



**QEVERIA E REPUBLIKËS SË MAQEDONISË SË VERIUT**

**STRATEGJIA PËR MENAXHIM ME BORXHIN  
PUBLIK TË REPUBLIKËS SË MAQEDONISË  
SË VERIUT PËR 2024-2026  
(me perspektivë deri në vitin 2028)**

**Shkup, maj 2023**

## 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. Zhvillimi i tregut të letrave shtetërore me vlerë.....	7
4.1. Fletobligacione të gjelbra .....	8
4.2.Fletobligacione projektuese .....	8
4.3. Fletobligacione të qytetarëve .....	8
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 .....	11
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 .....	15

Në bazë të nenit 7, paragrafi (5) të Ligjit të Borxhit 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 \_\_\_\_2023, miratoi Strategjinë për menaxhim me borxhin publik të Republikës së Maqedonisë së Veriut për periudhën 2024-2026 (me perspektivë deri në vitin 2028).

## 1. Hyrje

Ligji i Borxhit 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 me financat publike, duke përfshirë edhe dy vite shtesë, përkatësisht projeksionet për lëvizjen e borxhit publik për periudhën 2024-2028. Projeksionet e gjendjes dhe strukturës së borxhit janë në përputhje me projeksionet në Strategjinë për menaxhim me borxhin publik 2024-2026 (me perspektivë deri në vitin 2028).

Strategjia për menaxhim me borxhin publik, sipas Ligjit të Borxhit 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 strategjia dhe struktura e borxhit shtetëror.

Strategjia për menaxhimin me borxhin publik ofron i kornizë Qeverisë së Republikës së Maqedonisë së Veriut që 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 e Borxhit 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.

Arritja 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.

Borxhi shtetëror<sup>1</sup> në fund të T-4 nga viti 2022 arriti në 6.581,1 milionë euro, respektivisht 51.0% të PBB-së. 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-4 2022 është në nivel prej 7.702,9 milionë euro, që paraqet 59.7% të PBB-së.

Tabela 1: Lëvizja e borxhit publik

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	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	6,497.4
<b>Borxhi shtetëror si % e PBB-së</b>	34.0	38.1	38.1	39.9	39.4	40.4	40.5	50.8	52.0	51.0
Borxhi i garantuar	509.8	658.9	774.0	859.9	828.4	857.7	942.2	929.5	1,007.4	1,075.2
Borxhi jo i garantuar	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	41.9	37.8	47.7	68.2
<b>BORXHI PUBLIK I PËRGJITHSHËM</b>	3,281.4	3,921.3	4,227.2	4,711.4	4,786.9	5,202.2	5,540.9	6,483.3	7,135.3	7,702.9
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	5,055.5
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	2,647.4
Borxhi publik si % e PBB-së	40.3	45.8	46.6	48.8	47.7	48.4	49.2	59.7	61.0	59.7

Sipas ndryshimeve në Ligjin e Borxhit Publik nga muaji maj i vitit 2019, borxhi jo i garantuar i ndërmarrjeve publike dhe shoqërive akcionare 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

Nga aspekti i strukturës së interesit të borxhit shtetëror, në fund të tremujorit të katërt të vitit 2022, raporti i borxhit me normë interesi fikse dhe variabile është përkatësisht 73.7:26.3. Sa i përket kompozimit valutor të borxhit shtetëror, borxhi në valutë vendase ka pjesëmarrje prej 24.1%, ndërsa borxhi në valutë të huaj përbën 75.8%. Borxhi në euro ka pjesëmarrje dominuese prej 68.8% në borxhin e përgjithshëm shtetëror, të drejtat speciale të tërheqjes përfshijnë 6.6%, borxhi sa i përket jenit japonez është 0.3% ndërsa në dollarë 0.1%.

Transparenca lidhur me të dhënat e borxhit publik është përmirësuar me ndryshimet në Ligjin e Borxhit Publik në vitin 2019, duke përfshirë edhe borxhin jo të garantuar në përcaktimin e borxhit publik. Gjithashtu, duke

<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 shuma e borxhit shtetëror dhe borxhit të ndërmarrjeve publike dhe shoqërive akcionare të themeluara nga shteti ose nga komunat, komunat në qytetin e Shkupit dhe nga Qyteti i Shkupit.

