



REPUBLIKA E SHQIPËRISË
MINISTRIA E FINANCAVE
DHE EKONOMISË

**STRATEGJIA AFATMESME
E
MENAXHIMIT TË BORXHIT**

2020-2022

Dhjetor 2019

PËRMBAJTJA

PËRMBLEDHJE	4
MENAXHIMI I BORXHIT	6
I. SITUATA AKTUALE E BORXHIT TË QEVERISJES QENDRORE	8
1. Ecuria e Borxhit të Qeverisjes Qendrore	8
2. Realizimi i Huamarrjes	9
2.1. Huamarrja e Brendshme.....	9
2.2. Huamarrja e Huaj.....	10
3. Portofoli i Borxhit Shtetëror	11
4. Portofoli i Borxhit të Garantuar	13
5. Menaxhimi i Kostove dhe Risqeve	14
5.1. Kostot.....	155
5.2. Risqet.....	16
6. Zhvillimet e Tregut Primar të Titujve Shtetërorë	19
6.1. Ecuria e ankandëve dhe kërkesa për titujt shtetërorë.....	19
6.2. Ecuria e normave të interesit.....	211
II. STRATEGJIA E MENAXHIMIT TË BORXHIT	222
1. Supozimet Bazë	222
1.1. Zhvillimet aktuale dhe pritshmëritë në sektorin real, sektorin e jashtëm, atë financiar dhe sektorin fiskal.....	Error! Bookmark not defined.2
1.2. Vlerësime referuar borxhit ekzistues, tregjeve të instrumenteve financiare dhe faktorëve makroekonomikë.....	244
1.3. Burimet e financimit.....	255
1.3.1. Burimet e brendshme.....	266
1.3.2. Burimet e huaja.....	266
2. Strategjia Afatmesme	266
2.1. Menaxhimi/kontrolli i kostove dhe risqeve.....	288
2.1.1. Kostot.....	288
2.1.2. Menaxhimi i Risqeve.....	288
2.2. Zhvillimi i tregut të titujve shtetërorë.....	300
2.2.1. Rritja e likuiditetit.....	300
2.2.2. Rritja e efijencës.....	311
2.2.3. Rritja e transparencës.....	311
2.3. Menaxhimi i borxhit shtetëror të garantuar.....	311

2.3.1. Kriteret bazë për emetimin e garancive shtetërore	311
2.3.2. Niveli i garancive shtetërore	322
2.4. Pritjet e treguesve bazë dhe analiza e ndjeshmërisë	322
2.4.1. Niveli i borxhit të Qeverisjes Qendrore	322
2.4.2. Shërbimi i borxhit shtetëror	322
2.4.3. Analiza e ndjeshmërisë	333
ANEKS I Analiza e Strategjive Alternative të Financimit	Error! Bookmark not defined.
ANEKS II Akronime dhe Fjalor Teknik	42
ANEKS III Informacione Shtesë	46

PËRMBLEDHJE

Objektivat dhe Qëllimi

Strategjia Afatmesme e Menaxhimit të Borxhit (SAMB) është një plan afatmesëm, të cilin Ministria e Financave dhe Ekonomisë synon ta zbatojë duke pasur si objektiva parësore:

- Plotësimin e nevojave të qeverisë për financim, si edhe nevojave për të shërbyer borxhin aktual me kosto sa më të ulët dhe duke mbajtur nivele të pranueshme të ekspozimit ndaj risqeve;
- Përmirësimin dhe ruajtjen e efikasitetit të tregut primar, mbështetur nga zhvillimi i mëtejshëm i tregut sekondar të titujve shtetërorë vendas.

Në funksion të realizimit të objektivave të sipërpërmendura dhe në përputhje me bazën ligjore në fuqi¹, Ministria e Financave dhe Ekonomisë përgatit dhe përditëson në bazë vjetore dokumentin e SAMB, duke parashtruar planet e financimit me borxh dhe aktivitetet që do të ndërmerren në periudhën afatmesme.

SAMB hartohet dhe përditësohet në linjë me Ligjin Vjetor të Buxhetit, Kuadrin Makroekonomik dhe Fiskal të qeverisë, si edhe me politikën monetare që Banka e Shqipërisë planifikon të zbatojë në periudhën afatmesme 2020-2022.

Qëllimi i SAMB është:

- Të menaxhojë me efikasitet portofolin e borxhit të qeverisjes qendrore, në të cilin përfshihet borxhi shtetëror dhe garancitë shtetërore të huasë;
- Të rrisë transparencën ndaj investitorëve dhe palëve të interesuara në lidhje me planet e huamarrjes së qeverisë; si edhe
- Të qartësojë dhe kuantifikojë objektivat në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme.

Perspektiva Afatmesme

Pavarësisht progresit në drejtim të uljes së ekspozimit ndaj risqeve gjatë viteve të fundit, SAMB 2020-2022, ashtu si edhe strategjia paraardhëse, do të vijojë të ketë në fokus reduktimin e mëtejshëm të riskut të rifinancimit dhe atij të normave të interesit të borxhit të brendshëm. Në këtë drejtim, prioritet do të mbetet zgjatja e jetëgjatësisë së borxhit nëpërmjet uljes së mëtejshme të përqendrimit të titujve afatshkurtër në portofol.

Niveli i financimit të brendshëm do të synohet të mbahet i qëndrueshëm duke mos tejkaluar kapacitetet optimale të tregut. Nëpërmjet titujve afatshkurtër kryesisht do të synohet rifinancimi i titujve ekzistues që maturohen, menaxhimi aktiv i nevojave për likuiditet, si edhe përmirësimi i profilit vjetor të maturimeve. Ndërkohë, nëpërmjet titujve afatgjatë do të synohet të mbulohet financimi i deficitit.

¹ Neni 6 i Ligjit Nr. 9665, datë 18.12.2006, "Për Huamarrjen Shtetërore, Borxhin Shtetëror dhe Garancitë Shtetërore të Huasë në Republikën e Shqipërisë", i ndryshuar.

Në periudhën afatmesme huamarrja e huaj planifikohet të mbulojë mesatarisht deri në 20% të nevojave të përgjithshme për hua të qeverisë dhe do të mbështetet kryesisht në: i) huatë me terma pjesërisht të buta, të cilat do të financojnë projektet ekzistuese dhe projektet e reja të konsideruara si prioritare nga qeveria për zhvillimin e vendit; ii) huatë me terma të buta të akorduara nga institucionet ndërkombëtare financiare për të mbështetur politikat zhvillimore dhe reformat e ndërmarra nga qeveria; si edhe iii) instrumentet financiare të tregjeve të kapitalit mbi baza oportuniste, kryesisht për të mundësuar menaxhimin e detyrimeve të borxhit në valutë dhe për të optimizuar risqet e portofolit.

Zhvillimi i mëtejshëm i tregut primar vendas dhe hedhja e hapave për zhvillimin e tregut sekondar të titujve shtetërorë është një tjetër objektiv parësor i strategjisë afatmesme. Realizimi i suksesshëm i këtij objekti do pasohet me kosto dhe risqe më të ulëta për të gjithë aktorët e tregut, duke përfshirë qeverinë, si edhe investitorët e titujve shtetërorë. Procesi gjatë të cilit do të synohet të përmbushet ky objektiv do të shtrihet në periudhën afatmesme dhe afatgjatë dhe do të kalojë nëpërmjet hallkave të mëposhtme:

- Zhvillimit të kurbës së yield-ve në drejtim të titujve shtetërorë afatmesëm dhe afatgjatë nëpërmjet krijimit dhe konsolidimit të madhësive *benchmark*, si edhe reduktimit të fragmentimit të kërkesës;
- Përshtatjes së politikave të huamarrjes (përfshirë shitjen, parablerjen dhe shkëmbimin e titujve shtetërorë) me kushtet e tregut dhe kërkesën për tituj të caktuar;
- Rritjes së transparencës nëpërmjet konsultimit të vazhdueshëm me aktorët kryesorë të tregut dhe raportimit e publikimit në kohë të rezultateve të ankandëve të titujve shtetërorë;
- Përmirësimit të mëtejshëm të kuadrit ligjor dhe rregullator për emetimin e titujve shtetërorë;
- Diversifikimit dhe zgjerimit të bazës së investitorëve.

MENAXHIMI I BORXHIT

Borxhi i Qeverisjes Qendrore gjatë viteve të fundit përgjithësisht është karakterizuar nga një ecuri pozitive, duke qenë në linjë me objektivat makro-fiskale, nevojat buxhetore për financim dhe objektivat strategjike afatmesëm të menaxhimit të borxhit.

Në përputhje me objektivat makro-fiskale, niveli i borxhit të qeverisjes qendrore në raport me PBB² ka hyrë në trajektore rënëse që prej vitit 2016. Vlerësimet për fundin e vitit 2019 tregojnë një rënie me rreth 2.5 pikë përqindje të borxhit të qeverisjes qendrore në raport me PBB.

Huamarrja i është përgjigjur nevojave buxhetore, duke mundësuar rifinancimin e borxhit ekzistues dhe financimin e deficitit të planifikuar. Nevojat për huamarrje kanë shënuar një rënie graduale, duke reflektuar përmirësimin e profilit të borxhit dhe reduktimin e riskut fiskal të qeverisë.

Gjatë pesëvjeçarit të fundit, burimet e brendshme të financimit kanë mbajtur peshën kryesore në mbulimin e nevojave për huamarrje në terma bruto. Megjithatë, gjatë viteve më të fundit ka spikatur roli i huamarrjes nga jashtë, në funksion të mirëmenaxhimit të likuiditetit dhe shlyerjes së detyrimeve të borxhit në valutë për periudhën afatshkurtër dhe afatmesme. Kjo mënyrë huamarrjeje u diktua nga rënia e normave të interesit në tregjet ndërkombëtare, si edhe nga kushtet e favorshme të financimit nga institucionet financiare ndërkombëtare. Zhvillimin kryesor në këtë aspekt e ka mbartur emetimi i Eurobond-it në shumën 500 milion euro në fund të vitit 2018, i cili u shoqërua me procesin e parablerjes së pjesshme (*buyback*) të Eurobond-it ekzistues në vlerën prej 200 milion Euro.

Ky proces mundësoi jo vetëm plotësimin e nevojave për likuiditet të vitit 2018 dhe 2019, por edhe menaxhimin aktiv të detyrimeve të borxhit, duke mbajtur nën kontroll riskun e rifinancimit dhe atë të normave të interesit në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme.

Objektivat strategjike afatmesëm të menaxhimit të borxhit përgjithësisht janë përmbushur, si në drejtim të arritjes së raporteve optimale ndërmjet kostos dhe risqeve, ashtu edhe në aspektin e zhvillimit të tregut të titujve shtetërorë.

Ekspozimi më i ulët ndaj risqeve është arritur nëpërmjet përqendrimit më të lartë të huamarrjes së brendshme tek titujt afatgjatë me norma interesi fikse.

Nga ana tjetër, rënia e normave të interesit shoqëruar me përdorimin më të lartë të burimeve të huaja të financimit me natyrë dypalëshe dhe shumëpalëshe, kanë ndikuar në optimizimin e kostos së përgjithshme të huamarrjes.

Në këtë aspekt, vlen të përmendet se gjatë viteve të fundit kostot për njësi të borxhit, janë ulur ndjeshëm, pavarësisht rritjes së stokut të borxhit në vlerë absolute.

² PBB e përdorur në raportet me të dhënat faktike deri në vitin 2018, i referohet Kuadrit Makroekonomik dhe Fiskal (2020-2022), të miratuar me VKM Nr. 4, datë 09.01.2019. Ndërkohë, PBB e përdorur në raportet me të dhënat e projektuara i referohet të dhënave të Draft-Kuadrit Makroekonomik dhe Fiskal (2021-2023).

Në funksion të arritjes së objektivit për përmirësimin e mëtejshëm të tregut primar të titujve shtetërorë, si edhe krijimin e kushteve për zhvillimin e tregut sekondar, janë ndjekur hapat e nevojshëm që kanë synuar rritjen e eficiencës, likuiditetit dhe transparencës.

Në këtë drejtim vlen të përmendet zbatimi i projektit pilot për emetimin e obligacioneve referencë, i cili ka filluar me obligacionin 5 vjeçar gjatë vitit 2018 dhe është shtrirë edhe në obligacionin 3 vjeçar gjatë vitit 2019.

Nga ana tjetër, baza e investitorëve për titujt shtetërorë, megjithëse mbetet ende jo shumë e diversifikuar dhe e përqendruar kryesisht tek sektori bankar, ka shfaqur një shtrirje më të gjerë drejt institucioneve jo-financiare, financiare jo-banka, si edhe drejt individëve.

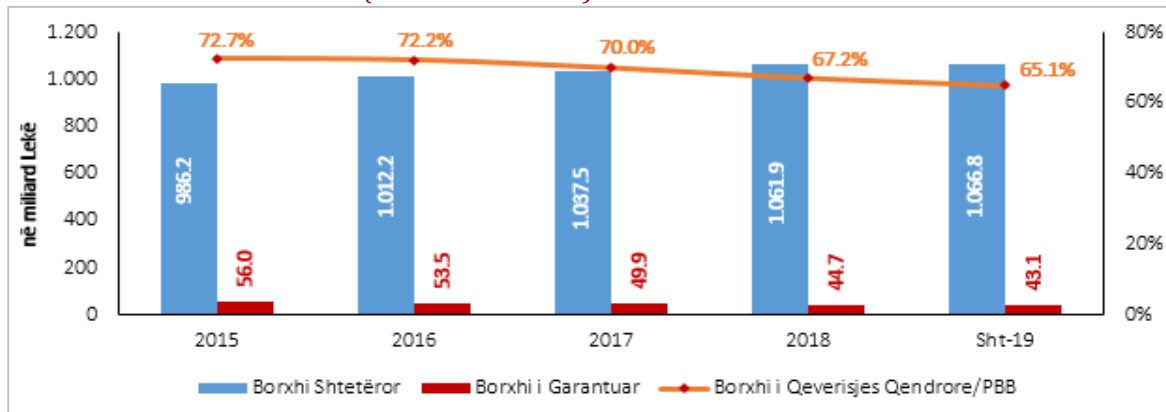
Në periudhën afatmesme menaxhimi i borxhit do të vijojë të synojë përmirësimin e mëtejshëm të profilit të borxhit (kryesisht atë të portofolit të borxhit të brendshëm), si në terma të ekspozimit sa më të ulët ndaj risqeve, ashtu edhe në terma të mbajtjes nën kontroll të kostove të borxhit.

I. SITUATA E BORXHIT TË QEVERISJES QENDRORE

1. Ecuria e Borxhit të Qeverisjes Qendrore

Në përputhje me objektivat makro-fiskale për konsolidimin e financave publike, niveli i borxhit të qeverisjes qendrore në raport me PBB ka hyrë në trajektore rënëse që prej vitit 2016. Kjo tendencë pritet të vijojë edhe përgjatë vitit 2019, pasi parashikimet sinjalizojnë një rënie të nivelit të borxhit me rreth 2.5 pp krahasuar me fundin e vitit të kaluar. Faktorët kryesorë që kanë ndikuar në uljen e nivelit të borxhit në raport me PBB kanë qenë: konsolidimi fiskal, norma e rritjes ekonomike më e lartë se norma e rritjes së borxhit dhe mbiçmimi i monedhës vendase në raport me monedhat e tjera që përbëjnë portofolin e borxhit.

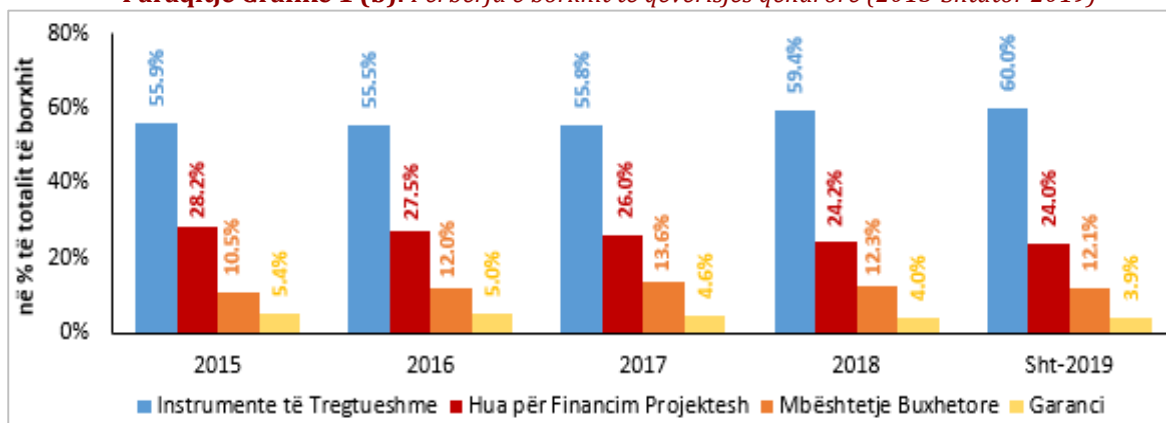
Paraqitje Grafike 1 (a): Borxhi i qeverisjes qendrore në vlerë absolute dhe relative ndaj PBB (2015-Shtator 2019)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Gjatë viteve të fundit, nga pikëpamja e kompozimit të borxhit të qeverisjes qendrore, karakteristikë ka qenë rritja e peshës së instrumenteve të tregtueshme (bono thesari, obligacione, eurobond) dhe huave në formën e mbështetjes buxhetore. Rritja e peshës së këtyre instrumenteve ka ardhur si rezultat i shfrytëzimit të kushteve të favorshme të tregjeve ndërkombëtare dhe shfrytëzimit të burimeve të favorshme të financimit të vendosura në dispozicion nga institucionet financiare ndërkombëtare.

