



**QEVERIA E REPUBLIKËS SË MAQEDONISË SË VERIUT**

**STRATEGJIA PËR MENAXHIM ME BORXHIN  
PUBLIK TË REPUBLIKËS SË MAQEDONISË  
SË VERIUT PËR 2023-2025  
(me perspektivë deri në vitin 2027)**

**Shkup, maj 2022**

## PËRMBAJTJA

1. Hyrje .....	- 3 -
2. Borxhi publik i Republikës së Maqedonisë së Veriut .....	- 4 -
3. Menaxhimi me rreziqet sa i përket borxhit publik .....	- 5 -
4. Zillimi i tregut të letrave shtetërore me vlerë .....	- 8 -
4.1. Fletobligacione zhvillimore .....	- 8 -
4.2. Fletobligacione të gjelbra .....	- 9 -
4.3. Fletobligacione projektuese .....	- 9 -
5. Limitet e borxhit publik .....	- 9 -
5.1. Limitet e vlerës së borxhit publik dhe borxhit të garantuar .....	- 10 -
5.2. Limitet për strukturën e borxhit .....	- 12 -
6. Analizë për skenarin e ndikimit të rrezikut të normës së interesit dhe atij valutor mbi borxhin e jashtëm shtetëror .....	- 13 -
7. Strategjitë alternative të financimit .....	- 14 -
8. Optimizimi i portofolit të borxhit .....	- 16 -

Në bazë të nenit 7, paragrafi (5) të Ligjit për borxhin publik (“Gazeta Zyrtare e Republikës së Maqedonisë” nr.62/05, 88/08, 35/11, 139/14 dhe “Gazeta Zyrtare e Republikës së Maqedonisë së Veriut” nr.98/19 dhe 151/21), Qeveria e Republikës së Maqedonisë së Veriut, në mbledhjen e mbajtur në datë \_\_\_\_2022, miratoi Strategjinë për menaxhim me borxhin publik të Republikës së Maqedonisë së Veriut për periudhën 2023-2025 (me perspektivë deri në vitin 2027):

## 1. Hyrje

Ligji për borxhin publik në nenin 7 (“Gazeta Zyrtare e Republikës së Maqedonisë” nr.62/05, 88/08, 35/11, 139/14 dhe “Gazeta Zyrtare e Republikës së Maqedonisë së Veriut” nr.98/19 dhe 151/21) parasheh përgatitjen dhe zbatimin e Strategjisë afatmesme për menaxhim me borxhin publik, që do të përfshijë një periudhë trevjeçare, me ç’rast miratohet nga Qeveria e Republikës së Maqedonisë së Veriut. Edhe pse detyrimi ligjor për projektimin e nivelit dhe strukturës së borxhit është tre vjet, Ministria e Financave ofron rritje të transparencës gjatë menaxhimit të financave publike, duke përfshirë edhe dy vite shtesë, përkatësisht projeksionet për lëvizjen e borxhit publik për periudhën 2023-2027. Projeksionet e gjendjes dhe strukturës së borxhit janë në përputhje me projeksionet në Strategji 2023-2025 (me perspektivë deri në vitin 2027).

Strategjia për menaxhim me borxhin publik, sipas Ligjit për borxhin publik, përcakton vlerën e borxhit publik në periudhë afatmesme, vlerën maksimale të huamarrjes neto në vitin e parë të referuar në Strategji, vlerën maksimale të garancive të reja shtetërore të emetuara në vitin e parë për të cilin referohet në Strategjinë dhe strukturën e borxhit shtetëror.

Strategjia për menaxhimin me borxhin publik ofron një kornizë, ku Qeveria e Republikës së Maqedonisë së Veriut duhet të veprojë në drejtim të menaxhimit prudent me borxhin publik të vendit në periudhë afatmesme. Qëllimet e politikës së menaxhimit me borxhin publik, të përcaktuara në Ligjin për borxhin publik (“Gazeta Zyrtare e Republikës së Maqedonisë” nr.62/05, 88/08, 35/11, 139/14 dhe Gazeta Zyrtare e Republikës së Maqedonisë së Veriut nr.98/19 dhe 151/21), janë si në vijim:

- Financimi i nevojave të shtetit me kosto sa më të ulëta, në periudhë afatmesme dhe afatgjate dhe me nivel të qëndrueshëm të rrezikut;
- Identifikimi, monitorimi dhe menaxhimi me rreziqet që lidhen me portofolin e borxhit publik; dhe
- Zhvillimi dhe ruajtja e tregut efikas financiar vendas.

Arrija e qëllimeve të theksuara paraprake do të realizohet përmes përcaktimit të limiteve afatshkurtra dhe afatmesme të treguesve të caktuar të portofolit të borxhit.

## 2. Borxhi publik i Republikës së Maqedonisë së Veriut

Parimet themelore që merren parasysh gjatë menaxhimit me portofolin e borxhit publik, përkatësisht gjatë përgatitjes dhe zbatimit të Strategjisë së menaxhimit me borxhin publik janë:

- Përcaktimi i strukturës optimale të portofolit të borxhit;
- Harmonizimi i kostove të portofolit të borxhit me kostot e përcaktuara në buxhetin shtetëror në nivel vjetor dhe në periudhë afatmesme;
- Limitimi dhe eliminimi i ndikimit të rreziqeve ndaj qëndrueshmërisë së borxhit publik në periudhë afatmesme dhe afatgjate; dhe
- Sigurimi i transparencës në procesin e krijimit të borxhit.

Ndryshe nga trendi në rritje që është evidentuar në periudhën 2008-2016, borxhi publik u stabilizua në periudhën pas vitit 2016 deri në fund të vitit 2019. Në fillim të vitit 2020, përshkallëzimi i pandemisë shëndetësore të virusit Covid-19 rezultoi me zvogëlimin e aktivitetit ekonomik në përmasa globale dhe kështu efektet u ndjenë edhe në ekonominë e Maqedonisë. Përveç efekteve të pandemisë që janë ende të pranishme në ekonominë e Maqedonisë, gjithahstu krijimi i krizës energjetike në fillim të vitit 2022 kontribuoi në rritjen e deficitit buxhetor dhe si rezultat i kësaj edhe në rritjen e borxhit publik.

Borxhi shtetëror<sup>1</sup> në fund të T-1 nga viti 2022 arriti në 6.113,4 milionë euro, respektivisht 48.7% të PBB-së së projektuar. Borxhi i përgjithshëm publik, i cili përfshin borxhin shtetëror dhe borxhin e ndërmarrjeve publike të themeluara nga shteti ose komunat, komunat në qytetin e Shkupit dhe qyteti i Shkupit, në fund të T-1 2022 është në nivel prej 7.170,7 milionë euro, që paraqet 57.1% të PBB-së së projektuar.

