

Врз основа на член 7 став 2 од Законот за јавен долг ("Службен весник на РМ" бр. 62/05), Собранието на Република Македонија на седницата одржана на 21 март 2006 година, донесе

СТРАТЕГИЈА ЗА УПРАВУВАЊЕ СО ЈАВЕН ДОЛГ ЗА ПЕРИОД ОД 2006 ДО 2008 ГОДИНА

I. Вовед

Законот за јавен долг во членот 7 став 2 предвидува подготовка и имплементација на среднорочна стратегија за управување со јавен долг, која ќе покрива период од три години и истата ќе се донесува од страна на Собранието на Република Македонија заедно со Буџетот на Република Македонија за следната година.

Со стратегијата за управување со јавен долг согласно Законот за јавен долг, се утврдува висината на јавниот долг и на државните гаранции, максималниот износ на новото задолжување и ново издадените гаранции во тековната година, состојбата на јавниот долг и на државните гаранции на крајот на годината, структурата (рочна, каматна и валутна) на јавниот долг и на државните гаранции, како и начините на сервисирање и управување со јавниот долг.

Основни принципи кои се земаат предвид при управувањето со портфолиото на јавниот долг, односно при изготвувањето и спроведувањето на Стратегијата за управување со јавниот долг се: утврдување на оптимална структура на должничкото портфолио и нејзино усогласување со макроекономската политика на државата; усогласување на трошоците на должничкото портфолио со трошоците утврдени во државниот буџет за секоја година поединечно и на среден рок; и лимитирање и елиминирање на влијанието на финансиските ризици врз одржливоста на јавниот долг на среден и долг рок.

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

II. Стратегија за управување со јавен долг за период од 2006 до 2008 година

Содржина

I. Вовед.....	3
II. Макроекономските движења и јавниот долг.....	4
II.1. Макроекономските движења во 2005 и 2006 година.....	4
II.2. Макроекономските показатели и идните насоки во управувањето со јавниот долг за период 2006-2008 година.....	5
☞☞☞☞ Карактеристики на портфолиото на јавниот долг на Република Македонија.....	7
III.1. Внатрешен јавен долг.....	10
III.1.1. Структурни обврзници.....	11
III.1.2. Континуирани државни хартии од вредност.....	13
III.2. Надворешен јавен долг.....	22
III.3. Гаранции.....	23
IV. Ризици при управување со јавен долг.....	26
IV.1. Ризици во врска со обемот на јавниот долг.....	26
IV.2. Ризик од рефинансирање.....	28
IV.2.1. Ризик од рефинансирање на внатрешен јавен долг.....	29
IV.2.2. Ризик од рефинансирање по основ надворешен јавен долг.....	30
IV.3. Пазарен Ризик	30
IV.3.1. Ризик од промена на девизниот курс.....	31
IV.3.2. Ризик од промена на каматните стапки.....	33
IV.4. Ликвидносен ризик.....	34
IV.5. Кредитен ризик	35
IV.6. Оперативни ризици.....	35
IV.7. Ризик од порамнување	37
IV.8. Ризици поврзани со потенцијалните обврски	37
V. Анализа на стратегијата за управување со јавниот долг.....	38
VI. Цели и мерки на стратегијата за управување со јавниот долг	46
VI.1. Цели.....	46
VI.2. Мерки.....	50
VII. Квантитативни таргети на стратегијата.....	53
Анекс I, II, III	

I. Вовед

Една од позначајните реформи кои почна да ги спроведува Министерството за финансии на Република Македонија во 2005 година е реформата во областа на управувањето со јавниот долг. За таа цел беа извршени законски и институционални промени, со што се создаде основа за непречено извршување на оваа функција.

Со цел доизградување на правната рамка за управување со јавниот долг и исполнување на сите предуслови за континуиран развој на управувањето со јавниот долг, Министерството за финансии ја подготви тригодишната стратегија за управување со јавен долг за периодот од 2006 до 2008 година, во која се утврдуваат основните цели и мерки на политиката за управување на јавниот долг на државата, како и на политиката на задолжувањето на јавниот сектор.

Со стратегијата за управување со јавен долг согласно Законот за јавен долг (Службен Весник на РМ бр.62/2005), се утврдува висината на јавниот долг и на државните гаранции, максималниот износ на новото задолжување и ново издадените гаранции во тековната година, состојбата на јавниот долг и на државните гаранции на крајот на годината, структурата (рочна, каматна и валутна) на јавниот долг и на државните гаранции, како и начините на сервисирање и управување со јавниот долг.

Имајќи ги предвид аспирациите на Република Македонија за членство во Европската унија, определба на Министерството за финансии, односно на Владата на Република Македонија е јавниот долг на долг рок да биде одржлив и да биде усогласен со Мастрихтшкиот критериум според кој долгот во однос на бруто домашниот производ (БДП) не смее да надминува 60%.

Основни **принципи** кои се земаат предвид при управувањето со портфолиото на јавниот долг се:

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

Основни **цели** на управувањето со јавниот долг согласно Законот за јавен долг се:

- преземање на мерки и активности од страна на Министерството за финансии заради обезбедување на финансирање на потребите на државата со најнизок можен трошок, на среден и долг рок, и со одржливо ниво на ризик; и
- преземање на мерки и активности од страна на Министерството за финансии заради развој и одржување на ефикасен домашен финансиски пазар.

II. Макроекономскиѝе движења и јавниот дол̄

II.1. Макроекономскиѝе движења во 2005 и 2006 година

Според прелиминарните проекции базирани на остварувањата во првата половина од 2005 година, растот на индустријата во третиот квартал, како и очекуваните движења до крајот на годината, Република Македонија ќе ја заврши годината со раст на БДП од 3.8%, како и просечна стапка на инфлација (мерена преку трошоците на живот) од 0.7%.

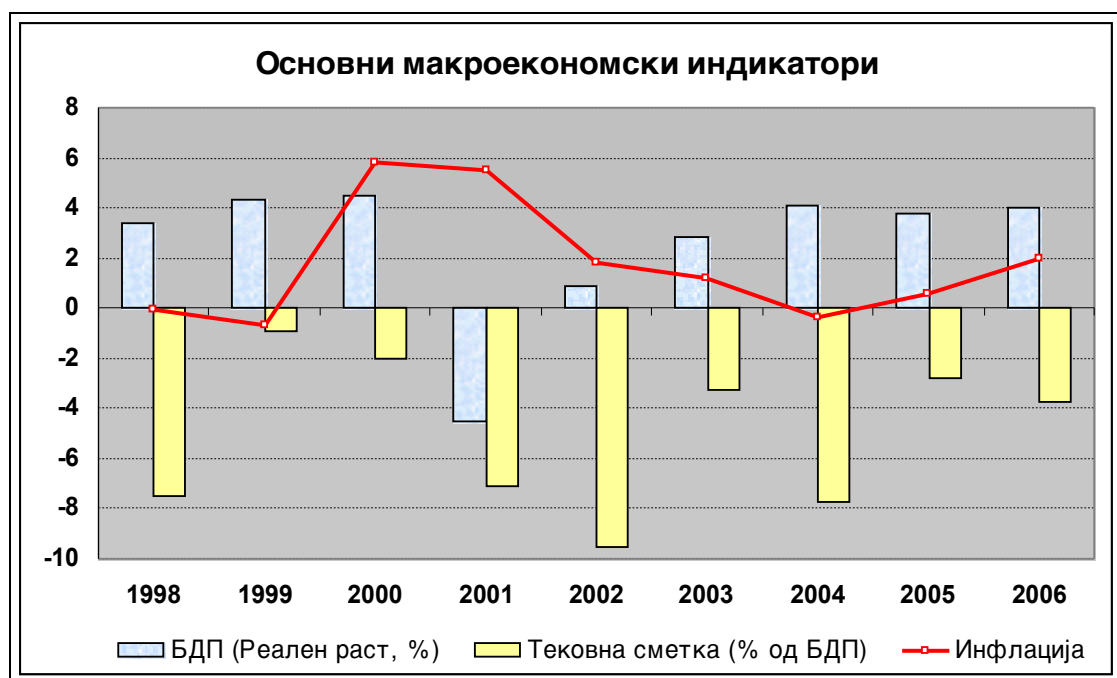
Значителниот пораст на извозот, високото ниво на трансфери, дисциплинираната фискална политика, како и добрата координација меѓу фискалната и монетарната политика, придонесоа за значителен пораст и на бруто-девизните резерви во 2005 година. На крајот од октомври, бруто девизните резерви достигнаа ниво од 1.096 милиони САД долари, што во споредба со крајот на 2004 година претставува пораст од 110 милиони САД долари. Нето меѓународните резерви (таргет со ММФ) на крајот на септември беа повисоки во однос на проектираното за 68 милиони евра.

Во 2006 година, се очекува продолжување на позитивните тенденции и остварување на реален раст на БДП од 4%, со што за период од четири години (2003-2006 година), македонската економија ќе оствари реален пораст од 15.5%. Имајќи ги предвид најавите за зголемување на инвестициите, се очекува динамиката на растот да биде засилена во втората половина од годината (4.2%). На полето на инфлацијата, во 2006 година не се очекуваат поголеми промени, односно ќе продолжи политиката на одржување на ценовната стабилност во економијата преку постигнување на ниско и предвидливо ниво на инфлација. Согласно проекциите, просечната стапка на инфлација во 2006 година нема да го надмине нивото од 2%.

Во исто време, придонес во одржувањето на ценовната стабилност ќе е има и координацијата меѓу фискалната и монетарната политика, при што на полето на буџетската политика не се очекуваат поголеми промени, што значи дека ќе продолжи политиката на балансирана буџетска потрошувачка изразена преку дефицит на општиот владин буџет на Република Македонија од 0.6% од БДП во 2006 година.

Во насока на постигнување на планираната стапка на просечна инфлација, од особено значење ќе биде и продолжувањето на примената на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот во однос на еврото, но и задржување на просечниот курс на САД доларот во 2006 година на ниво приближно еднакво со претходната година. Како дополнување, согласно проекциите на повеќе релевантни меѓународни финансиски институции (IMF, ЕСВ и The Economist), во 2006 година инфлацијата во евро зоната (како најголем трговски партнер на Република Македонија), ќе остане на нивото од околу 1.7% до 2%.

Графикон бр. 1



Извор: Министерството за финансии

Во рамките на тековната сметка, по исклучително ниското ниво во претходната година, во 2006 година се очекува мало зголемување на дефицитот на тековната сметка и негово позиционирање на ниво од околу 4% од БДП, главно како резултат на очекуваното мало зголемување на трговскиот дефицит, како и мал пораст на дефицитот кај билансот на услугите, кои делумно ќе бидат компензирани со порастот на приливите врз основа на приватните трансфери.

II.2. Макроекономските показатели и идните насоки во управувањето со јавниот долг за период 2006-2008 година

Макроекономските показатели кои ги поддржуваат фискалните проекции на Министерството за финансии и подготовката на стратегијата за управување со јавниот долг се дадени во табелата бр.1:

Табела бр. 1: Краток преглед на макроекономски варијабли 2006-2008 год.

	2006	2007	2008
БДП по тековна цена (МКД милиони)	294.122	313.504	334.164
Состојба на јавен долг (МКД милиони) согласно Закон за јавен долг	114.527	119.370	117.960
Приходи на Буџетот (МКД милиони)	103.167	106.208	109.836
Расходи на Буџетот (МКД милиони)	104.874	108.065	111.812
Дефицит на буџет на РМ (МКД милиони)	1.707	1.857	1.976
Реален пораст на БДП	4,0	4,5	4,5

Дефицит на буџет на РМ (% од БДП)	0,6	0,6	0,6
Инфлација, трошоци на живот	2,0	2,0	2,0
Сервисирање на јавен долг (% од БДП)	2,7	2,6	2,6
Сервисирање на јавен долг (% од приходите)	7,4	7,6	7,6
Сервисирање на јавен долг (% од потрошувачката)	7,3	7,5	7,5
Состојба на јавниот долг (% од БДП)	39,0	38,1	35,3

Извор: Министерство за финансии

Основните чекори на политиката на Министерството за финансии во врска со управувањето со јавниот долг ќе бидат насочени кон:

- *Диверзификација на портфолиото на државните хартии од вредност, во кое краткорочните државни хартии од вредност (државните записи) постепено ќе се намалуваат за сметка на што ќе се зголемува состојбата на долгорочните државни хартии од вредност (државните обврзници);*
- *Разгледување на можностите за примена на операции кои ќе овозможат замена на долгот со кој не може да се тргува со долгот со кој ќе може да се тргува на домашните и меѓународните пазари на капитал;*
- *Разгледување на можностите за замена на долгот кој е деноминиран во САД долари и други не-евро валути, со долгот деноминиран во евра;*
- *Давање приоритет на задолжувањето со фиксна каматна стапка наспроти варијабилна каматна стапка поради минимизирање на ризиците од зголемување на каматните стапки на меѓународниот пазар во иднина; и*
- *Преземање на операции за зголемување на просечната рочност на внатрешниот јавен долг.*

III. Карактеристики на портфолиото на јавниот долг

Веднаш по осамостојувањето, Владата на Република Македонија пристапи кон расчистување на обврските кон меѓународните кредитори наследени од поранешна СФРЈ, како и кон значително реструктурирање на дел од надворешниот долг кој Република Македонија го наследи од поранешна СФРЈ. Во 1994 година беше расчистен наследениот долг кон Светка банка, а во 1996 година ги расчисти обврските кон Европска инвестициона банка (ЕИБ), ЕУРОФИМА и Европскиот Фонд за ресетелмент (CERF).

Во овој контекст, долгот кон Парискиот клуб на доверители беше репрограмизиран два пати, и тоа во 1995 година, и повторно во 2000 година. Долгот кон Лондонскиот клуб на доверители беше рефинансиран во рамки на Новата финансиска спогодба (НФС) од 1998 година, со која Република Македонија се стекна со правото во секое време да изврши откуп на обврзниците, според условите на пазарот на хартии од вредност, под услов да нема неизмирени обврски по главнина и камата.

Истовремено, за решавање на одредени структурни проблеми кои се манифестираа по осамостојувањето на Република Македонија, Владата издаде т.н. структурни обврзници, кои значително влијаа на зголемување на состојбата на јавниот долг. Особено големо влијание имаше обврзницата за старо девизно штедење која Владата ја емитуваше во 2000 година, во износ од 546,5 милиони евра со цел отплата на девизни депозити на граѓаните кои беа замрзнати во банките во Република Македонија, по распаѓањето на поранешната југословенска федерација. Како резултат на емитирањето на оваа обврзница, состојбата на јавниот долг формално се зголеми во 2000 година на 2.219 милиони евра, иако преземената обврска од страна на државата по основ на заробените девизи de facto датира од самото осамостојување.

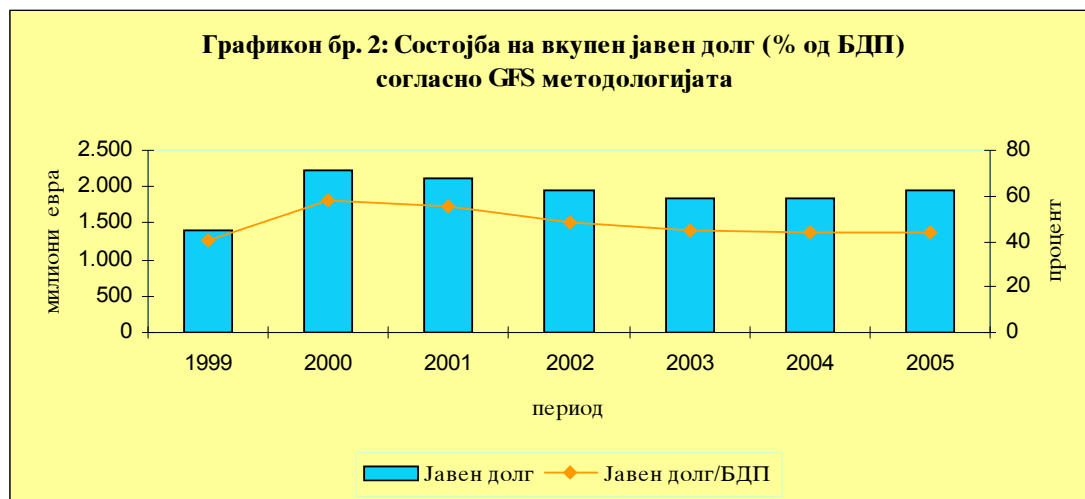
Јавниот долг¹ како процент од БДП го постигна врвот во 2000 година, достигнувајќи 57,2% од БДП. Оттогаш стапката постепено се намалува во секоја од наредните години и заклучно со проекциите за 2005 година, изнесува 44,1% од проектираниот БДП согласно GFS методологијата, односно 40,9% од проектираниот БДП според законот за јавен долг.

Наследените проблеми со долгот, како и тековните реструктурирања на банкарскиот сектор влијаа на креирање на неповолно должничко портфолио во кое доминираат инструменти со кои не може да се тргува на пазарот на пари и капитал.

Вкупниот јавен долг се состои од обврските на јавниот сектор по основ на надворешно и внатрешно задолжување. На крајот од 2004 година, вкупниот јавен долг изнесуваше 1.841,00 милиони евра, од кој 64% беше надворешен долг, а 36% внатрешен долг. Учеството на вкупниот јавен

¹ Состојбата на јавниот долг во повеќе табели во оваа стратегија е пресметана според GFS методологијата (методологија утврдена од страна на ММФ) заради меѓународна споредба. Меѓутоа, според Законот за јавен долг долгот на Народна Банка на Република Македонија (НБРМ) не е вклучен во дефиницијата за јавен долг. Според овој закон дефиницијата за јавен долг ги опфаќа долгот на Република Македонија, долгот на општините и долгот на јавните претпријатија.

долг во БДП во 2004 година изнесуваше 43,8%, односно 1,3 процентен поен помалку во однос на претходната година. Движењето на вкупниот долг на јавниот сектор и на индикаторот јавен долг во однос на БДП во периодот од 1999 година и заклучно со проекциите за 2005 година се прикажани во графиконот бр. 2.



Извор: Министерството за финансии и НБРМ

Детални податоци за последните движења на состојбата на вкупниот долг на јавниот сектор се прикажани во табелата бр.2 и графиконот бр.3.

Табела бр. 2: Состојба на јавен долг

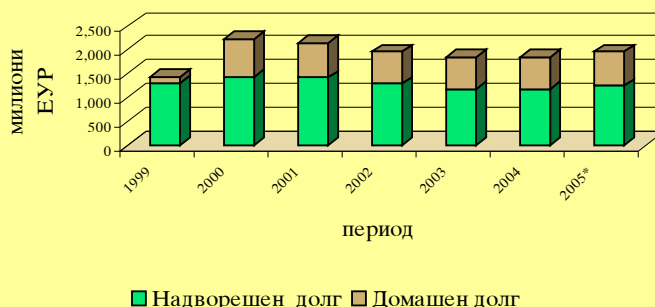
Во милиони евра

основ	година						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005*
Надворешен јавен долг	1,290	1,428	1,395	1,268	1,179	1,178	1,228
Домашен јавен долг	114	791	733	676	665	663	718
Вкупен јавен долг (GFS)	1,403	2,219	2,128	1,944	1,844	1,841	1,946
БДП	3,448	3,877	3,838	3,991	4,095	4,207	4,411
Вкупен јавен долг(GFS)/БДП	40.7	57.2	55.5	48.7	45.0	43.8	44.1
Вкупен јавен долг (закон за јавен долг)	1268.2	2035.7	1996.2	1829.9	1717.8	1721.7	1803.1
Вкупен јавен долг/БДП	36.8	52.5	52.0	45.8	41.9	40.9	40.9

Извор: Министерството за финансии и НБРМ

*проекција за 31.12.2005 год.

Графикон број 3 : Структура и движење на јавниот долг во периодот од 1999 до 2005 година



Извор: Министертство за финансии и НБРМ

Податоците прикажани во табелата бр.3, го покажуваат односот на вкупниот јавен долг изразен во домашна валута во однос на долгот изразен во странска валута. Исто така, тука се вклучени и проекциите за движењата на јавниот долг за периодот од 2005 до 2008 година.