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 pas maturimit dhe posedimit. 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 ndërmjet propozimit, formulimit, miratimit dhe zbatimit të politikës së menaxhimit me borxhin 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 kostove.

Qëllimi kryesor i menaxhimit me borxhin publik është që mundësimi i nevojave dhe detyrimeve financiare të financimit shtetëror të realizohen 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. Përkatesisht, si rezultat i angazhimit të Ministrisë së Financave për zhvillimin e tregut vendas të letrave shtetërore me vlerë, që nga viti 2012 filloi procesi i ristrukturimit të portofolit të letrave shtetërore me vlerë, ku emetimet e reja të letrave me vlerë kishin afatizime më të gjata ndërsa instrumentet afatshkurtra u zvogëluan në mënyrë graduale. Kjo strategji rezultoi me përmirësim të konsiderueshëm përsa 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 kostove më të ulëta në nivel të qëndrueshëm të rrezikut.

Si rreziqe kryesore të identifikuara gjatë menaxhimit me portofolin e borxhit të Republikës së Maqedonisë së Veriut janë:

1. Rreziku nga rifinancimi i 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 maturimit sa i përket detyrimeve në bazë të borxhit. Ekspozimi i portofolit të borxhit nga rreziku i rifinancimit matet përmes profilit 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 2024-2028 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 konsiderueshme nga huamarrja 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. Gjegjësisht, fokusi u vendos në drejtim të rritjes së letrave afatgjate me vlerë dhe vazhdimin të afatizimit si dhe vëllimit të portofolit të përhershëm të letrave shtetërore me vlerë.

---

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

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

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Borxhi i qeverisë qendrore	5.2	4.9	5.1	5.3	5.1	5.1
Borxhi i brendshëm	7.4	7.0	6.8	6.6	6.3	6.2
Borxhi i jashtëm	3.7	3.5	3.8	4.3	4.2	4.2

Burimi: Simulimet e Ministrisë së Financave

2. Reziqet tregtar është caktuar nga ekspozimi i portofolit të borxhit të variablove 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 kostove sa i përket borxhit, veçanërisht kur borxhi duhet që të rifinansohet me interes fiks 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 refinancimi borxhit.

Treguesi ATR (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 2024-2028 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 2024-2028, koha mesatare deri te ndryshimi i normave të interesit është dukshëm më lartë se pragu i përcaktuar minimal për vitin 2024, që është 3 vjet.

Tabela 3: Koha mesatare deri në ndryshimin e normës së interesit – ATR (në vite)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Borxhi i qeverisë qendrore	4.7	4.5	4.8	5.1	4.9	4.8
Borxhi i brendshëm	7.4	7.0	6.8	6.6	6.2	5.6
Borxhi i jashtëm	2.8	2.8	3.3	3.8	3.8	4.0

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, gjegjësisht t'i rrisin kostot 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 fiks i denarit kundrejt euros, ekspozimi ndaj rrezikut të tillë do të matej edhe si pjesëmarrje e euros në portofolin e borxhit shtetëror, ku sipas të dhënave më të fundit për tremujorin e katërt të vitit 2022 është në fakt edhe valuta dominuese prej 68.8% në strukturën e përgjithshme të borxhit.

3. Reziqet 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 rigorozë dhe i nënshtrohet kriterëve të caktuara që duhet t'i plotësojnë kërkuesit e garancive. Në përputhje me ndryshimet ligjore

në muajin maj të vitit 2019 në Ligjin e Borxhit 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 kuadër 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, ku kryhen pagesat jashtë vendit.

#### **4. Zhvillimi 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, rezistencën ndaj goditjeve të jashtme dhe sigurimin e 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.

Ministria e Financave, gjatë periudhës së kaluar punoi në shqyrtimin e mundësisë së kalimit në platformë tjetër bashkëkohore të ankandit për emetim primar të LSHV, me qëllim që të jetë në hap me praktikën botërore. Kjo do të nxiste zgjerimin e bazës ekzistuese të investitorëve, ndësa 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. Në periudhën e ardhshme do të punohet në drejtim të testimit dhe kalimit të të gjithë procesit në një platformë ankandi më moderne.

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.