Tabela 1: Lëvizja e borxhit publik

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	T1 2022
<b>BORXHI SHTETËROR</b>	2,771.6	3,262.5	3,453.3	3,851.5	3,958.5	4,344.4	4,556.8	5,516.0	6,080.2	6,113.4
<b>Borxhi shtetëror si % e PBB-së</b>	<b>34.0</b>	<b>38.1</b>	<b>38.1</b>	<b>39.9</b>	<b>39.4</b>	<b>40.4</b>	<b>40.7</b>	<b>51.9</b>	<b>51.8</b>	<b>48.7</b>
Borxhi i garantuar	509.8	658.9	774.0	859.9	828.4	857.7	942.2	929.5	1,007.4	990.2
Borxhi jo i garantuar	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	41.9	37.8	47.7	66.8
<b>BORXHI PUBLIK I PËRGJITHSHËM</b>	<b>3,281.4</b>	<b>3,921.3</b>	<b>4,227.2</b>	<b>4,711.4</b>	<b>4,786.9</b>	<b>5,202.2</b>	<b>5,540.9</b>	<b>6,483.3</b>	<b>7,135.3</b>	<b>7,170.5</b>
Borxhi publik i jashtëm	2,078.7	2,725.1	2,847.5	3,286.0	3,187.5	3,537.8	3,709.3	4,323.7	4,668.9	4,656.9
Borxhi publik i brendshëm	1,202.7	1,196.2	1,379.7	1,425.4	1,599.4	1,664.4	1,831.6	2,159.6	2,466.4	2,513.5
<b>Borxhi publik si % e PBB-së</b>	<b>40.3</b>	<b>45.8</b>	<b>46.6</b>	<b>48.8</b>	<b>47.7</b>	<b>48.4</b>	<b>49.4</b>	<b>61.0</b>	<b>60.8</b>	<b>57.1</b>

Sipas ndryshimeve në Ligjin për borxhin publik nga muaji maj i vitit 2019, borxhi jo i garantuar i ndërmarrjeve publike dhe shoqërive aksionare të themeluara nga shteti ose nga komunat, komunat në qytetin e Shkupit dhe qyteti i Shkupit llogaritet në borxhin publik

Burimi: Ministria e Financave dhe Banka Popullore e RMV-së

<sup>1</sup> Borxhi shtetëror paraqet një sërë detyrimesh financiare të krijuara me huamarrje nga Republika e Maqedonisë së Veriut, institucionet publike të themeluara nga Republika e Maqedonisë së Veriut dhe komunat, komunat në qytetin e Shkupit dhe nga qyteti i Shkupit. Borxhi publik është vlera e borxhit shtetëror dhe borxhit të ndërmarrjeve publike dhe shoqërive aksionare të themeluara nga shteti ose nga komunat, komunat në qytetin e Shkupit dhe nga qyteti i Shkupit.

Nga aspekti i strukturës së interesit të borxhit shtetëror, në fund të tremujorit të parë të vitit 2022, raporti i borxhit me normë interesi fikse dhe variable është përkatësisht 78.8:21.2. Sa i përket kompozimit valutor të borxhit shtetëror, borxhi në valutë vendase ka pjesëmarrje prej 24.6%, ndërsa borxhi në valutë të huaj përbën 75.4%. Borxhi në euro ka pjesëmarrje dominuese prej 69.3% në borxhin shtetëror, të drejtat speciale të tërheqjes përfshijnë 5.6%, borxhi sa i përket jenit japonez është 0.4% ndërsa në dollarë 0.1%.

Transparenca lidhur me të dhënat e borxhit publik është përmirësuar me ndryshimet në Ligjin për borxhin publik në vitin 2019, duke përfshirë edhe borxhin jo të garantuar në përcaktimin e borxhit publik. Gjithashtu, duke filluar nga muaji qershor i vitit 2017, në kuadër të rishikimit statistikor të Ministrisë së Financave<sup>2</sup> publikohen në mënyrë të rregullt të dhënat e detajuara për gjendjen e borxhit shtetëror, normën e interesit dhe strukturën valutore, shlyerjet e borxhit, borxhin publik të garantuar, normat e interesit të letrave shtetërore me vlerë, realizimin dhe gjendjen e tyre. Në muajin shkurt të vitit 2020, Ministria e Financave e përditësoi portalin Financa të hapura me të dhënat e borxhit publik, ku janë prezantuar të dhënat e borxhit publik në mënyrë të papublikuar paraprakisht, trendet sipas viteve, shlyerja, pagesat e parashikuara për vitin rrjedhës dhe mënyra e financimit janë prezantuar në mënyrë të detajuar. Në përputhje me angazhimin e fuqishëm të Ministrisë së Financave për transparencë të plotë fiskale, me vendosjen e numëruesit fiskal në faqen e Ministrisë së Financave u prezantua një vegël e re për transparencë, ku borxhi shtetëror paraqitet në bazë mujore.

### 3. Menaxhimi me rreziqet sa i përket borxhit publik

Politika e menaxhimit të rreziqeve është thelbësore për menaxhimin e borxhit publik dhe është lidhje kyçe lidhur me propozimin, formulimin, miratimin dhe zbatimin e politikës së menaxhimit të borxhit publik. Zhvillimi i kësaj politike është një sfidë për menaxherët e borxhit publik dhe përfshin identifikimin, matjen dhe menaxhimin e rreziqeve, duke marrë parasysh raportin midis shkëmbimit të rreziqeve dhe shpenzimeve.

Qëllimi kryesor i menaxhimit me borxhin publik është që mundësimi i nevojave dhe detyrimeve financiare të financimit shtetëror të realizohet me shpenzime më të ulëta në periudhë afatmesme dhe afatgjate me nivel të pranueshëm të rrezikut. Nga aspekti i rreziqeve me të cilat ballafaqohet portofoli i borxhit shtetëror të Republikës së Maqedonisë së Veriut, mund të vërehet përmirësim i treguesve për matjen e rrezikut të rifinancimit të borxhit dhe rrezikut nga ndryshimi i normave të interesit. Përkatësisht, si rezultat i angazhimit të Ministrisë së Financave për zhvillimin e tregut vendor të letrave shtetërore me vlerë, në vitin 2012 filloi procesi i ristrukturimit të portofolit të letrave shtetërore me vlerë, ku emetimet e reja të letrave me vlerë kishin maturime më të gjata ndërsa instrumentet afatshkurtra u zvogëluan në mënyrë graduale. Kjo strategji rezultoi me përmirësim të konsiderueshëm për sa i përket rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut nga ndryshimi i normave të interesit të portofolit të brendshëm. Në lidhje me rreziqet e tjera, menaxhimi i borxhit në periudhë afatmesme do të fokusohet në arritjen e shpenzimeve më të ulëta në nivel të qëndrueshëm të rrezikut.

Si rreziqe kryesore të identifikuara gjatë menaxhimit të portofolit të borxhit të Republikës së Maqedonisë së Veriut janë:

1. Rreziku i rifinancimit të borxhit;
2. Rreziku tregtar, i cili përfshin rreziqet e mëposhtme:
  - o Rreziku nga ndryshimi i normave të interesit dhe
  - o Rreziku nga ndryshimi i kursit devizor;
3. Rreziku lidhur me detyrimet e mundshme dhe
4. Rreziku operativ.

1. Rreziku nga rifinancimi menaxhohet përmes parandalimit të pjesës më të madhe të detyrimeve financiare që të maturohen përnjëherë dhe në çdo periudhë kohore dhe duke siguruar baraspeshë të maturimeve sa i përket detyrimeve në bazë të borxhit. Ekspozimi i portofolit të borxhit nga rreziku i rifinancimit matet përmes profilin të pagesës së borxhit dhe treguesit që tregon kohën mesatare të maturimit të borxhit (Average Time to Maturity – ATM). Sa më e madhe të jetë vlera e këtij treguesi, aq më e ulët është pasiguria, gjegjësisht rreziku për rifinancim.