Табела број 3: Состојба и проекции на јавниот долгот за периодот 1999 до 2008 година (по валута)

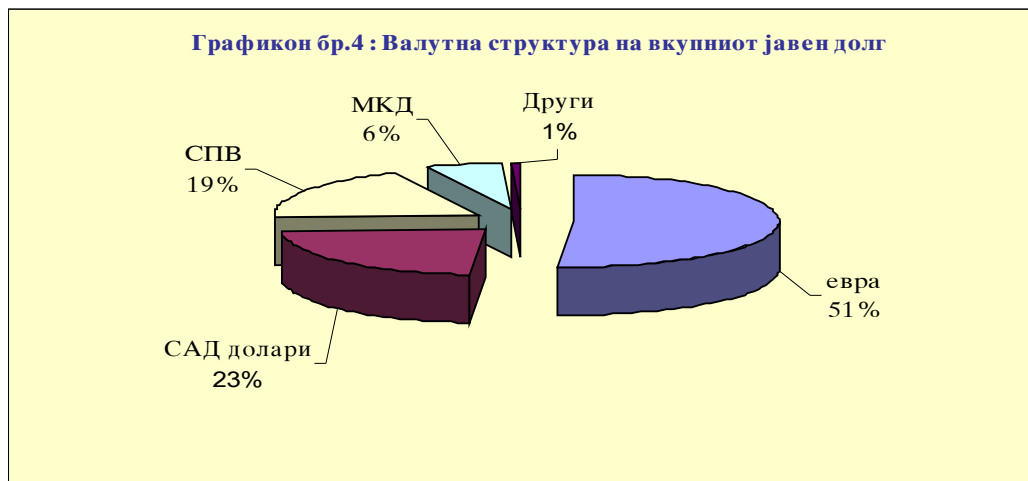
Во милиони евра

	реализација						проекција				
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Вкупен јавен долг	1,268	2,036	1,996	1,830	1,718	1,722	1,804	1,868	1,947	1,924	1,884
Во странска валута	1,290	1,963	1,931	1,770	1,663	1,641	1,687	1,708	1,736	1,653	1,545
-Надворешен долг	1,189	1,324	1,315	1,203	1,124	1,132	1,191	1,224	1,270	1,271	1,247
- Домашен долг	0	639	616	567	539	509	496	484	466	382	298
Во домашна валута	80	73	65	60	55	81	117	160	212	271	340

Извор: Министертство за финансии и НБРМ(Закон за јавен долг)

Најголем дел односно 94% од јавниот долг заклучно со 30 септември 2005 година е деноминиран во странска валута, додека 6% е деноминиран во домашна валута. Од аспект на валутната структура 51% од вкупниот долг е деноминиран во евра додека 23% е деноминиран во САД долари (графикон бр.4). Долгот деноминиран во евра го сочинуваат поголем дел од структурните обврзници (Обврзницата за старо девизно штедење, Обврзницата за приватизација на Стопанска банка, Обврзниците за денационализација), кредити од Европската комисија(ЕС), Европската инвестициона банка (EIB), Европската банка за обнова и развој(EBRD) и дел од кредитите од Парискиот клуб на кредитори. Долгот деноминиран во долари во најголем дел го сочинуваат: долгот кон Лондонскиот клуб на кредитори и дел од долгот кон Парискиот клуб на кредитори, како и кредитите земени од Меѓународната банка за обнова и развој (IBRD). Долгот кон Меѓународниот монетарен фонд (IMF), Меѓ

ународната асоцијација за развој (IDA) и Меѓународен фонд за развој на земјоделието (IFAD) гласат во валута специјални права на влечење (СПВ). Во домашна валута гласат континуираните државни хартии од вредност, структурната обврзница издадена за санација на банкарскиот сектор и обврзницата за селективни кредити.



Извор: Министерството за финансии и НБРМ

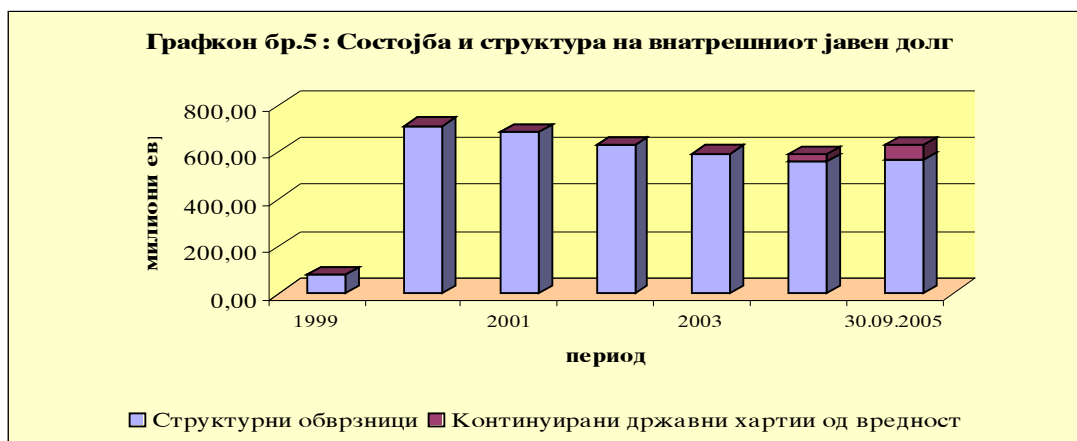
Структурата на каматните стапки е рамнотежена, со тоа што 56% од портфолиото на јавниот долг е со фиксни каматни стапки, додека 44% со флукуирачки каматни стапки (во овој процент влегува и долгот со рок на достасување од 12 и помалку месеци).

III.1. Внатрешен јавен долг

Внатрешниот јавен долг го сочинуваат обврските на јавниот сектор по основ на структурните обврзници и континуираните државни хартии од вредност, долгот на општините и долгот на јавните претпријатија.²

Најголем дел (скоро 95%) од внатрешниот долг го сочинуваат структурните обврзници. Остатокот од внатрешниот јавен долг го сочинуваат континуирани државни хартии од вредност кои се издаваат за финансирање на буџетот. (графикон бр.5)

² Пресметките според GFS методологијата го вклучуваат и долгот на НБРМ. Имајќи предвид дека Министерството за финансии во моментот не располага со податоци за внатрешниот долг на општините и на јавните претпријатија, истите не се вклучени во пресметките за внатрешниот долг.



Извор: Министерство за финансии

Заклучно со 30 септември 2005 година, 83% од вкупниот внатрешен долг е деноминиран во странска валута, односно во евра.³

III.1.1. Структурни обврзници

Република Македонија, сè до 30 септември 2005 година има издадено вкупно пет структурни обврзници:

1. Обврзница за санација на Стопанска банка АД Скопје - Агенцијата за санација на банки, во име и за сметка на Република Македонија, во 1995 година издаде обврзница за санација на Стопанска банка;
2. Обврзница за селективни кредити - издадена во процесот на санација на банкарскиот сектор за надоместување на селективните кредити на НБРМ што се пребиваат со износот на дел од ненаплатливите побарувања кај НБРМ;
3. Обврзница за приватизација на Стопанска банка - издадена при процесот на приватизација на Стопанска банка АД Скопје. Со оваа обврзница државата ги презема ненаплатените побарувањата на четири македонски претпријатија од портфолиото на Стопанска банка;
4. Обврзница за старо девизно штедење - издадена како надоместок на лицата кои имаа заробени девизни депозити во банките во Република Македонија пред нејзиното осамостојување;
5. Обврзници за денационализација - издадени како надоместок за имотот кој во периодот од 1945 до 1990 година беше национализиран од страна на СФРЈ. Република Македонија ќе изврши вкупно шест емисии на обврзници за денационализација, односно по една во текот на секоја година. Првата емисија е објавена во 2002 година и заклучно со 2005 година се извршени вкупно четири емисии, додека во наредните години се планираат уште две емисии на обврзници за денационализација.

Од аспект на сопственичката структура, со состојба септември 2005 година, 67% од структурните обврзници се во сопственост на физички лица, а останатите 33% се во сопственост на правни лица (графикон бр.6).

³³ Плаќањата на внатрешниот долг деноминиран во евра се извршуваат во МКД.



Извор: Министерство за финансии и ЦДХВ

Деталните карактеристики на структурните обврзници се прикажани во табелата бр.4

Табела бр. 4 : Структурни обврзници - инструменти и услови

											во милиони евра	
Намени за кои обврзниците се издадени	Износ на издавање	Валута на издавање	Година на издавање	Година на плаќање на прва рата	Година на плаќање на последна рата	Рок на достасување	Каматна стапка	Датум на исплата на главница	Датум на исплата на камата	Состојба на долг 31Декем. 2004*	Состојба на долгот 30Септ. 2005*	
Обврзница за санација на Стопанска банка	МКД 6 млрд	МКД	1996	1996	2010	15	есконтната стапка (6.5%)	01-Апр	Секој месец	31.87	26.59	
Обврзница за селективни кредити	МКД 1,039 млрд	МКД	1996	-	2020	25	Без камата	-	-	16.95	16.97	
Обврзница за старо девизно штедење	546.5 мил. евра	Евра	2000	01-Апр-02	1Октомври 2011	10	2% годишно	1Април 1Окт.	1Април 1Окт.	357.64	332.03	
Обврзница за приватизација на Стопанска банка	120.15 мил. евра	Евра	2001	31 Март 2002	31Декември 2014	14	ЕУРИБОР + 1 процентен поен	31 Март, 31 Јуни, 30 Септ, 31 Декем.	31 Март, 31 Јуни, 30 Септ, 31 Деке.	85.82	81.53	
Обврзница за дена. -I емисија	2.5 мил. евра	Евра	2002	1Јуни 2003	1 Јуни 2012	10	2% годишно	1-Јуни	1-Јуни	0.99	0.87	
Обврзница за дена. -II емисија	39,5 мил. евра	Евра	2003	1Јуни 2004	1 Јуни 2013	10	2% годишно	01-Јуни	01-Јуни	28.23	25	
Обврзница за дена. -III емисија	47 мил. евра	Евра	2004	1Јуни 2005	1 Јуни 2014	10	2% годишно	01-Јуни	01-Јуни	36.39	31.82	
Обврзница за дена. IV емисија	58 мил. евра	Евра	2005	1Јуни 2006	1 Јуни 2015	10	2% годишно	01-Јуни	01-Јуни	0	53.68	
Вкупно										557.89	568.49	

Извор: Министерство за финансии

S

2004*-Износите заклучно 31.12.2004 година се пресметани по курс ЕУР=61.3100 МКД
 2005*-Износите заклучно 30.09. 2005 година се пресметани по курс ЕУР=61.2264 МКД

Дел од структурните обврзници (Обврзницата за старо девизно штедење и Обврзниците за денационализација) котираат на А.Д. Македонска берза и со истите се тргува. Меѓутоа, со оглед на фактот дека овие обврзници беа издадени за порамнување на одредени обврски на државата обврзниците се релативно неликвидни и тргувањето е на незадоволително ниско ниво. Карактеристиките на овие обврзници се специфични поради законската можност граѓаните покрај можноста да тргуваат со нив, да ги користат и за други намени кои се утврдени со закон.

Табела бр. 5 -Тргување со структурните обврзници на Македонска берза А.Д.

Во милиони евра

	Декември 2003	Q1-2004	Q2-2004	Q3-2004	Q4-2004	Q1-2005	Q2-2005	Q3-2005
Обврзница за старо девизно штедење	1.19	1.69	1.43	1.20	1.61	7.84	1.10	1.14
Обврзница за денационализација 1-ва емисија	0.03	0.06	0.06	0.02	0.02	0.22	0.01	0.01
Обврзница за денационализација 2-ра емисија	0.93	1.13	0.56	0.27	1.56	6.35	0.42	0.22
Обврзница за денационализација 3-та емисија	0.00	2.57	4.91	3.87	2.81	17.78	0.85	0.58
Обврзница за денационализација 4 -та емисија	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.17	4.04

Извор: Македонска берза за хартии од вредност А.Д.

*Q- квартал

III.1.2. Континуирани државни хартии од вредност

III.1.2.1. Примарен пазар

Согледувајќи ја потребата за развој на финансискиот пазар Владата во 2003 година усвои Стратегија за развој на пазарот на државни хартии од вредност. Донесувањето на стратегијата претставуваше основа за отпочнување со емисија на континуирани државни хартии од вредност. Како резултат на скоро едногодишна подготовка, Министерството за финансии во јануари **2004** година успешно започна со првата емисија на континуирани државни хартии од вредност (3-месечни државни записи).

Поради задоволителната побарувачка и резултатите од аукциите на 3-месечните државни записи во 2004 година, Министерството за финансии одлучи во ноември истата година да воведи и 6-месечни државни записи. Во 2005 година, Министерството за финансии продолжи со издавање на државни записи и со воведување на подолгорочни државни хартии од вредност. Така, во јуни, како резултат на тековниот тренд на зголемената побарувачка на државни записи, се воведоа 12-месечни државни записи, а на 24 ноември 2005 година се реализира и првата емисија на континуирани државни обврзници со рок на достасување од 2 години.

Континуираните државните хартии од вредност се деноминирани во денари и се издаваат во дематеријализирана форма. Тие се издаваат по пат на аукција според претходно објавен календар. Календарот, кој опфаќа период од шест месеци, се објавува во јавните гласила, кај овластените директни учесници (банките) и е јавно достапен на web-страницата на Министерството за финансии (www.finance.gov.mk).

Министерството за финансии го избра и го спроведува, како најтранспарентен начин, аукцискиот механизам на продажба на државни хартии од вредност. Аукцирањето може да се врши преку повеќе видови на тендери кои се дефинирани во Правилникот за начинот и постапката за издавање и исплата на државните хартии од вредност (Службен весник на РМ бр.99/2005). Во праксата, најчесто употребуван тип на тендер е тендерот со каматни стапки и тоа тендерот со повеќекратни цени (американски тип). Кај овој тип на аукцирање, успешниот учесник на аукцијата ја плаќа понудената цена.

Државниот запис е должничка хартија од вредност со рок на достасување пократок од една календарска година од денот на издавање, која ја издава Министерство за финансии со цел прибирање на парични средства. Состојбата на издадените државни записи заклучно со ноември 2005 година изнесува 3,6 милијарди МКД.

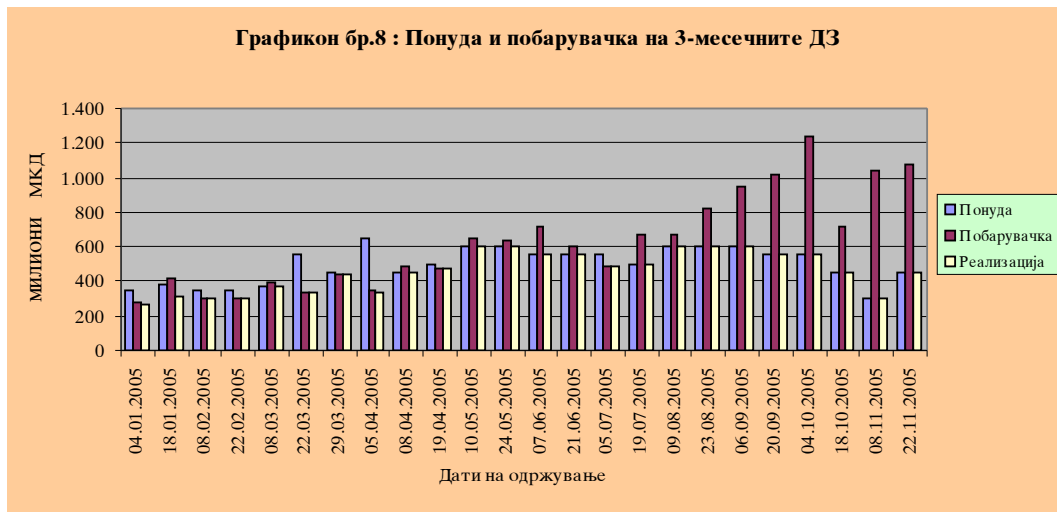


Извор: Министерсџво за финансии

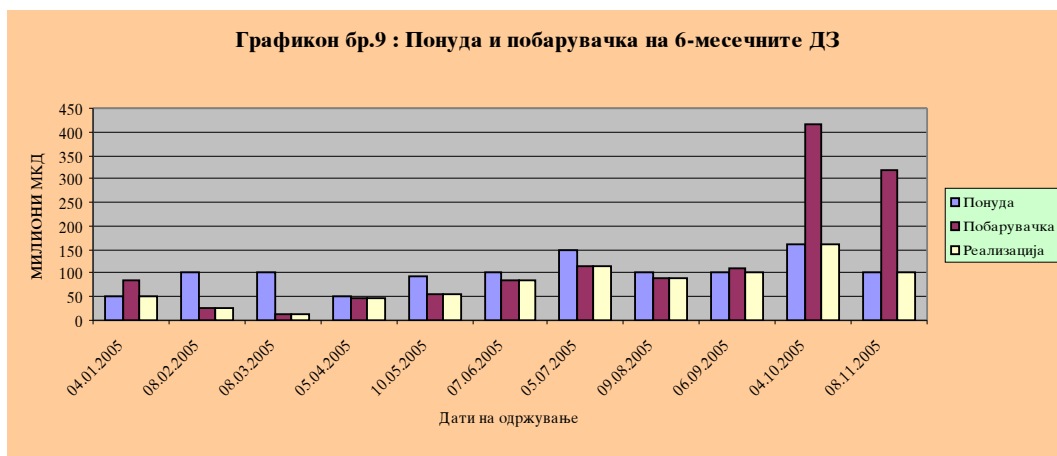
Во периодот од јануари до ноември 2005 година, беше понуден вкупен износ од 13,0 милијарди МКД на 3, 6, и 12-месечни државни

записи. Побарувачката за овој износ беше поголема и изнесуваше 16,5 милијарди МКД, додека реализацијата изнесуваше 11,9 милијарди МКД.

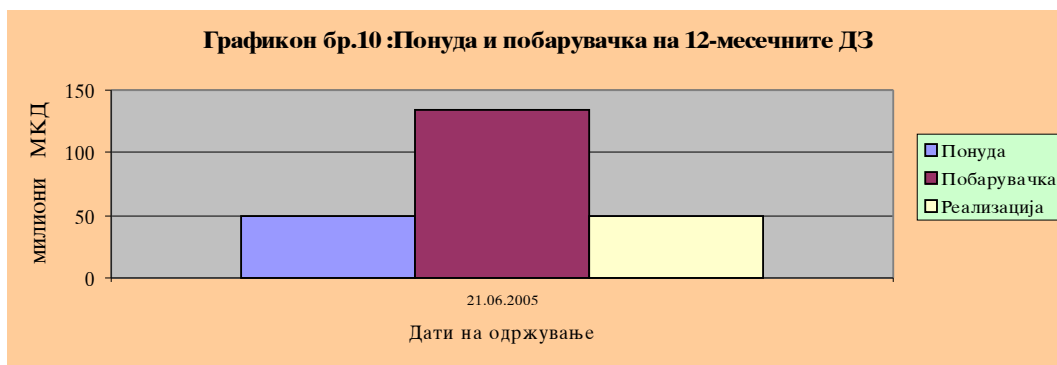
Во прилог, следат графиконите за движење на понудата, побарувачката и реализацијата на 3, 6 и 12-месечните државни записи (ДЗ) во 2005 година.



Извор: Министертсво за финансии

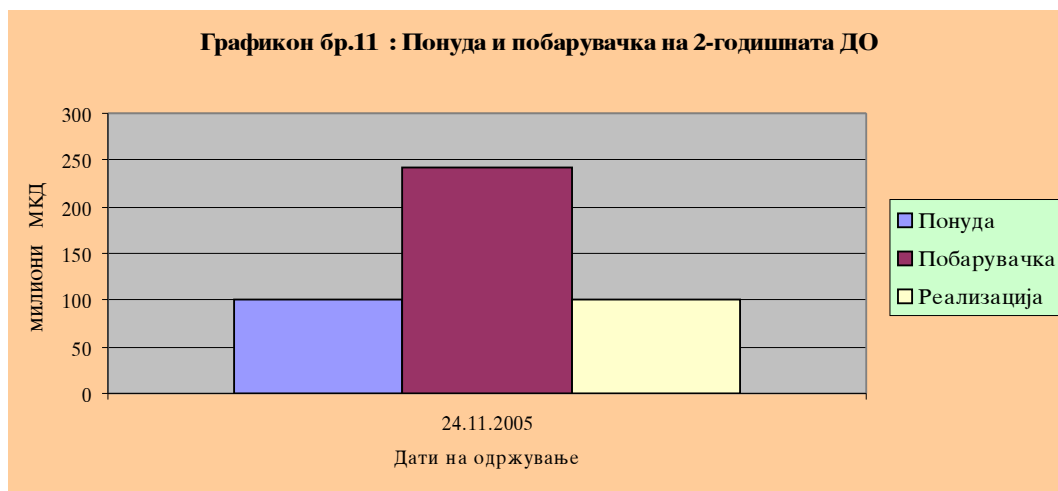


Извор: Министертсво за финансии



Извор: Министертсво за финансии

Државната обврзница (ДО) е должничка хартија од вредност со рок на достасување од една календарска година и подолг од една календарска година од денот на издавање, која ја издава Министерството за финансии со цел прибирање на парични средства.



Извор: Министерството за финансии

Првата емитувана државна обврзница беше со рок на достасување од 2 години, купонска обврзница, со годишна исплата на купонската камата, во номинален износ од 100 милиони денари. Аукциската продажба на државната обврзница се реализираше со примена на тендерот со износи со однапред утврдена купонска каматна стапка од 10%.

Државната обврзница како нов стандарден должнички инструмент предизвика огромен интерес на примарниот пазар, а тоа може да се согледа од резултатите на првата емисија кои укажуваат дека побарувачката речиси два и пол пати ја надмина понудата.

Структурата на државните записи според сопственоста значително флукутираше меѓу банките и клиентите од една до друга аукција. На почетокот, на првите неколку аукции во 2004 година, доминираа банките, што беше очекувано во првичната фаза од развојот на пазарот на државни хартии од вредност. Покрај промотивната кампања за новиот финансиски инструмент, како безризичен инструмент чија исплата ја гарантира државата, сепак, пошироката јавност очигледно не беше доволно упатена, што резултираше во значително поголемо учество на банките на првите неколку аукции - дури за 50% поголемо од учеството на клиентите.

