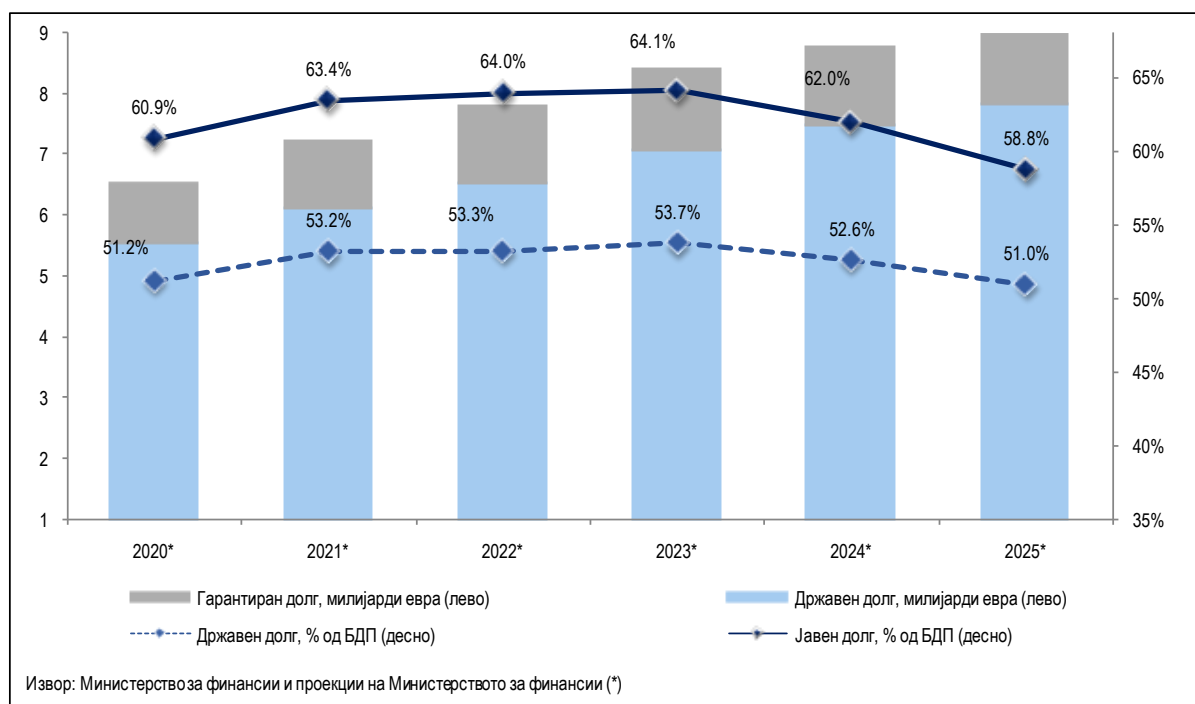
5.1. Лимити за висината на јавниот долг и гарантираниот долг

Преку среднорочните лимити се гради рамка во која ќе се движи јавниот долг за периодот од 2021 до 2025 година. Со лимитите на среден рок се дефинира максималното одржливо ниво на вкупниот јавен долг во однос на БДП и нивото на гарантираниот јавен долг во однос на БДП. Исто така, со цел да

се намалат ризичните фактори што влијаат врз портфолиото на вкупниот јавен долг се определуваат среднорочни лимити за валутната и каматната структура на државниот долг.

Со цел да се задржи нивото на јавниот долг во одржливи рамки, без притоа да се наруши фискалната одржливост, **се утврдува лимитот на вкупниот јавен долг на среден и долг рок којшто не треба да надмине ниво од 60% од БДП.** Како резултат на економската криза предизвикана со пандемијата со Ковид-19, значаен дел од земјите на Европската унија, како и земјите во регионот беа принудени да ги прошират своите буџетски дефицити со цел се обезбедат средства за справување со пандемијата. Кај повеќето економии, ова резултираше со зголемување на нивото на јавен долг за повеќе од 10 проценти поени. Аналогно на тоа, во текот на 2020 година Република Северна Македонија забележа зголемување на нивото на јавниот долг за околу 10 процентни поени и се доближи до максималниот лимит утврден во оваа стратегија. Среднорочните проекции прикажани во оваа Стратегија прикажуваат дека јавниот долг ќе го надмине максималниот праг од 60% во периодот 2021-2023, но како резултат на мерките на фискална консолидација во 2024 година се очекува негова стабилизација и во 2025 година повторно враќање во пропишаните рамки под 60% од БДП. Врз основа на среднорочната буџетска рамка од која произлегува потребата за финансирање на буџетските дефицити на среден рок, потребите за отплати на претходни долгови, како и имплементацијата на проектите што се надвор од централната власт, движењето на јавниот долг на среден рок ќе бележи умерен раст до 2023 година како резултат од последиците на кризата, а потоа во периодот по 2024 година преку мерките на фискална консолидација се очекува намалување на нивото долгот.