Gjatë periudhës 2023-2027 pritet që treguesi i kohës mesatare të maturimit të borxhit sa i përket pushtetit qendror, të ketë rënie të vogël si rezultat i amortizimit të huave me kushte koncesionale, kurse një pjesë e

<sup>2</sup><http://finance.gov.mk/mk/node/6449>

konsiderueshme nga hauamrrja e re nënshkruhet me kushte komerciale. Borxhi i brendshëm, gjatë viteve paraprake kishte progres në thellimin e tregut vendas të letrave shtetërore me vlerë dhe rritjen e maturimit të këtij segmenti. Gjegjesisht, fokusi u vendos në drejtim të rritjes së lertave afatgjate me vlerë dhe vazhdimin të maturimit si dhe vëllimit të portofolit të përhershëm të letrave shtetërore me vlerë.

Tabela 2: Koha mesatare e maturimit – ATM (në vite)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Borxhi i qeverisë qendrore	5.5	5.5	5.0	5.0	5.0	4.5
Borxhi i brendshëm	7.3	7.1	6.7	6.6	6.2	5.9
Borxhi i jashtëm	4.4	4.5	3.7	3.8	4.0	3.3

Burimi: Simulimet e Ministrisë së Financave

2. Reziqet tregtar është caktuar nga ekspozimi i portofolit të borxhit të variablave ekonomike, veçanërisht në ndryshimin e normave të interesit të tregut vendas dhe ndërkombëtar të kapitalit dhe lëvizjeve të kursit devizor. Identifikimi dhe menaxhimi me rreziqet tregtare në Republikën e Maqedonisë së Veriut kanë rëndësi të madhe për portofolin e borxhit për arsye sepse ky rrezik është determinuar kryesisht nga faktorë të jashtëm, përkatësisht nga lëvizjet e normave të interesit në tregjet financiare ndërkombëtare tek të cilët, për shkak të oscilimit (lëkundjeve) të vazhdueshëm të tyre, shumë vështirë është që të parashihet trendi në periudhë afatmesme dhe afatgjate.

Matja dhe menaxhimi me rreziqet nga ndryshimi i normës së interesit ka rëndësi të veçantë në vendet ku tregjet financiare vendase janë të pazhvilluara dhe nevoja për huamarrje mbulohet me burime të jashtme me kushte jokoncesionale, ku ekspozimi i rrezikut nga ndryshimi i normave të interesit është më i madh. Ndryshimi i normave të interesit në tregjet vendase dhe ndërkombëtare ndikon ndaj shpenzimeve sa i përket borxhit, veçanërisht kur borxhi duhet që të rifinancohet me interes fikse ose kur interesi tek borxhi duhet të përcaktohet përsëri me normë interesi të ndryshueshme. Gjithashtu, mund të vihet re lidhja e ngushtë e rrezikut nga ndryshimi i normave të interesit me rrezikun nga rifinancimi borxhit.

Treguesi ATP (Average time to re-fixing) e mat kohën mesatare deri te ndryshimi i normave të interesit. Vlera më e madhe e këtij treguesi potencon se pjesa më e madhe e portofolit të borxhit nuk do t'i nënshtrohet ndryshimit serioz të normës së interesit dhe ky portofol ka rrezik të ulët. Gjatë periudhës 2023 – 2027 pritet nivel i moderuar i rrezikut sa i përket ndryshimit të normave të interesit, me ç'rast treguesi ATP do të jetë në nivel rreth 4.5 vjet. Këto projeksione tregojnë se në periudhën 2023- 2027, koha mesatare deri te ndryshimi i normave të interesit është dukshëm më lartë se pragu i përcaktuar minimal për vitin 2023, që është 3 vjet.

Tabela 3. Koha mesatare deri në ndryshimin e normës së interesit – ATP (në vite)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Borxhi i qeverisë qendrore	5.1	5.2	4.7	4.7	4.8	4.2
Borxhi i brendshëm	7.3	7.1	6.7	6.6	6.2	5.9
Borxhi i jashtëm	3.8	3.9	3.1	3.2	3.4	2.7

Burimi: Simulimet e Ministrisë së Financave

Reziqet nga ndryshimi i kursit devizor i referohet borxhit të indeksuar ose të denominuar në valutë të huaj. Pjesa më e madhe e borxhit të denominuar në valutë të huaj tregon rrezik më të lartë nga ndryshimet e kursit devizor. Ky është rrezik kyç për vendet në zhvillim tek të cilat borxhi i jashtëm është plotësisht i indeksuar dhe poashtu pjesa më e madhe nga borxhi i brendshëm është denominuar në valutë të huaj.

Ndryshimet e kursit devizor mund të ndikojnë në masë të madhe, gjegjesisht t'i rrisin shpenzimet e parapara për pagesën e borxhit publik të denominuar në valutë të huaj. Por, duke pasur parasysh faktin se në Republikën e Maqedonisë së Veriut, faktikisht zbatohet kursi fikse i denarit kundrejt euros, ekspozimi ndaj rrezikut të tillë do të mtej edhe si pjesëmarrje e euros në portofolin e borxhit shtetëror, ku sipas të dhënave

më të fundit për tremujorin e parë të vitit 2022 është në fakt valuta dominuese prej 72.6% në strukturën e përgjithshme të borxhit.

3. Rreziku sa i përket detyrimeve potenciale – me qëllim të sigurimit të kushteve më të mira për financim nga ana e kreditorëve, shteti emeton garanci shtetërore.

Me qëllim që Buxheti i Republikës së Maqedonisë së Veriut të mos rrezikohet nga aktivizmi i garancive, procesi i emetimit të garancive të reja është rregulluar në mënyrë rigoroze dhe i nënshtrohet kriterëve të caktuar që duhet t'i plotësojnë kërkuesit e garancive. Në përputhje me ndryshimet ligjore në muajin maj të vitit 2019 në Ligjin për borxhin publik, menaxhimi me detyrimet potenciale u përmirësua përmes përforsimit të kapaciteteve në pjesën e dhënies së pëlqimeve për huamarrje. Ky aktivitet u realizua në bashkëpunim me Bankën Botërore përmes Programit për menaxhim me borxhin publik dhe rreziqet (Government Debt and Risk Management Program). Gjegjësisht, Ministria e Financave kryen analizë kreditore dhe vlerësim të aftësisë kreditore të bartësve të borxhit publik gjatë emetimit të garancisë shtetërore, sipas metodologjisë së veçantë të përcaktuar për vlerësim. Me këtë qasje bëhet harmonizimi i praktikave ndërkombëtare gjatë emetimit të garancive shtetërore.

4. Rreziku operativ përfshin rrezikun nga nivelizimi (barazimi) dhe rrezikun nga gabimet. Rreziku nga nivelizimi paraqitet nëse gjatë procesimit të të dhënave shfrytëzohen aktivitete të shumta të pautomatizuara, kurse rreziku nga gabimet shpesh i referohet mënyrës së ndarjes së realizimit të transaksioneve dhe funksioneve të nivelizimit në njësitë në përbërje të institucionit kompetent për menaxhim me borxhin. Menaxhimi me borxhin publik realizohet me sistem informativ dhe me platformë përaktëse softuerike, ku në mënyrë të konsiderueshme zvogëlohet rreziku nga gabimet njerëzore. Poashtu, do të ndërmerren masa në kohë për zbatimin e parimit “four eyes” (katër sy, së paku dy realizues për çdo operacion), për të shmangur rrezikun e kryerjes jo në kohë të detyrave në rast të pengesave të ndryshme të personit përgjegjës. Me qëllim të zvogëlimit të rreziqeve operative, duke ndjekur trendet e dixhitalizimit, nevojitet vendosja e dixhitalizimit të pagesave për kreditorët e huaj, përmes vendosjes së bankimit elektronik (punës bankare elektronike) me BPRMV-në, përmes së cilës kryhen pagesat jashtë vendit.