Меѓутоа, во втората половина од 2004⁵ година и во текот на 2005 година, клиентите (правни лица и поединци) се пренасочија кон пазарот на државни хартии од вредност и како резултат на тоа, учеството на клиентите во сопственичката структура на државните записи значително се зголеми, а учеството на банките значително се намали. Сопственичката структура, гледана кумулативно, во ноември 2005 година е следнава - учеството на банките во реализираните за 3, 6 и 12-месечни државни

⁵ Во април 2004 година, НБРМ ја укина можноста за вложување во благајнички записи од страна на други субјекти, освен банките, во функција на развој на пазарот на државни хартии од вредност.

записи е 26%, додека клиентите учествуваат со 74% (прикажано на графикон бр. 12).

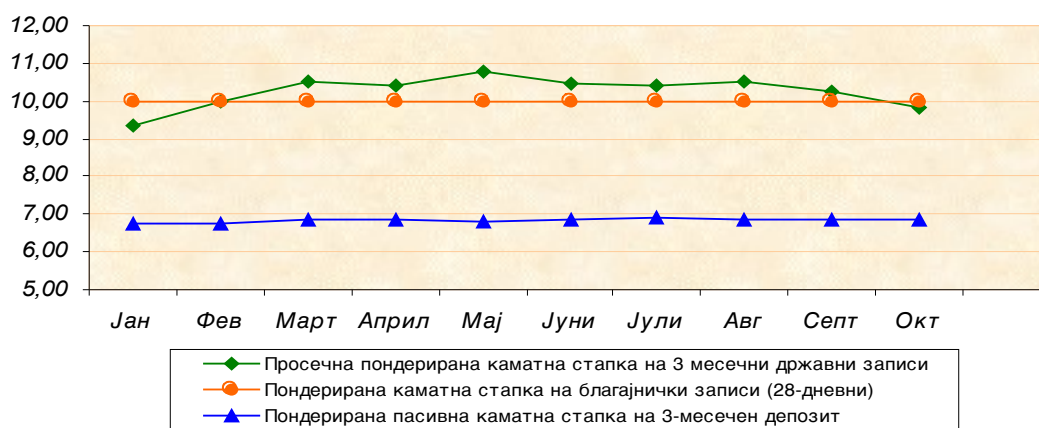


Извор: Министѐрството за финансии

Во сопственичката структура на 2-годишната државна обврзница издадена на 24.11.2005 година, банките учествуваат со 72%, додека клиентите со 28%.

На графиконот бр. 13 е прикажан трендот на каматните стапки на 3-месечните државни записи, благајничките записи и депозитите во банките во 2005 година. Од графиконот видно се забележува поголема атрактивност (повисоки каматни стапки) за денарско штедење во форма на државни хартии од вредност, отколку за денарско штедење во форма на депозити во банките во Република Македонија.

Графикон бр.13: Пондирани каматни стапки



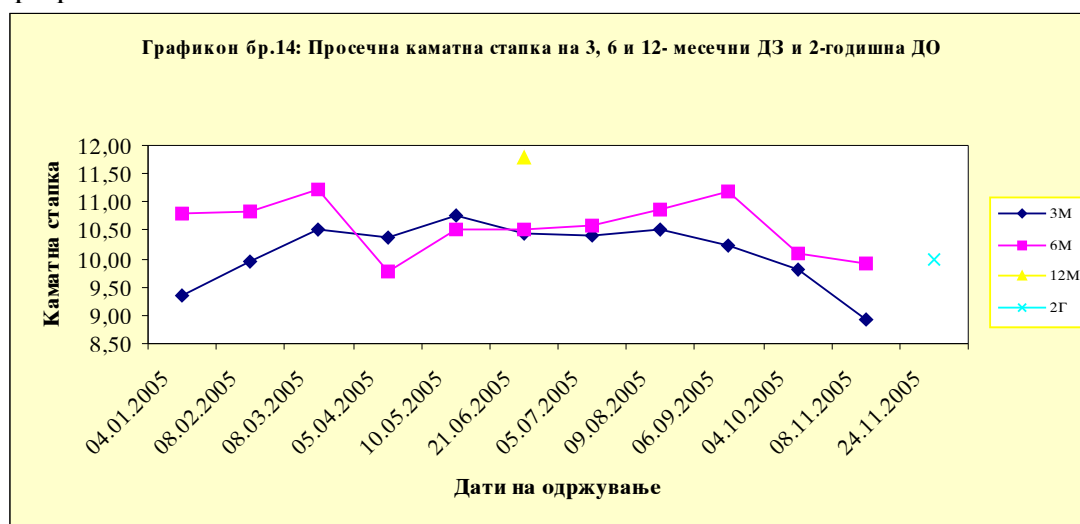
Извор: Министѐрството за финансии и НБРМ

Каматните стапки на државните записи од нивното воведување се одредуваат пазарно, односно, тие се детерминирани од понудата и побарувачката на аукциите. Спротивно на тоа, нивото на каматните стапки на благајничките записи во 2004 и 2005 година, беше фиксно определувано од страна на НБРМ. Со новата одлука од 26.10.2005 година, НБРМ дотогашниот тендер со неограничен износ го замени со тендер со

каматни стапки. Ваквата промена значи дека каматната стапка и на овој должнички инструмент започна да се определува пазарно.

Движењето на каматните стапки на државните записи во текот на 2005 година бележи континуирано опаѓање кое, пред сè, се должи на зголемената побарувачка на пазарот. На аукциите на 3-месечните државни записи најниската каматна стапка беше 8%, додека највисоката каматна стапка заклучно со ноември 2005 година беше 11%. Според тоа, просечната каматна стапка на 3-месечните државни записи бележи континуирано опаѓање од 10,44% во септември на 9,84% во октомври и 8,54% во ноември. Исто така, и кај 6-месечните државни записи има континуиран пад на каматните стапки при што просечната каматна стапка на последната аукција во ноември беше 9,92%. Овој континуиран пад на каматните стапки е резултат на постојаниот пораст на побарувачката за државни хартии од вредност, промената на тендерот за благајничките записи на НБРМ, како и поради зголемената ликвидност во банкарскиот сектор.

Движењето на просечните каматни стапки на 3, 6 и 12 - месечните државни записи заклучно со ноември 2005 година е прикажано на следниот графикон.



Извор: Министерството за финансии

Од аспект на регулативата за емисија на континуираните државни хартии од вредност Министерството за финансии во ноември 2005 година донесе нов Правилник за начинот и постапката за издавање и исплата на државни хартии од вредност (Службен весник на РМ бр.99/05) со кој во еден акт се опфатени како државните записи, така и државните обврзници.

III.1.2.1. Секундарно тргување

Постојната регулатива за секундарно тргување во Република Македонија овозможува тргување со долгорочни и краткорочни хартии од вредност на Македонска берза А.Д., како и тргување со краткорочни хартии од вредност на пазарот на пари и пазарот преку шалтер.

На пазарот на пари досега нема реализирано ниту една трансакција. Тргувањето со државните хартии од вредност на Македонска берза А.Д е во голема мера ограничено од причина што брокерските и берзанските провизии за извршените трансакции се релативно високи. Токму затоа, се појави потребата за промовирање на нов начин на секундарно тргување на државните хартии од вредност преку воведување на т.н. *Пазар преку шалтер*.

За таа цел во април 2005 година, НБРМ во соработка со Министерството за финансии донесе Правилник за начинот и постапката за тргување и порамнување на трансакциите со хартии од вредност на пазарот преку шалтер (Службен весник на РМ бр.24/2005). Со усвојувањето на овој правилник, официјално започна да функционира пазарот преку шалтер (ОТС) на кој во моментот се тргува со државните записи, а во блиска иднина се планира негово дополнување кое ќе се однесува и за континуираните државни обврзници. На овој начин, Министерството за финансии очекува со развојот на секундарното тргување, каматните стапки на државните хартии од вредност да продолжат да се намалуваат.

За тргувањето на пазарот преку шалтер во моментот не се наплатуваат трансакциони трошоци, бидејќи ниту НБРМ, ниту Централниот депозитар за хартии од вредност (регистарот) не наплатуваат провизија за нивните услуги. Банките, инволвирани во трансакциите, остваруваат добивка само од разликите (спредовите) помеѓу куповната и продажната цена. Дополнителна предност на овој пазар е што порамнувањето на склучените трансакции се врши во реално време, односно веднаш по склучувањето на трансакцијата.

Резултатите од активноста на банките на пазарот преку шалтер во последните неколку месеци се задоволителни. Имено, од почетокот на функционирањето на пазарот преку шалтер, досега се реализирани вкупно 17 трансакции, табела бр.6. Во натамошниот период се очекува уште поголем развој на секундарното тргување како резултат на идното зголемување на нето емисиите на државните хартии од вредност и продолжувањето на нивната рочност.

Табела бр 6 : Склучени трансакции со државни записи на пазари преку шалтер

Датум	Вкупен износ	Пондерирана цена (пондериран принос до достасување %)
18.11.2005	2,000,000	99,8558 (10,40)
09.11.2005	3,000,000	99,1984 (10,38)
31.10.2005	1,000,000	99,3273 (10,60)
12.09.2005	10,000,000	98,8821 (10,99)
07.09.2005	2,320,000	98,3929 (14,00)
29.08.2005	93,370,000	98,7910 (10,80)
25.08.2005	1,540,000	97,3710 (10,80)
11.08.2005	660,000	97,3330 (10,96)
13.07.2005	60,000,000	99,7866 (11,00)
06.07.2005	10,000,000	98,1282 (10,90)

05.07.2005	8,780,000	98,5222 (10,80)
30.06.2005	10,000	98,4952 (10,00)
23.06.2005	250,000	97,3186 (11,02)
13.06.2005	50,000	98,8739 (11,08)
09.06.2005	50,000	98,8739 (10,00)
06.06.2005	1,020,000	98,6734 (11,00)
18.05.2005	1,150,000	98,6320 (10,19)

Извор: НБРМ

Со цел поддржување на развојот на пазарот на државните записи преку зголемување на ликвидноста на државните записи како и засилување на правната рамка при колатерализираното позајмување помеѓу пазарните учесници, пред сè, помеѓу банките, НБРМ во јуни 2005 година подготви *Генерален репо договор* кој претставува правна основа за склучување на репо трансакции. При изготвување на Генералниот репо договор се користени искуствата од поголем број на развиени земји и земји во транзиција, а пред се Генералниот репо договор подготвен од ISMA (International Securities Market Association). Понатаму, имајќи ги предвид погодностите од примената на репо трансакциите од аспект на Централната банка (флексибилен инструмент кој овозможува ефикасно управување со ликвидноста, следење на пазарните очекувања на каматните стапки и надминување на слабостите на колатерализираните кредити), НБРМ пристапи кон воведување на репо трансакции при спроведување на монетарните операции, при што во септември 2005 година беа донесени измени на подзаконската регулатива со кои се овозможи користење на репо трансакциите при одобрување на интрадневен и расположив кредит преку ноќ.

Репото опфаќа две трансакции - продажба на хартии од вредност и истовремен договор за повторно купување на исти или еквивалентни хартии од вредност по однапред утврдена цена на некој иден датум. Спротивно, купувањето на хартии од вредност и истовремен договор за нивно продавање, е познато како обратен репо. Еден од предусловите за склучување на репо трансакциите е присуството на развиен и ликвиден пазар на државни хартии од вредност кои што се користат како колатерал при склучување на репо-трансакциите.

Предностите кои ги носат репо трансакциите се должат на големата флексибилност на овој инструмент, кој овозможува брзо и сигурно претворање на паричните средства во хартии од вредност, и обратно. Од оваа причина, репо трансакциите се атрактивни за голем број на пазарни учесници кои се водени од различни мотиви за тргување на репо пазарот: НБРМ и банките (како инструмент за управување со ликвидноста), дилери (за покривање на своите позиции), компаниите (за инвестирање) и сл. Со вклучувањето на голем број пазарни учесници во овие трансакции и со користењето на државните хартии од вредност со различна рочност како колатерал, репо пазарот воспоставува позитивна спрега со останатите сегменти од финансиот пазар и ја зголемува нивната ликвидност.

III.2. Надворешниот јавен долг

Надворешниот јавен долг на Република Македонија се состои од обврски на општата државна власт (централната државна власт, фондовите и општините), јавните претпријатија и централната банка кон мултилатералните, билатералните и приватните кредитори од странство.

- **Мултилатералните** обврски вклучуваат кредити од IBRD, IDA, EIB, CEB, IFAD, EU, EUROFIMA и EBRD;
- Парискиот клуб на кредитори го сочинува најголемиот дел од билатералниот долг; и
- Долгот кон **приватните кредитори** го опфаќа долгот кон Лондонскиот клуб на кредитори и тоа во форма на т.н. Обврзница Ц (Brady Bond).

Табела бр.7 - Состојба на надворешниот јавен долг

	<i>Во милиони евра</i>					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005*
Надворешниот јавен долг	1,427.74	1,393.98	1,267.56	1,178.91	1,178.10	1,228.02
Општинска државна власт	1153.87	1191.9	1088.95	1005.54	992.69	1043.72
Мултилатерални кредитори	543.32	585.84	596.92	617.93	659.55	731.31
IBRD	128.69	134.28	125	122.7	137.8	173.88
CEDB	7.49	6.42	13.91	13.91	16.91	19.98
EIB	70.09	82.23	95.71	91.22	103.84	112.12
IFAD	3.3	4.6	4.99	5.41	7.9	10.86
IDA	268.6	289.64	283.83	286.41	285.26	290.63
EBRD	11.08	8.94	6.38	8.28	17.84	33.84
EUROFIMA	14.07	9.73	5.1	0	0	0
EU	40	50	62	90	90	90
Билатерални кредитори	338.98	308.68	248.2	192.71	161.89	148.95
Париски клуб репрограм 95	255.31	217.79	175.12	135.03	111.77	94.58
Неалоциран долг	11.42	10.08	8.74	7.59	6.63	6.63
Париски клуб репрограм 2000	20.7	35.84	27.5	14.41	7	0
Ново склучени договори	51.55	44.97	36.84	35.68	36.49	47.74
Приватни кредитори	271.57	297.38	243.83	194.9	171.25	163.46
Лондонски клуб	271.57	296.85	243.49	194.71	171.16	163.46
Други приватни кредитори	0	0.53	0.34	0.19	0.09	0

Долг на НБРМ	87.66	80.33	64.66	54.7	45.97	36.86
ММФ	87.66	80.33	64.66	54.7	45.97	36.86
Долг на јавни претпријатија	186.21	121.75	113.95	118.67	139.44	147.44
<i>Мултилатерални кредитори</i>	108.7	44.96	32.77	37.81	44.91	55.05
IBRD	3.33	6.69	14.56	22.05	26.57	26.37
EUROFIMA	3.85	6.18	6.37	6.12	6.13	6.13
EIB	4.09	3.12	2.28	1.45	4.97	10.53
EBRD	49.07	28.97	9.56	8.19	7.24	12.02
IFC	48.36	0	0	0	0	0
<i>Билатерални кредитори</i>	8.6	5.82	14.77	14.03	18.81	16.72
<i>Други приватни кредитори</i>	68.91	70.97	66.41	66.83	75.72	75.67
Гарантиран долг од страна на владата	128.75	119.12	124.54	126.18	134.64	166

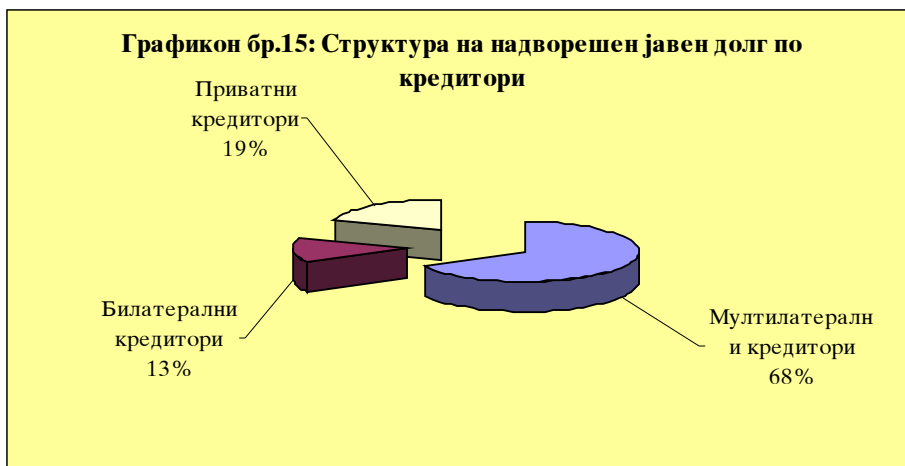
Извор: НБРМ

* проекција за 31.12.2005 година

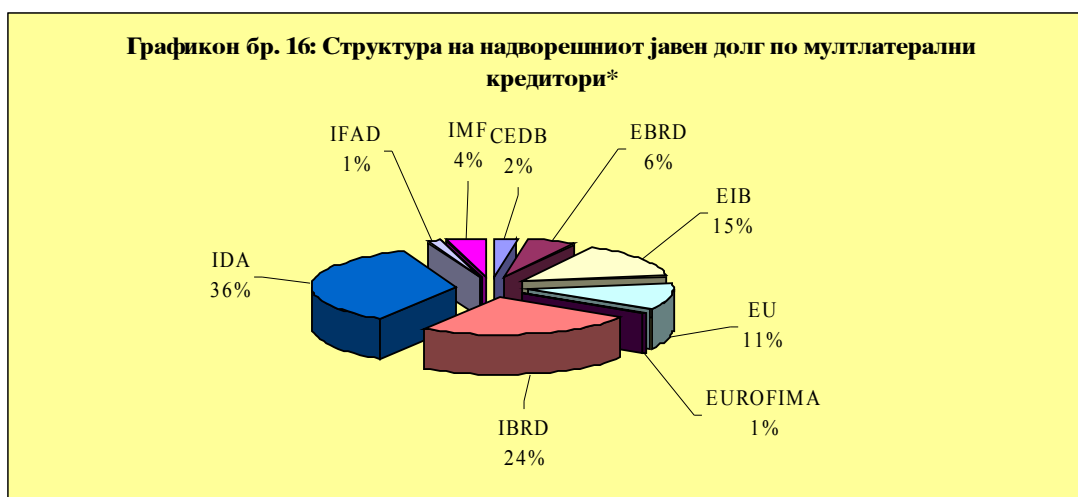
Во функција на поефикасно управување со надворешното задолжување, Министерството за финансии, во име на Владата ја издаде **првата еврообврзницата** на меѓународниот пазар на капитал во износ од 150 милиони евра и со рок на достасување од 10 години. Идејата за ваквата емисија, произлезе како резултат на потребата за замена на постоечкиот ризичен долг со варијабилна каматна стапка кон Лондонскиот клуб на кредитори со долг со фиксна каматна стапка (во момент кога каматните стапки на меѓународниот пазар на капитал беа на рекордно најниско ниво).

Огромната заинтересираност за Република Македонија и за нејзиниот финансиски инструмент овозможи креирање на широка база на инвеститори - сопственици на еврообврзницата, од Европа, Америка и Азија. Четирикратно поголемата побарувачка за еврообврзницата во износ од 593 милиони евра, придонесе за постигнување на релативно поволна купонска каматна стапка од 4.625%. Емисијата на еврообврзницата нема да предизвика зголемување на јавниот долг, бидејќи средствата прибрани со емисијата ќе бидат целосно употребени за предвремен откуп на долгот кон Лондонскиот клуб на кредитори.

Структурата на надворешниот јавен долг по кредитори заклучно со 30.09.2005 година е прикажана во графикон бр.15, додека расчленувањето меѓу мултилатералните кредитори е прикажано во графикон бр.16.

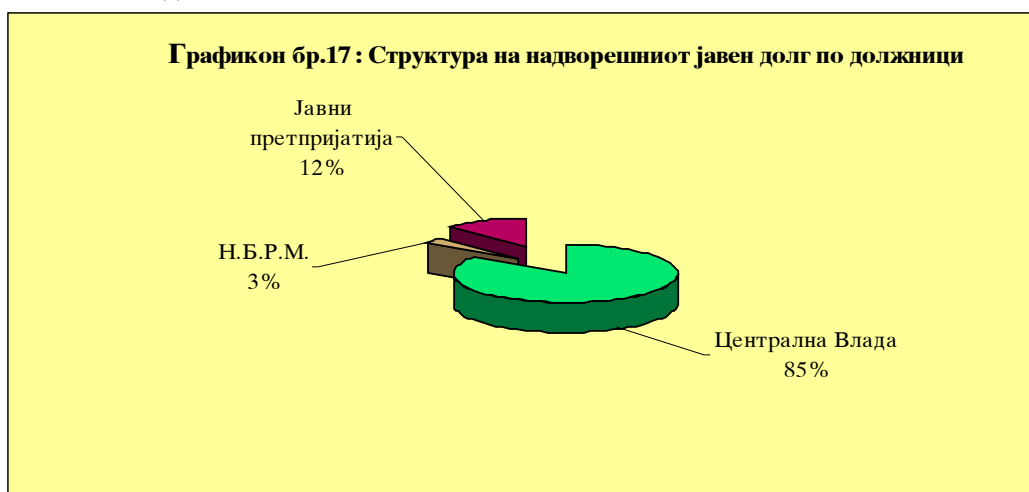


Извор: Министертсво за финансии и НБРМ
*Проекција за 31.12.2005 година



Извор: Министертсво за финансии и НБРМ
*Проекција за 31.12.2005 година

Во графиконот бр.17 е прикажана дистрибуцијата на обврските по основ на надворешниот долг на јавниот сектор по категорија на должник заклучно со 30.09.2005 година.