Paraqitje Grafike 1 (b): Përbërja e borxhit të qeverisjes qendrore (2015-Shtator 2019)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

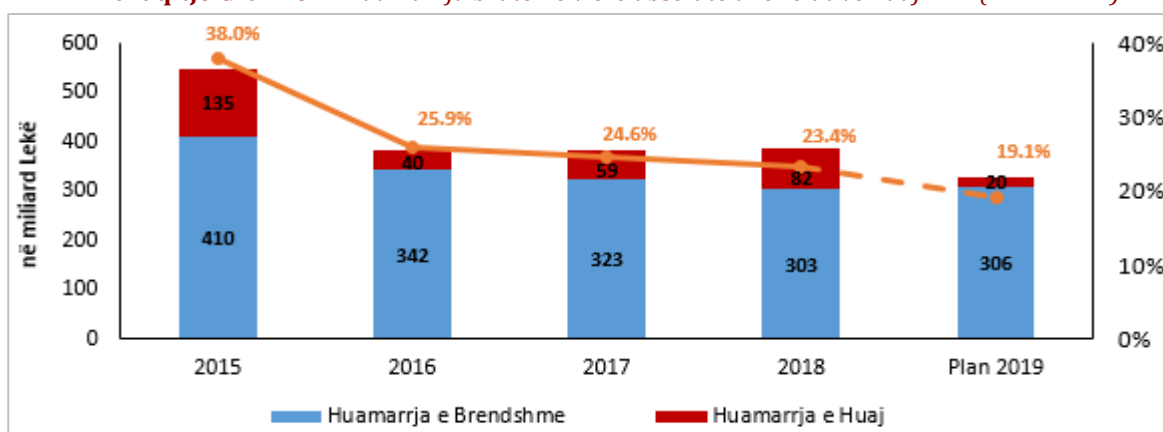
2. Realizimi i Huamarrjes

Huamarrja gjatë viteve të fundit ka mundësuar sigurimin e likuiditetit për nevojat buxhetore dhe menaxhimin e detyrimeve të borxhit, si edhe ka financuar deficitin buxhetor të planifikuar, në përputhje me objektivat strategjikë për uljen e ekspozimit ndaj risqeve.

Nevojat për hua në raport me PBB janë ulur gradualisht duke reflektuar konsolidimin e strukturës së borxhit të brendshëm dhe reduktimin e riskut fiskal të qeverisë.

Burimi kryesor i huamarrjes vazhdon të mbetet tregu i brendshëm, megjithëse gjatë vitit 2018 ka pasur një rritje në drejtim të financimit të huaj si rezultat i emetimit të Eurobondit.

Paraqitje Grafike 2: Huamarrja bruto në vlerë absolute dhe relative ndaj PBB (2015-2019)

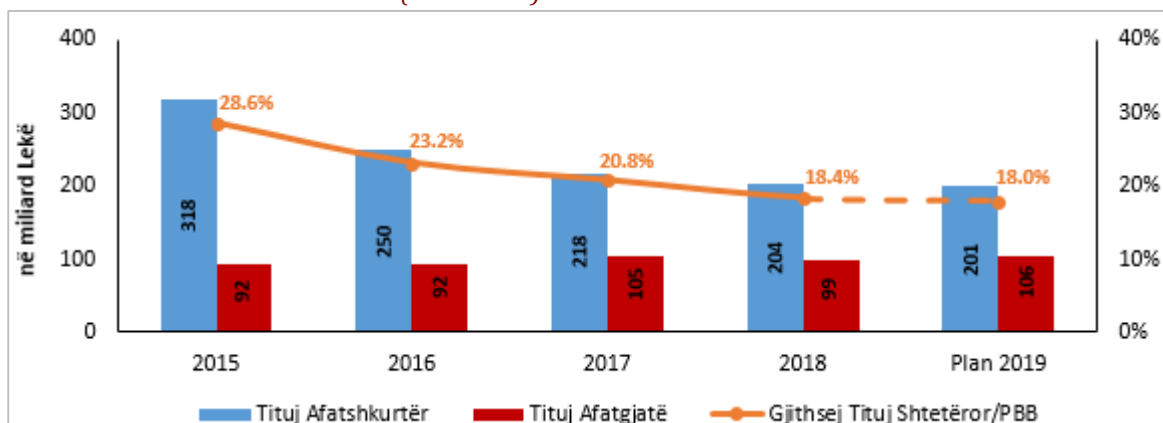


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

2.1. Huamarrja e Brendshme

Në linjë me objektivat për reduktimin e risqeve të portofolit të borxhit të brendshëm, nevojat për hua nëpërmjet burimeve të brendshme janë reduktuar ndjeshëm, duke mundësuar uljen e huamarrjes nëpërmjet titujve afatshkurtër.

Paraqitje Grafike 2.1 (a): Huamarrja e brendshme në vlerë absolute dhe në raport me PBB (2015-2019)

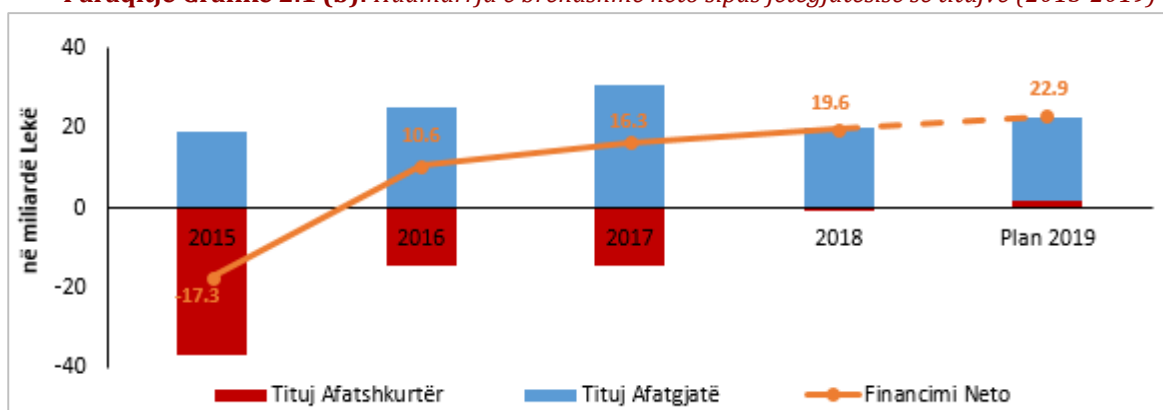


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Huamarrja nëpërmjet titujve afatshkurtër kryesisht ka shërbyer për të realizuar rifinancimin e këtyre titujve dhe menaxhimin e nevojave afatshkurtra për likuiditet, ndërkohë që

financimi i deficitit (borxhi i ri) është siguruar kryesisht nëpërmjet titujve afatgjatë, duke qenë në linjë me objektivat për reduktimin e riskut të rfinansimit.

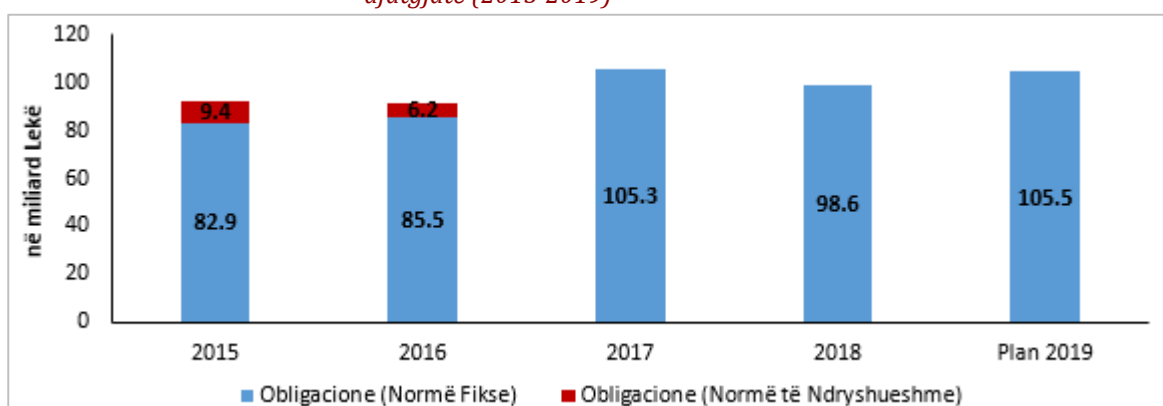
Paraqitje Grafike 2.1 (b): Huamarrja e brendshme neto sipas jetëgjatësisë së titujve (2015-2019)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Ndërkohë, në linjë me objektivat për reduktimin e riskut të normave të interesit, si edhe duke shfrytëzuar prirjet rënëse të normave të interesit gjatë viteve të fundit, huamarrja nëpërmjet titujve afatgjatë me norma interesi të ndryshueshme u reduktua gradualisht deri në tërheqjen e përkohshme të këtyre titujve nga tregu.

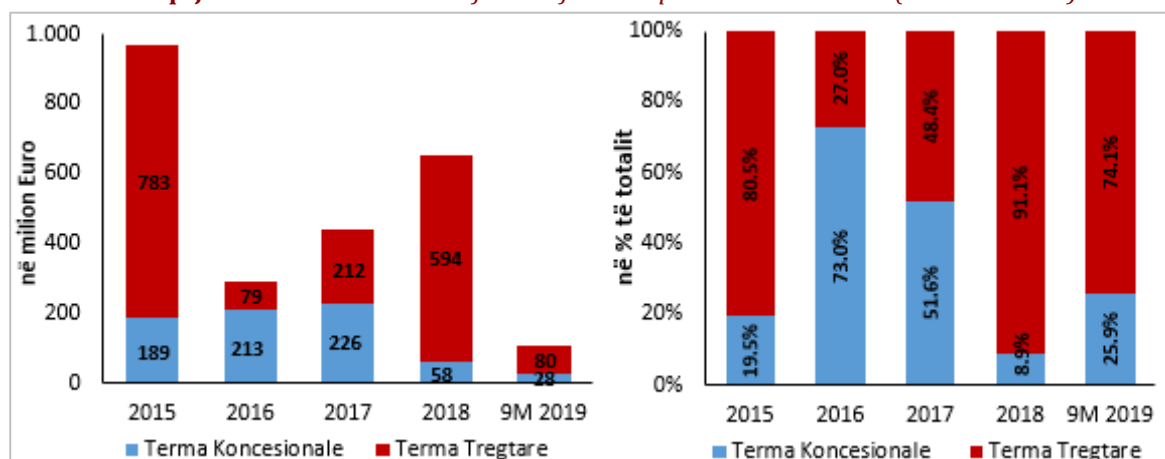
Paraqitje Grafike 2.1 (c): Huamarrja e brendshme bruto sipas normës së interesit të titujve afatgjatë (2015-2019)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

2.2. Huamarrja e Huaj

Gjatë pesë viteve të fundit huamarrja e huaj ka mbuluar mesatarisht rreth 15% të nevojave të përgjithshme të qeverisë për hua. Burimet kryesore të financimit mbeten burimet shumëpalëshe dhe ato dypalëshe, të cilat kryesisht janë përdorur për të financuar projektet prioritare, si edhe politikat zhvillimore dhe reformat e ndërmarra nga qeveria. Këto burime kanë pasur një ndikim të rëndësishëm kryesisht në aspektin e optimizimit të kostove të borxhit dhe sigurimit të valutës së nevojshme për të shërbyer detyrimet e borxhit në valutë.

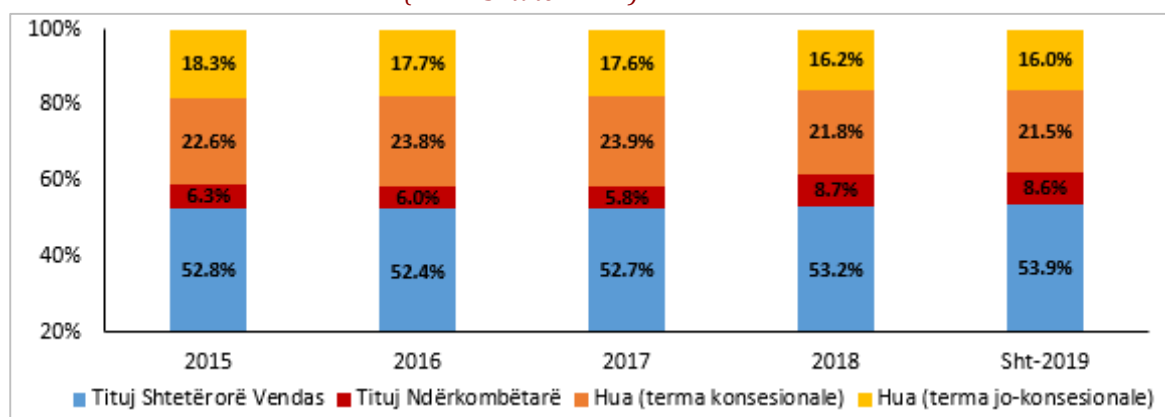
Paraqitje Grafike 2.2: Huamarrja e huaj bruto sipas koncesionalitetit (2015-9m 2019)

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Gjithashtu edhe huamarrja nëpërmjet burimeve private, në formën e Eurobond-it dhe PBG (në vitet 2015 dhe 2018) kanë luajtur një rol të rëndësishëm në plotësimin e nevojave për hua, si edhe në menaxhimin aktiv të likuiditetit dhe detyrimeve të borxhit. Emetimi i Eurobondit në vlerën 500 milion Euro në vitin 2018, i cili u shoqërua me procesin e parablerjes së pjeshme (*buyback*) të Eurobond-it ekzistues në vlerën prej 200 milion Euro, mundësoi jo vetëm plotësimin e nevojave për likuiditet të vitit 2018 dhe vitit pasardhës, por edhe menaxhimin aktiv të detyrimeve të borxhit për të mbajtur nën kontroll riskun e rifinancimit dhe atë të normave të interesit në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme.

3. Portofoli i Borxhit Shtetëror

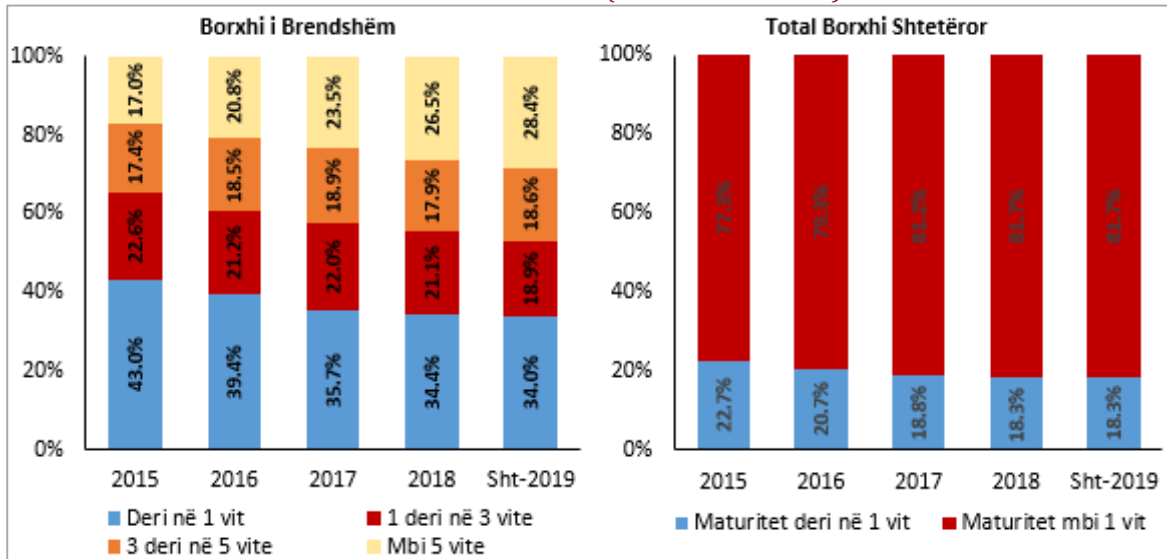
Nga pikëpamja e kompozimit sipas instrumenteve, titujt shtetërorë vendas vijojnë të dominojnë më shumë se gjysmën e portofolit të borxhit shtetëror. Ndërkohë, në portofolin e borxhit të jashtëm ka një tendencë në drejtim të rritjes së përqendrimit të titujve ndërkombëtarë, duke reflektuar politikën e huamarrjes gjatë viteve të fundit, të cilat nisur edhe nga kufizimet e tregut të brendshëm kanë pasur si qëllim uljen e presionit të huamarrjes së brendshme për të lehtësuar procesin e ristrukturimit të portofolit të borxhit të brendshëm dhe stimuluar kreditimin e sektorit privat

Paraqitje Grafike 3(a): Kompozimi i portofolit të borxhit shtetëror sipas instrumenteve (2015-Shtator 2019)

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Për sa i përket kompozimit të portofolit të borxhit shtetëror sipas maturitetit (original) të instrumenteve të huasë, vërehet një reduktim gradual i përqendrimit të instrumenteve afatshkurtra, duke reflektuar politikat e ndërmarra në kuadër të menaxhimit të risqeve në portofolin e borxhit të brendshëm.