#### **4. Zillimi i tregut të letrave shtetërore me vlerë**

Një nga qëllimet themelore të menaxhimit të borxhit publik është që të mundësohet zhvillimi i tregut vendas të letrave shtetërore me vlerë, me ç'rast do të krijohen kushte për zvogëlimin e rrezikut nga rifinancimi i borxhit, rezistenca e goditjeve të jashtme dhe sigurimi i qëndrueshmërisë afatgjate të borxhit.

Sa i përket financimit më efikas të nevojave të buxhetit, Ministria e Financave do të vazhdojë me emetimin e vazhdueshëm të letrave shtetërore me vlerë (LSHV) edhe në të ardhmen, me ç'rast do të sigurohet financim shtesë me kushte të favorshme varësisht nga interesi i pjesëmarrësve të tregut.

Qëllimi është ruajtja e nivelit të përfaqësimit të bonove shtetërore dhe fletobligacioneve shtetërore me maturim afatmesëm dhe afatgjatë në varësi të kushteve të tregut.

Duke pasur parasysh përvojën e deritanishme të emetimit të LSHV, frekuenca e emetimit të letrave me vlerë është e përshtatshme me nevojat e tregut. Në këtë drejtim, Ministria e Financave do të vazhdojë me dinamikën e krijuar të emetimit të LSHV sipas nevojave të tregut.

Sipas Strategjisë së denarizimit, Ministria e Financave në periudhën e ardhshme do të fokusohet mbi emetimin e letrave shtetërore me vlerë në valutën vendase.

Në periudhën e ardhshme do të shqyrtohet mundësia e kalimit në platformë tjetër bashkëkohore të ankandit për emetim primar të LSHV, me qëllim që Ministria e Financave të jetë në hap me praktikën botërore. Kjo do të nxiste zgjerimin e bazës ekzistuese të investitorëve, ndërsa emetimi i LSHV do të realizohej duke përdorur platformën më bashkëkohore për tregtim, me ç'rast do të shfrytëzohen të gjitha përparësitë, të dhënat dhe mundësitë e ofruara analitike.

Njëkohësisht, ministria do të vazhdojë edhe me aktivitete promovuese për zgjerimin e bazës së investitorëve në LSHV duke realizuar fushatë marketingu para grupeve të ndryshme të targetuara të investitorëve dhe mbajtjes së dialogut të rregullt me të gjithë pjesëmarrësit në tregun e LSHV.

##### **4.1. Fletobligacione zhvillimore**

Për zhvillim më efikas të tregjeve financiare, me synim përfundimtar në përmirësimin e tregut të letrave shtetërore me vlerë, në periudhën e ardhshme planifikohet vendosja e instrumentit të ri në periudhë afatmesme, - "Fletobligacione zhvillimore", që do të indeksohen për normën e inflacionit, me ç'rast do të nxitet financimi i projekteve zhvillimore në vend, ndërsa në këtë mënyrë do të mundësohet zhvillimi i tregjeve financiare në Republikën e Maqedonisë së Veriut. Ky lloj i instrumentit financiar, që do të jetë në lidhje me inflacionin, do të ketë kupon të caktuar dhe fillimisht do të destinohet për popullatën, përkatësisht për personat fizikë, me mundësi që të jetë në dispozicion edhe të bankave, fondeve pensionale dhe pjesëmarrësve të tjerë në tregun financiar.

Gjithashtu, vendosja e këtyre instrumenteve është në përputhje me Strategjinë e denarizimit të Republikës së Maqedonisë së Veriut, me ç'rast investitorët do të kenë mundësi të re për menaxhim me portofolin e tyre dhe mbrojtje nga rreziqet.



## **4.2. Fletobligacione të gjelbra**

Fletobligacionet e gjelbra do të vendosen për përkrahje dhe nxitje të projekteve që synojnë përmirësimin dhe mbrojtjen e mjedisit jetësor. Ato do të shfrytëzohen për financimin e projekteve investuese, zhvillimin e gjelbër dhe zbatimin e projekteve të destinuara mbi promovimin dhe mbrojtjen e mjedisit dhe efikasitetit energjetik. Vendosja e këtij instrumenti në periudhë afatmesme do të ndihmojë në zhvillimin e tregut financiar.

## **4.3. Fletobligacione projektuese**

“Fletobligacionet projektuese” paraqesin mënyrë alternative të financimit të projekteve lidhur me infrastrukturën. Fletobligacionet projektuese do të ofrojnë mundësi që investitorët institucionalë të marrin pjesë në projekte infrastrukturore, përmes letrave me vlerë të listuara që mund të tregtohen dhe të ofrojnë rendimente më të larta të përshtatura ndaj rrezikut.

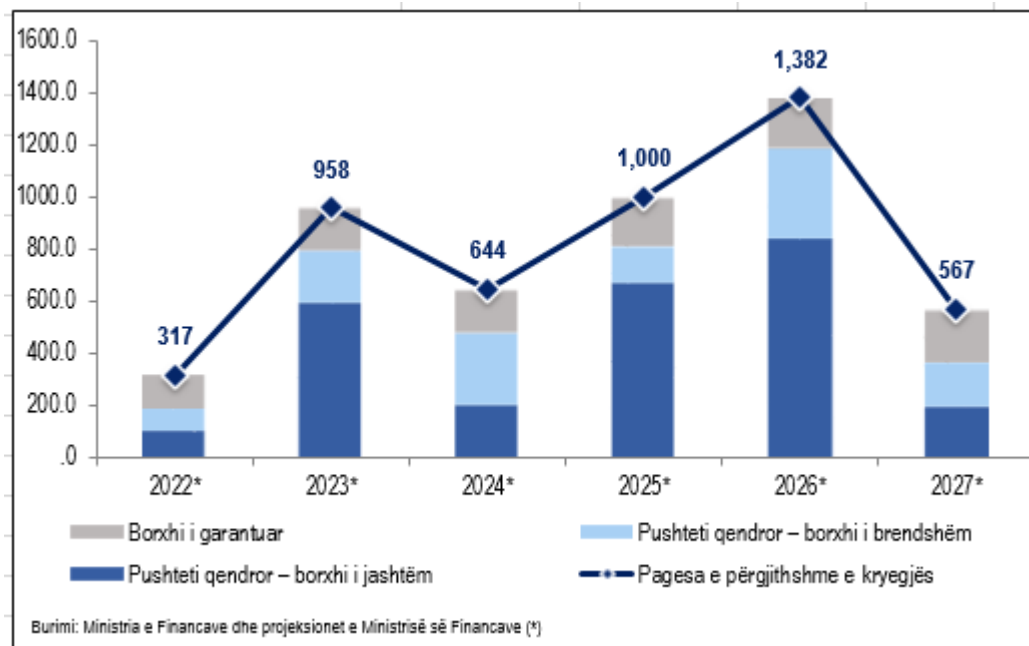
## **5. Limitet e borxhit publik**

Limitet e vlerës dhe strukturës së borxhit mund të shërbejnë si bazë për politikën prudente fiskale sa i përket sigurimit të qëndrueshmërisë fiskale.

Niveli i borxhit publik konsiderohet si i qëndrueshëm nëse mundëson servisimin e detyrimeve në kohë që maturojnë në bazë të borxhit në periudhë afatgjate dhe kjo varet nga shumë faktorë, siç janë: niveli i zhvillimit të tregut vendor financiar, likuiditeti i tregut ndërkombëtar të kapitalit, norma e rritjes së ekonomisë, norma e inflacionit, niveli i deficitit/suficitit të buxhetit etj.