Извор: Министертсво за финансии и НБРМ
*Проекција за 31.12.2005 година

Просечниот период на достасување на вкупниот надворешен долг е 17,4 години.

III.3. Гаранции

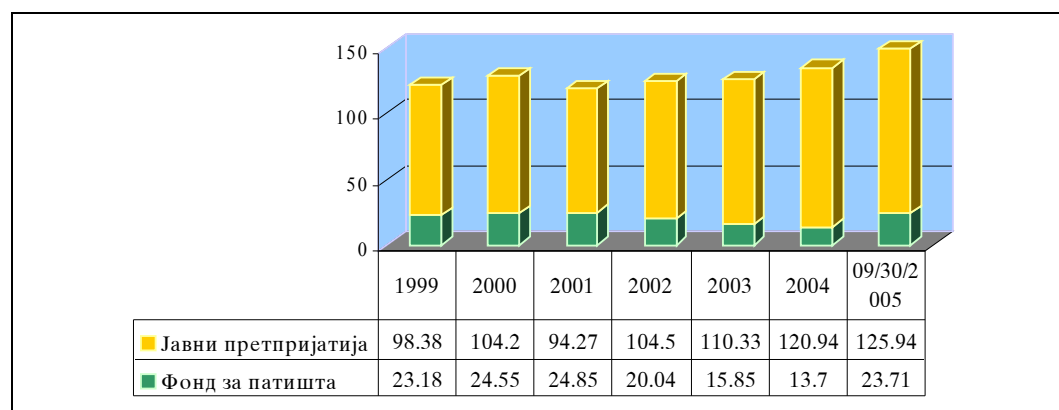
Постапката за издавање гаранции на јавни претпријатија и друштва во доминатна државна сопственост е регулирана со новиот Закон за јавен долг (Службен весник на РМ бр. 62/2005), кој беше донесен во јули 2005 година. Овој закон подетално ја регулира постапката за издавање, сервисирање и престанок на гаранциите, како и критериумите што треба да ги исполнат проектите за чие финансирање е потребно издавање на државна гаранција.

Досега, Владата има издадено гаранции на јавни фондови и јавни претпријатија што користеле заеми од странски и домашни заемодавачи.

Издадените гаранции изнесуваат 7.9% од вкупниот јавен долг. Алармантен е трендот на континуиран пораст на состојбата на издадени гаранции во изминатиот период. Меѓутоа, и покрај тоа, издадените гаранции вообичаено се за заемокорисници кои се кредибилни и кои до сега редовно ги сервисирале своите обврски по веќе издадени гаранции. Своевиден ризик претставуваат потенцијалните гаранции кои би се издале за новоформирани јавни претпријатија со недоволен извор на приходи и слаб капацитет за успешно финансиско работење што директно би влијаело на зголемување на јавниот долг по основ на повикување на ваквите гаранции.

Износот на гарантираниот надворешен јавен долг во периодот од 1999 година до 30.09.2005 година континуирано се зголемува. Заклучно со 30.09.2005 година, состојбата на издадени надворешни гаранции изнесува 149,7 милиони евра. Во вкупниот износ на јавен надворешен долг гарантиран од Владата, во текот на овој период, доминираат гаранциите издадени за странски заеми користени од јавни претпријатија - графикон бр.18

Графикон бр.18: Износ на гаранции издадени по надворешниот јавен долг (во милион евра)



Извор: Министерство за финансии и НБРМ

Во досегашната практика, главните должници, со некои исклучоци како што се ЈП Стандард Дебар и ЈП Македонски железници, за кои е активирана гаранција која паѓа на товар на буџетот, редовно ги сервисираат обврските по странските заеми. Износот на активираните гаранции за двете претпријатија е околу 6,4 милиони евра односно 4,3% од вкупно издадените гаранции.



Извор: Министерство за финансии и НБРМ

Владата има издадено гаранции на правни лица што користеле кредити од домашни комерцијални банки. Потенцијалниот долг на државата врз основа на домашни гаранции на 30.09.2005 година изнесува 70 милиони денари (1,14 милиони евра). Според тоа, во структурата на издадените државни гаранции доминираат странските гаранции со 99%, додека домашните гаранции учествуваат со 1%.



Извор: Министерство за финансии и НБРМ

IV. Ризици при управување со јавен долг

Обврските по основ на долгот на јавниот сектор подлежат на значителна неизвесност која произлегува од нивната изложеност на идните движења на економските варијабли и на последиците од идните политички одлуки. Поради ова, управувањето со јавниот долг е поврзано и не може да се оддели од управувањето со ризиците.

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. Овие цели треба да се постигнат во контекст на стратегијата за управување со јавен долг која, меѓу другото, ги дефинира ризиците на кои е изложено портфолиото на долгот, заедно со мерките кои треба да се преземат за ублажување на ефектите од овие ризици. Имплементацијата на стратегијата за управување со јавен долг подразбира утврдување оптимален однос меѓу трошоците и другите цели од една и изложувањето на ризици од друга страна.

Во ова поглавје се опфатени ризиците на кои е најмногу изложено портфолиото на јавниот долг и како е најдобро да се управува со истите.

IV.1. Ризици во врска со обемот на јавниот долг

Нивото на јавниот долг се смета дека е одржливо доколку овозможува негово навремено сервисирање и рефинансирање на подолг период. Ова ниво зависи и од обемот на економијата на една земја. Оттаму, вообичаено применета мерка за нивото на долгот е неговата апсолутна вредност во однос на БДП. Одржливото ниво на јавен долг во однос на БДП зависи од многу фактори: нивото на економски развој, стапката на економски растеж, изложеноста на меѓународна економска нестабилност, домашната општествена и политичка стабилност, квалитетот на јавните институции, стапката на инфлација, каматните стапки, структурата на портфолиото на јавниот долг (според инструменти и субјекти), развојот на домашниот финансиски пазар и пристапот на меѓународните финансиски пазари. Колку што е пониско опитното ниво на развој на земјата толку е повисок ризикот од пречки во навремена отплата на јавниот долг и неговото рефинансирање. Затоа финансиските пазари бараат земјите во развој да имаат суцесивно понизок сооднос меѓу јавниот долг и БДП и повисока стапка на принос од капитал за финансирање на јавниот долг отколку во развиените земји.

Република Македонија би била потенцијално изложена на повеќе ризици поради нивото на јавен долг. Овие ризици вклучуваат:

- закана дека идните потреби за задолжувања од страна на државата ќе го надминат капацитетот на побарувачката на финансискиот пазар, што ќе ја наруши способноста на државата да ги финансира своите потреби од разумни трошоци или да ја контролира структурата на емисијата и профилот на ризиците;
- можноста Република Македонија да го надмине критериумот на ЕУ за конвергенција (т.н. Мастрихтскиот критериум) со импликации врз планираното членство на Република Македонија во ЕУ и ЕМУ;

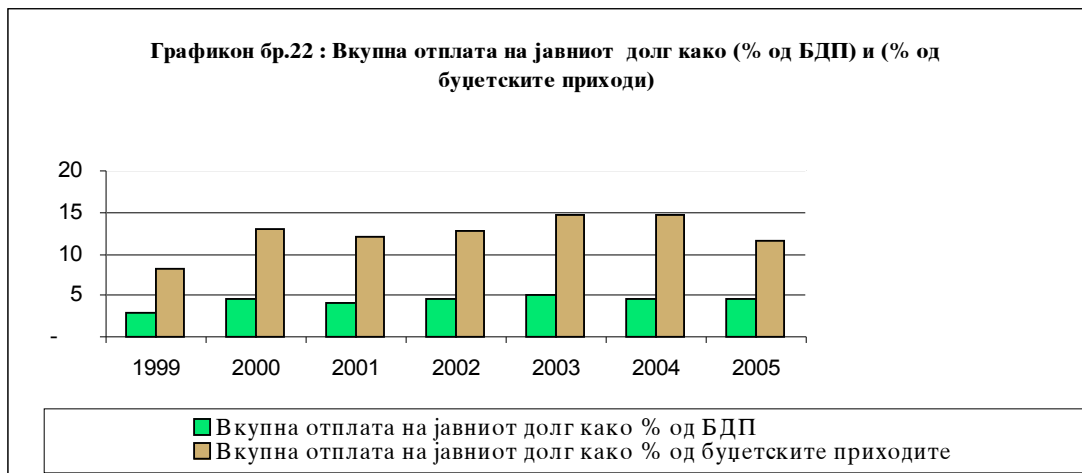
- истиснување на приватниот сектор (crowding out effect) во однос на пристапот до домашните заштеди; и
- повисоки каматни стапки на штета на развојот на домашните финансиски пазари и на ефикасното работење на монетарната и фискалната политика.

Соодносот на јавниот долг и БДП во Република Македонија е понизок во споредба со ЕУ каде во 2004 година соодносот на јавениот долг и БДП за 15-те земји на ЕУ изнесуваше 64.3%, а 63.4% за пошироката ЕУ. Сепак, Република Македонија е земја со пониска кредитна способност и тоа треба да се има во предвид при утврдување на безбедното ниво на јавниот долг. Како и да е, вкупниот долг на јавниот сектор во Република Македонија е релативно скромен во споредба со истиот во другите земји од регионот (Графикон бр.21). Освен тоа, ризикот на Република Македонија да го изгуби капацитетот за сервисирање на јавниот долг во одреден рок е многу мал, имајќи го во предвид проектираното намалување на нивото на јавниот долг во текот на наредните години и државната прудентна фискална политика.



Извор: Еуростат и Министерството за финансии

Фискалната политика е потребно да создаде насока за долгот на јавниот сектор да може економично да се финансира, притоа земајќи ја во предвид неизвесноста во економското опкружување. Сепак, доколку се погледне историјата на Република Македонија, оптоварувањето на БДП и буџетските приходи со отплаќањето на јавниот долг е релативно скромно.



Извор : Министерство за финансии

IV.2. Ризик од рефинансирање

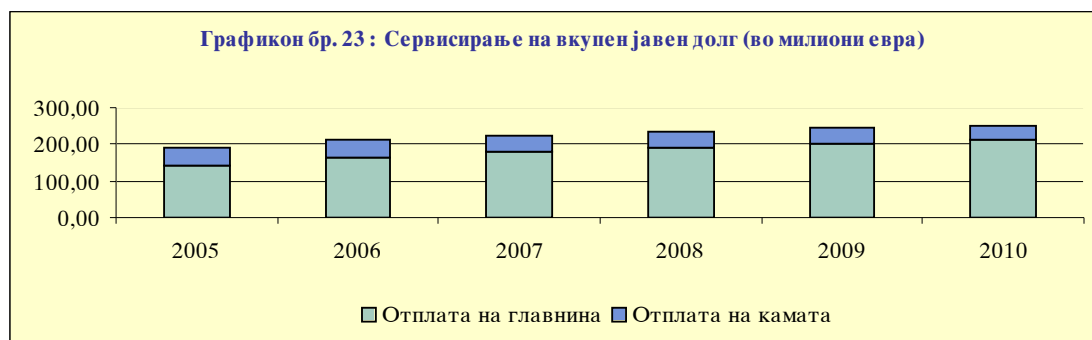
Ризикот од рефинансирање или ризикот од потребно финансирање на отплатите по основ на долг се однесува на ризици поврзани со периодот на отплата на долг, расположивоста на финансиски средства за отплата на долгот и трошоците поврзани со новите задолжувања. Овој ризик е особено релевантен кога достасаниот долг е потребно да се рефинансира со дополнителна емисија на нов јавен долг, т.е. кога е потребно да се покријат отплатите на постојниот долг со ново задолжување.

Рефинансирачкиот ризик е под влијание на потребата од рефинансирање на долгот како и од потенцијалната менливост на каматните стапки. Степенот на ризик е функција на временска распределба на долгот и обемот на отплати на долг и тој е поголем, кога големи обврски по основ на долгот достасуваат во ист период. Ризикот од рефинансирање се управува преку обезбедување на соодветен профил на достасуваат на финансиските обврски и спречување на поголем дел од финансиските обврски да достасуваат одеднаш во кој било временски период.

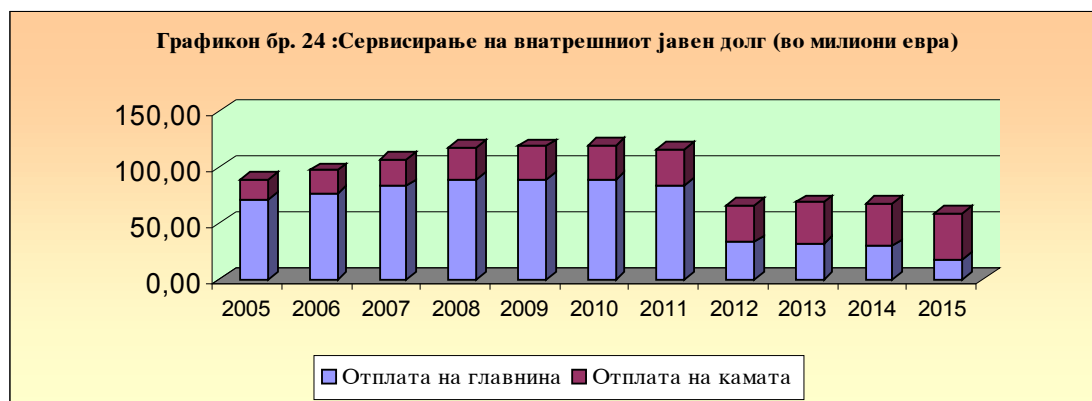
Трошоците за сервисирање на јавниот долг треба да бидат временски рамномерно распоредени, истовремено и за да се намалуваат трошоците за рефинансирање и за да се одбегне можноста нивната нестабилност да има дестабилизирачки ефект врз буџетот. Јавниот долг е релативно добро дистрибуиран и нема голема концентрација на отплати во која било година на среден рок (Графикони бр.23 и 24). Во минатото, заемите од официјални доверители беа основен извор на рефинансирање на надворешниот долг. Од 2004 година емисијата на хартии од вредност на домашниот пазар обезбеди дополнителен извор на средства. Во поглед на значителното подобрување на економските услови во последните неколку години, **политиката на идни задолжувања ќе биде повеќе ориентирана кон пазарите на капитал и приватните кредитори, т.е. кон поголем дел од јавниот долг издаден во вид на хартии од вредност (кои се пазарни и ликвидни инструменти и кои овозможуваат намалување на рефинансирачкиот ризик).**

За таа цел потребно е да се посвети поголемо внимание на финансиските барања на инвеститорите а со тоа и **изградба на сигурна и**

диверзифицирана база на институционалните и приватни инвеститори во должничкото портфолио. Со сè подоминантното учество на пазарните инструменти во должничкото портфолио, Република Македонија ќе има поголема можност за активно управување со дистрибуцијата на трошоците за сервисирање на јавниот долг, на пример со користење на “switch” аукции (аукции за размена) и/или на предвремен откуп на издадените обврзници.



Извор: Министерството за финансии и НБРМ



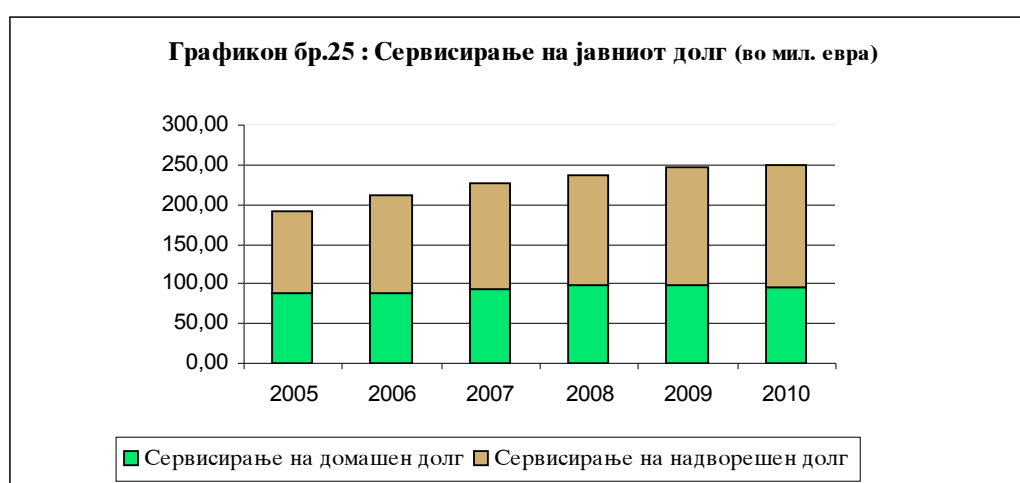
Извор: Министерството за финансии

IV 2.1. Ризик од рефинансирање на внатрешниот јавен долг

Во последните две години ризикот од рефинансирање на внатрешниот јавен долг добива се поголемо значење. Имено, просечниот рок на достасување на јавниот долг на домашни хартии од вредност, изземајќи ги државните записи, беше 4,3 години на крајот на 2004 година и 3,4 години во септември 2005 година. Трендот на очигледно опаѓање на овој показател во голема мера се должи на финансирањето на структурните обврзници, преку емисија на краткорочни државни хартии од вредност.

Краткорочните државните хартии од вредност имаат релативно мало учество во вкупниот домашен јавен долг (државните записи претставуваат околу 10% од домашниот јавен долг). Сепак, при недостиг од развиен пазар за подолгорочни хартии од вредност, овие податоци укажуваат дека краткорочниот јавен долг расте брзо. Зголемување на краткорочниот внатрешен долг значи пораст на ризикот од рефинансирање поради тоа што сите домашни потреби за финансирање во моментот се покриваат преку емисија на континуирани државни записи. Позитивно движење претставува првата емисија на двегодишна државна обврзница која се реализираше во ноември 2005.

Намалување на рефинансирачкиот ризик ќе се оствари со издавање на инструменти со подолги рокови на достасување, иако ова обично содржи повисоки трошоци за сервисирање на јавниот долг, поради премијата за ризик за подолгорочните инвестиции. Но, развојот на пазарот на државни хартии од вредност е долгорочен процес кој започна во 2004 година. Со зголемена доверба во издавачот и зголемена побарувачка од страна на инвеститорите пазарот на државни домашни хартии од вредност постепено ќе се проширува. Секој нов пазарен сегмент во почетокот ќе биде плиток, со мала моќ на апсорпција, но, со текот на време ќе добие поголемо значење. Продлабочувањето на пазарот ќе биде потпомогнато од проширувањето на инвеститорската основа, а од посебно значење ќе биде учеството на новоформираните пензиски друштва. Овој процес ќе придонесе кон опаѓање на приносите од долгорочните обврзници, како и кон нивна помала ценовна нестабилност и поголема ликвидност, на кој начин ќе се овозможат пониски ризици од рефинансирање.



Извор: Министерството за финансии и НБРМ

IV.2.2. Ризик од рефинансирање по основ надворешниот јавен долг

Просечениот рок на достасување на надворешниот јавен долг и обемот на отплата на јавниот долг кој достасува годишно се мерки на рефинансирачкиот ризик. Просечниот рок на достасување на надворешниот јавен долг е висок, достигнувајќи 17,4 години во септември 2005 година. Овој рок и понатаму ќе се намалува од причини што, Република Македонија заради поголемиот економски раст и зголемувањето на БДП по глава жител, не е погодна за користење на средства од концесионалните официјални извори на финансирање кои подразбираат поголеми рокови на отплата (т.н. ИДА-услови). Просечното ниво на отплати на главнина во дадена буџетска година во временските рамки опфатени во стратегијата, се движи на ниво пониско од 94 милиони евра.

IV.3. Пазарен Ризик

Пазарниот ризик произлегува од изложеноста на финансиските обврски поврзани со долгот на промени на економските варијабли, особено промената на каматните стапки на домашниот и на меѓународниот пазар на капитал и на движењето на девизните курсеви. Ризикот е особено висок

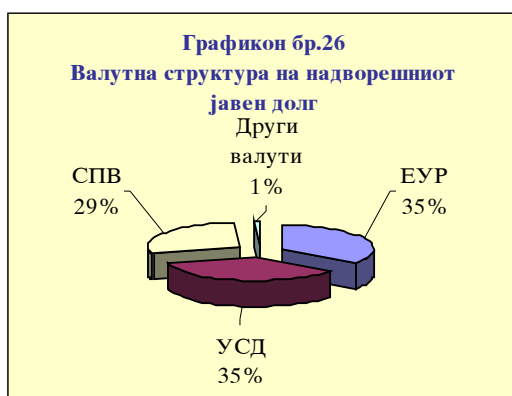
онаму каде поголем дел од долгот е изразен во странска валута и е со варијабилни каматни стапки. Промената на каматните стапки на домашните и на меѓународните пазари влијае врз трошоците на долгот на денот кога долгот со фиксна каматна стапка се рефинансира или на денот кога каматата повторно се утврдува кај долгот со променлива каматна стапка. Оттука, краткорочниот долг со варијабилни каматни стапки е обично со поголем ризик во споредба со долгорочниот долг со фиксни каматни стапки.