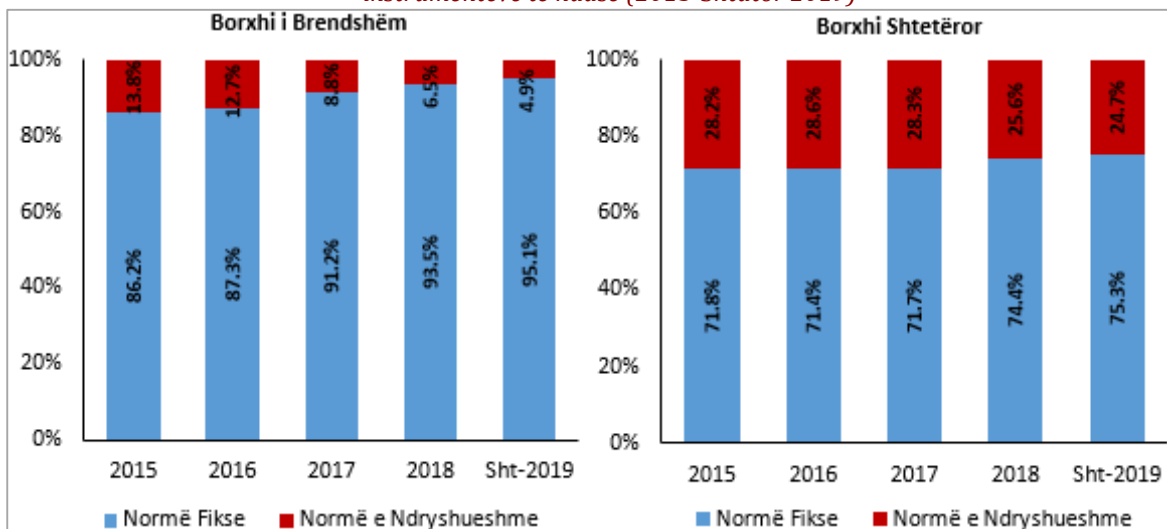
Paraqitje Grafike 3(b): Kompozimi i portofolit të borxhit shtetëror sipas maturitetit original të instrumenteve të huasë (2015- Shtator 2019)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Mbi 70% e portofolit të borxhit shtetëror përbëhet nga instrumente me norma interesi fikse. Gjatë viteve të fundit ka pasur një tendencë në drejtim të uljes së përqendrimit të instrumenteve me norma interesi të ndryshueshme në portofolin e borxhit të brendshëm, duke reflektuar politikat e ndërmarra në kuadër të menaxhimit të riskut të normave të interesit.

Paraqitje Grafike 3(c): Kompozimi i portofolit të borxhit shtetëror sipas tipit të interesit të instrumenteve të huasë (2015-Shtator 2019)



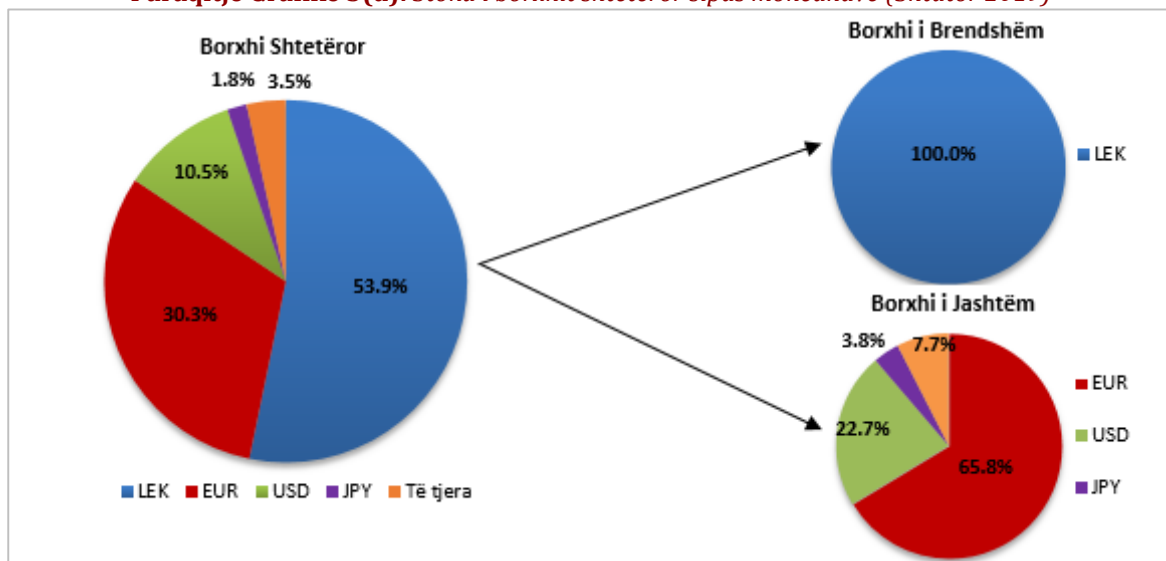
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Portofoli i borxhit shtetëror vazhdon të mbizotërohet në mbi 50% nga monedha vendase, ndërkohë që ndiqet nga monedha Euro dhe USD.

Portofoli i borxhit të brendshëm përbëhet tërësisht nga tituj të denominuar në monedhë vendase, pasi gjatë dy viteve të fundit nuk ka pasur emetim të titujve vendas në valutë.

Portofoli i borxhit të jashtëm, pavarësisht diversifikimit të viteve të fundit, vazhdon të dominohet në mbi 65% nga monedha Euro, duke e bërë të ndjeshëm ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit EUR/LEK. Megjithatë, përqendrimi i lartë i portofolit të borxhit të huaj në monedhën Euro është në përputhje me objektivat strategjike, si edhe aspiratat e vendit për t'u integruar në Bashkimin Evropian.

Paraqitje Grafike 3(d): Stoku i borxhit shtetëror sipas monedhave (Shtator 2019)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

4. Portofoli i Borxhit Shtetëror të Garantuar

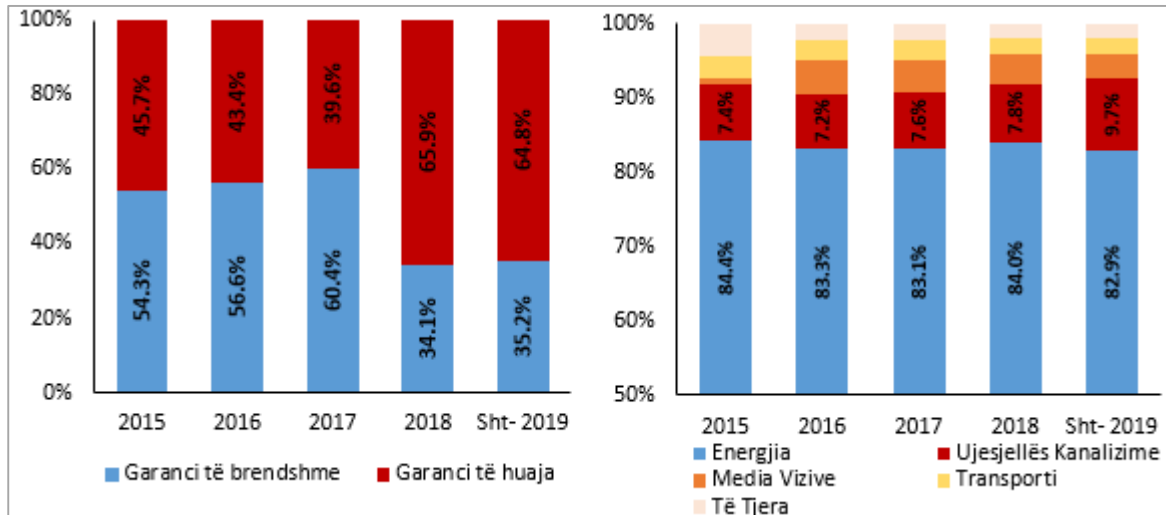
Në shtator 2019, portofoli i borxhit shtetëror të garantuar vlerësohet në rreth 3.9% të portofolit të borxhit të qeverisjes qendrore. Borxhi i garantuar gjatë viteve të fundit ka ardhur duke u reduktuar kryesisht për shkak të nivelit relativisht më të lartë të ripagesave në raport me disbursimet e huave ekzistuese, si edhe për shkak të emetimeve në masë të kufizuar të garancive të reja.

Ndër vite portofoli i borxhit të garantuar ka qenë i dominuar nga garancitë e emetuara në favor të tregut të brendshëm. Këto garanci kanë garantuar linjat e huave afatshkurtra të marra nga Korporata Elektroenergjitike Shqiptare (KESH sh.a.) për të mundësuar aktivitetin e saj. Maturiteti afatshkurtër dhe normat e interesit tregtare kanë bërë që këto hua të paraqesin një risk rifinancimi relativisht të lartë për KESH sh.a. dhe rrjedhimisht edhe për qeverinë që është garant i tyre. Megjithatë, që prej vitit 2018 risku i qeverisë që buron nga këto garanci është reduktuar ndjeshëm, si rezultat i bërjes efektive të marrëveshjes së huasë ndërmjet KESH sh.a. dhe BERZH. Kjo marrëveshje mundësoi reduktimin e më shumë se gjysmës së portofolit të garancive të brendshme, duke zbutur ndjeshëm riskun e rifinancimit që mund të buronte nga risku sistematik i sektorit bankar vendas, ose ndryshimi i politikave investuese të bankave që kishin financuar huatë e KESH sh.a.. Në dallim nga garancitë e brendshme,

garancitë e huaja paraqesin më pak risk pasi garantojnë kryesisht hua afatgjata me norma interesi të favorshme.

Pavarësisht sa më sipër, garancitë shtetërore të huasë vazhdojnë të paraqesin risqe, pasi më shumë se 80% e tyre i përkasin sektorit të energjisë, duke e bërë buxhetin e shtetit të ndjeshëm ndaj çdo risku që mund të paraqesë ky sektor.

Paraqitje Grafike 4: Kompozimi i garancive shtetërore të huasë (2015-Shtator 2019)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

5. Menaxhimi i Kostove dhe Risqeve

Gjatë viteve të fundit, portofoli i borxhit shtetëror është karakterizuar nga përmirësimi i raportit midis kostos dhe risqeve. Kosto e borxhit është ulur ndjeshëm dhe struktura e borxhit është përmirësuar, kryesisht në aspektin e reduktimit të ekspozimit ndaj riskut të refinancimit dhe riskut të normave të interesit.

Përmirësimi i raportit ndërmjet kostos dhe riskut ka ardhur jo vetëm si rezultat i mirëmenaxhimit në përputhje me objektivat strategjikë, por edhe si rezultat i kushteve të favorshme të tregjeve dhe faktorëve makroekonomikë të vendit, të tillë si:

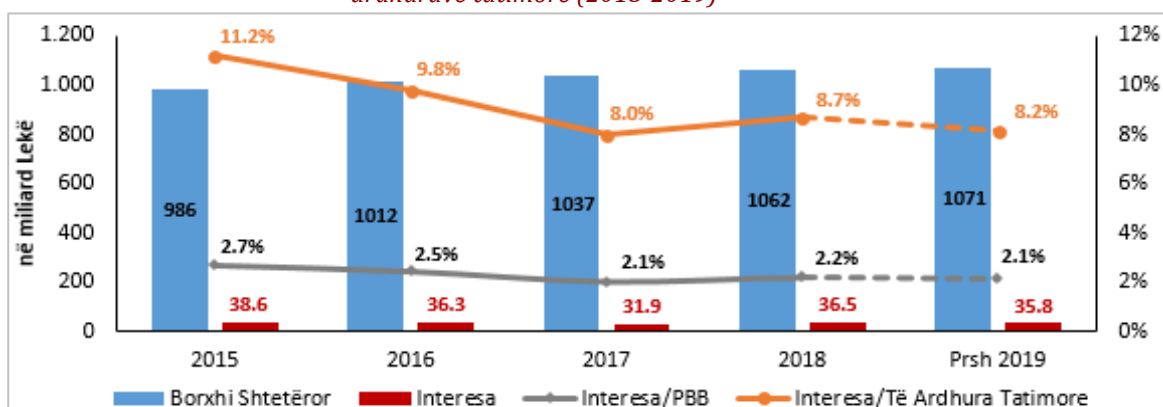
- Ulja e normave bazë të interesit në tregun e brendshëm dhe atë të huaj, si rezultat i politikave monetare lehtësuese të bankave qendrore;
- Disponueshmëria në nivele të konsiderueshme e burimeve të huaja të financimit me norma interesi të favorshme (koncesionale);
- Kërkesa e kënaqshme për titujt shtetërorë afatgjatë me norma interesi fikse;
- Ulja e kursit të këmbimit EUR/LEK dhe lëvizja e këtij kursi përgjithësisht në drejtim të kundërt me kursin USD/LEK.

Pavarësisht përmirësimeve të mësipërme, niveli relativisht i lartë i borxhit shoqëruar me ndjeshmërinë nga faktorët e jashtëm, bëjnë që risqet të jenë ende të konsiderueshme dhe masat për reduktimin e mëtejshëm të jenë të nevojshme.

5.1. Kostot

Shpenzimet për interesa të borxhit shtetëror ndaj të ardhurave tatimore dhe PBB, gjatë viteve të fundit kanë ndjekur një trajektore rënëse, duke patur një rritje gjatë vitit 2018, të ndikuar kryesisht nga rritja e stokut të borxhit në vlerë absolute dhe efekti i parablerjes së Eurobond-it që maturohet në vitin 2020.

Paraqitje Grafike 5.1 (a): *Interesat e borxhit shtetëror në vlerë absolute dhe relative ndaj PBB dhe të ardhurave tatimore (2015-2019)*

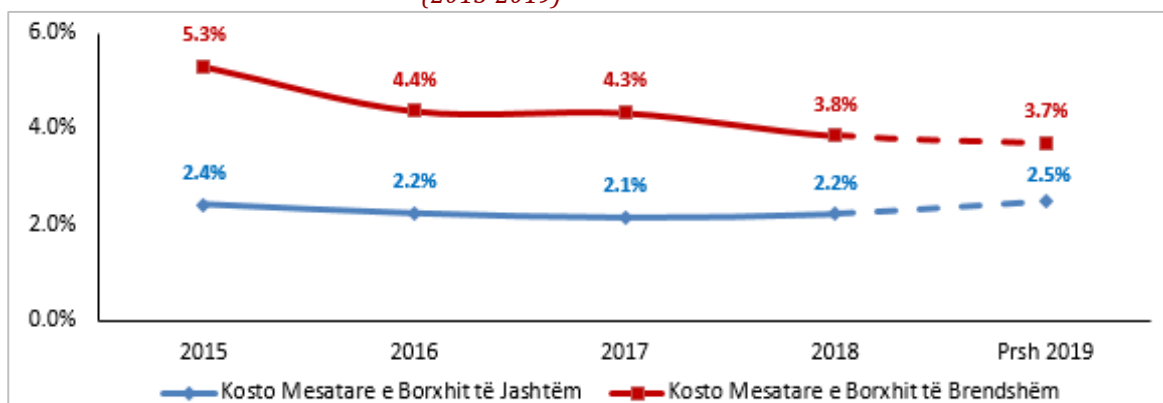


Burimi: *Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)*

Kosto mesatare e borxhit të brendshëm (norma mesatare e ponderuar) ka ardhur në rënie, megjithëse në portofolin e borxhit është rritur ndjeshëm përqendrimi i titujve afatgjatë, duke reflektuar një përmirësim në raportin ndërmjet koston dhe riskut. Ulja e koston mesatare ka ardhur për shkak të rënies së vazhdueshme të normave të interesit në tregun e brendshëm dhe zëvendësimit të borxhit që maturohet me borxh me norma interesi më të favorshme.

Në dallim nga borxhi i brendshëm, kosto mesatare e borxhit të jashtëm ndër vite ka qenë më e qëndrueshme, ndërkohë që gjatë dy viteve të fundit paraqet një tendencë të moderuar rritëse, të ndikuar kryesisht nga rritja e stokut me instrumente të tregtueshme. Portofoli i borxhit të jashtëm ka kosto më të ulët se borxhi i brendshëm, pasi pothuajse gjysma e këtij portofoli përbëhet nga hua me terma koncesionale, ndërkohë që edhe instrumentet e tregtueshme si Eurobond-i emetohen në tregje shumë më konkurruese dhe likuide se tregu vendas.

Paraqitje Grafike 5.1(b): *Kosto mesatare për njësi e borxhit të brendshëm dhe të jashtëm (2015-2019)*



Burimi: *Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)*

5.2. Risqet

Ekspozimi i portofolit të borxhit ndaj risqeve është arritur të menaxhohet me sukses, në linjë me objektivat strategjikë afatmesëm. Ulja e peshës së titujve afatshkurtër dhe atyre me norma interesi të ndryshueshme në portofolin e borxhit të brendshëm, kanë qenë faktorët përcaktues në reduktimin e riskut të rifinancimit dhe riskut të normave të interesit. Megjithatë, duke konsideruar bazën e investitorëve jo shumë të diversifikuar dhe mungesën e një tregu sekondar aktiv, borxhi i brendshëm mbetet ende i ekspozuar ndaj këtyre risqeve, duke e bërë të nevojshme vazhdimin e masave për ristrukturimin e mëtejshëm të portofolit dhe zhvillimin e tregut të titujve.

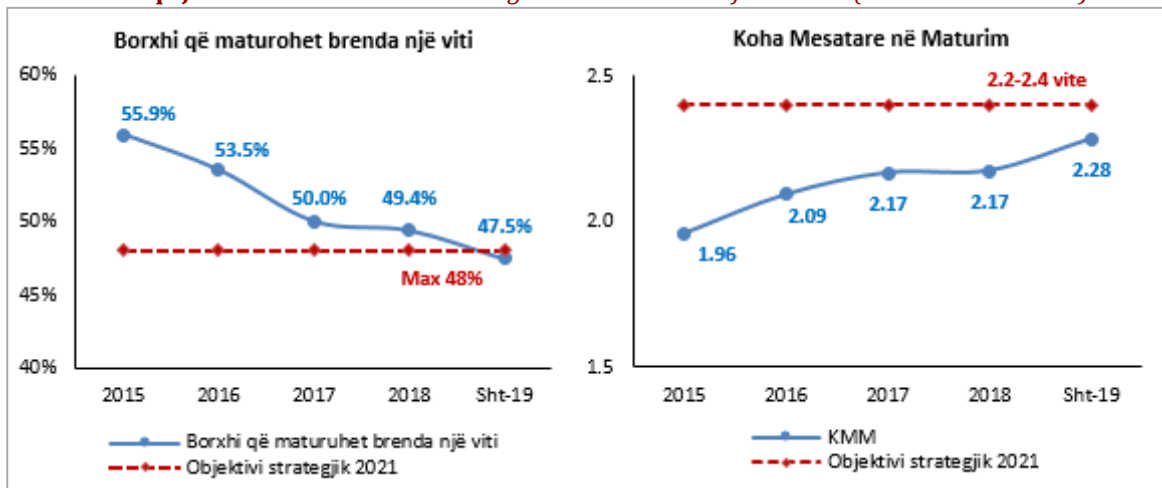
Ndërkohë, risku i kursit të këmbimit vijon të mbahet nën kontroll duke qëndruar ndjeshëm nën kufirin strategjik.