Në periudhën 2023-2027 pritet që të vazhdojë realizimi i investimeve të filluara në periudhën paraprake nga ana e bartësve të borxhit publik, por me angazhim të fuqishëm që të mos rrezikohet qëndrueshmëria afatgjate e nivelit të borxhit të vendit. Përveç kësaj, një pjesë e huamarrjes determinohet për rifinancimin e deficiteve të buxhetit, përkatësisht për kryerjen e pandërprerë të pagesave nga Buxheti, ndërsa pjesa tjetër e huamarrjes do të destinohet për rifinancimin e borxheve paraprake që maturojnë në periudhën e ardhshme. Pagesat me vlera më të mëdha që maturojnë në periudhën e ardhshme afatmesme, prej të cilave 450 milionë euro në vitin 2023 për euroobligacionin e emetuar në vitin 2016, 500 milionë euro që do të sigurohen në vitin 2025 me qëllim të rifinancimit të euroobligacionit të emetuar në vitin 2018, si dhe 700 milionë euro që maturojnë në vitin 2026 si rezultat i euroobligacionit të emetuar në vitin 2020. Me qëllim të sigurimit të burimeve për financimin e nevojave të shtetit me shpenzime më të ulëta në periudhë afatmesme dhe afatgjate, njëkohësisht me nivel të qëndrueshëm të rrezikut, me politikën e menaxhimit me borxhin publik, përcaktohen disa limite afatmesme dhe afatshkurtra, që është në përputhje me Ligjin për borxh publik.

Grafiku 1: Profili për pagesën e borxhit të pushtetit qendror dhe borxhit të garantuar (milione euro)

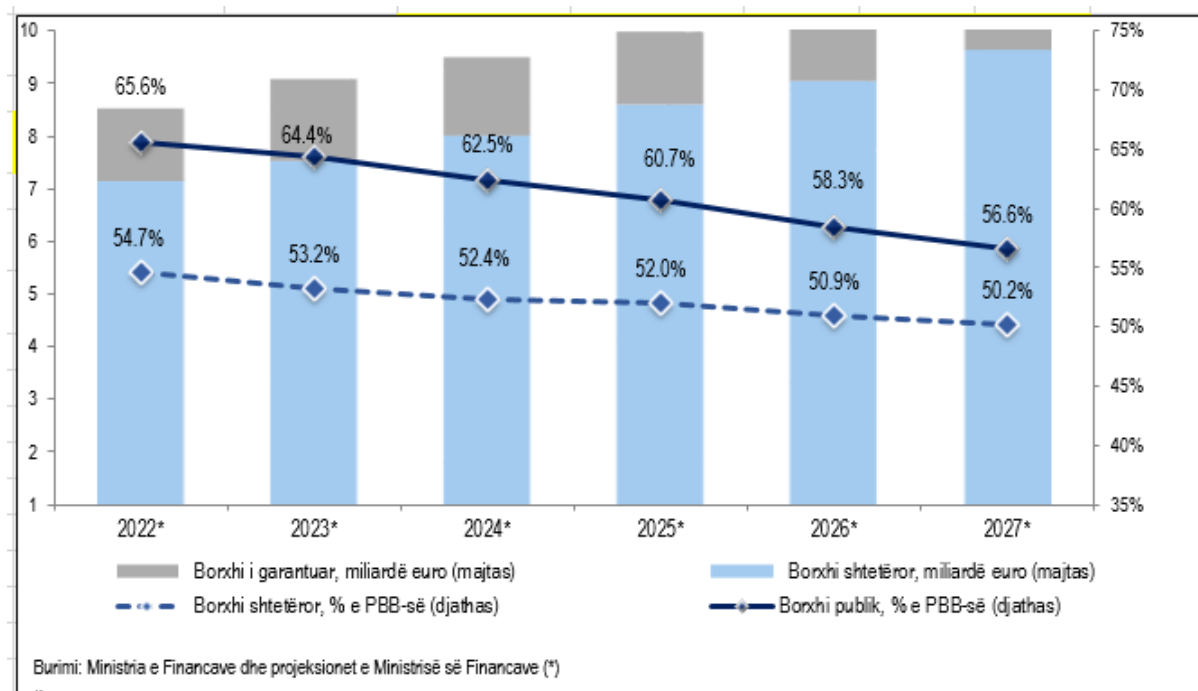


### 5.1. Limitet e vlerës së borxhit publik dhe borxhit të garantuar

Nëpërmjet niveleve afatmesme krijohet një kornizë që do të përfshijë lëvizjen e borxhit publik gjatë periudhës 2023-2027. Me limitet në periudhën afatmesme përcaktohet niveli maksimal i qëndrueshëm i borxhit publik të përgjithshëm në raport me PBB-në dhe niveli i borxhit të garantuar publik në raport me PBB-në. Gjithashtu, me qëllim që të zvogëlohen faktorët e rreziqeve që ndikojnë mbi portofolin e borxhit të përgjithshëm publik, përcaktohen limite afatmesme sa i përket strukturës së valutës dhe interesit të borxhit shtetëror.

Me qëllim që të ruhet niveli i borxhit publik në nivel të qëndrueshëm, pa çrregulluar qëndrueshmërinë fiskale, **përcaktohet limiti i borxhit të përgjithshëm publik në periudhë afatmesme dhe afatgjate, që nuk duhet ta tejkalojë nivelin prej 60% të PBB-së.** Si rezultat i krizës ekonomike të shkaktuar nga pandemia COVID-19, një numër i konsiderueshëm i vendeve të Bashkimit Evropian, si dhe vendeve të rajonit, ishin të detyruara që t'i zgjerojnë deficitet e tyre buxhetore me qëllim që të sigurohen mjete financiare për ballafaqim me pandeminë. Sa i përket shumicës së ekonomive, kjo rezultoi me rritjen e nivelit të borxhit publik për më shumë se 10 pikë përqindjeje. Për shkak të seriozitetit të krizës së shkaktuar nga pandemia, rregullat fiskale në Bashkimin Evropian janë pezulluar përkohësisht deri në fund të vitit 2022. Analogjikisht, edhe gjatë vitit 2021, Republika e Maqedonisë së Veriut shënoi rritje të nivelit të borxhit publik dhe tejkaloi limitin maksimal të përcaktuar në këtë strategji. Projeksionet afatmesme në këtë strategji tregojnë se borxhi publik do ta tejkalojë pragun maksimal prej 60% në periudhën 2022-2025, por si rezultat i masave për konsolidim fiskal në vitin 2026 dhe vitin 2027 parashihet rikthimi në kornizat e përcaktuara nën 60% të PBB-së. Në bazë të kornizës afatmesme të buxhetit, nga e cila del nevoja për financimin e deficiteve buxhetore në periudhë afatmesme, nevojat për pagesën e borxheve paraprake, si dhe implementimi i projekteve që janë jashtë pushtetit qendror, lëvizja e borxhit publik në periudhë afatmesme do të shënojë rritje të moderuar deri në vitin 2024 si rezultat i pasojave nga kriza, ndërsa në vitin 2024, përmes masave të konsolidimit fiskal, pritet që niveli i borxhit të zvogëlohet.