Графикон 2: Проекција на вкупен јавен долг (државен долг и гарантиран долг)



Нето-задолжувањето во 2021 година го вклучува планираното задолжување во рамките на државниот долг намалено за отплатите по основ на истиот. **Краткорочниот максимален лимит за нето-задолжување (домашно и странско) по основ на државен долг во 2021 година се утврдува на 650 милиони евра.**

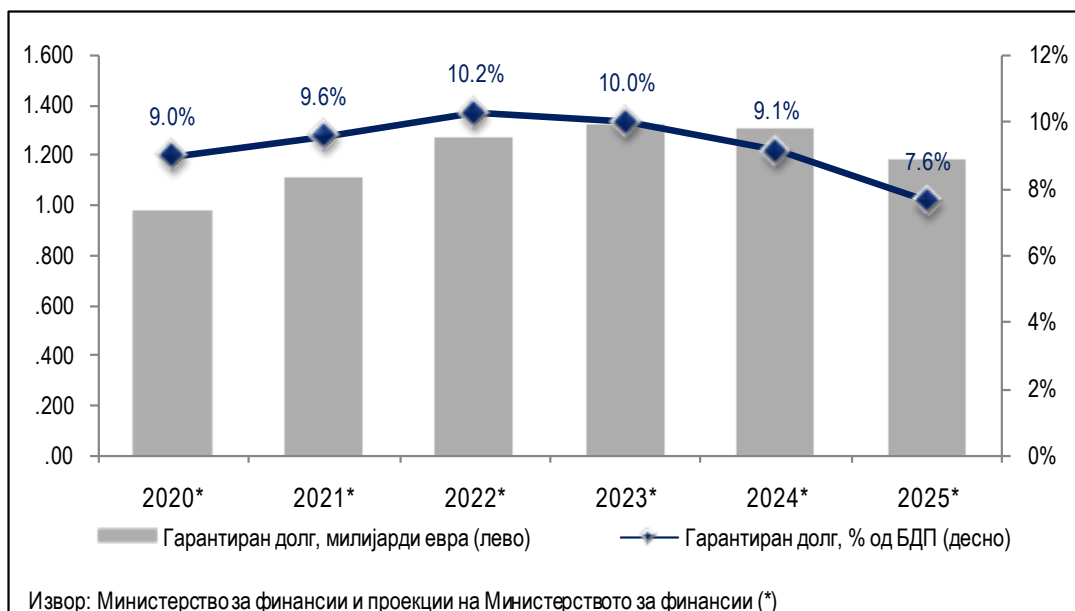
Издадените државни гаранции претставуваат потенцијална обврска за буџетот на државата, односно постои ризик од зголемување на трошоците за сервисирање во случај на нивно активирање. Затоа од големо значење за Министерството за финансии е висината на издадените гаранции да биде на одржливо ниво на среден рок. Заради тоа, при изборот на проекти за кои ќе се издаде државна гаранција,

посебен акцент ќе се стави на оние проекти што се самоодржливи и генерираат приходи поддржуваат економскиот раст и овозможуваат поголема конкурентност на домашната економија на среден рок, што се во согласност со стратешките приоритети на Владата на РСМ и имаат оправданост за намената за која се користат средствата. **Во таа насока, за периодот 2021-2025 година се утврдува лимитот нивото на гарантираниот јавен долг да не надмине 15% од БДП.**

Според направените анализи за движењето на проектираниот гарантиран јавен долг во период од 2021 до 2025 година, се очекува умерено зголемување на истиот до 2023 година заради повлекување средства од проектите главно во патната инфраструктура кои се имплементираат со заеми гарантирани од државата, по што се очекува стабилизација и намалување на гарантираниот долг на 7,6% во 2025 година. Притоа, во целиот период нивото на гарантираниот јавен долг е под утврдениот максимален лимит.