5.2.1. Risku i rifinancimit

Një ndër objektivat kryesore të SAMB është reduktimi i riskut të rifinancimit kryesisht në portofolin e borxhit të brendshëm, pasi borxhi i jashtëm paraqet më pak risk duke qenë se është i përbërë nga instrumente me afat të gjatë maturimi dhe me profile amortizimi të shtrira gjatë në kohë.

Risku i rifinancimit në portofolin e borxhit të brendshëm është reduktuar ndjeshëm gjatë viteve të fundit. Treguesit që vlerësojnë këtë risk kanë evoluar në drejtim të objektivave strategjikë. Ndikim në përmirësimin e riskut të rifinancimit të borxhit të brendshëm ka pasur ulja e peshës së instrumenteve afatshkurtra me rreth 8.9 pp në harkun kohor të 5 viteve (nga 43.0% në fund të vitit 2015 në 34.1% në shtator 2019).

Paraqitje Grafike 5.2.1: Ecuria e treguesve të riskut të rifinancimit (2015–Shtator 2019)



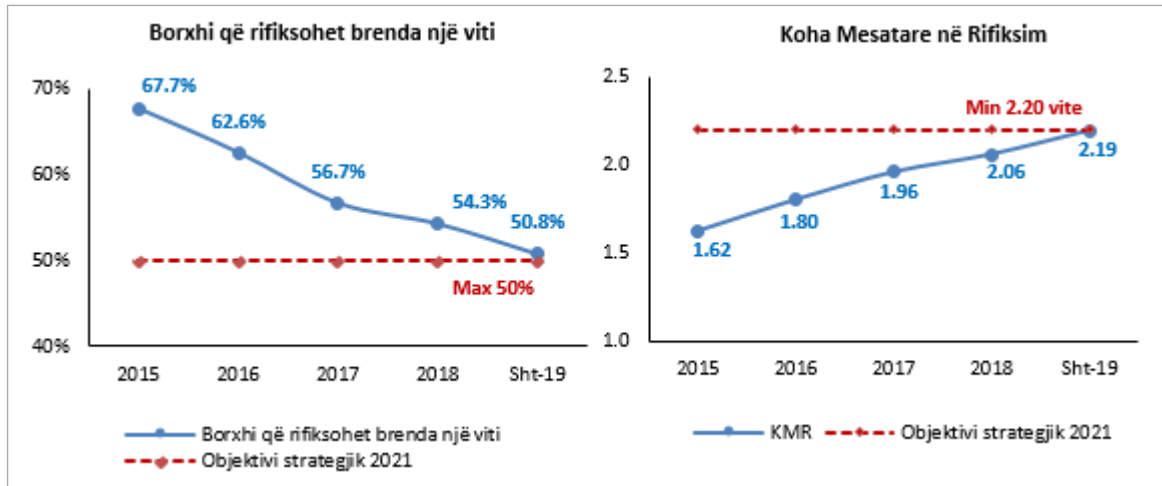
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

5.2.2. Risku i normave të interesit

Treguesit e riskut të normave të interesit janë përmirësuar ndjeshëm duke qenë në linjë me objektivat strategjikë. Faktorët kryesorë që kanë ndikuar në uljen e ekspozimit të këtij risku

kanë qenë ulja e peshës së titujve afatshkurtër³ dhe atyre me norma interesi të ndryshueshme në portofolin e borxhit të brendshëm, përkatësisht me rreth 8.92 pp dhe 8.93 pp në harkun kohor të pesë viteve. Përmirësimi i riskut të normave të interesit ka ulur ndjeshmërinë e borxhit nga goditjet e normave të interesit, duke reduktuar burimet që qeveria duhet të angazhojë në raste të tilla.

Paraqitje Grafike 5.2.2: Ecuria e treguesve të riskut të normave të interesit (2015-Shtator 2019)

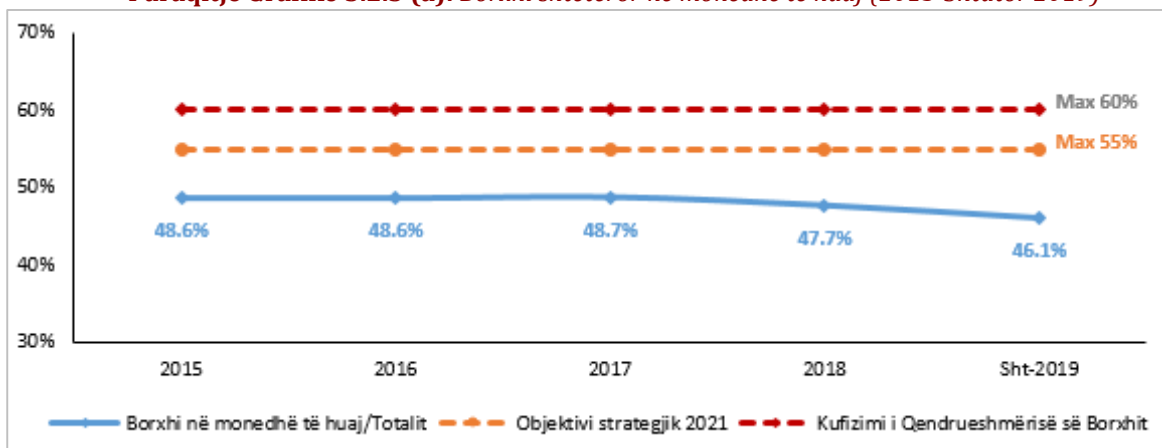


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

5.2.3. Risku i kursit të këmbimit

Ekspozimi ndaj riskut të kursit të këmbimit është mbajtur nën kontroll, pasi stoku i borxhit shtetëror në monedhë të huaj vazhdon të qëndrojë ndjeshëm nën kufirin strategjik dhe atë të qëndrueshmërisë së borxhit.

Paraqitje Grafike 5.2.3 (a): Borxhi shtetëror në monedhë të huaj (2015-Shtator 2019)



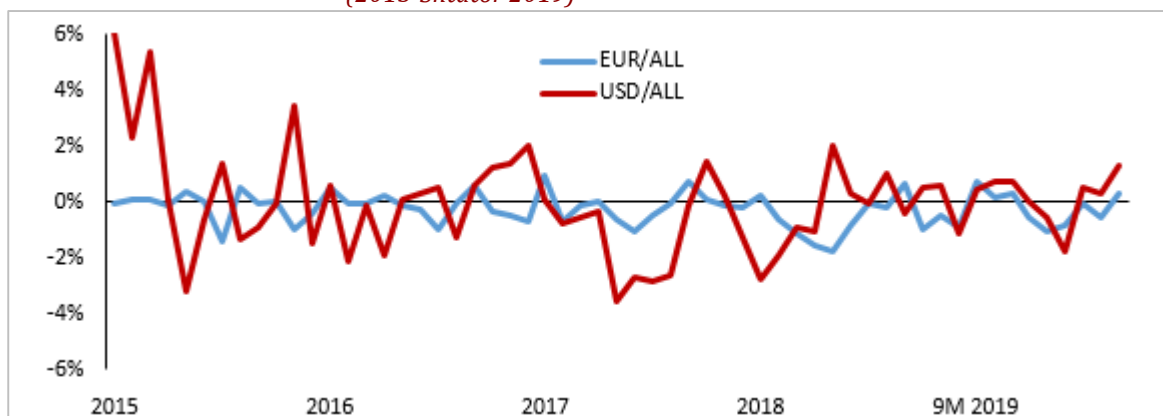
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Portofoli i borxhit shtetëror në monedhë të huaj gjatë viteve të fundit ka pasur tendencë diversifikimi në drejtim të uljes së peshës së monedhës Euro dhe rritjes së peshës së monedhave të tjera. Pavarësisht këtij zhvillimi, portofoli i borxhit të jashtëm vazhdon të jetë

³ Titujt afatshkurtër nga pikëpamja e riskut të normave të interesit konsiderohen si instrumente me norma interesi të ndryshueshme.

i përqendruar në mbi 60%⁴ në monedhën Euro, duke e bërë atë të ndjeshëm ndaj luhatjeve të kësaj monedhe. Megjithatë, përqendrimi i lartë i borxhit në monedhën Euro nuk ka krijuar kosto shtesë për shkak të mbiçmimit të monedhës vendase dhe për shkak të lëvizjes së kursit të këmbimit EUR/LEK përgjithësisht në drejtim të kundërt me kursin USD/LEK⁵, duke neutralizuar efektet e njëri-tjetrit.

Paraqitje Grafike 5.2.3 (b): *Ndryshimi në kursin e këmbimit mesatar mujor EUR/LEK dhe USD/LEK (2015-Shtator 2019)*

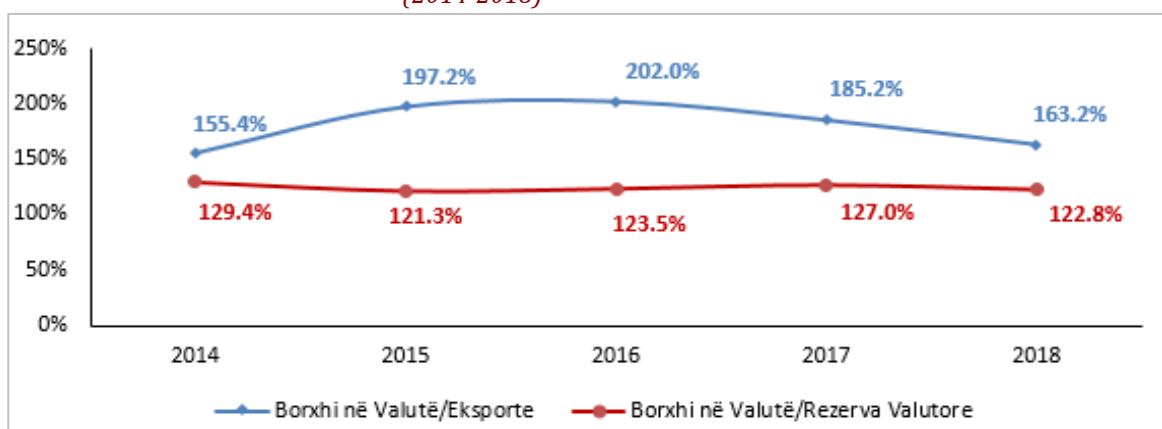


Burimi: *Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)*

Raportet e borxhit në monedhë të huaj kundrejt eksporteve dhe rezervës valutore janë tregues të rëndësishëm, të cilët vlerësojnë aftësinë për të përmbushur detyrimet që lindin nga borxhi në valutë.

Gjatë viteve të fundit, ritmet e rritjes së borxhit në monedhë të huaj përgjithësisht kanë qenë në nivele të ngjashme me ritmet e rritjes së rezervës valutore. Ndërkohë, në raport me eksportet kanë qenë ndjeshëm më të larta, por duke shfaqur një përmirësim duke filluar nga viti 2016.

Paraqitje Grafike 5.2.3(c): *Raporti i borxhit në valutë ndaj eksporteve dhe rezervës valutore (2014-2018)*



Burimi: *Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019); INSTAT (2019); Banka e Shqipërisë (2019)*

⁴ Duke përfshirë edhe peshën që mban monedha EUR brenda shportës së monedhave SDR dhe ACU.

⁵ Monedha USD zë rreth 22.7% të portofolit të borxhit të jashtëm, duke u vlerësuar si monedha e dytë më e rëndësishme dhe si një nga monedhat me kursin më të luhatshëm në portofol.

5.2.4. Risku i likuiditetit

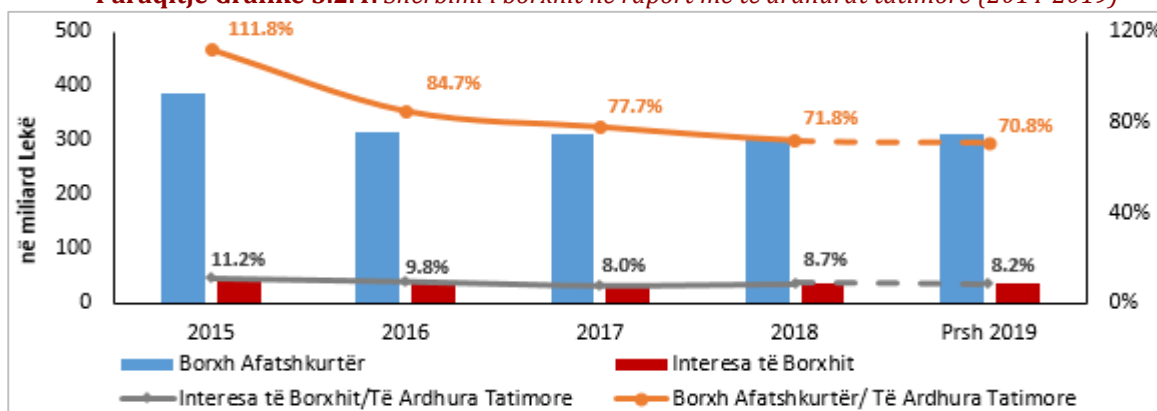
Risku i likuiditetit gjatë viteve të fundit tenton të zbutet, ndërkohë që nevojat e qeverisë për likuiditet janë menaxhuar me sukses, pa ushtruar presion në tregun e brendshëm.

Nga ana tjetër, që prej vitit 2017 është mundësuar krijimi i një rezerve monetare (*cash buffer*), e cila do të mbulojë pjesërisht nevojat për likuiditet të qeverisë në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme.

Në këtë drejtim rol të rëndësishëm ka luajtur edhe Komiteti i Menaxhimit të Borxhit dhe Likuiditetit, i cili mbledhet periodikisht për të analizuar dhe planifikuar gjendjen e likuiditetit në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme.

Treguesit që vlerësojnë riskun e likuiditetit kanë pësuar një përmirësim të ndjeshëm, kryesisht si rezultat i masave të marra në kuadër të reduktimit të riskut të rifinancimit. Raportet e shpenzimeve për interesa të borxhit shtetëror dhe borxhit shtetëror afatshkurtër⁶ ndaj të ardhurave tatimore janë reduktuar ndjeshëm, duke qenë në linjë me objektivat për konsolidimin e risqeve fiskale.

Paraqitje Grafike 5.2.4: Shërbimi i borxhit në raport me të ardhurat tatimore (2014-2019)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

6. Zhvillimet e Tregut Primar të Titujve Shtetërorë

Tregu primar i titujve shtetërorë ka shfaqur zhvillime pozitive, ndër të cilat mund të përmenden: i) kërkesa e tregut për tituj shtetërorë në nivele të kënaqshme, e cila ka arritur të mbulojë nevojat e qeverisë për huamarrje në përputhje me objektivat strategjikë; ii) ndërmarrja e aktiviteteve në kuadër të përmirësimit të infrastrukturës së tregut të titujve shtetërorë; dhe iii) zbutja e volatilitetit të normave të interesit.

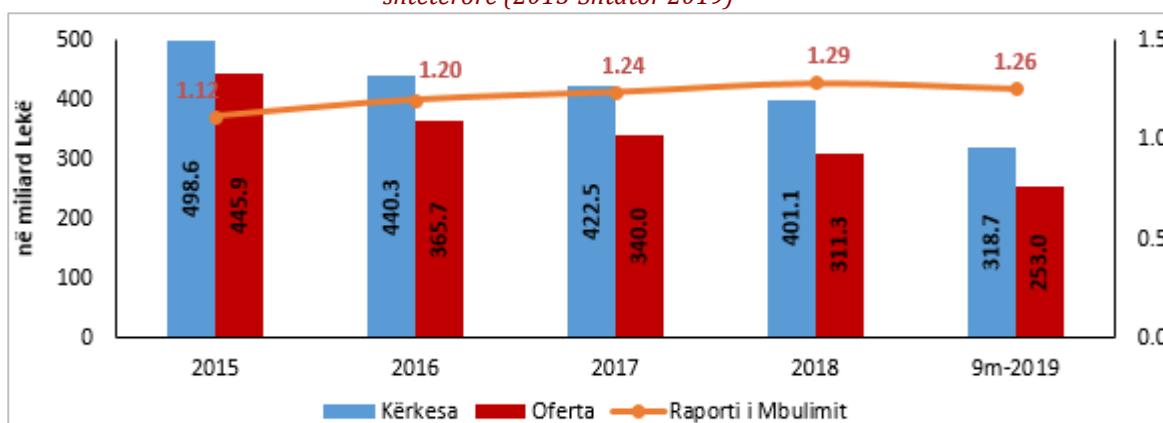
6.1. Ecuria e ankandeve dhe kërkesa për tituj shtetërorë

Kërkesa për tituj shtetërorë përgjithësisht vazhdon të jetë e ngjashme, duke mos paraqitur ndryshime të theksuara në vitet e fundit. Ajo vazhdon të mbështetet tek investitorët vendas (rezident), ndërkohë që sektori bankar mbetet burimi kryesor i kërkesës.

⁶ I referohet borxhit shtetëror të brendshëm dhe atij të huaj me maturitet të mbetur deri në një vit.

Vërehet një përmirësim i dukshëm në raportin e mbulimit (kërkesë/ofertë), megjithëse vlen të theksohet se përmirësimi buron kryesisht nga reduktimi i nevojave të qeverisë për hua në tregun e brendshëm. Karakteristikat e kërkesës kanë qenë pozitive, pasi ka pasur një prirje të saj në drejtim të titujve afatgjatë duke i mundur qeverisë realizimin e huamarrjes në përputhje me objektivat strategjike për reduktimin e risqeve të portofolit të borxhit të brendshëm.