Grafiku 2: Projektioni i borxhit të përgjithshëm publik (borxhi shtetëror dhe borxhi i garantuar)



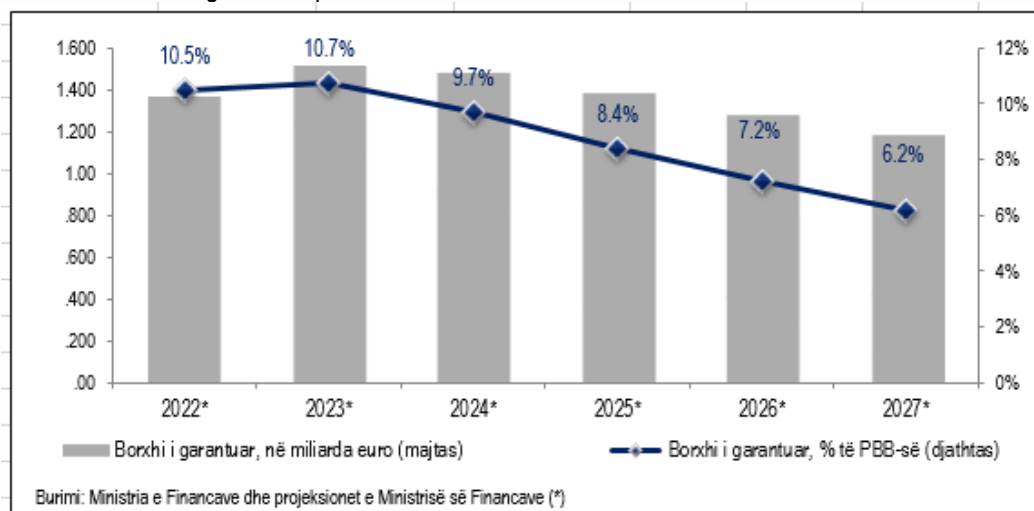
Huamarrja neto për vitin 2023 përfshin huamarrjen e planifikuar në kuadër të borxhit shtetëror të zvogëluar për pagesat në bazë të borxhit. **Limiti maksimal në periudhë afatshkurtër për huamarrjen neto (vendase dhe të huaj) në bazë të borxhit shtetëror për vitin 2023 përcaktohet të jetë 850 milionë euro.**

Garancitë shtetërore të emtuara parqesin detyrim potencial për Buxhetin e vendit, gjegjësisht ekziston rreziku për rritjen e shpenzimeve për servisim në rast të aktivizimit të tyre. Prandaj, për Ministrinë e Financave është shumë e rëndësishme që në periudhë afatmesme, vlera e garancive të emtuara të jetë në nivel të qëndrueshëm. Prandaj, gjatë përzgjedhjes së projekteve për të cilat do të emtohet garanci shtetërore, do të theksohen projektet që janë të vetëqëndrueshme dhe që gjenerojnë të ardhura, që përkrahin rritjen ekonomike dhe mundësojnë konkurrencë më të madhe në ekonominë vendase në periudhë afatmesme sipas prioriteteve të Qeverisë së RMV-së me ç'rast arsyetohet dedikimi i shfrytëzimit të mjeteve. **Në këtë drejtim, për periudhën 2023 – 2027 përcaktohet që limiti i nivelit të borxhit të garantuar publik, mos ta tejkalojë 15% të PBB-së.**

Sipas projeksioneve, borxhi publik i garantuar në periudhën 2023-2027 pritet të ketë rritje të vogël deri në vitin 2023, që kryesisht vjen si pasojë e huamarrjes në vlerë prej 100 milionë eurove të “Elektranave të RMV” si rezultat i krizës energjetike, si dhe realizimin e projekteve të tjera kryesisht në fushën e infrastrukturës rrugore. Më tej, nga viti 2024 pritet stabilizim dhe zvogëlim i borxhit të garantuar prej 6.2% të PBB-së së re në vitin 2027. Përveç kësaj, në të gjithë periudhën, niveli i borxhit publik të garantuar është nën limitin maksimal të caktuar.

Në periudhën 2023 – 2027, pritet zbatimi i investimeve në sferën e infrastrukturës rrugore të financuar me hua të garantuara nga shteti dhe **limitit për huamarrje maksimale neto në bazë të borxhit të garantuar në vitin 2023 përcaktohet deri në 250 milionë euro.**

Grafiku 3 : Borxhi i garantuar publik

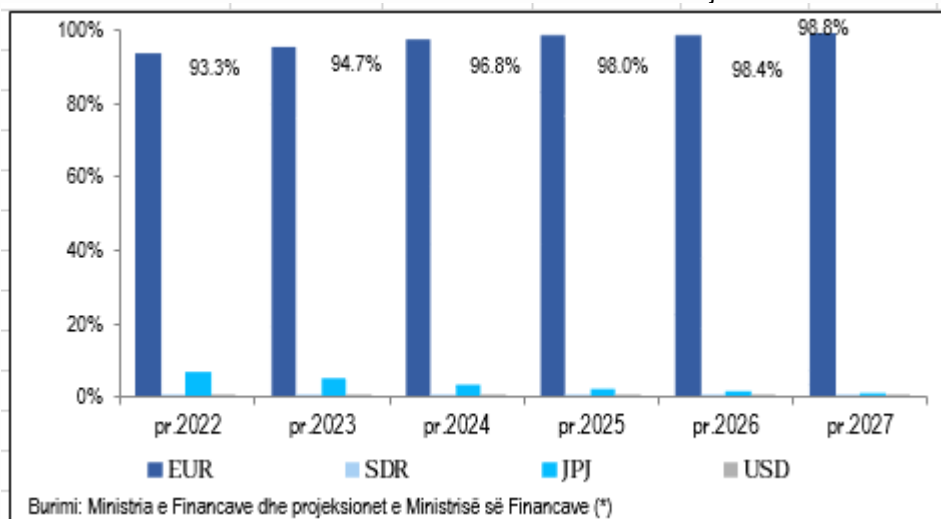


## 5.2. Limitet për strukturën e borxhit

Ndryshimet e kursit devizor mund të kenë ndikim të madh, gjegjësisht t'i rrisin shpenzimet e parapara për pagesat e borxhit të denominuar në valutë të huaj. Por, duke marrë parasysh faktin që në Republikën e Maqedonisë së Veriut nga viti 1995 në fakt zbatohet kursi devizor fiks në raport me markën gjermane, ndërsa nga viti 2002 në raport me euron me ç'rast kjo politikë do të vazhdojë edhe në periudhën e ardhshme, ekspozimi ndaj një rreziku të tillë do të vlerësohej si pjesëmarrje e euros në portofolin e përgjithshëm të borxhit. **Respektivisht, për periudhën 2023 – 2027, përcaktohet limiti për borxhin shtetëror në valutë të huaj – pragu minimal i borxhit në euro në portofolin e përgjithshëm të borxhit shtetëror në valutë të huaj të jetë 80%.**

Në projeksionin e strukturës së valutës vërehet prania dominuese e borxhit të denominuar në euro, që ka rritje të moderuar në periudhë afatmesme, si rezultat i përcaktimit të Ministrisë së Financave që huamarrjet nga jashtë të denominohen në euro. Respektivisht, në periudhën 2023 – 2027, pjesëmarrja e borxhit në euro, në portofolin e përgjithshëm të borxhit shtetëror në valutën e huaj është në mënyrë të konsiderueshme mbi pragun minimal. Gjithashtu, prania e valutave të tjera i referohet huave të denominuara në dollarë amerikanë, jen japonez si dhe të drejtave të veçanta të tërheqjes të linjave kreditore që janë kryer kryesisht në të kaluarën dhe që amortizohen gjatë periudhës që i referohet projeksiioni.