Për përmirësimin e vazhdueshëm të tregut financiar të letrave shtetërore me vlerë dhe për ndjekjen e praktikës botërore, Ministria e Financave punon për diversifikimin e burimeve të financimit dhe vendosjen e llojeve të reja të instrumenteve financiare që do të kenë zbatim të ndryshëm edhe atë:

#### **4.1. Fletobligacione të gjelbra**

Fletobligacionet e gjelbra janë instrumente që do të shfrytëzohen për financimin e projekteve të reja dhe/ose projekteve ekzistuese të gjelbra. Këto fletobligacione do të destinohen për stimulimin dhe përkrahjen e projekteve për avancimin dhe mbrojtjen e mjedisit jetësor dhe destinohen në mënyrë specifike për financimin e projekteve ekologjike. Ndryshe nga fletobligacionet ekzistuese, fletobligacionet e gjelbra do të shfrytëzohen vetëm për projekte investuese ose për zhvillim të gjelbër dhe do të destinohen për shpenzime kapitale. Vendosja e këtij instrumenti do të ndihmojë në zhvillimin e tregut financiar në periudhën afatmesme.

#### **4.2. Fletobligacione projektuese**

Fletobligacionet projektuese janë letra shtetërore me vlerë të destinuar për investime kapitale me të cilat investitorët do t'i investojnë mjetet e tyre financiare në projekte kapitale dhe infrastrukturore. Qëllimi i Ministrisë së Financave për vendosjen e këtij instrumenti është përfshirja më e madhe e investitorëve vendas dhe të huaj në përmirësimin e rritjes dhe zhvillimit ekonomik. Këto fletobligacione do të paraqesin një mënyrë alternative të financimit të projekteve që lidhen me infrastrukturën. Fletobligacionet projektuese do të ofrojnë mundësi për investitorët institucionalë për të marrë 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.

#### **4.3. Fletobligacione të qytetarëve**

Fletobligacionet e qytetarëve kanë të njëjtat karakteristika si fletobligacionet standarde, por janë të destinuar ekskluzivisht për qytetarët. Duke investuar te fletobligacionet e qytetarëve, qytetarët fitojnë instrument investues afatgjatë me normë interesi fikse. Me emetimin e fletobligacioneve të kësaj natyre do të mobilizohet kapitali, i cili është në formën e kursimeve të parave të gatshme tek qytetarët. Me to do të arrihen efekte të trefishta, respektivisht reduktimi i parave të gatshme si një nga masat për uljen e ekonomisë joformale, ndërsa qytetarët do të kenë rendimente nga kursimet e tyre, ndërsa ato mjete do të përdoren për zhvillimin e ekonomisë vendase.



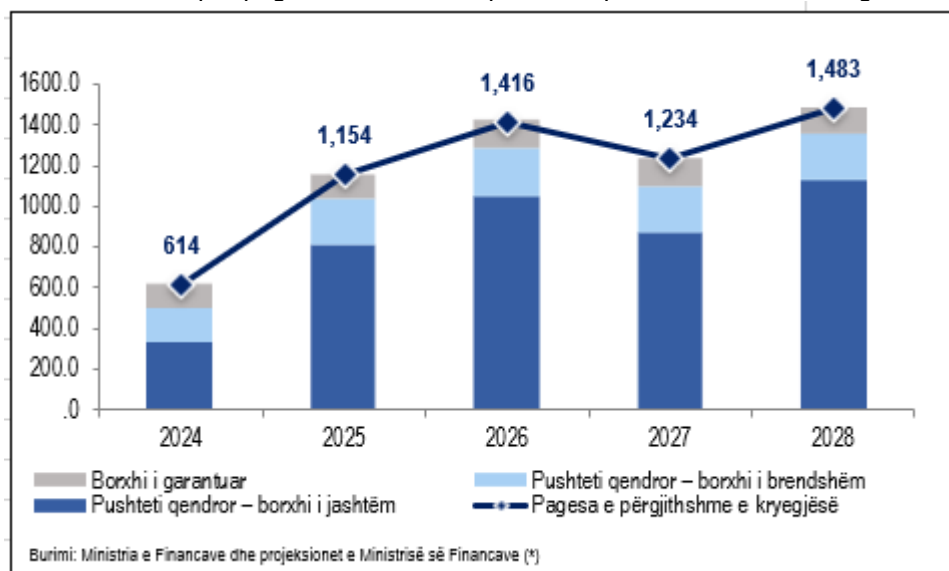
## 5. Limitet e borxhit publik

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 2024-2028 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 mbulimin 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 muajin korrik 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, 500 milionë euro në vitin 2027 për euroobligacionin e emetuar në muajin mars 2023 dhe 700 milionë euro që maturojnë në vitin 2028 si rezultat i euroobligacionit të emetuar në vitin 2021. Me qëllim të sigurimit të burimeve për financimin e nevojave të shtetit me kosto 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 në përputhje me Ligjin e Borxhit Publik.