Paraqitje Grafike 6.1 (b): Treguesit e ecurisë së kërkesës dhe ofertës në tregun primar të titujve shtetërorë (2015-Shtator 2019)

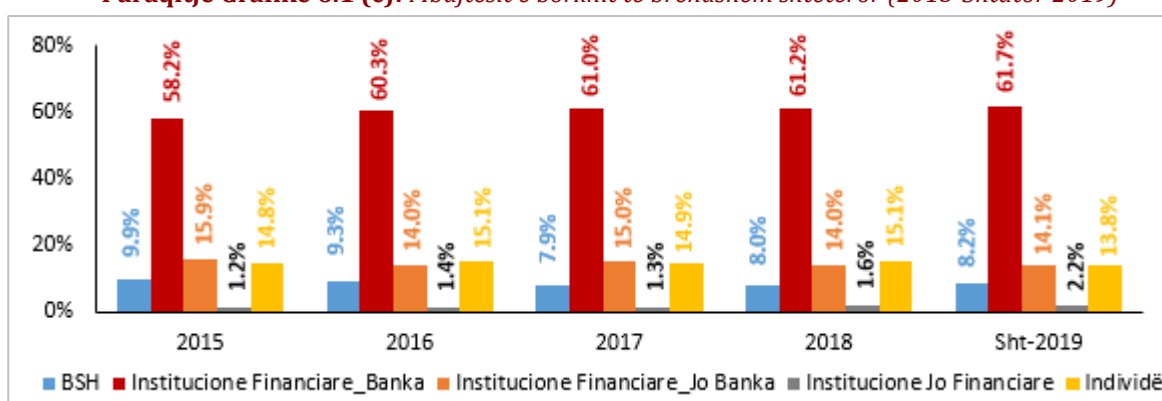


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Karakteristikat e kërkesës përgjithësisht reflektohen edhe në drejtim të mbajtësve të borxhit. Portofoli i borxhit të brendshëm, vazhdon të jetë i përqendruar në mbi 60% tek sektori bankar duke e bërë atë të ndjeshëm ndaj risqeve sistemike të sektorit bankar dhe ndryshimeve në politikat investuese të bankave.

Banka e Shqipërisë, pavarësisht reduktimit të portofolit në terma relativë, vazhdon të mbajë të njëjtin volum titujsh (në vlerë absolute) të tregtuar në tregun primar, ndërkohë që ka rritur volumin e tregtuar në tregun sekondar për të stimuluar aktivitetin e këtij tregu.

Paraqitje Grafike 6.1 (c): Mbajtësit e borxhit të brendshëm shtetëror (2015-Shtator 2019)



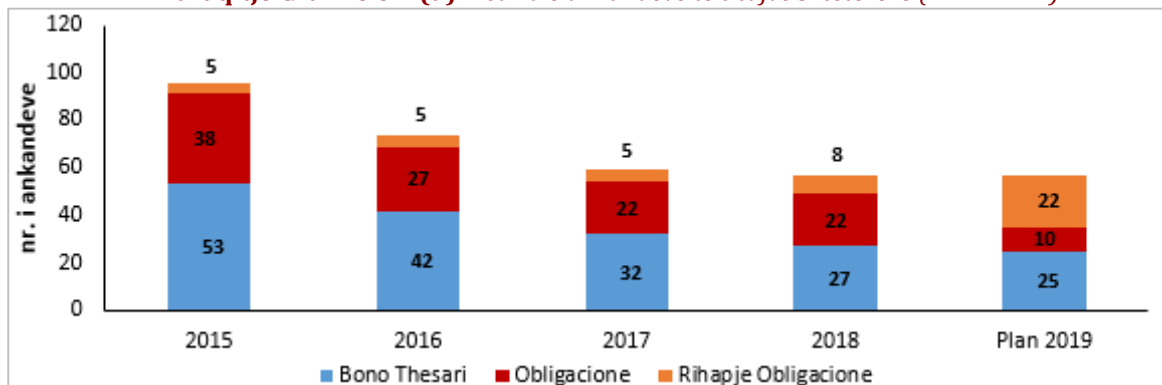
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Në kuadër të zhvillimit të infrastrukturës së tregut primar dhe stimulimit të tregut sekondar, kanë vazhduar të ndërmerren aktivitete të cilat kanë pasur si objektiv reduktimin e fragmentimit të kërkesës, si dhe krijimin dhe konsolidimin e madhësive *benchmark* për titujt afatgjatë.

Në drejtim të uljes së fragmentimit të kërkesës, që prej vitit 2016 janë tërhequr plotësisht obligacionet 7 dhe 10 vjeçare me norma interesi të ndryshueshme.

Në drejtim të krijimit të madhësive *benchmark* është vijuar me konsolidimin e numrit të ankandëve të titujve shtetërorë, duke ulur frekuencën e emetimeve të titujve të rinj dhe duke përdorur rihapjet e titujve ekzistues.

Paraqitje Grafike 6.1 (d): Ecuria e ankandëve të titujve shtetërorë (2015-2019)



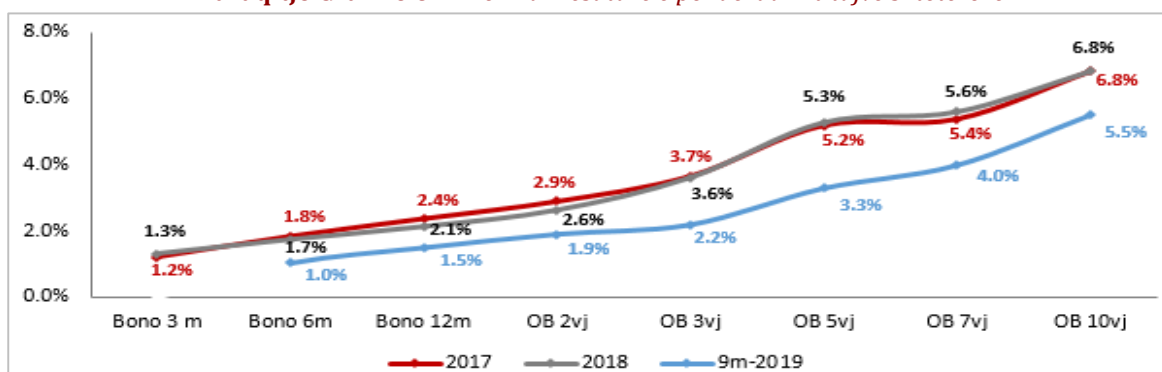
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Gjithashtu, gjatë vitit 2018 është testuar projekti pilot për emetimin e obligacioneve 5 vjeçare referencë në formën e *sistemit Market Maker*. Rezultatet paraprake të këtij projekti kanë treguar se ka pasur rritje të volumit të tregtimit të këtij titulli në tregun sekondar dhe për më tepër edhe rritje të volumit të titujve me maturitet të mbetur 5 vite. Nisur nga këto rezultate, gjatë vitit 2019 ky projekt është shtrirë edhe tek obligacionet me afat maturimi 3 vite.

6.2. Ecuria e normave të interesit

Normat e interesit të titujve shtetërorë, gjatë viteve të fundit kanë pësuar rënie të vazhdueshme duke u stabilizuar në periudhën 2017-2018. Megjithatë, gjatë vitit 2019 normat e interesit kanë vijuar sërish të shfaqin tendenca rënëse, duke reflektuar vazhdimin e politikave lehtësuese të ndërmarra nga Banka e Shqipërisë, si edhe reduktimin e nevojave për hua të qeverisë në gjysmën e parë të vitit, për shkak të likuiditetit të mjaftueshëm të siguruar nga emetimi i Eurobondit në fund të vitit 2018.

Paraqitje Grafike 6.2: Norma mesatare e ponderuar i titujve shtetërorë⁷



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

⁷ Bazuar në normën mesatare të ponderuar të titujve shtetërorë të emetuar në tregun primar.

II. STRATEGJIA E MENAXHIMIT TË BORXHIT

1. Supozimet Bazë

Në këtë kapitull paraqiten pritshmëritë, si edhe supozimet bazë që janë përdorur, në lidhje me mjedisin makroekonomik dhe kushtet e tregut në të cilin do të menaxhohet borxhi në periudhën afatmesme 2020-2022.

Supozimet e përdorura janë faktorë kyç dhe çdo ndryshim i tyre nga skenari bazë mund të ketë ndikim mbi nivelin e financimit dhe për rrjedhojë edhe mbi kostot e borxhit dhe realizimin e objektivave strategjike të përcaktuara në SAMB.

1.1. Zhvillimet aktuale dhe pritshmëritë në sektorin real, sektorin e jashtëm, atë financiar dhe sektorin fiskal.

Rritja ekonomike në pesëvjeçarin e fundit ka rezultuar në një trend rritës, me bazë të gjerë mbështetjeje në aspektin sektorial. Gjatë gjysmës së parë së vitit 2019, rritja ekonomike u ngadalësua krahasuar me një vit më parë, në rreth 2.4%. Në masën më të madhe ky ngadalësim i atribuohet goditjeve nga ana e ofertës, të ilustruara kryesisht nga prodhimi më i ulët i energjisë elektrike. Për vitin 2019 në tërësi pritet një rritje ekonomike më e ngadaltë se ajo e një viti më parë. Megjithatë, në mungesën e goditjeve të tjera si në krahun e ofertës apo atë të kërkesës, ritmi i rritjes së aktivitetit ekonomik në vend pritet të jetë më i lartë, në rreth 4% në vitet në vijim.

Inflacioni është luhatur në interval vlerash të ulëta gjatë viteve të fundit, duke qëndruar nën objektivin e Bankës së Shqipërisë, prej 3%. Gjatë pjesës më të madhe të vitit 2019, inflacioni ka rezultuar i ulët, mesatarisht 1.4%, në reflektim të presioneve të dobësuar inflacioniste nga jashtë, si pasojë e normave më të ulëta të inflacionit në Eurozonë, çmimeve në rënie të lëndëve bazë, si edhe të vijimësisë së mbiçmimit të monedhës vendase. Në vitin 2019 në tërësi pritet një inflacion më i ulët se në 2018, megjithatë ky tregues pritet të njohë vlera në rritje gjatë viteve në vijim, por pa arritur objektivin pikësor të përcaktuar nga autoriteti monetar i vendit.

Pozicioni fiskal është përmirësuar në vitet e fundit në sajë të sjelljes konsoliduese që ka shfaqur politika fiskale, në funksion të arritjes dhe ruajtjes së qëndrueshmërisë fiskale në afatin e mesëm e më tej. Balanca primare për vitin 2019, pritet të jetë pozitive, duke kontribuar në mënyrë të drejtpërdrejtë në rënien e borxhit publik në terma të PBB-së. Procesi i konsolidimit fiskal pritet të vijojë edhe në vitet e ardhshme, e si i tillë pritet të jetë një prej faktorëve që do ndikojë në përmirësimin e trajektores afatmesme të borxhit publik.

Pozicioni i jashtëm i ekonomisë ka njohur një përmirësim të lehtë në vitet e fundit, reflektuar në ngushtim të deficitit të llogarisë korrente në terma të PBB-së. Ky deficit u ngushtua kryesisht si pasojë e përmirësimit të bilancit të shërbimeve, në reflektim të të hyrave më të larta nga turizmi. Nga ana tjetër, rezerva valutore ka qenë mjaftueshëm e lartë si në terma të mbulimit në muaj importe, ashtu edhe të borxhit të jashtëm afatshkurtër (privat dhe publik), ndonëse ky i fundit është në nivel relativisht të lartë. Kështu, referuar treguesve për gjysmën

e parë të vitit 2019, stoku i rezervës valutore rezultoi i mjaftueshëm për të mbuluar 6.6 muaj importe, ose 160% të borxhit afatshkurtër të të gjithë agjentëve ekonomikë. Këto raporte mbulimi vlerësohen të jenë adekuate në minimizimin e riskut të ekspozimit ndaj monedhës së huaj, risk i cili është prezent jo vetëm si pasojë e nivelit të lartë të borxhit (publik e privat) në monedhë të huaj, por edhe si rezultat i eurozimit të pjesshëm të ekonomisë.

Normat e interesit në tregun primar kanë njohur një trend rënës në vitet e fundit, pavarësisht volatilitetit të përkohshëm që kanë pasur normat e interesit në titujt shtetërorë me afat të shkurtër maturimi. Në segmentin afatgjatë të titujve shtetërorë prirja rënëse ka qenë më e evidente, duke u bërë kështu një premisë kosto më të ulëta shërbimi të borxhit në të ardhmen. Në periudhën e ardhshme normat e interesit pritet të ruajnë tendencën aktuale, duke qëndruar në të njëjtën linjë me kahun e pritur stimulues të politikës monetare. Bazuar në vlerësimet e Bankës së Shqipërisë normalizimi gradual i politikës monetare pritet të fillojë pas gjysmës së parë të vitit 2020.

Në tregun e jashtëm, lufta tregtare SHBA-Kinë dhe pasiguria për arritjen e një marrëveshje tregtare ndërmjet BE-së dhe Britanisë së Madhe (që pas daljes nga BE të Britanisë së Madhe), kanë ndikuar në moderimin e rritjes ekonomike globale, më e dukshme kjo në ekonominë kineze dhe atë evropiane.

Në reflektim të kësaj situatë, një sërë bankash qendrore kanë rishikuar politikën monetare duke rritur edhe më tej ekspansionin monetar (përfshirë këtu BQE, Rezervën Federale, Bankën Popullore të Kinës, etj.)

BQE ka vijuar me shtimin e mëtejshëm të likuiditetit nëpërmjet një programi të ri blerjesh të titujve dhe kreditimi afatgjatë të sistemit bankar. Ndërkohë, Rezerva Federale në fillim të vitit ndaloi ciklin rritës të interesave dhe uli me 50 pb normën bazë të interesit gjatë muajve Korrik-Shtator. Në këto kushte, pritshmëritë janë që normat e interesit do të vijojnë të qëndrojnë në nivele të krahasueshme me aktualet.

Kursi i këmbimit të monedhës vendase kundrejt monedhës Euro, ka vijuar mbiçmimin edhe gjatë pjesës së parë të vitit 2019, duke kapur nivelin 121.4 Lekë. Për të shmangur efektet negative në inflacion nga mbiçmimi i monedhës vendase, Banka e Shqipërisë ka ndërhyrë në tregun e brendshëm valutor duke tërhequr ofertën e tepërt të valutës, të ndikuar edhe nga flukset e larta sezonale të verës. Pritshmëritë vlerësojnë një stabilizim të presioneve mbiçmuese të monedhës vendase në periudhën afatshkurtër dhe një rritje të moderuar të kursit të këmbimit EUR/LEK në periudhën afatmesme, por duke qëndruar konsiderueshëm poshtë mesatares historike.

Tabela 1.1: Pritjet e treguesve kryesorë makroekonomikë e fiskalë (2019-2022)

Treguesit	Mesatare 2010-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rritja reale ekonomike (në %)	2.7	4.1	3.0	4.0	4.0	4.0
Inflacioni mesatar vjetor (në %)	2.2	2.0	1.8	2.0	2.4	2.8
Balanca primare (në % të PBB)	-0.5	0.6	0.2	0.7	1.1	1.3
Shpenzime për interesa (në % të PBB)	2.9	2.2	2.1	2.1	2.2	2.3

Burimi: FMN, WOE (Tetor 2019); Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019); Banka e Shqipërisë (2019)

1.2. Vlerësime referuar borxhit ekzistues, tregjeve të instrumenteve financiare dhe faktorëve makroekonomikë

Gjatë viteve të fundit struktura e borxhit shtetëror është përmirësuar ndjeshëm në aspektin e ekspozimit ndaj risqeve. Megjithatë, borxhi shtetëror vijon të mbetet i ekspozuar kryesisht kundrejt riskut të rifinancimit, riskut të normave të interesit dhe riskut të kursit të këmbimit. Risku i rifinancimit dhe risku i normave të interesit vijnë të jenë burimet kryesore të riskut në portofolin e borxhit të brendshëm, kryesisht për shkaqe strukturore të lidhura me tregun e brendshëm të titujve shtetërorë.

Ndërkohë, risku i kursit të këmbimit megjithëse është brenda parametrave të vlerësuara në analizat e qëndrueshmërisë së borxhit⁸, mund të paraqesë problematika duke qenë se pjesa dërrmuese e portofolit të borxhit në valutë është e përqendruar në monedhën Euro dhe aftësitë e shtetit për të gjeneruar valutë nga të ardhurat apo burime të tjera mbeten të kufizuara.

Referuar treguesve makroekonomikë dhe riskut të kreditit, shteti Shqiptar aktualisht është në gjendje të marrë hua si në tregun vendas, ashtu edhe në atë të huaj.

Huamarrja nëpërmjet burimeve të tregut të brendshëm është më e thjeshtë për t'u realizuar përse i përket anës procedurale, është më fleksibël në terma të përzgjedhjes së instrumenteve, shmang ekspozimin ndaj riskut të kursit të këmbimit, si edhe stimulon në përgjithësi zhvillimin e tregut financiar dhe në veçanti zhvillimin e tregut të titujve shtetërorë. Megjithatë, edhe huamarrja në tregun e brendshëm mund të shoqërohet me kufizime, të cilat rrjedhin kryesisht nga:

- Jetëgjatësia relativisht e shkurtër e borxhit të brendshëm (rreth 2.1 vite) dhe niveli i lartë i borxhit që rifinancohet në harkun kohor të një viti (mbi 300 miliard Lekë);
- Baza e kufizuar e investitorëve dhe përqendrimi i saj në më shumë se 60% tek sektori bankar;
- Tregu jo plotësisht i zhvilluar i titujve shtetërorë, për shkak të mungesës së një tregu sekondar të mirëfilltë;
- Kufizimet e vendosura nga bankat mëma në drejtim të bankave vendase në lidhje me kufizimin e ekspozimit ndaj borxhit sovran dhe ruajtjen e raporteve të caktuara të likuiditetit.