Политиката на управување со јавен долг може да ги намали овие ризици со намалување на делот на долгот изразен во странска валута, и тоа преку трансакции за предвремена отплата на дел од таквиот долг, рефинансирање на дел од достасаниот надворешен долг со внатрешен долг и продолжување на рочноста на издадениот долг.

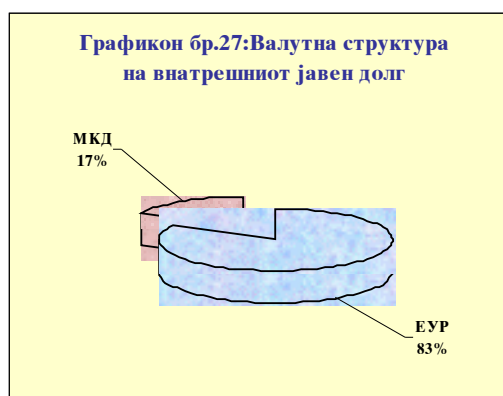
IV.3.1. Ризик од промена на девизниот курс

Ризикот од промена на девизниот курс е поврзан со инструментите на јавниот долг деноминирани и порамнети во или индексирани со странска валута. Надворешниот долг (или внатрешниот долг деноминиран во странска валута) е клучен ризик во земјите во развој со кој треба активно да се управува. Значајни промени на девизниот курс можат, во голема мера, да ги зголемат предвидените трошоци за отплати по јавниот долг, изразени во денари.

Значаен дел од сегашното портфолио на јавниот долг е деноминиран во странска валута, факт кој веднаш идентификува клучен ризик.

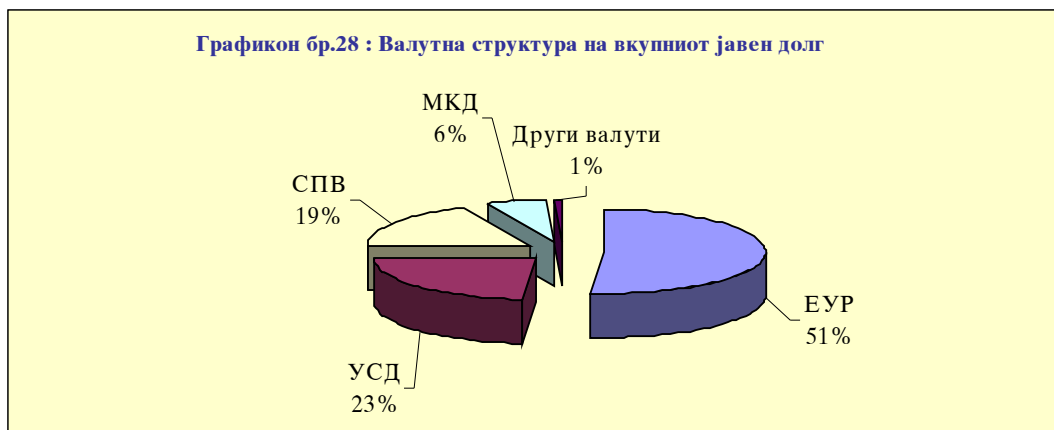


Извор: Министерството за финансии и НБРМ



Извор: Министерството за финансии

Не само што целиот надворешен јавен долг е во странска валута, туку и околу 80% од внатрешниот јавен долг е, исто така, индексирани во евра. Како резултат на тоа 94% од вкупното портфолио на јавен долг заклучно со септември 2005 година е изложено на ризик од промена на девизниот курс.

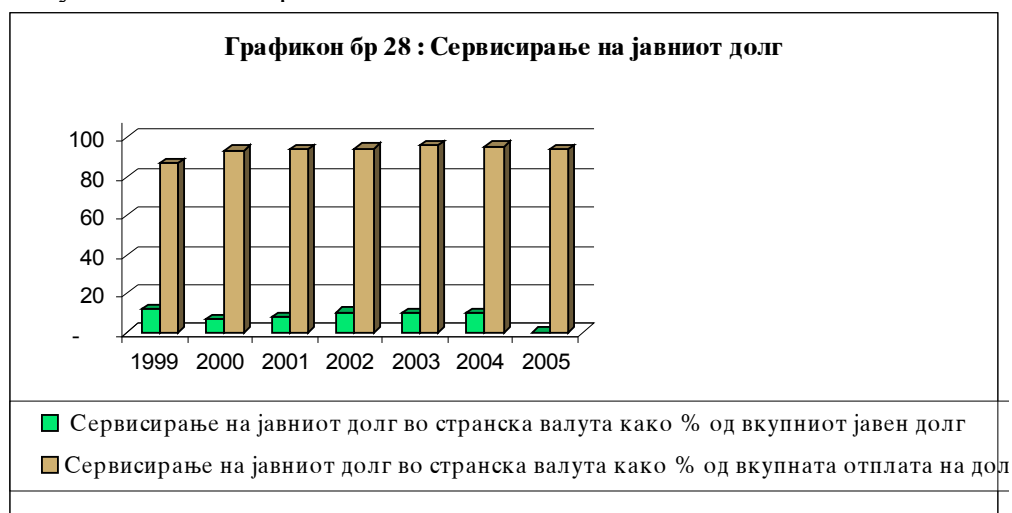


Извор: Министерството за финансии и НБРМ

Треба да се забележи дека во блиска иднина ризикот од промена на девизниот курс не може да се елиминира, бидејќи тоа би го изложило портфолиото на многу повисоки трошоци за сервисирање на долгот, како и на други ризици.

Моментното ниво на ризик од промена на девизниот курс е поврзан со девизниот режим. Во Република Македонија од 1995 година се применува режим на de facto фиксен девизен курс на денарот во однос на германската марка, а од 2002 година наваму во однос на еврото. Доминантна валута од која зависи портфолиото на јавниот долг е еврото со 51% од вкупната структура на јавниот долг. Покрај еврото и други валути имаат значаен процент во структурата на јавниот долг (САД долари-23% и СПВ-19%).

Ризикот од промена на девизниот курс од аспект на долгот во странска валута може да се анализира во врска со трошоците за сервисирање на јавниот долг, како и во врска со нивото на јавниот долг. Сепак, нивото на плаќањата за сервисирање на надворешниот долг е значајно и во однос на нивото на долгот (околу 10%) и во однос на трошоците за сервисирање на јавниот долг (94%) заклучно со септември 2005 година.



Извор: Министерството за финансии и НБРМ

Валутната структура на јавниот долг ја истакнува потребата за развој на пазарот на денарски деноминирани инструменти. Паралелно на тоа, деривативите можат да се користат за замена на надворешниот не-евро долг во долг изразен во евра, рефлектирајќи ја доминацијата на еврото во надворешните

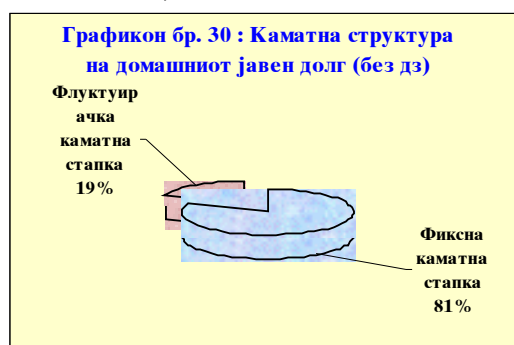
финансиски трансакции. Со местоположбата на Република Македонија во Европа, со поврзаноста на денарот со еврото и со поголемиот дел од трговијата со Европа, изложеноста на валути кои не се евра е значаен ризик за должничкото портфолио.

IV.3.2. Ризик од промена на каматните стапки

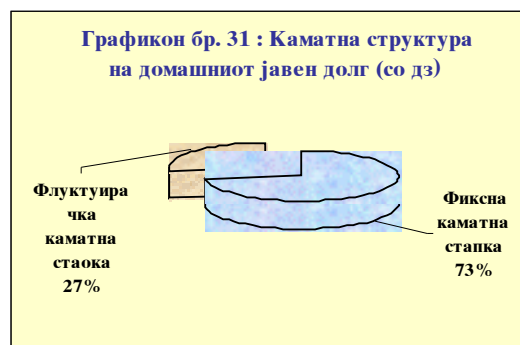
Ризикот од промена на каматната стапка произлегува од влијанието на промените на каматните стапки врз портфолиото на јавниот долг. Тој е тесно поврзан со ризикот од рефинансирање, бидејќи долгот достасува во некој иден период, каде што каматните стапки се непознати. Соодветна комбинација меѓу фиксните и варијабилните каматни стапки овозможува диверзификација на каматниот ризик како и намалување на трошоците по основ на долгот.

Овој ризик може да биде особено значаен за портфолијата на долг каде што доминираат хартии од вредност, особено обврзници, бидејќи каматната стапка директно влијае врз вредноста на обврзницата. Доколку каматните стапки на финансиските пазари се зголемуваат, вредноста на обврзницата се намалува и обратно. Зголемувањата на каматните стапки имплицираат поголем опортунитетен трошок за чување на обврзницата и им даваат на инвеститорите мотив да бараат инвестиции со поголеми каматни стапки. Управувањето со овој ризик е особено значајно за пазарите во земјите во развој. Слично на тоа, доколку каматните стапки се намалуваат, тогаш пазарната вредност на долгот се зголемува, но идното сервисирање на долгот ќе има корист од пониските трошоци за рефинансираниот долг.

Следните графикони ја прикажуваат каматната структура на внатрешниот јавен долг, прикажувајќи дека внатрешниот долг не е изложен на сериозен ризик од каматни стапки, бидејќи само 20% од портфолиото е изложено на промена на каматните стапки (во долгот со флукуирачка каматна стапка спаѓа и долгот со преостанат рок на достасување помал од една година или долгот во кој каматните стапки се определуваат на пократки интервали од една година).

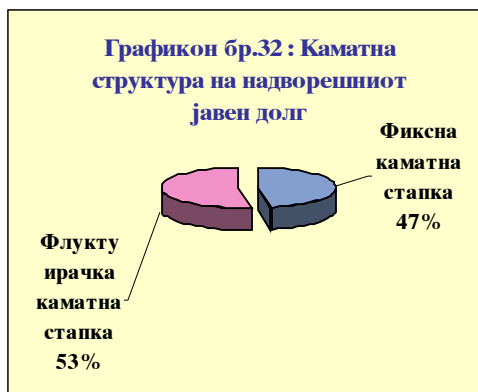


Извор: Министерството за финансии



Извор: Министерство за финансии

Меѓутоа, надворешниот долг и консеквентно на тоа и вкупното портфолио на долг се наоѓаат во поинаква ситуација. Следните графикони го илустрираат големото учество на долгот со флукуирачка каматна стапка во рамките на вкупниот надворешен долг и вкупното портфолио на јавниот долг.



Извор: НБРМ



Извор: Министерство за финансии и НБРМ

Со создавање на пазарен капацитет, а со тоа и продолжување на рочноста на издадените хартии од вредност, преку емисија на долгорочни обврзници со фиксна каматна стапка се намалува, како ризикот од рефинансирање, така и ризикот од промена на каматните стапки. Преостанува отворено прашањето за односот меѓу прифатливиот ризик од промената на каматните стапки и нивото на трошоците за сервисирање на долгот. Долгорочниот долг вообичаено има поголем очекуван трошок, кој е поврзан со премијата за ризик што ја очекуваат инвеститорите кои даваат на заем средства за подолг период под фиксни услови, што е рефлектирано во, вообичаено, нагорната крива на принос.

Ризикот од промена на каматните стапки во Република Македонија станува сè посериозен ризик поради фактот што јавниот долг со подолг рок на достасување се рефинансира со краткорочен долг и подлежи, поради тоа, на варијациите на каматната стапка. Во иднина, ризикот од каматните стапки ќе се намалува со идното подолгорочно задолжување, главно со фиксна каматна стапка. Во догледно време, употребата на деривативи ќе ги надополни опциите за управување со ризикот од промената каматните стапки.

IV.4. Ликвидносен ризик

Ликвидносниот ризик е поврзан со можноста за синхронизирање на краткорочните обврски со средствата кои се потребни за нивно финансирање. Постојат два вида на ликвидносен ризик. Едниот се однесува на трошокот или пеналите кои ги пресметуваат инвеститорите поради малиот број на трансакции или поради недостатокот на длабочина на конкретниот пазар. Друга форма на ликвидносен ризик за заемопримачот се однесува на ситуација во која големината на ликвидните средства може брзо да се намали при неочекувани готовински обврски и/или можна потешкотија за собирање готовина преку краткорочни заеми. Целта на управувањето со ликвидносниот ризик на портфолиото е да се имаат ликвидни средства во доволен обем за да се отплатат обврските што достасуваат.

Главниот инструмент за управување со ликвидноста е државата да има ликвидни финансиски средства на сметките во НБРМ. Нивото на овие депозити гарантира безбедно финансирање на потребите на државата и го заштитува буџетот од финансиски кризи кои би го попречиле собирањето на средства преку задолжување на финансискиот пазар.

Управувањето со ликвидносниот ризик се состои од два вида активности:

- чување на безбедносна резерва на оптимално ниво – тоа може да се направи со подобрување на процесот на планирање и следење на ликвидноста на државниот буџет, изградба на соодветна инфраструктура и организациски решенија, вклучувајќи подобра проекција на готовинските текови и следење на сметките; и
- управување со ликвидните средства, што би генерирало буџетски приходи со цел да се воспостави рамнотежување на трошоците за одржување на конкретно, безбедно ниво на ликвидност. Пример, каматната стапка на депозитите кај НБРМ се пресметува и префрла на државниот буџет.

Трошоците за сервисирање на долгот во Република Македонија се предвидливи во рамките на потребите за готовински текови. Покрај тоа, според Законот за буџети и Законот за јавен долг, обврските кон кредиторите се приоритетна обврска при извршувањето на буџетот. Исто така, НБРМ пресметува и исплатува камата на државните депозити согласно договор меѓу НБРМ и Министерството за финансии.

IV.5. Кредитен ризик

Кредитниот ризик е ризик од неизвршување на обврските од страна на заемопримачите. Овој ризик е особено важен во случаите кога управувањето со јавниот долг вклучува управување со ликвидни средства. Исто така, ризикот може да биде релевантен во прифаќањето на понудите на аукциите на државни хартии од вредност, при издавањето на гаранции и склучувањето на договори за деривативи.

Портфолиото на јавниот долг има ограничена изложеност на кредитен ризик во управувањето со обврските по долгот. Министерството за финансии не управува активно со портфолиото на јавниот долг на секундарните пазари (преку користење на деривативи). Во иднина, Министерството за финансии ќе управува со јавниот долг така што ќе обезбеди на пазарите на готовина или на пазарите на деривативи да соработува исклучително со висококвалитетните субјекти-партнери во трансакциите. Договорите меѓу Министерството за финансии и субјектите ќе бидат обезбедени со квалитатни гаранции. Исто така, ќе биде важно да се обезбедат организациски и технолошки можности за следење на пазарната вредност на трансакциите и да се овозможат брзи реакции при промена на пазарните услови.

IV.6. Оперативни ризици

Оперативните ризици се оние кои се однесуваат на луѓето, организационите шеми и систематизацијата, софтверот и електронскиот систем, работните процеси и надворешните случувања. Овие ризици вклучуваат: грешки во различни фази од извршувањето и евидентирањето на трансакциите, податоците и плаќањата; несоодветност или неизвршување на внатрешните контроли; законските ризици; природни катастрофи и други надворешни случувања кои влијаат врз деловната активност и континуитет. Тоа, исто така,

вклучува и лошо управување, отсуство на супервизија и слаба одговорност и контрола.

Пред сè, како главен оперативен ризик во работењето се човечките ресурси. Имено, Министерството за финансии оптималност во управувањето со јавниот долг може да постигне со кадри кои соодветствуваат на поставената систематизација. Меѓутоа, долгите процедури за влез на кадрите, а кратките за излез, често пати создаваат временски јазови на несоодветна исполнетост на работните места, што може да се смета како еден од најзначајните оперативни ризици во работењето.

Поставената систематизација целосно не ја следи добрата светска пракса за управување со јавниот долг. Имено, во моментот, Секторот за управување со јавниот долг функционира со две одделенија: *Одделение за задолжување и инвестирање (Front Office)* и *Одделение за евиденција, следење и сервисирање на обврските по основ на јавниот долг (Back Office)*. При тоа, отсуствува *Одделение задолжено за развој на постојаните и сирејнијата на порфолиото, за управување со ризиците постојаните, обработка и контрола (Middle Office)*, кое има суштинско значење во голем дел од контролните и оперативните активности во управувањето со јавниот долг. Поделбата на надлежностите на *Middle office*-от меѓу постојните одделенија, секако е на штета на крајниот квалитет на извршената работа и влијае на зголемувањето на оперативниот ризик.

Од посебна важност, пак, е прашањето на софтверот и електронскиот систем. Ова прашање има суштинско значење за понатамошниот развој на функцијата управување со јавниот долг. Токму затоа потребно е да се разгледува од два аспекта.

Од една страна, потребата за функционален електронски систем е неопходност за Секторот за управување со јавен долг при изведувањето на редовните активности како што се аукциите на државните хартии од вредност. Ова прашање во моментот е решено со тоа што НБРМ е назначена за агент во процесот на издавање на државните хартии од вредност и во доменот на агентот, а во соработка со Министерството за финансии (издавачот) спаѓа развојот и одржувањето на електронскиот систем, со што се постигнува успешна контрола на оперативниот ризик при трансакциите во процесот на издавањето на државните хартии од вредност, нивното евидентирање и плаќање. Меѓутоа, сепак, треба уште да се работи за да се развие рамката за управување со оперативниот ризик кој ќе биде на ниво на добрите меѓународни стандарди.

Од друга страна, кое има уште поголемо значење за Секторот за управување со јавниот долг е постоење на модерен софтвер. Имено, согласно со Законот за јавен долг се јавува потреба од сеопфатна евиденција на целокупниот внатрешен и надворешен долг во Министерство за финансии. Само со сеопфатна евиденција и едноставен и брз пристап до податоците ќе може успешно да се управува со јавниот долг. Од ова се согледува експлицитно потребата за современ софтвер кој ќе го подржи работењето на секторот во духот на модерното време без можност за грешки и со заштеда на време и човечки ресурси. По ова

прашање, може да се заклучи дека набавката на софтвер е неопходност за развојот на управувањето со јавниот долг.

За крај, во низата на оперативните ризици, би го споменале отсуството на внатрешната контрола. Воведувањето на редовна внатрешна контрола ќе влијае на подобрување на деловната практика во работењето и нејзиното постоење ќе влијае врз намалување на општиот оперативен ризик од работењето.

IV.7. Ризик од порамнување

Ризикот од порамнување се однесува на потенцијалната загуба која државата, може да ја претрпи како резултат на неизвршување на порамнувањето на трансакцијата, од било која причина.

Ризикот од порамнување е многу мал во Република Македонија. На домашниот пазар, клирингот и порамнувањето се вршат преку Централниот депозитар за хартии од вредност (ЦДХВ), кој води евиденција во дематеријализирана форма. ЦДХВ е модерен, ефикасен и ги следи најдобрите меѓународни практики. Тој е поврзан со системот за бруто порамнување во реално време и заедно обезбедуваат порамнување на државните хартии од вредност врз основа на испорака наспроти плаќање. Министерството за финансии не ги објавува резултатите од аукција сè додека не се усогласи со ЦДХВ и НБРМ.

Трансакциите на секундарниот пазар се одвиваат без проблеми. На пазарите во странство, било која хединг трансакција, на пример поврзана со емисија на надворешен јавен долг, секогаш би се извршила со високо рангирани и искусни партнери со цел минимизирање на ризикот од порамнување.

IV.8. Ризици поврзани со потенцијалните обврски

Ризиците со потенцијална обврска (пред се, гаранциите) имаат двојна природа:

1. Зголемување на вкупниот обем на гаранции или веројатноста за нивно активирање влијае врз порастот на ефективниот обем на јавниот долг,
2. Активираниите гаранции претставуваат зголемување на трошоците по основ на сервисирање на долгот.

Гаранциите кои до денес се издадени од страна на Владата не претставуваат закана за јавните финансии. Во моментот, долгот за кој Владата има издадено гаранции изнесува околу 8% од вкупниот јавен долгот. Меѓутоа, Република Македонија се соочува со тренд на континуирано зголемување на издадени државни гаранции во последните неколку години. Досега, главните должници (со два исклучоци) редовно ги подмируваат своите обврски по основ на заеми.