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



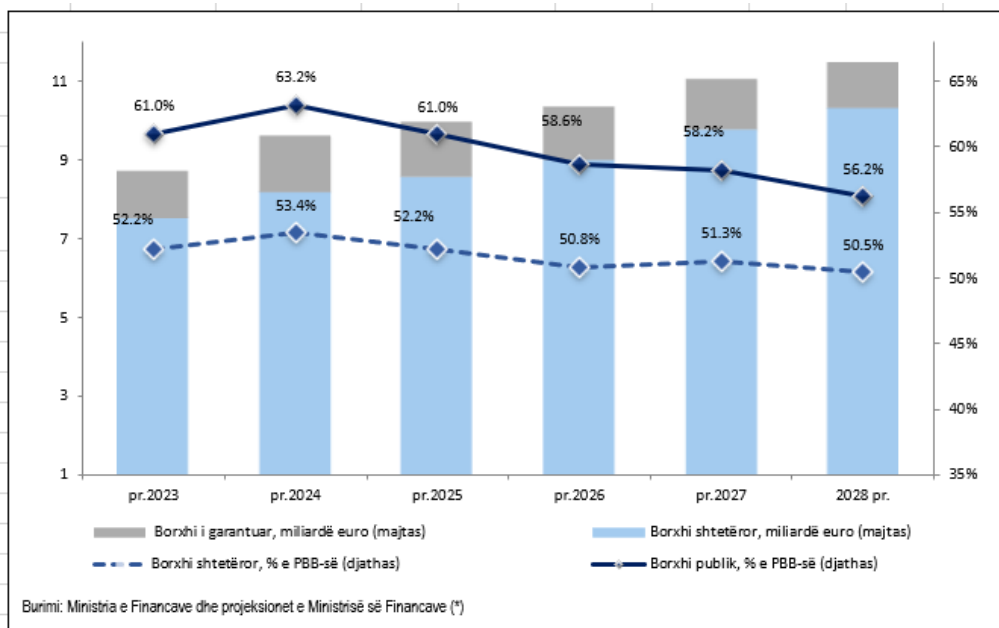
## 5.1. Limitet e vlerës së borxhit publik dhe borxhit të garantuar

Përmes limiteve afatmesme krijohet kornizë në të cilën borxhi publik do të lëvizë për periudhën 2024-2028. Me limitet, në periudhë afatmesme përcaktohet niveli maksimal i qëndrueshëm i borxhit publik të përgjithshëm në raport me PBB-në dhe niveli i borxhit publik të garantuar në raport me PBB-në. Gjithashtu, për t'i reduktuar faktorët e rrezikut që ndikojnë në portofolin e përgjithshëm të borxhit publik, përcaktohen limitet afatmesme për strukturën valutore dhe të interesit të borxhit shtetëror.

Për ta ruajtur niveli e borxhit publik në korniza të qëndrueshme, pa çrregulluar qëndrueshmërinë fiskale, **përcaktohet që limiti i borxhit të përgjithshëm publik në periudhë afatmesme dhe afatgjate, mos ta tejkalojë nivelin prej 60% të PBB-së.** Si rezultat i krizës ekonomike të shkaktuar nga pandemia e Covid-19, një pjesë e konsiderueshme e vendeve të Bashkimit Evropian, si dhe vendet e rajonit, u detyruan t'i zgjerojnë deficitet buxhetore për sigurimin e mjeteve për t'u përballur me pandeminë. Në shumicën e ekonomive kjo rezultoi në rritje të nivelit të borxhit publik me 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 2023.