Во периодот 2021 - 2025 година се очекува имплементирање на инвестициите во областа на патната инфраструктура финансирани со заеми гарантирани од државата и се утврдува **лимит за максимално нето-задолжување по основ на гарантиран долг во 2021 година до 200 милиони евра.**

Графикон 3: Гарантиран јавен долг



5.2. Лимити за структурата на долгот

Промените на девизниот курс можат во голема мера да влијаат, односно да ги зголемат предвидените трошоци за отплати на долгот деноминиран во странска валута. Но, имајќи го предвид фактот дека во Република Северна Македонија од 1995 година се применува де факто фиксен девизен курс на денарот во однос на германската марка, а од 2002 година во однос на еврото, и таа политика ќе продолжи и наредниот период, изложеноста кон ваков ризик би се мерела како учество на еврото во вкупното портфолио на долгот. **Притоа, за периодот 2021-2025 година, се утврдува лимит за државниот долг во странска валута - минималниот праг на долгот во евра во вкупното портфолио на државен долг во странска валута да изнесува 85%.**

Кај проекцијата на валутната структура се забележува доминантно присуство на долгот деноминиран во евра, кое има умерен пораст на среден рок како резултат на определбата на Министерството за финансии новите надворешни задолжувања да бидат деноминирани во евра. Притоа, во периодот 2021-2025 година, учеството на долгот во евра во вкупното портфолио на државниот долг во странска валута е значително над минималниот праг. Сепак, во првата половина на 2020 година, заемот од ММФ со инструментот за брзо финансирање во услови на криза е деноминиран во специјални права за влечење, а соодветно на тоа има благо намалување на соодносот на еврата во вкупното портфолио во

странска валута. Исто така, присуството на други валути се однесува на заеми деноминирани во американски долари, јапонски јени и специјални права за влечење кај кредитни линии кои главно се склучени во минатото, а истите се амортизираат во периодот на кој се однесува проекцијата.

Графикон 4: Валутна структура на државен долг во странска валута



Со цел заштита на портфолиото на државниот долг од евентуалните идни пазарни шокови односно од неповолните промени на каматните стапки кои влијаат директно врз зголемување на трошоците на Буџетот на Република Северна Македонија, една од целите на управувачите со долгот е одржување оптимална каматна структура на портфолиото на државниот долг. Оттаму, **за периодот 2021-2025 година се утврдува лимит за каматната структура на државниот долг - минималниот праг на долгот со фиксна каматна стапка да изнесува 60%.**

Имајќи ја предвид моменталната структура на портфолиото на државниот долг, како и проекциите на среден рок, во периодот 2021-2025 година долгот со фиксна камата се движи значително над поставениот минимален праг. Ова ја одразува заложбата на Министерството за финансии за издавање долгорочни хартии од вредност на домашен пазар, но и определбата за задолжување преку инструменти со фиксна каматна стапка на меѓународниот пазар на капитал.

Графикон 5: Каматна структура на државен долг



Во рамките на оваа Стратегија се пресметуваат лимити на индикаторите поврзани со ризикот од рефинансирање на долгот - индикаторот кој го покажува просечното време во кое долгот се рефинансира и индикаторот кој покажува колкав дел од портфолиото на долгот на централната влада доспева во текот на наредната година. Исто така, се пресметува лимит за индикаторот за мерење на ризикот од промена на каматни стапки (кој го покажува просечното време во кое се менуваат каматните стапки на должничкото портфолио). Поточно, со цел да се заштити портфолиото на долгот на централната влада од ризикот за рефинансирање се утврдува лимит за ризик од рефинансирање - **минималниот праг на индикаторот „Просечно време на достасување“ во 2021 година да изнесува 4 години**. Понатаму, со цел да се заштити портфолиото на долгот на централната влада од ризикот од промена на каматните стапки, се утврдува лимит за ризик од промена на каматни стапки - **минималниот праг на индикаторот „Просечно време на промена на каматните стапки“ во 2021 година да изнесува 3 години**.