Тешкотиите поврзани со пристапот на пазарите на капитал и ниската рентабилност од проектите спроведени во јавниот сектор претставуваат сè поголем притисок за издавање на државни гаранции. Овој процес треба да биде

строго регулиран, да подлежи на одредени критериуми и да биде вклучува проценка на ризиците при проектирање на буџетот.

Во моментот Владата е одлучна да не издава гаранции за користење на домашни кредити, што не беше случај во минатото кога државните гаранции се издаваа за откуп на тутунот од страна на тутунските комбинати.

V. Анализа на стратегијата за управување јавниот долг (структура на должничкото портфолио)

Среднорочното ниво и структурата на јавниот долг се утврдува со помош на анализата на одржливоста на јавниот долг и со стратегијата за управување со јавниот долг. Суштинска разлика меѓу анализата на одржливоста на долгот и стратегијата за јавен долг е во тоа што првата е насочена кон утврдување на одржливото ниво на јавниот долг во однос на БДП кое би се реализирало на среден рок под претпоставка на различно поставени макроекономски сценарија, додека со стратегијата за јавен долг се настојува да се утврди најповолната структура на портфолиото на долгот од аспект на неговата рочност, каматна и валутна структура, а при тоа имајќи ги во предвид буџетските трошоци за сервисирање и постојните ризици. Основна цел на стратегијата за управување со јавен долг е на среден рок да обезбеди минимизирање на трошоците за сервисирање на јавниот долг, со истовремено оптимизирање на ризиците. Стратегијата претставува основна рамка во која се вршат сите идни задолжувања и други операции кои се насочени кон оптимизирање на должничкото портфолио.

Генералната цел на управувањето со долгот мора да биде развивање на стратегија за јавниот долг што ќе го рефлектира оптималниот однос меѓу трошокот и ризикот. Во ова поглавје ќе биде презентираан дел од работата на Министерството за финансии во врска со разгледувањето на односите меѓу трошоците и ризиците поврзани со структурата на јавниот долг.

Министерството за финансии иразработи модел за анализа на управувањето со средствата и обврските (ALM), кој овозможува ризикот

на државните обврски да се мери во однос на ризикот на средства на државата, особено нејзиното овластување за оданочување и управување со средствата. Поконкретно тоа значи да се утврдат можните варијации на идните трошоци за сервисирање на долгот и примарниот дефицит под претпоставка да настанат различни макроекономски сценарија во домашната и светската економија и различни алтернативни портфолија на долгот (стратегии за задолжување).

Пристапот е различен од анализата на одржливоста на долгот. Имено, ALM-анализата, ја опфаќа замената меѓу трошокот и ризикот во формулирањето на стратегијата за долг и потребата за хеџирање (заштита) со цел намалување на ризикот.

Некои земји, структурата на долгот можат да ја утврдуваат преку анализа на корелација на финансиските варијабли со циклусот во економијата во изминатиот период. Притоа, намерата е да се неутрализира, а не да се зголеми нестабилноста на фискалните варијабли. На пример:

- ◆ доколку каматните стапки во одреден период се движат во ист правец со циклусот на економијата, долгот со варијабилна каматна стапка е прифатлив за таа економија, но, од друга страна доколку таа колерација е занемарлива, долгот кој е со подолг рок на достасување ќе овозможи да се избегне влијанието од промените на краткорочните каматни стапки.
- ◆ Доколку девизниот курс се движи циклично (односно, во услови на економски растеж апрецира, додека при рецесија депрецира), долгот деноминиран во странска валута претставува голем ризик за зголемување на трошоците на долгот.

Ваквата анализа може да има ограничена корист за потребите на Република Македонија. Ова, од причина што: девизниот курс на денарот е *de facto* фиксиран со еврото и е администриран од страна на монетарните власти; финансиските пазари се плитки и сеуште не се доволно развиени; и постои ограничено искуство на доволно стабилно економско окружување за да може да се користат споредби при донесување на одлуки за политиките на задолжување.

Со оглед на претходното, а со цел да се оценат различните стратегии за управување со јавниот долг, Министерството за финансии подготви анализа (модел) во рамки на која изработи проекции на идните текови на отплатите на јавниот долг на различни структури на должничкото портфолио (стратегии за задолжување) и изврши проценка на односот помеѓу трошоците и ризиците кои произлегуваат од тие структури под претпоставка на четири различни макроекономски сценарија за движењето на идните пазарни стапки, како што се каматните стапки и девизните курсеви.⁴ При ваквата анализа, трошокот на долгот се мери преку учеството на годишниот трошок за сервисирање на долгот во однос на БДП за тој период (со кој даночните приходи на Буџетот, како негов главен приход, се тесно поврзани). Од друга страна, ризикот се мери

⁴ Во идеални услови треба да се користи интегриран и внатрешно конзистентен макро-модел во рамки на кој со помош на вршење на голем број на симулации ќе се генерираат повеќе различни сценарија, од кои подоцна, во зависност од политиката на Владата (дали е наклонета повеќе кон ризик, или сака да го одбегне ризикот) ќе се одбере најповолното. Меѓутоа, Министерството за финансии во моментот не располага ниту со доволно обучен кадар ниту софтверска поддршка кој ќе може да изработи таков модел.

преку потенцијалните варијации на овие трошоци под претпоставка на негативни (макроекономски) сценарија за ризик.

Оваа анализа е особено корисна за разгледување на ефектите при големи економски шокови. Отпорноста на економијата кон вакви шокови е поважна отколку прецизното утврдување на одлуките со претпоставка на стабилно фискално опкружување. За пазарните економии во подем, како што е Република Македонија, која се уште нема воспоставено историја на успешно економско управување, важно е да се земе во предвид не само каматниот трошок во смисла на сервисирање на долгот при различни стратегии, туку и трошокот кој настанува како резултат на одредени макроекономски нарушувања (пр. пад на производството) кои можат да настанат како резултат на голем шок во економијата. Од овие причини, стратегија што функционира добро при негативни услови може да се претпочита повеќе отколку стратегија што е оптимална во нормални услови. Во практиката, ќе мора да се процени остварливоста на стратегијата што се преферира повеќе, а главната импликација од политиката ќе биде да се фокусираат напорите во правец на промените и потребните мерки за да се обезбедат тие промени како што е на пример развој на домашниот пазар на државни хартии од вредност.

V.1. Резултати од анализата

Како што е опишано во поглавје IV, клучните ризици кои можат негативно да влијаат на обемот, структурата и движењето на јавниот долг на Република Македонија се пазарниот ризик (особено ризикот од промена девизниот курс на денарот во однос на еврото) и ризикот од рефинансирање. Анализата на одржливоста на долгот, исто така, ја нагласува потребата за одржување на целокупните економски перформанси и избегнување на значително влошување на порастот на БДП.⁵

Стратегиите за задолжување што претходно беа разгледувани вклучуваат седум различни сценарија со различна структура на следните елементите:

- Надворешен долг (деноминиран во странска валута) и внатрешен долг (деноминиран во домашна валута)⁶;
- задолжување со фиксна и варијабилна каматна стапка, и тоа внатрешно и надворешно; и
- долгорочен и краткорочен долг.⁷

Со цел да се олесни подготвувањето на анализата и да се појаснат резултатите добиени од анализата беа земени во предвид стратегии при стабилни услови. Всушност, тој начин се овозможува проценка на однесувањето на трошоците за сервисирање на долгот во услови на четири различни макроекономски сценарија. При тоа, примената и влијанијата на

⁵ Иако голем број од промените во макро опкружувањето се егзогени, некои се барем делумно ендогени (порастот на БДП и девизниот курс на денарот и еврото се можни примери). Ова мора да се земе предвид при утврдувањето на издржливоста на стратегиите.

⁶ Стратегиите претпоставуваат дека нема да има домашна емисија на државни хартии од вредност деноминирана во евра (иако во практиката има, тоа се структурните обврзници деноминирани во евра).

⁷ Во овој контекст, за надворешен долг “долгорочно” е 10 години, а за домашен долг 3 години.

макроекономските сценарија врз различните стратегии за задолжување подразбираат период од неколку години. Секое алтернативно портфолио (стратегии за задолжување) во стабилни услови беше поделено во четири категории (соодноси) и тоа:

- внатрешен долг - среднорочен (3-годишен, со фиксна каматна стапка) и краткорочен (3-месечен со варијабилна каматна стапка); и
- надворешен долг деноминиран во евра- долгорочен (10-годишен, со фиксна каматна стапка) и долгорочен (10-годишен со варијабилна каматна стапка).

Овие соодноси беа постојано одржувани во моделот. Табелата бр.8 ги прикажува алтернативните портфолија (стратегии за задолжување) кои се користени во моделот.

Табела број 8

Во %		Портфолија						
		1	2	3	4	5	6	7
Надворешен јавен долг	10 годишен со фиксна каматна стапка	25	30	30	0	0	0	50
	10 годишен со варијабилна каматна стапка	25	0	0	25	25	30	20
Внатрешен јавен долг	3 месечен со варијабилна каматна стапка	25	50	20	50	25	40	15
	3 годинишен со фиксна каматна стапка	25	20	50	25	50	30	15
		100	100	100	100	100	100	100

Извор: Министерство за финансии

При некои сценарија, одржувањето на овие соодноси бара откуп на долгот. Во практика, тоа можеби нема да биде можно во предложениот обем или непрепорачливо поради други причини, меѓутоа, ова ограничување на моделот нема да ги промени генералните резултати, односно заклучоци добиени од анализата на моделот.

Во моделот, движењето на трошоците за сервисирање на долгот при првото макроекономско сценарио беше проектирано на среден рок под претпоставка дека фискалниот дефицит и идните пазарни стапки ќе бидат согласно табелата бр.1 глава II (во понатамошниот текст: основно сценарио).

Останатите проекции беа направени под претпоставка на три поинакви макроекономски сценарија. Овој процес беше повторен за сите седум алтернативни стратегии за задолжување, при тоа дополнително се споредуваа резултатите во врска со трошоците и ризиците. Останатите три макроекономски сценарија инкорпорираа еднократни шокови и последици врз каматните стапки на задолжување и тоа: второто сценарио предвидува промена на девизниот курс на денарот (20% девалвација) и ефектите врз каматниот трошок на стратегиите за задолжување; третото сценарио предвидува промени на домашната побарувачка во Македонија и четвртото сценарио предвидува екстерен шок на зголемување на цените и каматите на меѓународните пазари.

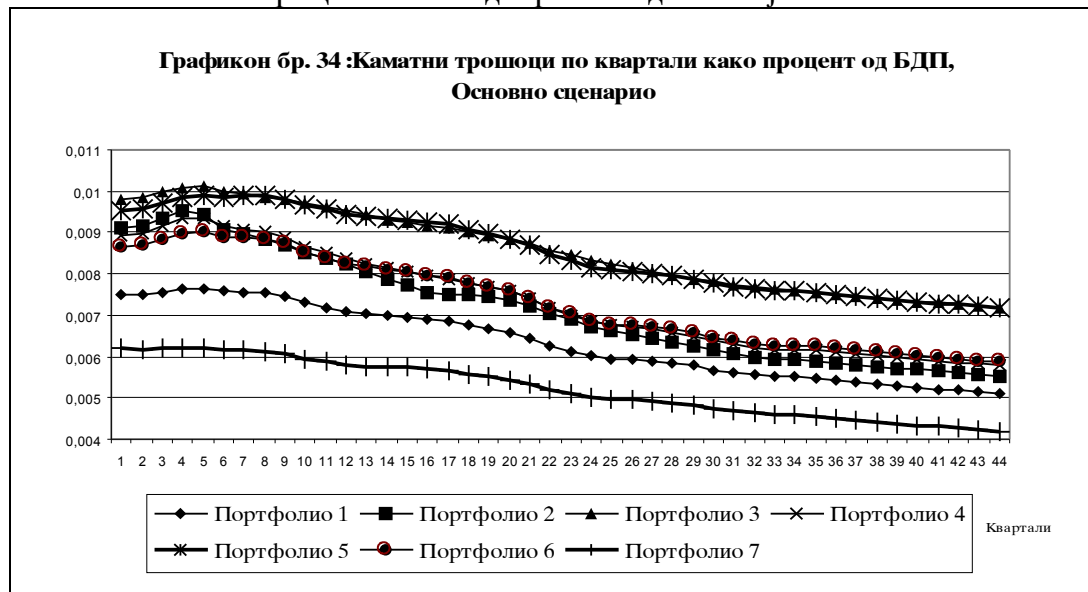
Блок: Подетални информации од анализата на стратегијата за јавен долг

Во текстот погоре е опишан дел од аналитичката работа во врска со

проценка на седумте алтернативни стратегии за задолжување и утврдување на најповолната стратегијата за управување со јавниот долгот. Во овој блок подетално се дадени неколку примери кои претставуваат резултат на таа работа.

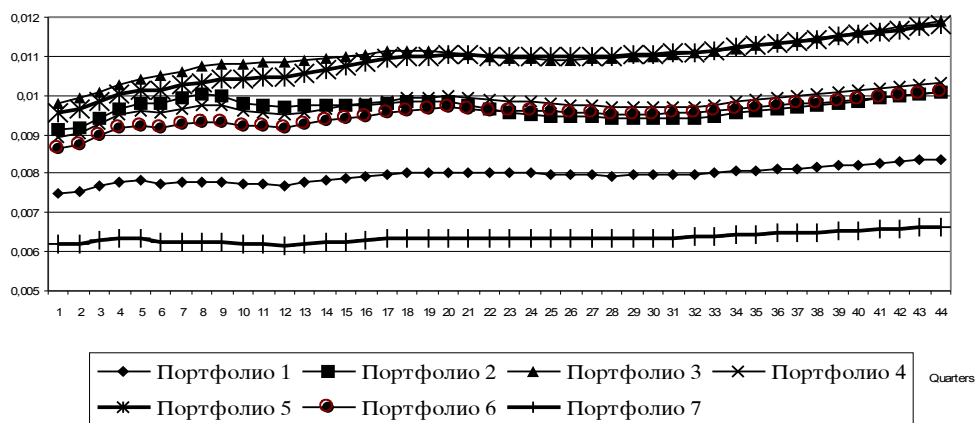
Во првиот графикон подолу се прикажани варијабилноста (движењето) на каматните трошоци по квартали како процент од БДП за секое од 7-те алтернативни стратегии за задолжување под претпоставка дека економските варијабли се утврдени како во основното макроекономско сценарио. Како и во анализата за одржливоста на долгот, трошоците за камата по основ на долгот имаат тенденција да се намалуваат на подолг рок. Сценаријата за задолжување во структурата на јавниот долг што носат пониски трошоци во однос на БДП генерално имаат поголем процент на надворешен долг кој има пониска камата.

**Графикон бр. 34 :Каматни трошоци по квартали како процент од БДП,
Основно сценарио**

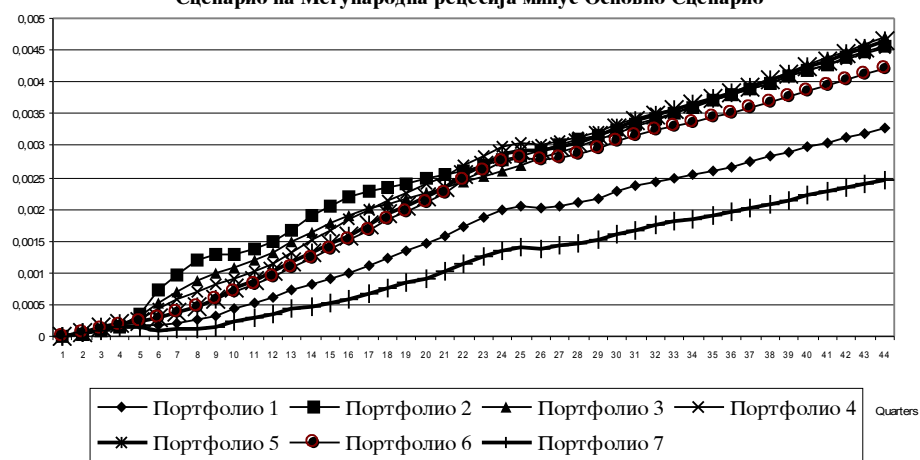


Ако економијата претрпи шок, влијанието врз овие портфолија би било различно. На пример, ако дојде до меѓународна рецесија, која ќе има соодветни негативни импликации врз економскиот пораст во Република Македонија и врз нивото на каматните стапки на домашното и надворешното задолжување, трошоците за секое од портфолијата може да се прикажат во графикон бр.35. На графиконот бр.36 се прикажани движењата на трошоците за секое портфолио во однос на основното сценарио.

Графикон бр.35 :Каматни трошоци по квартали како процент од БДП,
Сценарио на Меѓународни шокови



Графикон бр.36 : Каматни трошоци по квартали како процент од БДП,
Сценарио на Меѓународна рецесија минус Основно Сценарио



Сепак во оваа споредба, портфолијата кои во себе содржат значителен процент на надворешен долг покажуваат релативно стабилни резултати. Спротивни резултати се јавуваат при примена на макроекономско сценарио кое имплицира девалвација на девизниот курс на денарот. Затоа трошоците за стратегиите за задолжување треба да се компарираат со ризиците, или потенцијалната варијабилност на трошоците, земајќи ги предвид резултатите од примена на низа економски сценарија.

Со цел прецизно да се идентификува оптималната стратегија за задолжување како неопходност, се јавува потребата од посоефициран модел со кој Министерството за финансии за жал не располага. Сепак и во таков случај, ќе биде тешко да се земат во предвид сите можни варијации

во економското опкружување, и како што е наведено погоре, особено треба да се проучи влијанието на екстерните шокови, чии карактеристики и ефекти честопати можат да бидат неизвесни. Оттука, резултатите добиени со оваа анализа може да бидат само индикативни, но не и сосема прецизни. **Освен тоа, треба да се има во предвид дека стратегиите за задолжување при "стандардни услови" не го земаат во предвид процесот на транзиција на моментната структурата на портфолиото на јавниот долг.**

Ова е битно прашање во Република Македонија имајќи ја предвид недоволната развиеност на домашниот финансиски пазар. Оттука, во практика, резултатите од анализата покажуваат насока на промена на структурата на јавниот долг наместо прецизна цел (таргет).

Еден очигледен резултат од оваа анализа е изложеноста на портфолиото на долгот на промена (нарушување) на девизниот курс на денарот во однос на останатите валути во кои е деноминиран долгот.⁸

Надворешниот долг вообичаено би бил поевтин во однос на домашниот долг барем сè додека домашниот пазар на капитал е неразвиен. Но, доколку настане голема девалвација на домашната валута тоа значително би ги зголемило трошоците за отплата на главнина и камата по долгот во странска валута изразени во денарска противвредност. Освен тоа, влијанието врз буџетот би било директно, зголемувајќи ги потребите за обезбедување на средства за отплата на долгот во странска валута при извршената девалвацијата. Дури и ако дополнителните плаќања се подносливи на долг рок, нивното директно влијание би можело да го усложни управувањето со буџетот и неговата ликвидност. Делот од моментното портфолио на јавниот долг деноминиран во странска валута е исклучително висок, околу 94%, што е поголем отколку во било која алтернативна стратегија за задолжување. Како што е подетално прикажано во следното поглавје, најголем приоритет треба да има целта за значително намалување на делот од долгот деноминиран во странска валута, а за сметка на тоа зголемување на делот на долгот деноминиран во денари.

Другите заклучоци од анализата се помалку очигледни во квантитативна смисла, и зависат од обликот на кривата на принос и очекуваната нестабилност на каматните стапки според различните сценарија.

Големиот процент на долг со краток рок на достасување го изложува Министерството за финансии на многу повисоки трошоци за финансирање во периодите на економски шокови и повисоки каматни стапки, без разлика дали станува збор за внатрешен или за надворешен јавен долг.⁹

⁸ Трошоците за сервисирање на долгот, исто така, се изложени на промени, на пример, кај долгот во долари во случај на промена на односот меѓу доларот и еврото. Но, тоа влијание веројатно би било помалку значајно во споредба со промената на односот меѓу денарот и еврото.

⁹ Покрај тоа, кај режимот на фиксен девизен курс, како што има Република Македонија, вообичаено би значело поголема нестабилност на домашните каматни стапки во споредба со онаа кај режимот на флукуирачки девизен курс, бидејќи според режимот на фиксен девизен курс, монетарната политика е повеќе ориентирана кон девизниот пазар користејќи ги домашните каматни стапки како инструмент за контрола на притисоците врз девизниот пазар.

Иако долгот со краткорочна или со варијабилна каматна стапка обично би бил поевтин од долг со долгорочна фиксна стапка, овие ниски трошоци треба да се врамнотежат во однос на многу повисоките трошоци до кои може да дојде во време на негативни економски шокови (висок ризик од промена на каматни стапки на пазарот). Всушност, постои големо меѓународно искуство кое посочува на потенцијалната штета која е својствена за краткорочните каматни обврски во време на нарушени економски услови. Овој ризик од рефинасирање е тесно поврзан со ликвидносниот ризик (способноста да се исполнат или рефинансираат обврските по прифатливи каматни стапки) кој може во голема мера да зависи од пазарните услови во дадено време. Ова посочува на значењето од постоење на усогласено и соодветно решение за рефинансирање на портфолиото и активното управување со изворите на ликвидност.