Duke marrë në konsideratë faktorët e mësipërm, shoqëruar me borxhin në vlerë absolute në rritje, pritshmëritë për rënien e mëtejshme të nivelit të kredive me probleme dhe prirjet e sektorit bankar për rritur kreditimin ndaj sektorit privat, financimi i brendshëm rezulton të jetë i kufizuar dhe rritja vjetore e tij përtej nivelit 20-25 miliard Lekë mund të ushtrojë presion rritës mbi normat e interesit dhe në të njëjtën kohë të vëjë në vështirësi realizimin e

⁸ Referuar kufijve të përcaktuar në analizën e qëndrueshmërisë së borxhit të publikuar nga FMN në raportin për Shqipërinë: Artikulli IV, (Janar, 2019); <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/01/28/Albania-2018-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-46556>

planeve të huamarrjes me instrumentet e targetuara për të reduktuar riskun e rifinancimit dhe atë të normave të interesit.

Shërbimi i borxhit në valutë vlerësohet në rritje gjatë gjithë periudhës afatmesme 2020-2022. Duke qenë se të ardhurat e vendit tonë janë kryesisht në monedhë vendase dhe llogaria korrente në bilancin e pagesave është dhe pritet të jetë deficitare, aftësia për të siguruar valutë mbetet e limituar. Sigurimi i valutës nga burimet e brendshme (nëpërmjet titujve shtetërorë në valutë) është i kufizuar, kryesisht në aspektin e maturitetit të dëshiruar për të reduktuar rreziqet në përputhje me objektivat. Nga ana tjetër, përdorimi si instrument i tregut të këmbimit valutor është gjithashtu i kufizuar dhe mund të krijojë implikime në ruajtjen e qëndrueshmërisë së kursit të këmbimit të monedhës vendase, kryesisht kundrejt monedhës Euro.

Tregu i jashtëm duke qenë se ofron burime të mirë-diversifikuara financimi dhe është i aksesueshëm nga shteti Shqiptar, mund të shërbejë si një alternativë e mirë për të reduktuar konsumimin e burimeve të brendshme, për të siguruar valutën e nevojshme për të shërbyer borxhin e huaj, si edhe për të reduktuar kostot⁹ e huamarrjes. Megjithatë, edhe huamarrja në tregjet e huaja mund të paraqesë risqe, të cilat lidhen me faktorë të tillë si:

- Mungesa e kontrollit dhe influencës së politikave fiskale dhe monetare të vendit tonë mbi normat e interesit dhe kursin e këmbimit, që influencohen kryesisht nga politikat fiskale të vendeve të tjera dhe politikat monetare të BQE dhe Rezervës Federale. Këta faktorë mund të përshkallëzojnë rritjen e kostove të borxhit, zgjerimin e deficitit dhe si rrjedhojë edhe rritjen e pavullnetshme të borxhit;
- Rritja e varësisë nga huamarrja e huaj dhe kufizimi i zhvillimit potencial të tregut të brendshëm të titujve shtetërorë.
- Niveli i kufizuar i të ardhurave në valutë mund të krijojë mospërputhje ndërmjet aktiveve dhe pasiveve në bilancin e shtetit, duke rritur ndjeshëm kostot shtesë që burojnë nga një nënçmim i mundshëm i monedhës vendase;
- Rritja e detyrimeve afatshkurtra të borxhit në valutë me ritme më të larta se niveli i eksporteve ose rezervave valutore mund të vendosë shtetin në vështirësi për të likuiduar detyrimet në valutë, duke rrezikuar qëndrueshmërinë e monedhës vendase dhe treguesve të tjerë makroekonomikë;

1.3. Burimet e financimit

Në kuadër të shërbimit të borxhit ekzistues dhe në kuadër të plotësimit të nevojave të qeverisjes qendrore për huamarrje, paraprkisht janë vlerësuar kushtet e tregut të brendshëm dhe ato të tregjeve ndërkombëtare të kapitalit, duke përcaktuar burimet potenciale të financimit për vendin tonë.

⁹ Kosto e borxhit të huaj për njësi është relativisht më e ulët se ajo e borxhit të brendshëm, por shoqërohet me rritje të ekspozimit ndaj riskut të kursit të këmbimit, materializimi i të cilit mund të rezultojë në kosto shtesë.

Në tregun e brendshëm është mbajtur kontakt i vazhdueshëm kryesisht me sektorin bankar për të vlerësuar nivelin potencial të kërkesës dhe preferencën e saj për tituj shtetërorë. Ndërkohë, në tregun e jashtëm janë bërë vlerësime me qëllim evidentimin e termave dhe kushteve kundrejt të cilave investitorët e huaj janë të gatshëm të kreditojnë vendin tonë. Mbi bazën e këtyre vlerësimeve janë përcaktuar burimet potenciale të financimit në periudhën afatmesme 2020-2022.

1.3.1. Burimet e brendshme

Në periudhën afatmesme, tregu i brendshëm do të vazhdojë të mbetet burimi kryesor i financimit, i cili do të mbulojë shumicën e nevojave të qeverisjes qendrore për hua. Instrumentet kryesore që do të përdoren për sigurimin e financimit janë titujt shtetërorë. Burimet e brendshme të financimit do të vazhdojnë të mbështeten kryesisht tek sektori bankar, ndërkohë që ka pritshmëri pozitive për rritjen e aktivitetit në tregun e titujve shtetërorë nga institucionet jo-financiare dhe investitorët jo-rezident.

Sektori bankar do të tentojë më së shumti të orientohet drejt bonove të thesarit dhe titujve afatmesëm për shkak të orientimit të bankave mëma, si dhe në kuadër të kufizimeve lidhur me raportet e likuiditetit, barrën e kapitalit dhe ekspozimin ndaj borxhit sovran. Gjithsesi, orientimi i sektorit bankar drejt titujve afatshkurtër pritet të kompensohet nga rritja e kërkesës në kategoritë e tjera dhe orientimi i tyre në drejtim të titujve afatgjatë.

1.3.2. Burimet e huaja

Burimet e huaja të financimit në periudhën afatmesme do të shërbejnë si një plotësues i mirë i burimeve të brendshme dhe do të shërbejnë përveç të tjerash edhe si optimizues i kostove të borxhit, duke qenë se këto burime paraqiten të mirëdiversifikuara dhe ofrojnë mundësi financimi jo vetëm me terma tregtare, por edhe me terma koncensionale. Instrumentet kryesore që planifikohen të përdoren në sigurimin e financimit të huaj janë:

a) huatë për financimin e projekteve¹⁰, të siguruara kryesisht nga burime dypalëshe dhe shumëpalëshe; b) huatë në formën e mbështetjes buxhetore¹¹ të akorduara nga institucionet ndërkombëtare financiare në kuadër të mbështetjes së reformave (megjithëse vlerësohen në rënie krahasuar me periudhat e mëparshme); dhe c) Eurobond dhe/ose instrumente alternative të siguruara nga burime private.

2. Strategjia Afatmesme

Në periudhën afatmesme 2020-2022, Strategjia e Menaxhimit të Borxhit do të përqendrohet në dy objektiva kryesore: a) në drejtim të optimizimit të kostove afatgjata të borxhit, duke mbajtur nivele të pranueshme të ekspozimit ndaj risqeve¹²; dhe b) në drejtim të zhvillimit të tregut primar të titujve shtetërorë.

¹⁰ Kryesisht përfshihen projekte zhvillimore, të cilat janë përcaktuar si prioritare nga qeveria, me qëllim zhvillimin e mëtejshëm ekonomik të vendit.

¹¹ Burim financimi me terma të favorshme (koncensionale).

¹² I referohet risqeve të tilla si: 1) Risku i rifinancimit; 2) Risku i normave të interesit; 3) Risku i kursit të këmbimit; 4) Risku i likuiditetit; 5) Risku i kreditit, etj..

Mbulimi i nevojave të përgjithshme për financim të qeverisjes qendrore, në terma bruto do të bazohet në mbi 80% tek burimet e brendshme. Mbështetja e gjerë e huamarrjes kryesisht në tregun e brendshëm do të ketë për qëllim të mbështesë zhvillimin e tregut vendas të titujve shtetërorë dhe njëkohësisht të kufizojë implikimet e treguesve makroekonomikë që mund të shkaktohen nga rritja e borxhit në valutë përtej kufijve të përcaktuar në analizat e qëndrueshmërisë së borxhit. Megjithatë, pavarësisht mbështetjes së gjerë në burimet e brendshme, ritmet e rritjes së borxhit të brendshëm do të synohen të jenë në përputhje me ritmet e rritjes reale të ekonomisë vendase, për të shmangur efektet negative në ekonomi që mund të burojnë nga mbi-konsumimi i burimeve të brendshme.

Nëpërmjet titujve afatshkurtër kryesisht do të realizohet menaxhimi aktiv i nevojave për likuiditet dhe do të synohet përmirësimi i profilit vjetor të maturimeve. Ndërkohë, borxhi i ri, i destinuar për të mbuluar një pjesë të deficitit të përgjithshëm do të synohet të mbulohet nëpërmjet titujve afatgjatë. Titujt afatgjatë planifikohen të emetohen me norma interesi fikse, gjithsesi duke mos përjashtuar edhe emetimin e titujve me norma interesi të ndryshueshme në periudhën afatmesme, në varësi të kushteve të tregut të brendshëm (preferencat e kërkesës, ecurinë e normave të interesit, etj.), për të garantuar optimizimin e kostove në përputhje me objektivat e vendosura për të menaxhuar risqet e portofolit të borxhit (Kreu II, Seksioni 2.1.2).

Në periudhën afatshkurtër (2019-2020) titujt shtetërorë planifikohen të emetohen kryesisht në monedhën vendase¹³. Ndërkohë, në periudhën afatmesme dhe afatgjatë planifikohet të ketë emetime të titujve shtetërorë në valutë me qëllim sigurimin e valutës së nevojshme për të shërbyer detyrimet e borxhit në valutë. Madhësitë e këtyre emetimeve do të vlerësohen periudhë pas periudhe, duke konsideruar kushtet e tregut vendas në raport me tregjet e huaja dhe disponueshmërinë e financimeve të huaja nga burime shumëpalëshe dhe dypalëshe në formën e mbështetjes buxhetore.

Në periudhën afatmesme, huamarrja nëpërmjet burimeve të huaja në terma bruto do të plotësojë mesatarisht deri në 20% të nevojave të përgjithshme për hua të qeverisjes qendrore. Instrumentet kryesore të huamarrjes së huaj do të jenë huatë nga kreditorët me natyrë shumëpalëshe dhe dypalëshe, të cilat do të financojnë projektet ekzistuese dhe projektet e reja zhvillimore, si edhe huatë në formën e mbështetjes buxhetore të akorduara nga institucionet financiare ndërkombëtare, të cilat do të synojnë mbështetjen e reformave të ndërmarrja nga qeveria.

Gjithashtu, edhe financimi me Eurobond dhe/ose instrumente të tjera alternative nga burime private janë burime potenciale të financimit të huaj në periudhën afatmesme. Megjithatë, madhësia dhe karakteristika të tjera të këtyre instrumenteve do të përcaktohen vit pas viti në përputhje me nevojat për realizimin e objektivave të mëposhtme:

- Rifinancimin dhe/ose menaxhimin e detyrimeve të borxhit (*liability management*), me qëllim reduktimin e risqeve potenciale që mund të materializohen në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme;

¹³ Nuk i referohet titujve afatshkurtër të cilët mund të emetohen dhe maturohen brenda të njëjtit vit fiskal me qëllim menaxhimin e likuiditetit në valutë.

- Sigurimin e likuiditetit të nevojshëm (*liquidity management*) për të mundësuar ristrukturimin dhe zhvillimin e tregut të titujve shtetërorë;
- Sigurimin e financimit të nevojshëm për rastet kur huamarrja e brendshme tejkalon kapacitetin e tregut (Kreu II, Nënkapitulli 1.2., Prg. 3);
- Sigurimin e valutës së nevojshme për të shërbyer detyrimet e borxhit në valutë.
- Uljen e presionit për hua në tregun e brendshëm për të mos kufizuar kreditimin e sektorit privat;
- Shfrytëzimin e instrumenteve me terma të favorshme që ofrojnë institucionet financiare ndërkombëtare, me qëllim optimizimin e kostove të portofolit;
- Sigurimin e financimit të nevojshëm për të stabilizuar rastet e emergjencave të përkohshme në tregun e brendshëm;
- Garantimin e pranisë së vendit në tregjet ndërkombëtare të kapitalit, për të reduktuar primet që mund të burojnë nga vlerësimi jo i saktë i instrumenteve të vendit në mungesë të titujve të tregtueshëm.

Pavarësisht nga nevoja për realizimin e objektivave të mësipërme, niveli i borxhit në valutë do synohet të evoluojë në përputhje me objektivat për menaxhimin e riskut të kursit të këmbimit (Kreu II, Seksioni 2.1.2, Prg. 4).

2.1. Menaxhimi/Kontrolli i Kostove dhe Risqeve

2.1.1. Kostot

SAMB 2020-2022 do të ketë në fokus reduktimin e kostove të borxhit kryesisht në terma afatgjatë. Ulja e ekspozimit ndaj risqeve në portofolin e borxhit do të kontribuojë në reduktimin e primeve të riskut, rrjedhimisht duke ulur kostot për njësi të shërbimit të borxhit. Gjithashtu, ndikim të rëndësishëm në reduktimin e kostove do të ketë edhe zhvillimi i tregut të titujve shtetërorë, që do të synojë të reduktojë primet që aktualisht burojnë nga niveli i ulët i likuiditetit të titujve shtetërorë.

2.1.2. Menaxhimi i Risqeve

Në kuadër të menaxhimit të risqeve të portofolit të borxhit, janë përcaktuar disa objektiva operacionale, realizimi i të cilave ka për qëllim reduktimin ose mbajtjen nën kontroll të risqeve në periudhën afatmesme.

Risku i rfinansimit:

Është ndër risqet kryesore që mbart portofoli i borxhit të brendshëm, për shkak të nivelit relativisht të lartë të titujve që rfinansohen në periudhën afatshkurtër, të imponuar kryesisht nga kufizimet me natyrë strukturore të tregut të brendshëm. Në këtë aspekt, vlerësohet si i nevojshëm vazhdimi i masave të ndërmarra për reduktimin e mëtejshëm të ekspozimit ndaj këtij risku, duke pasur si objektiv: a) rritjen e përqendrimit të titujve afatmesëm dhe afatgjatë në portofolin e borxhit të brendshëm, nëpërmjet uljes graduale të financimit me tituj afatshkurtër në linjë me hapësirat që mundëson tregu vendas; dhe b) shpërndarjen sa më të

njëtrajtshme të profilit të maturimeve, duke vlerësuar mundësinë edhe për përdorimin e ankandeve të parablerjes (*buyback*) dhe shkëmbimit (*exchange*).

Tabela 2.1.2 (a): Treguesit indikativ afatmesëm të riskut të rifinancimit

Tipi i riskut	Treguesi i Riskut	Treguesi 2018	Objektivi (Fund 2022)
Risku i Rifinancimit	KMM borxhi i brendshëm	2.2 vite	2.2-2.4 vite
	Borxhi i brendshëm i maturuar në 1 vit (% të totalit)	49.4%	Maks. 45.0%

Burimi: *Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)*

Risku i normave të interesit:

Është një risk i cili duhet menaxhuar në vijimësi duke pasur parasysh nivelin ende të lartë të borxhit afatshkurtër. Në këtë aspekt, përveç masave për reduktimin e peshës së titujve afatshkurtër, do të synohet dhe mbajtja nën kontroll e peshës së titujve me norma interesi të ndryshueshme, në linjë me hapësirat e tregut dhe preferencat e investitorëve.

Tabela 2.1.2 (b): Treguesit indikativ afatmesëm të riskut të normave të interesit

Tipi i riskut	Treguesi i Riskut	Treguesi 2018	Objektivi (Fund 2022)
Risku i Normave të Interesit	KMR borxhi i brendshëm	2.1 vite	Min. 2.2 vite
	Borxhi i brendshëm i rivlerësuar në 1 vit (% të totalit)	54.3%	Maks. 48.0%

Burimi: *Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)*

Risku i kursit të këmbimit:

Do të synohet të mbahet nën kontroll duke ndërmarrë aktivitete që kanë si objektivi: a) ruajtjen e raportit të stokut të borxhit shtetëror në valutë në raport me totalin e borxhit shtetëror; b) përqendrimin e huamarrjes së huaj në monedhën Euro dhe në monedha të përbëra; c) rritjen e stokut të borxhit në valutë (në periudhën afatmesme) në linjë me rritjen e eksporteve dhe rezervës valutore; dhe d) vlerësimin e mundësisë për përdorimin e derivativëve financiarë për të kontrolluar këtë risk në rast se do të jetë e nevojshme.

Tabela 2.1.2 (c): Treguesit indikativ afatmesëm të riskut të kursit të këmbimit

Tipi i riskut	Treguesi i Riskut	Treguesi 2018	Objektivi (Fund 2022)
Risku i Kursit të Këmbimit	Borxhi në monedhë të huaj (% të totalit)	47.7%	Maks. 55.0%

Burimi: *Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)*

Risku i likuiditetit:

Përveç aktiviteteve në kuadër të reduktimit të riskut të rifinancimit dhe atij të normave të interesit që kanë ndikim mbi riskun e likuiditetit, do të ndërmerren hapa të cilat do të synojnë:

a) një bashkëpunim më aktiv ndërmjet strukturës përgjegjëse për menaxhimin e borxhit dhe asaj për menaxhimin dhe parashikimin e të ardhurave në buxhet me qëllim përmirësimin e menaxhimit të “cash”; b) rritjen e kontributit në drejtim të përmirësimit të menaxhimit të aktiveve dhe pasiveve; dhe c) krijimin gradual të një rezerve në llogarinë e unifikuar të qeverisë duke shfrytëzuar kushtet e favorshme të tregjeve në periudha të caktuara.