Projeksionet afatmesme të paraqitura në këtë strategji tregojnë se borxhi publik do ta tejkalojë limitin maksimal prej 60% në periudhën 2023-2025, por si rezultat i masave të konsolidimit fiskal, nga viti 2026 deri në vitin 2028 parashihet kthimi i kornizave të përcaktuara nën 60% të PBB-së. Në bazë të kornizës afatmesme buxhetore nga e cila rezulton nevoja për financimin e deficiteve buxhetore në periudhën afatmesme, nevojat për shlyerjen e borxheve paraprake, si dhe zbatimi i projekteve jashtë pushtetit qendror, lëvizja e borxhit publik në afatmesëm do të shënojë rritje të moderuar deri në vitin 2024 si rezultat i pasojave të krizës dhe më tej, në periudhën nga viti 2025, përmes masave të konsolidimit fiskal, pritet ulje e nivelit të borxhit.

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



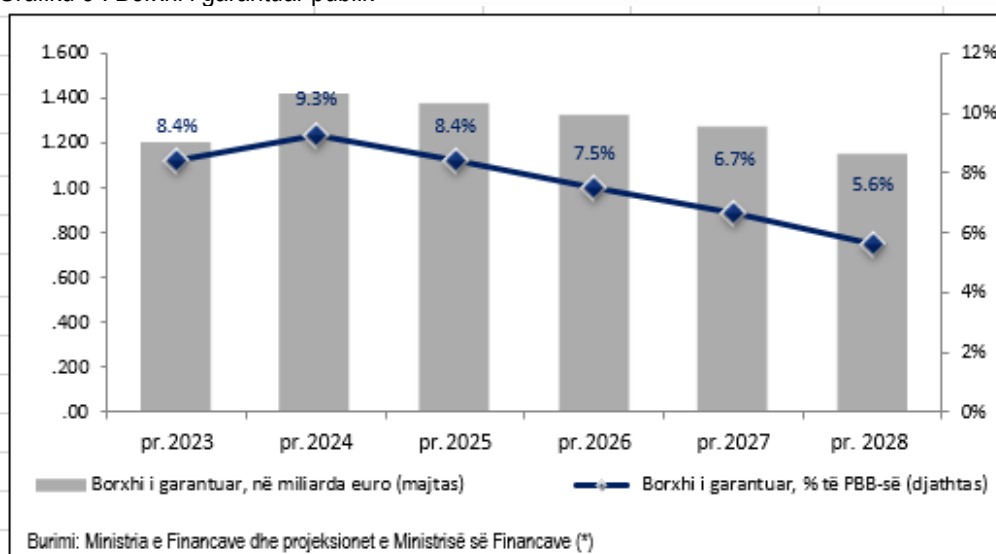
Huamarrja neto për vitin 2024 përfshin huamarrjen e planifikuar në kuadër të borxhit shtetëror të zvogëluar për pagesat në bazë të borxhit. **Limiti maksimal në periudhë afatshkurtër për huamarrjen neto (vendase dhe të huaj) në bazë të borxhit shtetëror për vitin 2024 përcaktohet të jetë 800 milionë euro.**

Garancitë shtetërore të emtuara paraqesin detyrim potencial për Buxhetin e vendit, gjegjësisht ekziston rreziku për rritjen e kostove 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 prioritetëve të Qeverisë së RMV-së, me ç'rast arsyetohet destinim i shfrytëzimit të mjeteve. **Në këtë drejtim, për periudhën 2024 – 2028 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 2024-2028 pritet të ketë rritje të vogël në vitin 2024, më pas, nga viti 2025 pritet stabilizimi dhe në vitin 2028 ulja e borxhit të garantuar në 5.6% të PBB-së. Gjithashtu, gjatë gjithë periudhës, niveli i borxhit publik të garantuar është nën limitin e përcaktuar maksimal.

Në periudhën 2024 – 2028, pritet zbatimi i investimeve në sferën e infrastrukturës rrugore të financuar me hua të garantuara nga shteti dhe përcaktohet **limitit për huamarrje maksimale neto në bazë të borxhit të garantuar në vitin 2024 deri në 250 milionë euro.**