Тековното портфолио на јавниот долг содржи значителен процент на долг со варијабилна каматна стапка, со подолг рок на достасување. Поради тоа, ликвидносниот ризик е намален, но, сепак останува изложеноста на портфолијото на промени во каматните стапки и буџетските трошоци кои истите може да ги предизвикаат.

Сите овие заклучоци укажуваат на важност за развивање на домашниот пазар на државни хартии од вредност, со цел:

- да се намали зависноста од надворешните пазари и процентот на долгот деноминиран во странска валута;
- да се обезбеди значаен извор на ликвидност (односно, развиен домашен пазар на хартии од вредност) особено во време кога меѓународните пазари можат ефективно да бидат затворени или невообичаено скапи за земјите во транзиција;
- да се искористат придобивките од развојот на финансиските пазари во Република Македонија и за другите домашни издавачи покрај државата. Имено, задолжувањето на државата со фиксна каматна стапка би ја исцртала кривата на принос, како референтен принос и на задолжувањата на останатите домашни субјекти, што претставува значаен елемент за развојот на домашниот пазар на капитал. Домашната крива на принос би им овозможила, пак, на банките да ја формираат цената врз основа на ризикот што го носат државните хартии од вредност. Тоа, исто така, претставува репер (бенџмарк) за корпорациите при нивната одлука дали ќе издаваат корпоративни обврзници. Исто така, тоа би им помогнало на инвеститорите да ги проценат алтернативните инвестициски опции, како и би обезбедило важен показател за НБРМ и Министерството за финансии за влијанието што монетарната политика и фискалната политика го имаат врз пазарната перцепција во однос на инфлацијата и кредитниот ризик на државата.

VI. ЦЕЛИ И МЕРКИ НА СТРАТЕГИЈАТА ЗА УПРАВУВАЊЕ СО ЈАВНИОТ ДОЛГ

VI.1. Цели

- **Намалување на големината на јавниот долг во однос на БДП**

Моментната состојба на јавниот долг е под лимитот утврден со критериумите од Мастрихт (45% наспроти 60%). Наспроти тоа, среднорочна цел на Министерството за финансии е постепено да ја намалува големината на јавниот долг во однос на БДП. Оваа намера е поткрепена со цврстата фискална политика и поволната динамика на долгот, особено со значителниот пораст на реалната стапка на БДП. *Заклучно со 2008 година, јавниот долг во однос на БДП е препорачливо да се сведе во рамките на 35-38% од БДП.*

- **Постепено зголемување на долгот со фиксни каматни стапки**

Структурата на каматните стапки во моментот е релативно поволна. Приближно една половина од трошоците поврзани со јавниот долг се пресметуваат со фиксни каматни стапки. Меѓутоа, при утврдување на оптималното ниво до кое треба да се сведе овој сооднос, треба да се земат во предвид позитивните и негативните страни од зависноста на сервисирањето на долгот од флукуирачките стапки, како што се ЛИБОР и ЕУРИБОР. При тоа, утврдувањето на оптималната каматна структура на јавниот долг честопати е поврзано со нестабилност на меѓународните каматни стапки. Исто така, домашните шокови обично се поврзуваат со многу повисоки каматни стапки што за буџетот на државата претставува дополнително оптоварување. Изложеноста на должничкото портфолио на каматен ризик, во многу случаи, доведува до зголемени буџетски расходи и оттука, вообичаено ефикасна е врамнотежената политика што вклучува разумна изложеност на флукуирачки стапки. Поради овие причини, потребно е да се оствари континуирано зголемување на долгот со фиксна каматна стапка и истовремено намалување на долгот со флукуирачка каматна стапка.

Во врска со ова, Министерството за финансии размислува за можноста делумно оваа цел да ја оствари преку предвременно рефинансирање на дел од сегашниот долг со флукуирачка каматна стапка, преку задолжување во долг со фиксна каматна стапка. Исто така, Министерството за финансии при секое идно задолжување е потребно да дава приоритет на фиксните каматни стапки во услови на ниски каматни стапки на меѓународниот и/или домашниот пазар. **Во периодот заклучно со 2008 година се препорачува од 70% до 80 % од долгот да биде со фиксна каматна стапка.**

- **Зголемување на делот од долгот деноминиран во денари**

Како што е наведено претходно, само 6% од вкупниот јавен долг е деноминиран во домашна валута. Овој дел главно се однесува на континуираните краткорочни државни хартии од вредност, кои се издадени за финансирање на трошоците кои произлегуваат од обврските за сервисирање на структурните обврзници деноминирани во евра. Ова укажува на голема изложеност на портфолиото на внатрешниот долг на ризикот од промена на девизниот курс. Затоа се јавува потреба од развој на домашниот пазар на државни хартии од вредност, кој подразбира и зголемена емисија на државни хартии од вредност во денари.

На среден рок долгот деноминиран во денари е препорачливо постојано да се зголемува достигнувајќи 15%-20% учество во вкупниот должнички портфолио до крај на 2008 година.

- **Зголемување на делот на долгот деноминиран во евра во структурата на долгот деноминиран во странска валута**

Покрај вкупното ниво и рочноста на надворешниот јавен долг, од огромно значење за управувањето со јавниот долг е и валутната структура на надворешниот долг. Од причина што домашната валута (денарот) е врзана за еврото, и најголем дел од трговијата се врши со трговски партнери од Европа, делот од портфолиото на јавниот долг деноминиран во валути кои не се евро е изложен на дополнителен ризик, односно потенцијална загуба. Покрај тоа, имајќи ја предвид структурата на извозот во САД последните три години, што доведе до пад кај приходите деноминирани во долари од една страна и порастот на приходите деноминирани во евра од друга страна, **пожелно е делот од долгот деноминиран во САД долари и други не-евро валути (75% заклучно со 30 септември 2005 година) да се намалува перманентно, со изглед да се доведе на околу 40% во 2008 година.** Потребно е државата да ги усогласи приливите кои ги има од странство со своите обврски од аспект на валутата. Во таа смисла, препорачливо е да се разгледа можноста за предвремен откуп, односно реструктурирање на постојниот долг кој не е изразен во евра. Се разбира, при анализите и активностите треба да се земе во предвид и финансиската оправданост на можните одлуки.

- **Зголемување на учеството на внатрешниот долг со истовремено намалување на надворешното задолжување**

Целокупниот надворешен долг, како и долгот деноминиран во странска валута, претставуваат клучни ризици при финансирање на задолжувањето на Република Македонија со кои треба да се управува на најдобриот можен начин. Имено, 94% од јавниот долг е изложен на ризик од промена на односот меѓу денарот и другите валути. Во услови на стабилен курс, како што е случај во Република Македонија, овој ризик не е значаен. Сепак, современите принципи на управување со долгот посочуваат на негово минимизирање. Во врска со ова, делот на внатрешниот долг треба да се зголемува постепено, согласно со потребите на буџетот, пазарните услови, капацитетот и можностите на финансискиот систем во Република Македонија. На тој начин ќе се овозможи здрав развој на домашниот пазар на хартии од вредност, кој во иднина ќе претставува главна потпора на државата во политиката на задолжување. Истовремено, ќе се намали зависноста на финансирачката страна на буџетот од странските задолжувања и флукуации на меѓународниот пазар.

- **Зголемување на делот на пазарните инструменти, со постепено намалување на заемите од официјалните кредитори**

Најголемиот дел од надворешниот долг го сочинуваат заеми земени од официјални кредитори. Бидејќи овие должнички инструменти не се ликвидни и со нив не може да се тргува на секундарниот пазар, тие не се поволни за целите на управување со долгот. Исто така, имајќи ја во предвид подобрената економска состојба во земјата и подобрувањата на нејзиниот кредитен рејтинг, ќе биде потребно и ќе се овозможи постепено преминување кон финансирање и од приватниот сектор. Во следните неколку години, потребно е финансирањето да се усогласи и да биде насочено кон обезбедување на поголем пристап на земјата до соодветните инвеститори (диверзифицирани по географска положба, вид и слично). Доколку поголемиот дел од јавниот долг е во форма на хартии од вредност, се овозможува намалување на рефинансирачкиот ризик поради нивната ликвидност.

- **Продолжување на рочноста на јавниот долг**

Рочноста на јавниот долг е клучен параметар за обезбедување финансиска стабилност. Според тоа, клучната цел на Министерството за финансии е да обезбеди продолжувањето на рочноста на јавниот долг да биде постепено, со конзервативна политика на задолжување и различни извори на финансирање, кои ќе помогнат во стабилизирањето во периоди на потенцијални економски потреси. Таа политика треба да вклучува конзистентен фокус на одржување на сите извори за финансирање. Профилот на рочност на внатрешниот јавен долг станува помалку поволен како што се амортизираат домашните долгорочни структурни обврзници. Ова ги зголемува потребите за финансирање и ја нагласува потребата стратегијата за управување со јавен долг да ги земе соодветно во предвид ликвидносните ризици. Целите на политиката во оваа насока вклучуваат:

- постепено продолжување на рочноста на внатрешниот јавен долг преку развој на домашниот пазар во текот на следниве 5 години;
 - откуп и понуди за размена на постојниот долг со цел да се управува со рочноста на надворешниот долг кога има помалку од 5 години рочност;
 - користење на пазарниот долг (обврзници и заеми) со рочност од 5 до 30 години;
 - максимизирање на рочноста кога распонот на задолжувањето и/или основните државни каматни стапки се ниски;
 - рочност за новите надорешни задолжувања треба да биде од 10 до 12 години, со пократкорочни задолжувања при повисоки каматни стапки, односно со подолгорочни задолжувања (30 години) на опортунистичка основа, кога истите се достапни; и
 - вкупната рочност на долгот, вклучувајќи го внатрешниот и надворешниот долг не треба да биде пократка од 5-годишен пондериран просечен период во секое време, при што внатрешниот долг е со пократка рочност, а надворешниот долг е со подолга рочност.
- **Обезбедување профил на непречени отплати**

Трошоците за сервисирање на јавниот долг треба да бидат еднакво распоредени, како во текот на годината, така и по одделни години, за да се обезбеди намалување на трошоците за рефинансирање и избегнување на ризикот дека нивната нестабилност би можела да има дестабилизирачки ефект врз буџетот. Како што е наведено во поглавјето **IV**, трошоците за сервисирање на јавниот долг се релативно добро дистрибуирани и нема голема концентрација на плаќања во една година.

Меѓутоа, треба да се разгледаат идните задолжувања, внатрешни и надворешни, за да се задржи и/или да се подобри тој профил на непречена отплата на јавниот долг. Имено, преку продолжувањето на просечната рочност на внатрешниот долг со емисија на хартии од вредност со подолг период на достасување, иако ќе се зголеми трошокот за сервисирање на долгот (поради рочната премија), сепак, ќе се обезбеди еднаква распределба на профилот на отплата на внатрешниот јавен долг.

- **Искористување на можностите за предвремена отплата на јавниот долг онаму каде што е економски оправдано**

Со цел да се постигнат и одржат претходните цели поврзани со создавање поповолна (рочна, каматна и валутна) структура, како и да се изедначи профилот на отплата на јавниот долг, Министерството за финансии како можност ќе ги разгледа операциите на предвремен откуп и понуда за размена на дел од билатералните и комерцијалните кредити со пазарен (приватен) и мултилатерален долг. Постои можност за предвремена отплата на надворешниот долг кон официјалните кредитори, со оглед на континуирано нискиот буџетски дефицит и спроведување поголема емисија на домашен долг на товар на негативно нето надворешно финансирање. Потребно е да се разгледа можноста за откуп на оној долг за кој останува уште кратко време до негово достасување, а

особено во годините кога има големи отплати, како и оној долг со повисока цена. Овие операции ќе се применат само доколку ситуацијата на пазарот дозволува создавање на најекономична структура на портфолиото на јавниот долг.

- **Рестриктивен пристап кон финансирање на јавните проекти со креирање на јавен долг или со издавање државни гаранции**

Во моментов, вкупниот износ на гаранциите сочинува околу 8% од вкупниот јавен долг. Финансирањето на јавни проекти и издавањето на гаранции се категории на јавен долг кои иако не се директна обврска на буџетот, повлекуваат ризици и дополнителни трошоци за буџетот во случај тие да се активираат. Според тоа, идната државна политика поврзана со гаранциите и финансирањето на јавните проекти ќе биде насочена кон нивно намалување. Оваа политика ќе се реализира преку минимизирање на интермедијација на државниот и поттикнување на приватниот сектор за зголемување на неговото учество во финансирањето на јавните проекти (партнерство меѓу јавниот и приватниот сектор, концесија за патишта, итн.), секогаш кога е можно.

VI.2. Мерки

- **Развој на примарниот пазар на државни хартии од вредност**

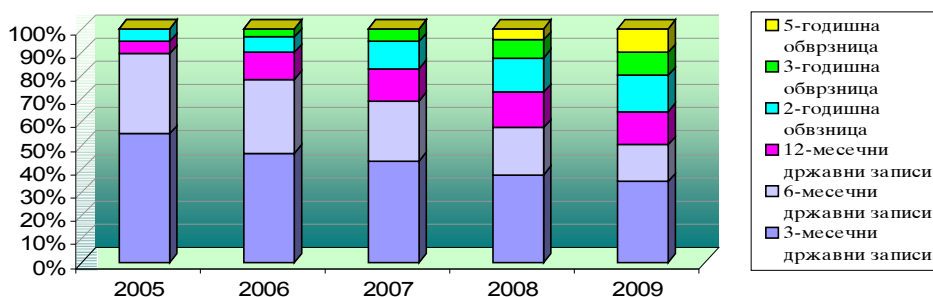
- а. Во насока на понатамошен развој на примарниот пазар во наредниот период, Министерството за финансии планира евентуално воведување на систем на примарни дилери. Во моментов Министерството за финансии ја набљудува ангажираноста и активираноста на овластените директни учесници (сите овластени банки) на примарниот пазар и разгледува различни критериуми врз основа на кои ќе изврши селекција на примарни дилери преку кои единствено ќе може да се учествува на аукциите.
- б. Со цел да се доближат аукциите до малите инвеститори, Министерство за финансии во 2006 година ќе овозможи воведување на неконкурентни понуди. Имено, од вкупниот износ понуден на секоја поединечна аукција на државните хартии од вредност ќе се утврдува процент од износот за кој ќе може да се доставуваат неконкурентни понуди. Во рамките на неконкурентните понуди заинтересираните учесници ќе учествуваат само со износ, а ќе ја платат пондерираната каматна стапка која ќе се утврди на редовната аукција.
Министерството за финансии ќе ја воведо ова мерка со цел да ја одржи популарноста на државните хартии од вредност со цел поголем број на инвеститори да учествуваат на аукциите на државните хартии од вредност. Оваа мерка е карактеристична во развојната фаза на примарниот пазар на државните хартии од вредност и има стимулативна цел.
- в. Друга новина која што ја воведува Министерството за финансии во соработка со НБРМ претставува емисијата на

државни записи за монетарни цели. Основните мотиви за ваквата активност се согледуваат преку интенцијата да се укине пазарната сегментација меѓу благајничките записи на НБРМ и државните записи на Министерството за финансии и да се создаде хомоген пазар на државни хартии од вредност, преку кој НБРМ ќе биде во можност подобро да ги следни пазарните сигнали на учесниците и да го зајакне својот трансмисионен механизам, истовремено зголемувајќи ја репонзивноста на банките на активностите преземени од страна на монетарните власти.

Државните записи за монетарни цели ќе се емитуваат на редовните аукции на државните хартии од вредност, на тој начин што при секоја аукција ќе се објавува делот од износот на емисијата кој ќе се користи за монетарни цели и делот кој што ќе биде наменет за целите на фискалната политика. Тие ќе ги имаат истите карактеристики како и редовните државни записи, со единствена разлика што прибраните средства од ваквите емисии ќе бидат стерилизирани на посебна сметка во НБРМ.

г. Воведување на подолгорочни инструменти аткрактивни за институционалните инвеститори

Графикон бр. 37: Проекција за рочната структура на континуираните државни хартии од вредност



Извор: Министерството за финансии

Доколку пазарот дозволува, Министерството за финансии може да ја продолжува рочноста на континуираните државни хартии од вредност со позабрзана динамика од предвидената во графиконот бр. 37. Се разбира, основен индикатор за Министерството за финансии ќе претставува побарувачката за државни хартии од вредност и структурата на инвеститори и нивните преференци.

д. Исто така, согласно со трендот на зголемена побарувачка на државни хартии од вредност се утврди дека даденото реално време за доставување на понудите за учество на аукциите не е секогаш доволно. За таа цел, Министерството за финансии и НБРМ го развиваат електронскиот систем за да можат овластените директни

учесници (банките) да ги внесат понудите однапред и да се достават во пократок рок.

- **Развој на секундарниот пазар на државни хартии од вредност**

Развојот на секундарниот пазар, исто така, ќе помогне во постигнување на претходно споменатите цели. Поактивното тргување ќе создаде уште поголема побарувачка како од страна на финансискиот сектор, така и од страна на другите инвеститори. Политиката на стабилен и ликвиден домашен пазар на хартии од вредност со транспарентна политика на емисија на државни хартии од вредност како и перспективата за членство во ЕУ, треба да го зголеми интересот и на странските инвеститори за државните хартии од вредност.

За постигнување на оваа цел се предвидува следното:

- зголемување на годишните нето емисии на државни хартии од вредност;
- воведување и на државни хартии од вредност за монетарни цели;
- користење на репо операции од страна на НБРМ и на банките;
- овозможување на користење на репо и ОТС тргување и за континуираните долгорочни државни хартии од вредност;
- следење на активностите на банките на пазарот на државни хартии од вредност и евентуален избор на поддржувачи на секундарниот пазар (маркет мејкери); и
- зголемување на транспарентноста на резултатите од тргувањето преку шалтер (ОТС)

- **Водење активен дијалог со агенциите за изготвување кредитен рејтинг**

Министерството за финансии, поддржано од сите релевантни државни институции, треба да продолжи да остварува соработка со агенциите за изготвување на кредитен рејтинг. Министерството за финансии треба да обезбедува навремени и целосни информации за развојот и случувањата во земјата. Квалитетите како транспарентност, редовност при размената на податоците, подобрување на макроекономското опкружување, состојбата на јавниот долг и слично се предуслови за понатамошно подобрување на кредитниот рејтинг.

- **Привлекување инвеститори и диверзификација на инвеститорска структура**

Поголемото учество на малите неинституционални инвеститори на аукциите на државните хартии од вредност ќе обезбеди стабилна и диверзифицирана инвеститорска основа и ќе влијае поволно на каматните заштеди. Исто така, Министерството за финансии треба да остварува поинтензивна комуникација со нерезидентите (потенцијални и сегашни инвеститори во домашните хартии од вредност).

Истовремено, при евентуалните емисии на државни хартии од вредност на меѓународниот пазар, Министерството за финансии треба да обезбеди услови за поголема диверзификација на структурата на инвеститорите, при тоа не загрозувајќи ги финансиските ефекти од задолжувањето.

- **Обезбедување на обединета евиденција**

Министерството за финансии е во процес на набавка на софтвер за целите на управување со јавниот долг. Предвидено е интегрирање на евиденцијата на внатрешниот и надворешниот јавен долг во еден систем со цел создавање на сеопфатен регистар за јавен долг. Овој регистар е обврска согласно со Законот за јавен долг и треба да биде достапен на јавноста, а со него ќе се овозможи активно следење на структурата на долгот и анализа на истиот.

VII. Квантитативни таргети на стратегијата

- **Висината на износот (лимитот) на јавниот долг**

Имајќи ја предвид рестриktivноста на утврдената фискална политика која во наредниот тригодишен период предвидува реализирање на многу низок буџетски дефицит под 0.6% од БДП (во кој е вклучен дефицитот на основниот буџет, дефицитот предизвикан од надворешно финансираните поректи на буџетските корисници и дефицитот на Фондот за магистрални и регионални патишта), како и проекциите содржани во макроекономската политика за забрзан економски раст изразен преку пораст на БДП за повеќе од 4% секоја година, *лимитот (висината) на јавниот долг во однос на БДП во периодот од 2006 година до 2008 година ќе има тенденција на конинуирано намалување и ќе се движи во рамките од 37% до 41%. Во рамките на јавниот долг, долгот на централната влада, исто така, ќе има тенденција на намалување, движејќи се во рамките од 35% до 38% од БДП.*

- **Висината на износот (лимитот) на државните гаранции**

За разлика од лимитот на јавниот долг кој ќе се намалува, лимитите на издадените државни гаранции во периодот од 2006 година до 2008 година ќе имаат тренд на незначителен пораст *и ќе се движат во рамките од 3,8% до 4,1% од БДП.*

- **Максималниот износ на новото задолжување во тековната година**

Вкупниот износ на новото задолжување во 2006 година се очекува *да изнесува 180 милиони евра, од кои 49 милиони евра¹⁰ по основ на емисија на конинуирани државни хартии од вредност, а остатокој од 131 милиони евра по основ на задолжување во странство.* Во износот што е предвиден за надворешното задолжување 30 милиони евра ќе бидат по основ на новосклучени

¹⁰ Износот на државните хартии од вредност кој се планира да се издаде во 2006 година ќе изнесува 3 милијарди денари

кредити, а останатите ќе бидат по основ на повлечени трансџи по договори кои се склучени во претходните години. *Во овие пресметќи и лимити не се вклучени некои поинџенџијални идни преземања на обврски (долгови) како на пример по основ на сукцесијата и обврски на ЈП Македонски железници.* Повеќе детали за проектите чија реализација ќе се финансира со надворешно задолжување, е содржано во Анексот бр.2.