6. Анализа на сценариото за влијанието на каматниот и валутниот ризик врз надворешниот државен долг

Со цел испитување на изложеноста на портфолиото на долгот на Република Македонија на пазарниот ризик, подготвена е кратка симулација за влијанието на промената на каматните стапки и девизниот курс врз трошоците за сервисирање на надворешниот државен долг (Табела 11). Сензитивната анализа за движењата на трошоците за сервисирање во Буџетот на Република Северна Македонија по основ на надворешен долг се заснова на следните претпоставки:

- со промена на една варијабла сите останати варијабли остануваат непроменети, т.е. *ceteris paribus*;
- при евентуални движења на другите валути во однос на еврото, девизниот курс на денарот во однос на еврото ја задржува стабилната вредност;
- непостоење корелација меѓу каматните движења и движењата на девизниот курс.

Табела 4: Анализа на сензитивноста на трошоците за сервисирање на надворешниот државен долг при промена на каматните стапки и девизните курсеви

	2021	2022	2023	2024	2025
Основно сценарио	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Сценарио I-зголемување на соодветните каматни стапки за 1 процентен поен	107.5	108.2	108.8	109.5	108.1
Сценарио III-апребација на другите валути од портфолиото во однос на еврото за 10%	100.3	100.9	100.3	100.5	100.2

Како главни заклучоци што може да се извлечат од оваа анализа можат да се наведат следните:

1. каматните трошоците за сервисирање по основ на надворешниот државен долг се сензитивни на движењето на каматните стапки. Доколку каматните стапки во 2021 година пораснат за 1 процентен поен во однос на основната проекција, тоа би предизвикало пораст на каматните трошоци за 7,7% односно за 7,3 милиони евра, со слични ефекти и во 2022 до 2025 година. Оваа сензитивност може да се објасни како изложеност на должничкото портфолиото на ризикот од промена на каматни стапки.

2. евентуална депрецијација на еврото во однос на другите валути во портфолиото (американскиот долар, јапонскиот јен и специјалните права за влечење) за 10% ќе предизвика зголемување на трошоците за сервисирање за 0,3% во 2021 година, односно за 2,0 милиони евра. Од добиените резултати може да се утврди дека евентуалните неповолни движења на девизните курсеви на другите валути во однос на еврото нема да предизвикаат позначително зголемување на трошоците за сервисирање поради фактот што најголемиот дел од надворешниот државен долг е деноминиран во евра.

7. Алтернативни стратегии за финансирање

Во насока на унапредување на процесот на донесување на одлуки поврзани со финансирањето на потребите на државата, а со цел успешно реализирање на утврдените цели на политиката за управување со јавен долг, во рамки на оваа стратегија е подготвена квантитативна анализа преку употреба на аналитичката алатка MTDS (Medium Term Debt Strategy). Оваа алатка е развиена од страна на Светска банка и ММФ и има за цел да ги утврди трошоците и ризиците поврзани со потенцијалните стратегии за финансирање.

Моделот MTDS како влезни податоци користи:

- текови на отплата на главнина и камата на постојното должничко портфолио,
- проекции на макроекономските и финансиските варијабли,
- шокови на финансиските варијабли (каматните стапки и девизниот курс) и
- алтернативни стратегии за финансирање на потребите на државата .

Алтернативи што може да бидат користени како извори за финансирање на потребите на државата се следниве:

1. државни записи и државни обврзници на домашниот пазар на државни хартии од вредност (ДХВ);
2. еврообврзница на меѓународниот пазар на капитал;
3. фондови од меѓународни финансиски институции за буџетска поддршка, како и за финансиска поддршка на антикризните мерки во услови на светска пандемија предизвикана од Ковид-19 ;
4. средства за проектно финансирање од меѓународни финансиски институции и приватни кредитори.

Во моделот MTDS се анализирани три алтернативни стратегии на финансирање, презентирани во продолжение. Временската рамка на која се однесува анализата е период од пет години (2021-2025 година).