Grafiku 3 : Borxhi i garantuar publik

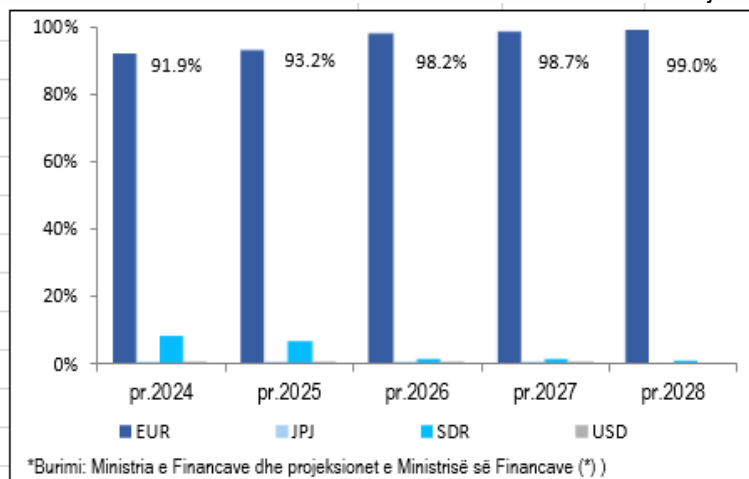


## 5.2. Limitet për strukturën e borxhit

Ndryshimet e kursit devizor mund të kenë ndikim të madh, gjegjësisht t'i rrisin kostot 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 kundrejt euros me ç'rast kjo politikë do të vazhdojë edhe në periudhën e ardhshme, ekspozimi ndaj një rreziku të tillë do të vlerësohet si pjesëmarrje e euros në portofolin e përgjithshëm të borxhit. **Respektivisht, për periudhën 2024 – 2028, përcaktohet që 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 2024 – 2028, 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, jen japonez si dhe në të drejta të veçanta të tërheqjes të linjave kreditore që janë kryer kryesisht në të kaluarën dhe që amortizohen gjatë periudhës që i referohet projeksioni.

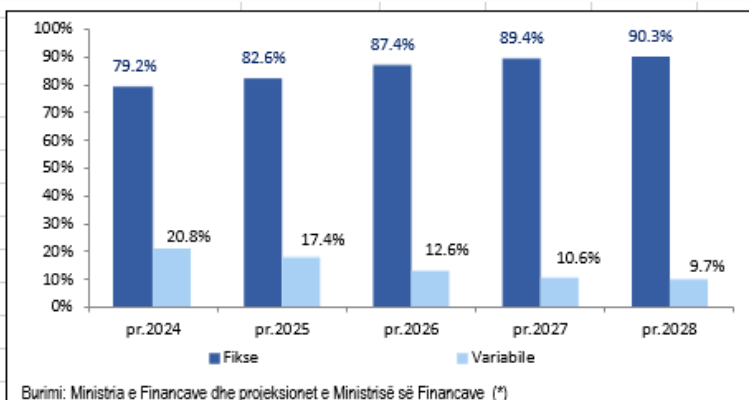
Grafiku 4: Struktura e valutës së borxhit shtetëror në valutën e huaj



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 kostove në Buxhetin e Republikës së Maqedonisë së Veriut, një nga qëllimet e menaxhuesve me borxhin është ruajtja e strukturës optimale të interesit të portofolit të borxhit shtetëror. Nisur nga ky fakt, **për periudhën 2024 – 2028 përcaktohet që 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 2024-2028, 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 afatgjate në tregun vendas, por edhe përcaktimin për huamarrje 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 – treguesi 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 që limiti i rrezikut nga rifinancimi – **pragu minimal i treguesit “Koha mesatare e maturimit” në vitin 2024 të jetë 4 vite**. Me qëllim që të mbrohet portofoli i pushtetit qendror nga rreziku i ndryshimit të normave të interesit, përcaktohet që limiti i rrezikut nga ndryshimet e normave të interesit – **pragu minimal i treguesit “Koha mesatare e ndryshimit të normave të interesit” në vitin 2024 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 kostot për servisimin e borxhit të jashtëm shtetëror (Tabela 4). Analiza sensitive e lëvizjeve të kostove 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 gjitha 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	2024	2025	2026	2027	2028
Skenari bazë	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Skenari I – rritja e normave përkatëse të interesit për 1 pikë përqindje	106.9	105.3	104.0	102.8	102.2
Skenari II – apreciacioni i valutave të tjera të portofolit kundrejt euros për 10%	100.7	100.3	102.9	100.2	100.1

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

1. Kostot 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 2024 rriten për 1 pikë përqindje në krahasim me projektionin bazë, kjo do të shkaktoje rritje të shpenzimeve të interesit për 6.9% përkatësisht për 12.5% milionë euro, me efekte të ngjashme në periudhën 2025-2028. Sensiviteti 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 drejtat speciale të tërheqjes) për 10% do të shkaktojë rritje të kostove për servisim për 0.7% në vitin 2024, përkatësisht për 3.5 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 kostove 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 kostove dhe rreziqeve lidhur me strategjitë e mundshme të financimit.