Risku operacional:

Reduktimi i riskut operacional lidhet me forcimin e njësisë menaxhuese të borxhit publik që të vazhdojë përpjekjet në drejtim të: a) mirëpërcaktimit të funksioneve në njësinë e menaxhimit të borxhit; b) standardizimit dhe formalizimit të procedurave në aktivitetet e menaxhimit të borxhit; dhe c) shtimit të burimeve njerëzore në përputhje me strukturën e miratuar dhe rritjen e kapaciteteve menaxhuese.

2.2. Zhvillimi i tregut të titujve shtetërorë

Zhvillimi i tregut të titujve shtetërorë do të synohet të realizohet nëpërmjet aktiviteteve të cilat do të kenë si objektivi: a) rritjen e likuiditetit; b) rritjen e efikasitetit; dhe c) rritjen e transparencës.

Realizimi i objektivave të mësipërme është një synim afatgjatë, ndërkohë që zhvillimi i aktiviteteve dhe marrja e masave të ndryshme është një proces i cili ka filluar dhe do të vijojë të kryhet në vazhdimësi.

2.2.1. Rritja e likuiditetit

Marrja e masave dhe zhvillimi i aktiviteteve me fokus rritjen e likuiditetit do të kontribuojnë në eliminimin e primeve të riskut që burojnë nga niveli i kufizuar i likuiditetit të titujve shtetërorë. Gjithashtu, këto aktivitete do të kontribuojnë edhe në rritjen e kërkesës nga ajo pjesë e investitorëve që kanë interes të investojnë në aktive likuide dhe jo në mbajtjen e tyre deri në maturim. Faktorët e mësipërm në periudhën afatmesme dhe afatgjatë pritet të ndikojnë në reduktimin e primeve të normave të interesit, duke ulur rrjedhimisht koston për njësi të borxhit.

Aktivitetet kryesore që planifikohen të ndërmerren në këtë drejtim gjatë periudhës afatmesme janë:

- Krijimi i madhësive *benchmark*¹⁴ në kuadër të zhvillimit të kurbës së *yield-it* në drejtim të titujve shtetërorë afatmesëm dhe afatgjatë nëpërmjet rihapjes periodike;
- Eliminimi i titujve të cilët kanë karakteristika të ngjashme dhe konkurrojnë njëri-tjetrin me qëllim reduktimin e fragmentimit të kërkesës;
- Përshtatja e politikave të huamarrjes (përfshirë shitjen, parablerjen dhe shkëmbimin e titujve shtetërorë) me kushtet e tregut dhe kërkesën për tituj të caktuar.

¹⁴ Proces në vazhdimësi.

Pavarësisht faktit që proceset e mësipërme tashmë konsiderohen aktive, në periudhën afatmesme do të synohet të hartohet një plan veprimi, në të cilin do të mirëpërcaktohen instrumentet e targetuara dhe vlerat indikative, si edhe do të formalizohen rregullat në proceset që kanë të bëjnë me menaxhimin e titujve shtetërorë në tregun primar.

2.2.2. Rritja e efijencës

Rritja e efijencës në tregun e titujve shtetërorë synon uljen e kostove të huamarrjes. Realizimi i këtij objekti do të përfshijë masa të cilat do të kenë ndikim jo vetëm mbi tregun primar të titujve shtetërorë, por edhe mbi atë sekondar. Masat dhe aktivitetet që planifikohen të ndërmerren do të përfshijnë:

- Analizimin e rezultateve të projektit pilot për emetimin e obligacioneve 5 vjeçare dhe 3 vjeçare referencë dhe shqyrtimin e mundësisë për shtrirjen e tij edhe tek titujt e tjerë afatgjatë, në bashkëpunim me aktorët kryesorë të tregut;
- Heqjen e kufizimeve teknike dhe përmirësimin e bazës ligjore në tregun e titujve;
- Mbatjen e kontakteve me investitorët për të shkëmbyer informacion dhe për t'u konsultuar në lidhje me iniciativat që do të planifikohen të ndërmerren;
- Zgjerimin e mëtejshëm të bazës së investitorëve jo vetëm në drejtim të investitorëve vendas, por edhe në drejtim të investitorëve të huaj, me qëllim ndërtimin gradual të marrëdhënieve dhe promovimin e tregut vendas të titujve shtetërorë;
- Pjesëmarrjen aktive në konferenca, në të cilat janë të pranishëm investitorët kryesorë;
- Krijimin e kanaleve të komunikimit elektronik dhe fizik me investitorët vendas dhe të huaj.

2.2.3. Rritja e transparencës

Masat dhe aktivitetet e ndërmarra në kuadër të realizimit të këtij objekti do të kontribuojnë në reduktimin e paqartësive dhe rritjen e parashikueshmërisë në tregun e titujve shtetërorë, duke përfshirë:

- Komunikimin transparent dhe në kohë të planeve të huamarrjes mujore, tremujore dhe vjetore;
- Publikimin e rezultateve të ankandëve në një kohë sa më të shkurtër;
- Publikimin në kohë dhe në formate të përpunueshme të informacioneve të nevojshme për kryerjen e parashikimeve të çmimeve në tregun e titujve.

2.3. Menaxhimi i borxhit shtetëror të garantuar

2.3.1. Kriteret bazë për emetimin e garancive shtetërore

Me qëllim mbajtjen nën kontroll ose reduktimin e riskut që buron nga emetimi i garancive shtetërore, si edhe njëkohësisht shfrytëzimin e avantazheve që burojnë nga përdorimi i këtyre instrumenteve si politika ekonomike shtetërore, në periudhën afatmesme do të zbatohen kriteret e mëposhtme:

- Garancitë shtetërore do të emetohen në drejtim të mbështetjes së projekteve me natyrë zhvillimore dhe që mbështesin ngritjen e infrastrukturës, zhvillimin rajonal, mbrojtjen mjedisore dhe krijimin e vendeve të reja të punës;
- Garancitë shtetërore mund të emetohen edhe me qëllim që të mbështesin masat që mund të ndërmerren në rastet e ndonjë krize të sistemit financiar;
- Ristrukturimi i portofolit të garancive shtetërore nëpërmjet reduktimit ose shkëmbimit të huave të garantuara me nivel të lartë rrisht potencial (p.sh. garancitë e brendshme që janë emetuar në favor të sektorit të energjisë).

2.3.2. Niveli i garancive shtetërore

Niveli vjetor i garancive shtetërore do të përcaktohet në ligjet vjetore të buxhetit. Ndërkohë, në periudhën afatmesme niveli i garancive shtetërore planifikohet të qëndrojë nën 5% të totalit të borxhit të qeverisjes qendrore.

2.4. Pritjet e treguesve bazë dhe analiza e ndjeshmërisë

Implementimi i SAMB në përputhje me objektivat e vendosura dhe në linjë me supozimet makro-fiskale në skenarin bazë, në fund të periudhës afatmesme do të gjenerojë treguesit si më poshtë:

2.4.1. Niveli i borxhit të Qeverisjes Qendrore

Referuar supozimeve sipas të cilave: a) financat publike do të vazhdojnë të ndjekin rrugën e konsolidimit fiskal, duke i dhënë mundësi vendit të mbajë ose përmirësojë vlerësimin e rrisht të kreditit; b) ritmet e rrishtes ekonomike do të përshpejtohen deri në 4.0% në periudhën afatmesme; dhe c) kursi i këmbimit të monedhës vendase ndaj monedhës Euro do të tentojë të rikthehet drejt vlerave të mesatares historike, rezulton se niveli i borxhit të qeverisjes qendrore në raport me PBB do të vazhdojë të ndjekë trajektoren rënëse që ka nisur që nga viti 2016. Në këto kushte, niveli i borxhit të Qeverisjes Qendrore në raport me PBB parashikohet me rënie duke qenë në linjë me objektivat makro-fiskale.

Niveli i borxhit në valutë në raport me totalin e borxhit të qeverisjes qendrore gjatë periudhës afatmesme pritet të shoqërohet me një rritje, por duke qëndruar nën kufirin strategjik prej 55%.

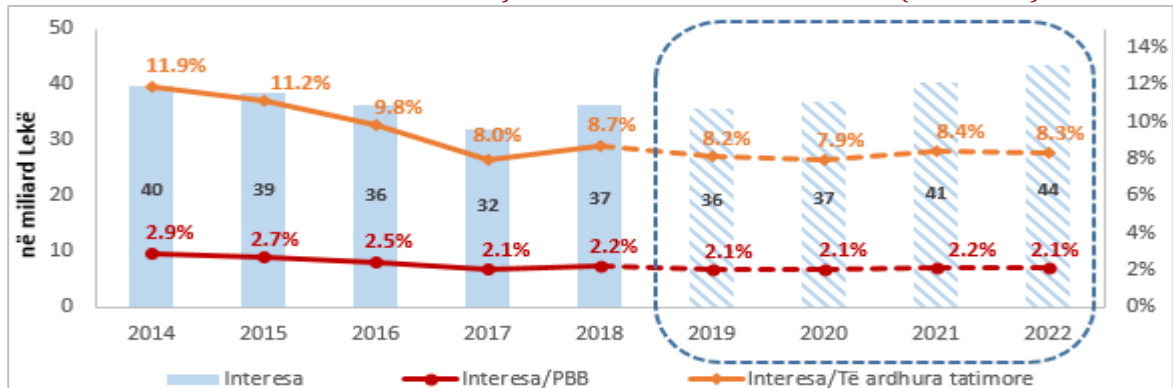
2.4.2. Shërbimi i borxhit shtetëror

Referuar parashikimeve sipas të cilave: a) normat e interesit gjatë periudhës afatmesme do të shoqërohen me një rritje të moderuar; dhe b) stoku i borxhit në terma bruto do të shoqërohet me rritje në përputhje me nevojat fiskale, rezulton se kostot e borxhit shtetëror¹⁵ në vlerë absolute mund të shkojnë deri në rreth 44.0 miliard Lekë në fund të vitit 2022. Pavarësisht vlerave në terma absolute, kostot e borxhit në terma relative ndaj PBB dhe ndaj të ardhurave në buxhet priten të jenë të qëndrueshme dhe nën nivelin mesatar të 5 viteve të

¹⁵ I referohet pagesave të interesave të borxhit shtetëror dhe atyre të borxhit shtetëror të garantuar që paguhen nga buxheti i shtetit, në pamundësi për t'u paguar nga subjektet për të cilat është emetuar garanci.

mëparshme, duke mbajtur nën kontroll riskun fiskal dhe stabilizuar aftësinë paguese të qeverisë.

Paraqitje Grafike 2.4.2: Pritjet e shpenzimeve për interesa të borxhit shtetëror në terma absolute dhe relative ndaj PBB-së dhe të ardhurave tatimore (2019-2022)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

2.4.3. Analiza e ndjeshmërisë

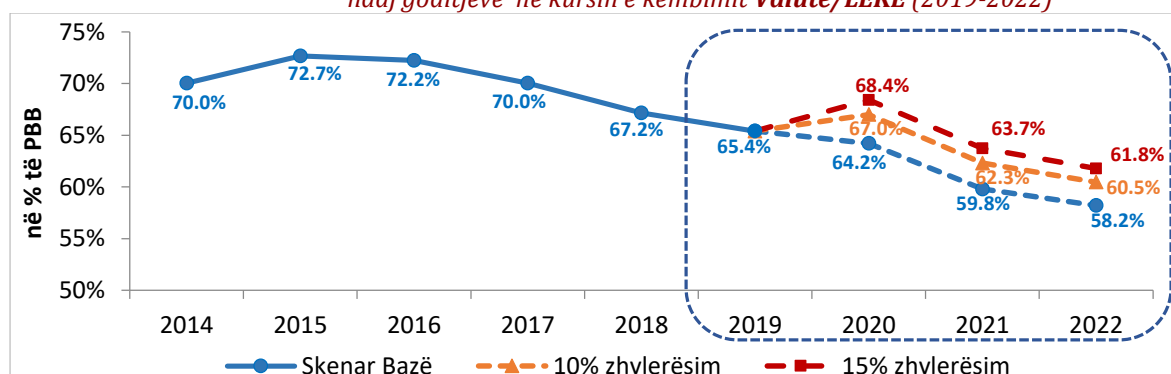
Parashikimet në lidhje me nivelin dhe kostot e borxhit në skenarin bazë mund të jenë objekt ndryshimi, në rast se supozimet makro-fiskale dhe ato të treguesve të tregut do të paraqesin ndryshime.

Analiza e mëposhtme paraqet ndjeshmërinë e treguesve kryesorë të borxhit ndaj ndryshimeve të treguesve të tregut, ndërkohë që ndjeshmëria ndaj indikatorëve makro-fiskal është objekt trajtimi i analizave të qëndrueshmërisë së borxhit.

Nënçmimi i mundshëm i monedhës vendase përtej pritshmërive, kundrejt monedhës Euro ose monedhave të tjera që përbëjnë portofolin e borxhit të huaj, do të kishte ndikim mbi trajektoren e nivelit të borxhit, duke ngadalësuar ritmet e uljes së planifikuar. Përveç sa më sipër, nënçmimi i monedhës vendase do të kishte ndikim edhe mbi koston e borxhit.

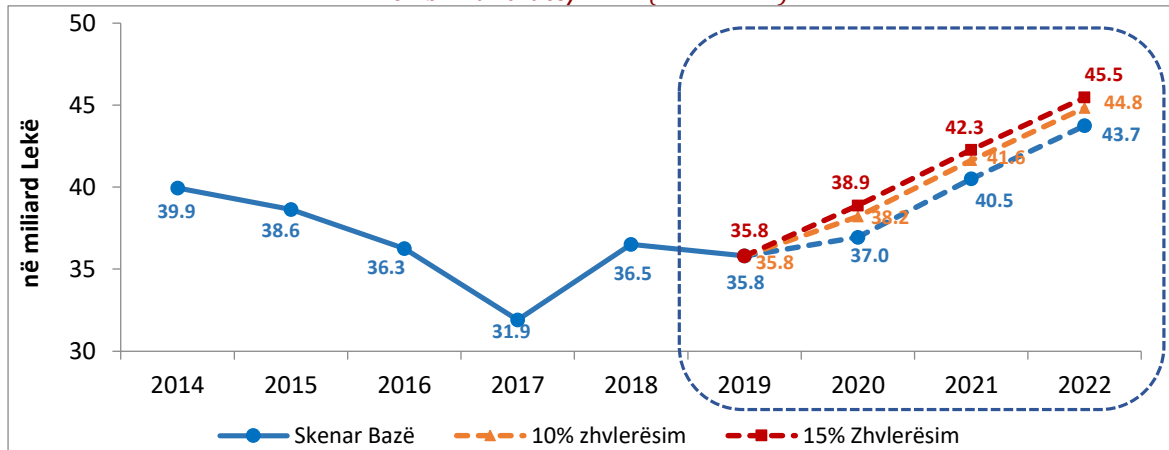
Më konkretisht, një nënçmim i monedhës vendase me 15% ndaj të gjitha monedhave që përbëjnë portofolin e borxhit të jashtëm, duke filluar nga viti 2020, do e rriste nivelin e borxhit në raport me PBB maksimalisht me 4.2 pp dhe në të njëjtën kohë kostot e borxhit mesatarisht me rreth 1.8 miliard Lekë në vit.

Paraqitje Grafike 2.4.3 (a): Ndjeshmëria e nivelit të borxhit të qeverisjes qendrore në raport me PBB ndaj goditjeve në kursin e këmbimit Valutë/LEKË (2019-2022)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Paraqitje Grafike 2.4.3 (b): Ndjeshmëria e kostos së **borxhit shtetëror** ndaj goditjeve të kursit të këmbimit **Valutë/LEKË** (2019-2022)



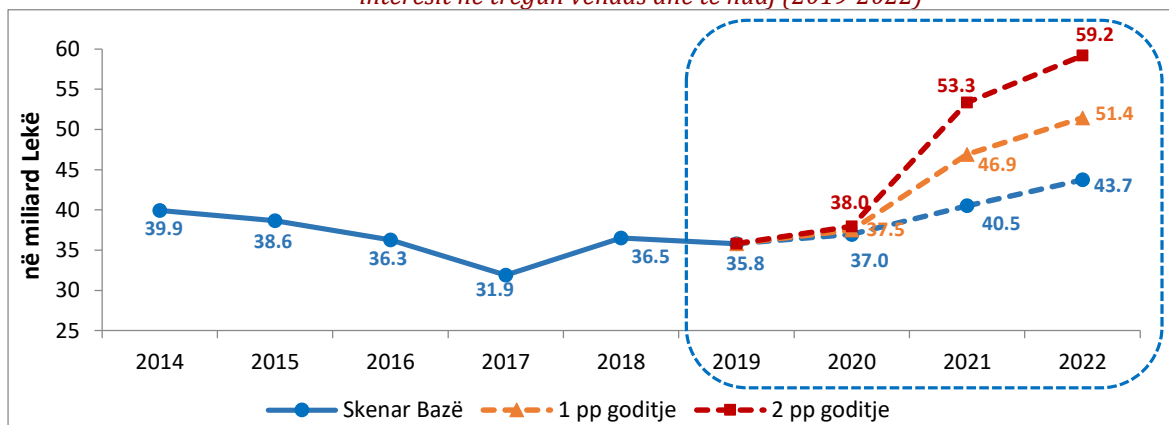
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Në rastin e nënçmimit të monedhës vendase m e 15% vetëm kundrejt monedhës Euro (duke përjashtuar efektet e monedhave të tjera që përbëjnë portofolin e borxhit të qeverisjes qendrore), efektet mbi nivelin e borxhit të qeverisjes qendrore në raport me PBB dhe koston e tij do të ishin më të moderuara, përkatësisht me rritje deri në 2.7 pp dhe rreth 1.2 miliard Lekë në vit.