- **Максималниот износ на новоиздадени државни гаранции во тековната година**

Издадените државни гаранции во себе носат висок степен на ризик кој произлегува од можноста истите да бидат активирани, причинувајќи при тоа дополнителни трошоци во извршувањето на Буџетот. Поаѓајќи од ова, политиката на Владата во однос на издавањето на нови државни гаранции во периодот од 2006 година до 2008 година ќе биде значително рестриктивна. Ова особено се однесува на државните гаранциите по основ на домашното задолжување, за кои Владата во наредниот тригодишен период нема да издава гаранции. Наспроти ваквиот став, политиката за издавање на државни гаранции за задолжување во странство ќе биде помалку рестриктивна. Така, во 2006 година се планира да биде издадена една гаранција во износ од 20,7 милиони евра за кредити земени од Светската банка. Повеќе детали за проектите чија реализација ќе се финансира со надворешно задолжување, а за кои државата ќе издаде државана гаранција е содржано во Анексот бр.3.

- **Состојбата и структурата на јавниот долг на крајот на 2006 година**

Состојбата на јавниот долг во 2006 година ќе се намали за околу 30 милиони евра достигнувајќи го нивото од 1,9 милијарди евра. Од овој износ 66% ќе биде во надворешен долг, додека 34% во внатрешен долг. Наспроти ваквата структура, соодносот на долгот деноминиран во странска валута во однос на долгот деноминиран во домашна валута ќе изнесува 92% наспроти 8%. Ваквиот тренд во насока на пораст на долгот во домашна валута во однос на долгот во странска валута ќе продолжи и во наредниот период.

- **Состојбата и структурата на државните гаранции на крајот на 2006 година**

На состојбата на издадените државни гаранции во периодот од 2006 година до 2008 ќе влијаат гаранциите кои државата планира да ги издаде за задолжување во странство. Како резултат на тоа, состојбата на гаранциите во разгледуваниот период континуирано ќе се зголемува, а во 2006 година ќе изнесува околу 175 милиони евра.

АНЕКС I

ЗАКОНСКА РЕГУЛАТИВА И ИНСТИТУЦИОНАЛНА ПОСТАВЕНОСТ ЗА УПРАВУВАЊЕ СО ЈАВНИОТ ДОЛГ

1. Законска регулатива

Законската рамка со која се утврдени основите за управувањето со јавниот долг ја сочинуваат:

1. Законот за јавен долг (Службен весник на РМ бр. 62/05);
2. Законот за буџети (Службен весник на РМ бр. 64/05);
3. Законот за хартии од вредност (Службен весник на РМ бр. 95/05)
4. Законот за Народна банка на Република Македонија (Службен весник на РМ бр. 3/02; 51/03; 85/03; 40/04 и 61/05);
5. Законот за девизно работење (Службен весник на РМ бр. 34/01; 49/01; 103/01; 54/02; 51/03);
6. Правилникот за начинот и постапката за издавање и тргување со државни хартии од вредност (Службен весник на РМ бр. 99/05),
7. Правилата за начинот и постапката за тргување и порамнување на трансакции со државни записи на пазари преку шалтер (Службен весник на РМа бр. 24/05);

Законот за јавен долг е донесен во јули 2005 година, при што во него се утврдени основните цели на управувањето со јавниот долг, активностите кои може да ги спроведува Министерството на финансии со цел ефикасно и ефективно управување со долгот на јавниот сектор, понатаму ги утврдува постапките и начините на задолжувањето во земјата и странство на носителите на јавниот долг, намените на државниот долг, постапката на издавање, сервисирање и престанок на државните гаранции како и транспарентноста на јавниот долг.

Законот за јавен долг опфаќа неколку поглавја како што се:

- Во првото поглавје “Општи одредби” е опфатен предметот што се уредува со овој закон, притоа се утврдува што не претставува јавен долг. Исто така, дадено е објаснување на поодделни поими кои се дефинирани со законот како што се: државен долг, јавен долг, сервисирање на долгот, рефинансирање, репрограмирање, државна гаранција, агент, задолжување. Направена е јасна дигресија во поглед на долгот на НБРМ, со тоа што истиот не претставува јавен долг. Исто така, направена е јасна разлика што претставува приватен долг, а тоа се сите финансиски обврски преземени од резиденти на Република Македонија, а кои не се гарантирани од државата.
- Во второто поглавје “Стратегија за управување со јавен долг” Законот предвидува подготовка и имплементација на среднорочна стратегија за управување со јавен долг, која ќе покрива период од три години и истата ќе се донесува од страна на Собранието на Република Македонија заедно со Буџетот на Република Македонија

за следната година. Во ова поглавје е опфатена и содржината на стратегијата, управувањето со јавен долг, целите на управувањето со јавен долг, надлежностите на Министерството за финансии во управувањето со јавниот долг, содржина и начинот на водење на податоците од Регистарот за јавен долг.

Лимитите на износот на јавниот долг се утврдуваат во стратегијата за управување со јавен долг, и истиот се пресметува како однос на јавниот долг и БДП.

Основни цели на управувањето со јавниот долг утврдени во законот се:

- преземање на мерки и активности заради обезбедување на финансирање на потребите на државата со најнизок можен трошок, на среден и долг рок, и со одржливо ниво на ризик; и
 - преземање на мерки и активности заради развој и одржување на ефикасни домашни финансиски пазари.
- Третото поглавје “Државен долг” ги опфаќа намените и третманот на државниот долг, задолжување со склучување на договор за заем, задолжување со издавање на државни хартии од вредност, издавање, сервисирање, право на наплата и престанок на државни гаранции. Во ова поглавје се дефинирани намените за кои истиот се создава и користи и постапка за создавање на истиот и тоа, преку склучување на договор за заем и со издавање на државни хартии од вредност. Задолжувањето на јавниот сектор може да биде во форма на заем од домашни или странски кредитори или во форма на државни хартии од вредност издадени на домашен или странски пазар на капитал. Во врска со задолжувањето Законот предвидува задолжување кај странски заемодавачи да се врши врз основа на посебен закон за секое ново задолжување, додека задолжување кај домашни заемодавачи се врши со донесување на *Одлука* на Владата на Република Македонија. Исто така, за секое задолжување, односно *Одлука* на Владата задолжително е добивање на позитивно мислење од Министерството за финансии, како и задолжително е учеството на претставниците на Министерството за финансии и другите овластени претставници од Владата во преговорите за склучување на договор за заем. Во врска со издавање на државните хартии од вредност истите ги издава Министерството за финансии по претходна донесена *Одлука* на Владата на Република Македонија.

Побарувањата на доверителите по државниот долг претставуваат приоритетна обврска на Буџетот на Република Македонија за редовно сервисирање.

Во делот за постапката на издавање, сервисирање, право на наплата и престанок на државната гаранција, се дефинирани критериуми кои треба да ги исполнат проектите, за чие финансирање се бара издавање на државна гаранција.

Тие критериуми се:

- оправданост на намената за која се користат средствата;
- обезбедени средства за кофинансирање заради непречена реализација на проектот; и
- солвентност на носителот на јавниот долг кој го предлага проектот за навремено сервисирање на јавниот долг.

Во овој дел е опишана постапката за издавање на државна гаранција, која вклучува согласност од Владата на Република Македонија и позитивно мислење од страна на Министерството за финансии, и задолжително учество на претставниците на Министерството за финансии и други овластени претставници од Владата при склучување на договор за заем за државна гаранција. Дополнително, во законот е регулиран делот каде се врши плаќањето по активираната гаранција. Министерството за финансии има право на наплата на побарувањето во кое влегува наплата на главнината, каматата, затезната камата и другите трошоци, во случај кога носителот на јавен долг за кој е издадена гаранцијата не е во можност да го сервисира долгот. За јавните претпријатија, трговските друштва кои се во доминантна сопственост на државата, општините или градот Скопје како носители на јавниот долг за кој е издадена гаранција, Министерството за финансии за наплата на активираната гаранција има право да ја блокира сметката на носителот на јавен долг.

- Четвртото поглавје на законот го објаснува долгот на јавните претпријатија и трговските друштва кои се во целосна или делумна сопственост на државата. При тоа, секое ново задолжување на јавните претпријатија и трговските друштва во странство мора да биде регулирано со закон, а задолжување кај домашни заемодавачи со Одлука на Владата, но задолжително е потребно при секое задолжување согласност од Владата и позитивно мислење од Министерството за финансии.
- Во петтото и шестото поглавје е опфатено информирањето за јавниот долг и транспарентноста, при што е објаснето кои информации носителите на јавниот долг се должни да ги доставуваат до Министерството за финансии и во кој рок. Во делот за транспарентноста е прецизирано на кого и во каква форма, во кои рокови, а во врска со јавниот долг ќе реферира Министерството за финансии.

Финансиските средства стекнати со задолжување можат да се користат за: финансирање на буџетскиот дефицит, финансирање на проекти и инвестиции, поттикување и развој на финансиските пазари во Република Македонија, рефинансирање на долгот, поддршка на платниот биланс на земјата, поддршка на девизните резерви на Република Македонија, привремено финансирање на ликвидноста поврзана со готовински текови, плаќање по основ на издадени државни гаранции и заштита или отстранување на ефекти предизвикани од природни непогоди и од еколошки катастрофи.

Направена е разлика и меѓу задолжувањето на единиците на локалната самоуправа каде задолжувањето се врши согласно со **Законот за финансирање на единиците на локалната самоуправа** и со **Законот за градот Скопје**. Според Законот за финансирање на единиците на локална самоуправа, општините се до јули 2007 година не можат да се задолжуваат освен со одобрение од Владата за кредити од меѓународните финансиски институции. После јули 2007 година може да се задолжуваат во земјата и во странство (согласно со лимитите во законот), а задолжувањето во странство се врши само по претходна согласност на Владата. Општината не може да даде под хипотека свој имот кој служи за вршење на дејноста од јавен интерес. Задолжувањето на општината може да биде краткорочно за покривање на привремен недостиг на готовински средства и долгорочно за финансирање на капитални средства и инвестиции. Краткорочното задолжувањето во текот на фискалната година не може да надмине 20% од реализираните приходи во претходната фискална година, а долгорочното задолжување не може да надмине 15% од реализираните приходи во претходната фискална година.

Годишните трошоци за сервисирање на обврските на државниот долг се утврдуваат во годишниот буџет на државата. Во најновиот **Закон за буџети**, постои одредба со која Владата императивно се обврзува дека обврските по основ на долгот на среден и долг рок редовно и навремено ќе ги намирува, независно од состојбата на сметката на буџетот на државата.

2. Институционална поставеност

До почетокот на 2005 година, функцијата на управување со јавен долг се извршуваше децентрализирано, во повеќе институции во државата. Во Министерството за финансии постоеше одделение за управување со јавен долг, кое работеше во рамки на Секторот Трезор и чија задача беше навремено сервисирање на обврските по основ на долгот на државата. Евиденцијата за внатрешниот долг ја водеше Секторот за финансиски систем, додека евиденцијата на надворешниот долг ја водеше Секторот за меѓународни финансии во Министерството за финансии и НБРМ. Регистарот на сопственост на државните хартии од вредност издадени на домашниот пазар на капитал се води во Централниот депозитар на хартии од вредност.

Со цел обезбедување на централизиран пристап, односно концентрација на надлежностите околу управувањето со јавниот долг кај една институција, во март 2005 година во Министерството за финансии беше формирана посебна организациона единица - **Сектор за управување со јавен долг**.

Во поглед на организационата структура Секторот за јавен долг е составен од две одделенија и тоа:

- Одделение за задолжување и инвестиции (Front office).
- Одделение за евиденција, следење и сервисирање на обврските по основ на јавниот долг (Back office).

Одделението за задолжување и инвестиции ги врши сите активности на задолжување на државата на домашниот и странскиот пазар на капитал, организира аукции на државните хартии од вредност на домашниот пазар на капитал, го следи тргувањето на државните хартии од вредност на секундарниот пазар, одржува редовни контакти со странските и домашните инвеститори, управува со привремениот вишок на ликвидни парични средства и обезбедува финансирање на привремениот недостиг на ликвидни парични средства во буџетот.

Одделението за евиденција, следење и сервисирање на обврските по основ на јавниот долг е задолжено за евидентирање на обврските по основ на внатрешниот долг, навремено сервисирање на обврските по основ на внатрешниот и надворешниот долг на државата, следење на состојбата на денарските и девизните сметки на државата, изготвување на извештаи, спроведување на стратегијата за управување со јавен долг и управување со финансиските ризици.

Согласно со акциониот план, во 2006 во рамките на Секторот ќе се формира уште едно одделение, кое ќе ги извршува активностите поврзани со анализа и истражување, ќе подготвува извештаи за долгот и ќе управува со финансиските ризици. Исто така, во 2006 година се планира да се креира и софтверска апликација во која ќе се креира база на податоци на целокупниот долг на државата.

Институции и сектори со кои соработува Секторот за управување со јавен долг при извршување на своите активности и задачи се:

1. во рамки на Министерството за финансии:

- со Секторот за буџет - Имено, Секторот за управување со јавен долг, обезбедува податоци за трошоците за сервисирање на надворешниот и внатрешниот долг на државата при изработката на буџетот за наредната година, како и на фискалната стратегија за наредните три години.
- со Секторот за меѓународни финансии - Овој сектор непосредно учествува во преговорите за задолжување кај странските мултилатерални и билатерални кредитори. Секторот за управување со јавен долг добива податоци за секое ново задолжување на државата и динамика на повлекување на постојните кредитни линии.
- со Секторот Трезор - Овој сектор е задолжен за евиденција на трансакциите на буџетот, вклучувајќи ги и трансакциите кои се однесуваат на отплатите по основ на долгот на државата, кои се отплаќаат од сметката на буџетот.
- со Сектор за финансиски систем, кој е задолжен за регулативата на финансиските инструменти и финансиски пазари.

2. надвор од Министерството за финансии:

- Народна банка на Република Македонија - Значењето на оваа институција за извршувањето на активностите на Секторот за управување со јавен долг се согледува од три аспекти:
 - (а) НБРМ води комплетна евиденција на надворешната задолженост на државата, и сите податоци кои се однесуваат за надворешниот долг се обезбедуваат од оваа институција;

(б) НБРМ е агент овластен од страна на Министерството за финансии задолжен за спроведување на аукциите на државните хартии од вредност; и

(в) успешното управување со јавниот долг, претпоставува редовна и непречена комуникација со политиката на монетарната власт.

- Централен депозитар за хартии од вредност - оваа институција врши регистрација на сопственоста на сите државни долгорочни и краткорочни хартии од вредност.
- Деловни банки - деловните банки се директни учесници во процесот на аукциите на државните хартии од вредност и тие претставуваат директна врска меѓу Министерството за финансии како издавач и останатите правни и физички лица кои можат индиректно преку банките да учествуваат во процесот на аукција.

За развој на домашниот пазар на државни хартии од вредност во 2004 година беше формиран Пазарен комитет. Пазарниот комитет го сочинуваат претставници од Министерството за финансии, НБРМ, банките и од други финансиски институции. Основни функции на Пазарниот комитет се:

- промоција на државни хартии од вредност, со цел привлекување на индивидуални инвеститори.
- стимулирање на побарувачката на домашниот Пазар за долг преку привлекување и на странски инвеститори.
- развој на репо пазарот и секундарно тргување со државни хартии од вредност.
- воведување на подолгорочни државни хартии од вредност.

Во 2005 година Пазарниот комитет се сретна два пати. Во 2006 година постои потреба од почеста средба со пазарните учесници, а особено преку одржување на состаноци на Пазарниот комитет.

АНЕКС II

**Листа на проекти кои ќе се финансираат преку надворешно
задолжување и проекција на планираното среднорочно
надворешно финансирање**

(во евра)

	Проект	2006	2007	2008
	Јавен сектор	131,751,158	117,162,897	88,972,849
	Мултилатерални	97,971,647	94,868,034	57,998,999
	IBRD/IDA	39,454,681	45,170,629	32,846,625
C	Проект за реконструкција на иригациони системи	1,957,267	1,731,875	0
C	Проект за развој на деца и млади	652,422	0	
C	Проект за развој на општините и култура	1,304,845	0	0
C	Проект за развој на општините	1,304,844	0	0
C	TTFSE	729,836	0	
C	SPIL	1,957,267	1,009,261	1,778,145
C	Проект за управување со здравствениот сектор	2,038,820	1,007,512	1,114,809
П	Проект за реформи во судството	464,851	1,249,632	2,205,232
ПП	Проект за реструктурирање на македонски железници	2,200,000	3,600,000	4,500,000
C	Проект за Катастар и регистрација на недвижности	1,631,056	1,600,000	3,200,000
C	BERIS	530,093	1,120,000	3,782,368
ПП	Проект за развој на електрична енергија	1,000,000	7,000,000	8,000,000
C	PDPL 1	0	0	
П	PDPL 2	22,052,324	0	
П	PDPL 3	0	22,052,324	0
C	Проект за модернизација на образованието	1,631,056	514,554	514,554
П	TTFSE II	0	735,077	1,837,694
П	Неидентификувани проекти (во рамките на WB CAS2007-09)	0	3,550,393	5,913,823
	EBRD	36,059,700	24,462,656	8,552,374
C	Проект за патишта II	7,500,000	11,737,768	8,402,374
C	400 kV Енергетско поврзување на Macedonia-Bulgaria	23,000,000	10,910,000	150,000
C	MEAP	3,570,000	0	0
C	Проект за цивилно воздушна пловидба	1,989,700	1,814,888	
	EIB	17,000,000	17,800,00	12,100,000
C	Проект за патишта II (60 мил ЕУР)	13,700,000	11,100,000	9,100,000
C	ЕСМ трафостаници во Република Македонија	3,300,000	4,700,000	0
П	Проект за управување со цврст одпад	0	2,000,000	3,000,000
	IFAD	1,957,266	934,749	0
C	Проект за рурален развој	228,032	0	

С	Проект за финансиски услуги во земјоделството	1,729,234	934,749	
	СЕВ	3,500,000	6,500,000	4,500,000
С	Проект за социјални станови	0		
П	Проект за здравство	0	1,500,000	3,000,000
С	Проект за зголемување на вработување II (МБДП)	3,500,000	5,000,000	1,500,000
	Билатерални	33,780,123	22,294,762	30,973,850
	Италија -	5,073,763	1,098,024	8,000,000
С	Поддршка на мали и средни претпријатија	3,589,502		
ПП	Рационализација на системот за управување и модернизација на биомедицинската опрема во здравствениот сектор	1,484,261	1,098,024	0
П	Поддршка на мали и средни претпријатија II	0	0	8,000,000
	Германија	11,583,533	5,157,261	5,440,000
С	Наводнување на јужниот регион на Вардар	3,914,533	2,657,261	0
П	Поддршка на микро, мали и средни претпријатија 3	7,669,000	0	0
П	Проект за водоснабдување	0	0	3,440,000
П	Управување со цврст одпад	0	2,500,000	2,000,000
	Шпанија			
С	Проект ХС Лисиче - заем од ICO	4,321,887	0	0
С	Проект ХС Лисиче - заем од BVVA	2,018,657	0	0
С	Проект Хидроцентра на Лера - заем од ICO	0	0	0
	Јапонија -	8,155,276	16,039,133	17,533,850
С	Подобрување на искористувањето на водата во сливот на реката Злетовица	8,155,276	16,039,133	17,533,850
С	Кина Изградба на хидроцентра на Козјак	2,630,839	0	0

- с** - случен договор за заем;
пп - пред потпишување на договор за заем;
п - планиран проект;

* Табелата дава среднорочен преглед на планираните проекти и износот на надворешно финансирање потребен за истите. Ќе се настојува износите на годишно ниво да останат непроменети, со тоа што ја антиципираме можноста од промена на износите кои се дадени како финансирање за оделни проекти. Сепак секоја промена на надворешното финансирање ќе биде во согласност на утврдената фискална рамка и утврдениот буџетски дефицит.

АНЕКС III

Листа на проекти за кои е планирано издавање на државна гаранција кон странски кредитори

(во евра)

Кредитор	Проект	Оригинална валута	Износ	Услови на отплата			Проектирани повлекувања во 2006 година				Краен корисник	
				Период на отплата	Грејс период	Каматна стапка	Q1	Q2	Q3	Q4		
IBRD	Проект за развој на електрична енергија	ЕУР	20,700,000	17	5	LIBOR на EUR +0,75%	0	0	0	1,000,000	SO	MEP

- III. Стратегијата за управување со јавен долг за периодот од 2006 до 2008 година влегува во сила со денот на нејзиното објавување во "Службен весник на Република Македонија".

ПРЕТСЕДАТЕЛ НА СОБРАНИЕ,

Љупчо Јорданов,

Бр. _____

Скопје