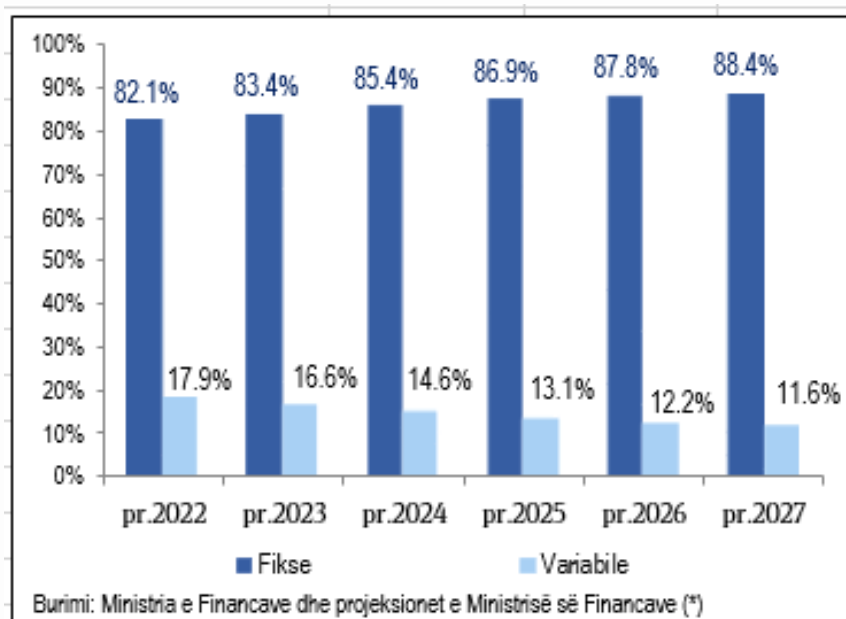
Grafiku 4: Struktura e valutës së borxhit shtetëror në valutën e huaj



Me qëllim që të mbrohet portofoli i borxhit publik nga goditjet eventuale të tregut, gjegjësisht nga ndryshimet e pafavorshme të normës së interesit që drejtëpërdrejtë ndikojnë në rritjen e shpenzimeve në Buxhetin e Republikës së Maqedonisë së Veriut, një nga qëllimet e menaxhuesve me borxhin është ruajta e strukturës optimale të interesit të portofolit të borxhit shtetëror. Nisur nga kjo, **për periudhën 2023 – 2027 përcaktohet limiti për strukturën e interesit të borxhit publik – pragu minimal i borxhit me normë fikse të interesit të jetë 60%.**

Duke marrë parasysh strukturën aktuale të portofolit të borxhit shtetëror, si dhe projeksionet në periudhë afatmesme, në periudhën 2022-2027, borxhi me normë fikse të interesit lëviz në mënyrë të konsiderueshme mbi pragun e përcaktuar minimal. Kjo pasqyron angazhimin e Ministrisë së Financave për emetimin e letrave me vlerë në periudhë afatgjatë në tregun vendas, por edhe përcaktimin për huamarje përmes instrumenteve me normë fikse të interesit në tregun ndërkombëtar të kapitalit.

Grafiku 5: Struktura e interesit të borxhit shtetëror



Në kuadër të kësaj strategjie, përllogariten limitet e treguesve lidhur me rrezikun nga rifinancimi i borxhit – tregusi që tregon kohën mesatare kur borxhi rifinancohet dhe treguesi që tregon se sa është pjesa e portofolit të borxhit të pushtetit qendror që maturon gjatë vitit të ardhshëm. Gjithashtu, përllogaritet limiti i treguesit për matjen e rrezikut nga ndryshimi i normave të interesit (që tregon kohën mesatare kur ndryshohen normat e interesit të portofolit të borxhit). Më saktë, me qëllim që të mbrohet portofoli i borxhit të pushtetit qendror nga rreziku i rifinancimit, përcaktohet limiti i rrezikut nga rifinancimi – **pragu minimal i treguesit “Koha mesatare e maturimit” në vitin 2023 të jetë 4 vite.** Me qëllim që të mbrohet portofoli i pushtetit qendror nga rreziku i ndryshimit të normave të interesit, përcaktohet limiti i rrezikut nga ndryshimet e normave të interesit – **pragu minimal i treguesit “Koha mesatare e ndryshimit të normave të interesit” në vitin 2023 të jetë 3 vite.**

## 6. Analizë për skenarin e ndikimit të rrezikut të normës së interesit dhe atij valutor mbi borxhin e jashtëm shtetëror

Me qëllim të shqyrtimit të ekspozimit të portofolit të borxhit të Republikës së Maqedonisë së Veriut ndaj rrezikut të tregut është hartuar simulim i shkurtër mbi ndikimin e ndryshimeve të normave të interesit dhe kursit devizor në shpenzimet për servisimin e borxhit të jashtëm shtetëror (Tabela 4). Analiza sensitive e lëvizjeve të shpenzimeve për servisim në Buxhetin e Republikës së Maqedonisë së Veriut në bazë të borxhit të jashtëm bazohet në supozimet vijuese:

- Me ndryshimin e një variable të gjithë variablat e tjera mbeten të pandryshuara, respektivisht ceteris paribus;
- Në rast të lëvizjeve të mundshme të valutave të tjera kundrejt euros, kursi devizor i denarit kundrejt euros e ruan vlerën stabile;
- Nuk ekziston korrelacion midis lëvizjeve të normave të interesit dhe lëvizjeve të kursit devizor.

Tabela 4: Analiza lidhur me sensitivitetin e shpenzimeve për servisimin e borxhit të jashtëm shtetëror gjatë ndryshimit të normave të interesit dhe kursit devizor

Numrat e indeksit	2023	2024	2025	2026	2027
Skenari bazë	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Skenari I – rritja e normave përkatës së interesit	105.7	105.3	104.5	104.0	103.9
Skenari III – apreciacioni i valutave të tjera të portofolit kundrejt euros për 10%	100.2	100.4	100.1	100.1	100.3

Konkluzionet kryesore që mund të nxirren nga kjo analizë janë si në vijim:

1. Shpenzimet e normës së interesit për servisim në bazë të borxhit të jashtëm shtetëror janë sensitive ndaj lëvizjes së normave të interesit. Nëse normat e interesit në vitin 2023 rriten për 1 pikë përqindje në krahasim me projeksionin bazë, kjo do të shkaktojë rritje të shpenzimeve të interesit për 5.7% përkatësisht për 7.4 milionë euro, me efekte të ngjashme në periudhën 2024-2027. Sensitiviteti në këtë drejtim mund të shpjegohet si ekspozim i portofolit të borxhit ndaj rrezikut të normave të interesit.

2. Depreciacioni i mundshëm i euros ndaj valutave të tjera të portofolit (dollari amerikan, jeni japonez dhe të drejta speciale të tërheqjes) për 10% do të shkaktojë rritje të shpenzimeve për servisim për 0.2% në vitin 2023, përkatësisht për 1.6 milionë euro. Nga rezultatet e marra mund të konstatohet se lëvizjet e mundshme të pafavorshme të kursit devizor të valutave të tjera kundrejt euros nuk do të shkaktojnë rritje të konsiderueshme të shpenzimeve për servisim sepse pjesa më e madhe e borxhit të jashtëm shtetëror denominohet në euro.