Алтернативните начини на финансирање меѓусебно главно се разликуваат во структурата на домашното финансирање преку државните хартии од вредност. Во рамки на првата алтернатива се предвидува обезбедување на потребите за финансирање на државата преку домашниот пазар на ДХВ, меѓународниот пазар на капитал, од фондовите на меѓународните финансиски институции за буџетска поддршка и финансиска поддршка на антикризните мерки, како и со повлекување средства за проектно финансирање од меѓународните финансиски институции. Карактеристично за оваа стратегија е што во рамки на домашното финансирање (ДХВ со и без валутна клаузула) најголем дел од нето финансирањето се реализира преку државните обврзници со различни рочности. Целта на оваа стратегија е одржување редовна застапеност на државните хартии од вредност со краток, среден и долг рок и проширување на рочната структура на портфолиото на државните хартии од вредност со подолги рочности. Истовремено, оваа стратегија обезбедува значајна поддршка на Стратегијата за денаризација со оглед дека истата се фокусира на издавање на државни хартии од вредност во домашна валута. Оваа стратегија се истакнува пред се заради намалувањето на изложеноста на ризикот од рефинансирање, пред се преку намалување на учеството на долгот што достасува за 1 година во однос на вкупниот долг, како и преку зголемување на ATM индикаторот за просечно време до достасување. Оваа стратегија е проследена со највисок ATM за долгот во домашна валута. Исто така, и ризикот од промена на каматните стапки е најнизок кај оваа стратегија. Оваа стратегија е незначително поскапа опција споредено со останатите алтернативи, но делува во насока на понатамошен развој на пазарот на државни хартии од вредност и намалување на ризиците на должничкото портфолио.

Соодносот меѓу домашното и надворешното финансирање, како и структурата на надворешното финансирање се задржани исти и кај останатите алтернативи.

Втората алтернатива, во однос на првата предвидува поголем износ на нето финансирање преку издавање на краткорочни и особено на среднорочни денарски инструменти, а помало нето финансирање преку долгорочните инструменти. Целта на оваа стратегија е да се намалат трошоците за финансирање преку издавање на поголем износ на инструменти кои имаат пониска каматна стапка на домашниот пазар на ДХВ. Од аспект на трошоците, оваа алтернатива е незначително поефтина во однос на останатите стратегии, но се забележува значително влошување на индикаторот ATM особено за инструментите во домашна валута.

Третата алтернатива предвидува нето финансирањето да се реализира преку неколку главни инструменти на краток и долг рок, во денари и со девизна клаузула: Оваа стратегија предвидува незначително нето финансирање преку среднорочните инструменти. Кај оваа алтернатива е најизразен ризикот од рефинансирање. Имено, кај оваа стратегија се забележуваат највисоки износи на индикаторите: долг што доспева за 1 година и долг што ја менува каматната стапка за 1 година. Валутниот ризик е исто така највисок гледано преку учеството на долгот деноминиран во странска валута во вкупниот долг.

Целта на аналитичката алатка MTDS е квантификација на трошоците и ризиците и пронаоѓање оптимален сооднос меѓу нив согласно утврдените приоритети на политиката на управување со јавниот долг. Моделот овозможува споредба на потенцијалните стратегии за финансирање на потребите на државата, преку анализа на трошоците и ризиците кои се резултат на различните должнички портфолија и парични текови. Исто така, преку алатката се согледуваат различните карактеристики на должничкото портфолио кај секоја од утврдените алтернативи, притоа земајќи го предвид и влијанието на шоките на финансиските варијабли. Така, според анализата на резултатите од примената на алтернативните пристапи, првата алтернатива се смета за најповолна од аспект на ризичноста на портфолиото (гледано според индикаторите на ризикот за рефинансирање, ризикот од промена на каматните стапки и валутниот ризик), иако е незначително поскапа опција во однос на останатите алтернативи. Втората и третата алтернатива од аспект на трошоците даваат подобри резултати, но се понеповолни во однос на индикаторите за ризикот од рефинансирање и ризикот од промена на каматните стапки. Дополнително, со првата стратегија понатаму се развива и се одржува ефикасен и ликвиден домашниот пазар на

државни хартии од вредност и се продлабочува со цел да може да одговори на потребите на државата, а истовремено е во функција на поддршка на стратегијата за денаризација.

8. Оптимизација на должничко портфолио

Со цел понатамошно порамнување на профилот на отплата и намалување на ризикот од рефинансирање, како и остварување дополнителни каматни заштеди, Министерството за финансии и во следниот период ќе ја разгледува можноста и условите за оптимизација на трошокот за сервисирање на долгот со активно управување со должничкото портфолио.