Modeli MTDS si të dhëna hyrëse shfrytëzon:

- flukset e pagesës së kryegjësë 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); 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, me ç'rast këto efekte janë ende të pranishme në ekonominë e Maqedonisë dhe si rezultat i shfaqjes së krizës energjetike në fillim të vitit 2022;
4. Mjete financiare nga institucionet ndërkombëtare financiare dhe kreditorët privatë për financimin e projekteve.

Qëllimi i mjetit analitik MTDS është kuantifikimi i kostove 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 kostot 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 ndaj variablave financiare. Modeli MTDS analizon katër strategji alternative të financimit, të prezantuara në vijim. Korniza kohore së cilës i referohet analiza është me periudhë pesëvjeçare (2024-2028). Mënyrat alternative të financimit dallohen në mes tyre kryesisht në strukturën e financimit vendas nëpërmjet letrave shtetërore me vlerë dhe financave të jashtme.

Në kuadër të alternativës së parë parashihet që të sigurohen nevojat për financimin e shtetit nëpërmjet tregut vendas 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 vendas (LSHV me dhe pa klauzolë valutore) pjesa më e madhe e financimit neto realizohet nëpërmjet bonove shtetërore dhe fletobligacioneve 15 vjeçare.

Kjo alternativë është kryesisht për shkak të uljes së ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit nëpërmjet zvogëlimit të pjesëmarrjes së borxhit që matoron për 1 vit në raport me borxhin e përgjithshëm, si dhe nëpërmjet rritjes së treguesit ATM gjatë periudhës mesatare të maturimit.

Alternativa e dytë, në raport me të parën, parashihet vlerë më të madhe të financimit të jashtëm, ndërsa financim më të vogël neto nëpërmjet LSHV-ve. Te kjo alternativë më i theksuar është rreziku nga rifinancimi.

Alternativa e tretë parashikon financimin me vlerë më të madhe nëpërmjet emetimit të bonove afatshkurtra dhe fletobligacioneve afatgjata, respektivisht fletobligacioneve 15-vjeçare dhe më pa me euroobligacione ose financime të jashtme. Në rastin e alternativës së tretë, vërehen vlerat më të larta të treguesit të borxhit që matoron në 1 vit dhe borxhitt në raport me PBB-në.

Alternativa e katërt parashikon nivelin e njëjtë të financimit të jashtëm me alternativën e tretë, nëse financimi nëpërmjet LSHV-ve është kombinim i fletobligacioneve shtetërore afatmesme dhe afatgjata. Kjo alternativë theksohet kryesisht për shkak të uljes së ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit, rritjes së treguesit të ATM-së për kohën mesatare deri në maturim. Alternativa e katërt pasohet nga ATM-ja më e lartë për borxhin në valutën vendase dhe në të njëjtën kohë rreziku i ndryshimit të normave të interesit është më i ulëti.

Sipas analizave të rezultateve të zbatimit të qasjeve alternative, alternativa e parë dhe e katërt konsiderohen si më të favorshmet 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 kostove, alternativa e dytë dhe e tretë japin rezultate më të mira, por janë më pak të favorshme në lidhje me treguesit e rrezikut nga rifinancimi 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 ruhet 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. Kjo alternativë theksohet kryesisht për shkak të uljes së ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit, duke ulur pjesëmarrjen e borxhit që matoron për 1 vit në raport me totalin e borxhit, si dhe përmes rritjes së treguesit të ATM-së për kohën mesatare deri në maturim.

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

Me qëllim të nivelizimit të mëtejshëm të profilit të pagesës dhe uljes së rrezikut nga rifinancimi, si dhe arritjes së kursimeve shtesë të normave të interesit, Ministria e Financave edhe në periudhën e ardhshme do t'i rishikojë mundësitë dhe kushtet për optimizimin e kostove për servisimin e borxhit duke menaxhuar në mënyrë aktive portofolin e borxhit.