## 7. Strategjitë alternative të financimit

Sa i përket avancimit të procesit të vendimmarrjes lidhur me financimin e nevojave të shtetit, me qëllim që të realizohen në mënyrë të suksesshme qëllimet e përcaktuara për menaxhim me borxhin publik, në kuadër të kësaj strategjie u hartua analizë kuantitative duke shfrytëzuar mjetin analitik MTDS (Medium Term Debt Strategy). Ky mjet u zhvillua nga Banka Botërore dhe FMN-ja dhe ka për qëllim përcaktimin e shpenzimeve dhe rreziqeve lidhur me strategjitë e mundshme të financimit.

Modeli MTDS si të dhëna hyrëse shfrytëzon:

- flukset e pagesës së kryegjës dhe interesit të portofolit ekzistues të borxhit;
- projeksionet e variablave makroekonomike dhe financiare;
- goditjet e variablave financiare (normat e interesit dhe kursi devizor) dhe
- strategjitë alternative për financimin e nevojave të shtetit.

Alternativat që mund të shfrytëzohen si burime të financimit të nevojave të shtetit janë si në vijim:

1. Bono shtetërore dhe fletobligacione shtetërore në tregun vendas të letrave shtetërore me vlerë (LSHV);
2. Euroobligacion në tregun ndërkombëtar të kapitalit;
3. Fonde nga institucionet ndërkombëtare financiare për përkrahje buxhetore, si dhe për përkrahje financiare të masave antikrizë në kushte të pandemisë botërore si rezultat i COVID-19;
4. Mjete financiare nga institucionet ndërkombëtare financiare dhe kreditorët privatë për financimin e projekteve.

Qëllimi i mjetit analitik MTDS është kuantifikimi i shpenzimeve dhe rreziqeve dhe gjetja e proporcionit optimal ndërmjet tyre sipas prioriteteve të përcaktuara të politikës së menaxhimit me borxhin publik. Ky model mundëson krahasimin e alternativave të mundshme të financimit të nevojave të shtetit, duke analizuar shpenzimet dhe rreziqet që janë si rezultat i portofoleve të ndryshme të borxhit dhe flukseve financiare.

Gjithashtu, me këtë mjet shqyrtohen karakteristikat e ndryshme të portofolit të borxhit për secilën prej alternativave të përcaktuara, duke marrë parasysh edhe ndikimin e goditjeve të variablave financiare. Modeli MTDS analizon tri strategji alternative të financimit, të prezantuara më poshtë. Korniza kohore, e së cilës i referohet analiza është me periudhë pesëvjeçare (2023-2027).

Mënyrat alternative të financimit dallohen në mes tyre kryesisht në strukturën e financimit vendor nëpërmjet letrave shtetërore me vlerë

Në kuadër të alternativës së parë parashihet që të sigurohen nevojat për financimin e shtetit nëpërmjet tregut vendor të LSHV-ve, tregut ndërkombëtar të kapitalit, fondeve të institucioneve ndërkombëtare financiare për përkrahje buxhetore dhe përkrahje financiare të masave antikrizë, si dhe tërheqjes së mjeteve financiare nga institucionet ndërkombëtare financiare për financimin e projekteve.

Karakteristikë e kësaj alternative është që në kuadër të financimit vendor (LSHV me dhe pa klauzolë valutore) pjesa më e madhe e financimit neto realizohet nëpërmjet fletobligacioneve shtetërore me maturime të ndryshme. Qëllimi i kësaj alternative është ruajtja e përfaqësimit të rregullt të letrave shtetërore me vlerë me afat të shkurtër, të mesëm dhe të gjatë, si dhe zgjerimi i strukturës së maturimit të portofolit të letrave shtetërore me vlerë me maturime më të gjata.

Njëkohësisht, alternativa e parë siguron përkrahje të konsiderueshme të Strategjisë së denarizimit, duke pasur parasysh se ajo fokusohet mbi emetimin e letrave shtetërore me vlerë në valutën vendase. Kjo alternativë është kryesisht për shkak të uljes së ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit nëpërmjet zvogëlimit të pjesëmarrjes së borxhit që maturon për 1 vit në raport me borxhin e përgjithshëm, si dhe nëpërmjet rritjes së treguesit ATM gjatë periudhës mesatare të maturimit.

Alternativa e parë pasohet me ATM më të lartë për borxhin në valutën vendase dhe njëkohësisht rreziku nga ndryshimi i normave të interesit është më i ulët. Sa i përket shpenzimeve, kjo alternativë është opsioni pak më i shtrenjtë krahasuar me alternativat e tjera, por është në drejtim të zhvillimit të mëtejshëm të tregut të letrave shtetërore me vlerë dhe zvogëlimit të rreziqeve të portofolit të borxhit.

Raporti mes financimit të brendshëm dhe të jashtëm, si dhe struktura e financimit të jashtëm janë të njëjta edhe për alternativat e tjera.

Alternativa e dytë, në raport me të parën, parasheh vlerë më të madhe të financimit neto përmes emetimit të instrumenteve afatshkurtra dhe veçanërisht atyre afatmesme në denarë, ndërsa financimit neto më të ulët përmes instrumentave afatgjate. Qëllimi i kësaj alternative është ulja e shpenzimeve për financimin përmes emetimit me vlerë më të madhe që kanë normë interesi më të ulët në tregun vendor të LSHV-së. Nga aspekti i shpenzimeve, kjo alternativë është në mënyrë të pakonsiderueshme më e lirë në krahasim me alternativat e tjera, por ka përkeqësim të dukshëm të treguesit ATM, sidomos për instrumentet e valutës vendore.

Alternativa e tretë parasheh që financimi neto të realizohet përmes disa instrumentave kryesore në periudhë afatshkurtër dhe afatgjate, në denarë dhe me klauzolë devizore. Kjo alternativë parasheh financimin neto të pakonsiderueshëm përmes instrumenteve afatmesme. Te kjo alternativë rreziku i rifinancimit është më i theksuar. Prandaj, te alternativa e tretë vërehen vlera më të larta të treguesve: borxhi që maturohet për një vit dhe borxhi që ndryshon normën e interesit për një vit. Rreziku valutator është po ashtu shumë i lartë, shikuar nga aspekti i pjesëmarrjes së borxhit të denominuar në valutë të huaj në borxhin e përgjithshëm.

Sipas analizave të rezultateve të zbatimit të qasjeve alternative, alternativa e parë konsiderohet më e favorshme nga aspekti i rrezikut të portofolit (sipas indikatorëve të rrezikut nga rifinancimi, rrezikut nga ndryshimi i

normës së interesit dhe rrezikut valutor), edhe pse është opsion pak më i shtrenjtë në lidhje me alternativat e tjera. Nga aspekti i shpenzimeve, alternativa e dytë dhe e tretë japin rezultate më të mira, por janë më pak të favorshme në lidhje me treguesit e rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut nga ndryshimi i normës së interesit. Po ashtu, efikasiteti dhe likuiditeti i tregut vendor të letrave shtërore me vlerë, me alternativën e parë zhvillohet dhe mirëmbahet edhe më tej, si dhe thellohet me qëllim të përmbushjes së nevojave të shtetit, e në të njëjtën kohë është në funksion të mbështetjes së Strategjisë së denarizimit.

## **8. Optimizimi i portofolit të borxhit**

Me qëllim për ta balancuar më tej profilin e pagesës dhe uljen e rrezikut të rifinancimit, si dhe për të arritur kursime shtesë të normave të interesit, Ministria e Financave edhe në periudhën e ardhshme do t'i rishikojë mundësitë dhe kushtet për optimizimin e shpenzimeve për servisimin e borxhit duke menaxhuar në mënyrë aktive portofolin e borxhit.