Nisur nga niveli i borxhit, si edhe niveli i ekspozimit të riskut, norma e interesit në tregun vendas dhe atë të huaj vlerësohet të jetë një faktor me ndikim të lartë në anën e shpenzimeve të buxhetit të shtetit.

Nga analiza e ndjeshmërisë rezulton se: një rritje e njëkohshme e normave të interesit në tregun vendas dhe atë të huaj me 2 pp mbi normat e pritshme duke filluar nga viti 2020, mund të rrisë shpenzimet për interesa nga 0.8 miliard Lekë në vitin 2020 deri në 15 miliard Lekë në vitin 2022.

Paraqitje Grafike 2.4.3 (c): Ndjeshmëria e kostos së **borxhit shtetëror** ndaj goditjeve të normave të interesit në tregun vendas dhe të huaj (2019-2022)

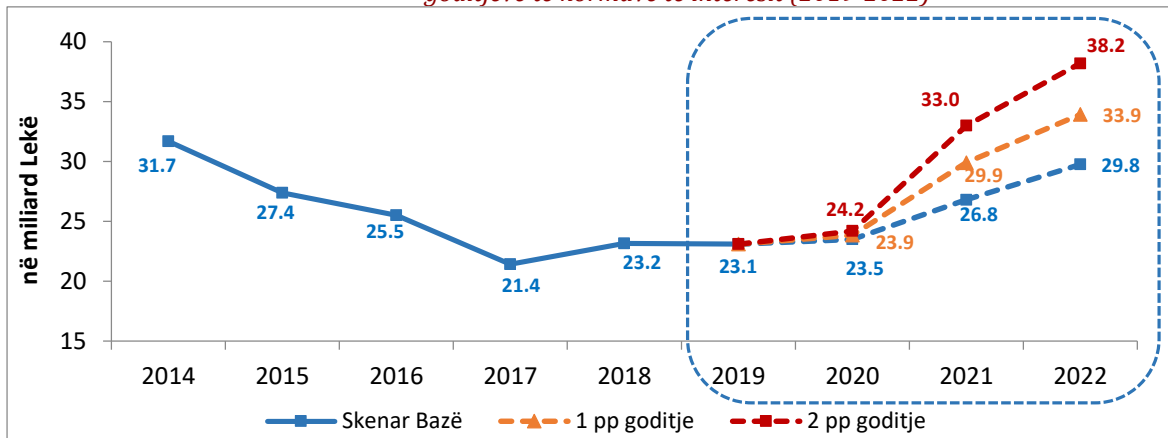


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Efekti në rritjen e kostove të borxhit që buron nga rritja e normave të interesit në tregun e brendshëm vlerësohet të jetë rreth 10% më i lartë se ai i normave të interesit në tregjet e

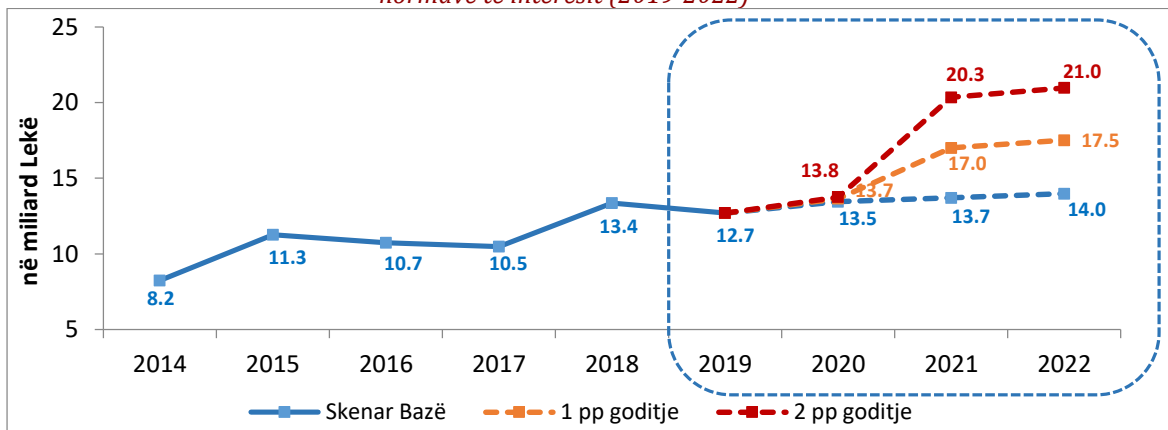
huaja, kryesisht për shkak të nivelit relativisht më të lartë të instrumenteve që rifiksojnë normën e interesit në portofolin e borxhit të brendshëm.

Paraqitje Grafike 2.4.3 (d): Ndjeshmëria e kostos së borxhit të brendshëm shtetëror ndaj goditjeve të normave të interesit (2019-2022)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Paraqitje Grafike 2.4.3 (e): Ndjeshmëria e kostos së borxhit të jashtëm shtetëror ndaj goditjeve të normave të interesit (2019-2022)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

ANEKS I**ANALIZA E STRATEGJIVE ALTERNATIVE TË FINANCIMIT**

Analiza e strategjive alternative të financimit është realizuar duke marrë parasysh analizën sasiore (kosto/risk), si edhe vlerësimet dhe kufizimet e parashtruara në Nënkapitullin 1.5.

1. Metodologjia e Përdorur në Analizën Sasiore**1.1. Modeli i përdorur**

Analiza sasiore (kosto/risk) e strategjive alternative të financimit është realizuar bazuar në përdorimin e modelit analitik për Strategjinë Afatmesme të Menaxhimit të Borxhit (*MTDS analytical tool*), i konceptuar nga Banka Botërore dhe FMN për t'i ardhur në ndihmë Menaxhimit të Borxhit të vendeve në zhvillim. Modeli i përdorur është një model determinues, *output*-et e të cilit varen nga vlerat dhe gjendja fillestare e parametrave (parametrat ekzistues të borxhit). Modeli është i ndërtuar në mënyrë të tillë që të projektojë flukset e borxhit në periudhën afatmesme në varësi të inputeve që i injektohen modelit në secilën prej strategjive të analizuar. *Output*-i i modelit është vlerësimi i kostos dhe riskut përkatësisht për secilën prej strategjive të analizuar.

1.1.1. Input-et

Input-et kryesore të përdorura në model janë: i) flukset e borxhit (interesat dhe principali) ekzistues në fundin e vitit 2018; ii) treguesit makro-fiskal (balanca primare, PBB, rezerva valutore, eksportet), të cilat orientojnë nevojat për financim të qeverisë dhe paraqesin raporte të caktura të borxhit; iii) strategjitë alternative të financimit; dhe iv) treguesit e tregut të tillë si normat e interesit dhe kursi i këmbimit.

Input-et për flukset e borxhit ekzistues injektohen në model pasi paraprakisht grupohen sipas karakteristikave të riskut. Në rastin konkret, flukset e borxhit ekzistues janë grupuar në 15 grupe, përkatësisht 9 grupe për instrumentet në monedhë vendase (borxhi i brendshëm) dhe 6 grupe për instrumentet në monedhë të huaj (borxhi i jashtëm).

Strategjitë alternative të financimit dallojnë nga njëra-tjetra nga: i) raporti i financimit ndërmjet borxhit të brendshëm dhe të jashtëm; dhe ii) raportet e financimit ndërmjet grupeve me karakteristika risku të ngjashme, përkatësisht për borxhin e brendshëm dhe të jashtëm.

1.1.2. Output-i

Output-i i modelit të përdorur konsiston në kuantifikimin e kostos dhe riskut për secilën strategji të analizuar. Modeli ilustron rezultatet që ka secila nga strategjitë e marra në shqyrtim nën efektin e skenarëve të treguesve të tregut, si edhe jep informacion për risqet që do të mbartë struktura e borxhit në fund të periudhës afatmesme për secilën nga strategjitë e konsideruara.

1.1.3. Skenarët

- Skenari bazë, përcaktohet si skenari me probabilitetin më të lartë të ndodhisë (skenari më shumë i pritshëm) për secilën nga strategjitë dhe përdoret për të përcaktuar kostot (borxhi/PBB, interesa/PBB, etj.).
- Skenarët e stresit, përcaktohen si skenarë alternativë dhe krijohen nga goditjet që aplikohen mbi treguesit e tregut (normat e interesit dhe kursin e këmbimit).

Devijimi i kostove në skenarët e stresit nga kostot e skenarit bazë të secilës strategji përcakton nivelin e riskut.

Teorikisht mund të aplikohet një pafundësi skenarësh stresi, ndërkohë që në rastin konkret janë aplikuar dy skenarë stresi për normat e interesit, dy skenarë stresi për kursin e këmbimit dhe një skenar stresi për normat e interesit dhe kursin e këmbimit njëkohësisht. Për skenarët e stresit të normave të interesit janë aplikuar: a) goditje uniforme për të gjitha instrumentet financiare (zhvendosje paralele e kurbës së yield-it); dhe b) goditje e diversifikuar (zhvendosje dhe rritje e pjerrësisë së kurbës së yield-it).

1.1.4. Kohështrirja

Kohështrirja e analizës është marrë 5 vite me qëllim që secila nga strategjitë e konsideruara të japë efekte të dukshme mbi risqet e strukturës dhe kostot e borxhit. Në periudha më të shkurtra kohore diferencimi i output-ve për secilën prej strategjive të analizuar është relativisht i ulët, duke kufizuar identifikimin e ndryshimeve ndërmjet kostove dhe risqeve për secilën nga strategjitë respektive.

2. Strategjitë Alternative

Në procesin e hartimit të strategjive alternative të financimit, përveç kufizimeve dhe supozimeve të sipërcituara (Kreu I, Kapitulli 1) është konsideruar edhe materializimi i risqeve sistemike në tregun e brendshëm dhe tregjet ndërkombëtare.

Në këto kushte, janë vlerësuar tre strategji të mundshme financimi, të cilat praktikisht janë të ngjashme në periudhën afatshkurtër, ndërkohë që diferencohen në periudhën afatmesme. Më konkretisht, strategjitë paraqiten si më poshtë:

2.1. Strategjia 1 (Bazë)

Supozimet bazë

- Nevojat për financim në periudhën afatmesme janë projektuar në përputhje me bilancin primar të përcaktuar në draft-Kuadrin Makroekonomik dhe Fiskal 2021-2023.
- Tregu i brendshëm i titujve shtetërorë dhe tregu i jashtëm i kapitaleve supozohet të jenë të qëndrueshëm, duke i mundësuar Republikës së Shqipërisë në periudhën afatmesme akses për humarrje nëpërmjet burimeve private të financimit qoftë në tregun e brendshëm ashtu edhe atë të jashtëm.

- Normat e interesit supozohet të jenë të qendrueshme në periudhën afatshkurtër, ndërkohë që pritet të rriten në mënyrë të moderuar duke filluar nga viti 2021.

Financimi

- Financimi i brendshëm, në terma bruto do të plotësojë rreth 80% të nevojave për huamarrje. Nëpërmjet këtij financimi do të mundësohet rifinancimi i titujve ekzistues që maturohen dhe mbulimi i pjesës së deficitit buxhetor, duke qenë në përputhje me kapacitetet e tregut. I gjithë financimi i brendshëm planifikohet të realizohet nëpërmjet burimeve private, ku si instrumente huaje do të përdoren titujt shtetërorë. Mesatarisht rreth 60% e huamarrjes së brendshme planifikohet të realizohet nëpërmjet titujve afatshkurtër dhe do të shërbejë kryesisht për të rifinancuar muturimin e titujve ekzistues, për të menaxhuar likuiditetin afatshkurtër dhe për të përmirësuar strukturën vjetore të maturimeve. Pjesa e mbetur e huamarrjes së brendshme (mesatarisht rreth 40%) do të sigurohet nëpërmjet titujve afatgjatë, karakteristikat e të cilëve do të vlerësohen vit pas viti në varësi të realizimit të objektivave strategjikë, kushteve të tregut dhe preferencave të kërkesës.
- Financimi huaj, në terma bruto do të plotësojë deri në 20% të nevojave për huamarrje. Nëpërmjet këtij financimi do të synohet të plotësohet pjesa e mbetur e deficitit buxhetor, si edhe të mundësohet menaxhimi i detyrimeve të borxhit në valutë. Burimet kryesore të financimit të huaj planifikohen të jenë burimet me natyrë shumëpalëshe, dypalëshe dhe private. Mesatarisht rreth 60% e financimit të huaj planifikohet të realizohet nëpërmjet kredive nga burimet me natyrë shumëpalëshe dhe dypalëshe. Këto kredi kryesisht do të financojnë projektet me natyrë zhvillimore dhe do të mbështesin buxhetin për reformat e ndërmarra nga qeveria.
- Rreth 40% e financimit të huaj planifikohet të realizohet nëpërmjet burimeve private, ku si instrument huaje planifikohet të përdoret Eurobond-i. Huamarrja nëpërmjet këtyre burimeve do të përdoret kryesisht për të mundësuar rifinancimin e Eurobondit që maturohet në vitin 2020, si edhe për të menaxhuar detyrimet e borxhit në valutë për të paktën deri në vitin 2021.

Paraqitje Grafike 2.1: Huamarrja indikative në periudhën afatmesme 2020-2022

	Huamarrja Bruto 2020-2022 (në % të Totalit të Huamarrjes)
Huamarrja e Brendshme	Min. 80%
-Tituj Shtetërorë Afatshkurtër	Rreth 50%
-Tituj Shtetërorë Afatgjatë nga të cilët:	Rreth 30%
<i>Tituj në monedhë vendase</i>	<i>Rreth 27%</i>
<i>Tituj në valutë</i>	<i>Rreth 3%</i>
Huamarrja e Huaj	Max. 20%
-Hua për Financim Projektësh	Rreth 8%
-Hua për Mbështetje Buxhetore	Rreth 4%
-Eurobond	Rreth 8%
-Instrumente të Tjera	-

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2019)

Cfarë pritet të përmbushë strategjia

Implementimi i *Strategjisë 1* në linjë me indikacionet e mësipërme do të rezultonte në:

- Përmbushjen e nevojave për financim të qeverisë qendrore në përputhje me projeksionet e draft Kuadrit Makroekonomik dhe Fiskal 2021-2023 (Kreu II, Nënkapitulli 1.1);
- Reduktimin e riskut të rifinancimit dhe riskut të normave të interesit të borxhit të brendshëm shtetëror në përputhje me objektivat strategjike (Kreu II, Nënkapitulli 2.1);
- Mbjajtjen nën kontroll të riskut të kursit të këmbimit në përputhje me objektivin strategjik për të ruajtur nivelin e borxhit në valutë brenda kufijve indikativ (Kreu II, Nënkapitulli 2.1);
- Sigurimin e burimeve të nevojshme në valutë për të shërbyer detyrimet e borxhit të huaj;
- Raport kosto/risk relativisht më të favorshëm krahasuar me strategjitë e tjera alternative, për shkak të mirë-diversifikimit të burimeve të financimit;
- Mbjajtjen e nivelit të humarrjes së brendshme brenda kapaciteteve që disponon tregu i brendshëm, duke i dhënë hapësirë kreditimit të sektorit privat.
- Krijimin e hapësirës së nevojshme për zhvillimin e mëtejshëm të tregut primar të titujve shtetërorë,.

Risqet

- Kjo strategji është e ekspozuar ndaj risqeve sistemike të tregjeve ndërkombëtare, materializimi i të cilave do të shoqërohej me rritje të kostove të huamarrjes;

2.2. Strategjia 2 (Alternative)Supozimet bazë

Kjo strategji supozon materializimin e risqeve sistemike të tregjeve ndërkombëtare të kapitalit, duke kufizuar dhe shtrenjtuar sigurimin e financimit nëpërmjet burimeve të huaja. Në këto kushte, financimi në periudhën 2020-2022 në dallim nga *Strategjia 1 (bazë)* do të mbështetë më shumë në burimet e brendshme (dhe/ose në ndonjë burim alternativ të akorduar nga institucionet ndërkombëtare financiare), duke tejkaluar ndjeshëm kapacitetet e tregut të brendshëm.

Financimi

- Financimi nëpërmjet burimeve të brendshme do të mundësojë rifinancimin e titujve ekzistues që maturohen dhe do të financojë për periudhën 2020-2022 në terma neto rreth 10-15 miliard Lekë mbi kapacitetin optimal të tregut.
- Financimi i huaj do të mbështetet tek burimet shumëpalëshe dhe dypalëshe të planifikuara, të cilat do të financojnë projektet dhe mbështesin reformat e qeverisë.

Avantazhet

- Ka një ekspozim më të ulët ndaj riskut të kursit të këmbimit krahasuar me *Strategjinë 1 (bazë)*.

Risqet

- Rrit ndjeshëm ekspozimin ndaj riskut të rifinancimit, riskut të likuiditetit, riskut të normave të interesit, si edhe risqeve sistemike të tregut të brendshëm, duke ndikuar negativisht në realizimin e objektivave strategjike për përmirësimin e strukturës së borxhit të brendshëm.
- Niveli i lartë i huamarrjes në tregun e brendshëm do të ushtrojë presion rritës mbi normat e interesit të titujve shtetërorë. Kostot e borxhit tentojnë të jenë në nivele të krahasueshme¹⁶ me *Strategjinë 1 (bazë)* në periudhën afatshkurtër, ndërkohë në periudhën afatmesme kjo strategji tenton të bëhet më e kushtueshme për shkak të primeve që burojnë nga niveli në rritje i risqeve në portofolin e borxhit të brendshëm.
- Nuk krijon burime të mjaftueshme në valutë për të shërbyer detyrimet e borxhit të huaj.
- Rrit ndërhyrjen e shtetit në tregun e këmbimit valutor, duke qenë se të hyrat në valutë nëpërmjet huamarrjes së huaj janë të kufizuara.
- Akumulon burimet e brendshme të financimit duke kufizuar kreditimin e sektorit privat.

2.3. Strategjia 3 (Alternative)

Supozimet bazë

Kjo strategji supozon materializimin e risqeve sistemike në tregun e brendshëm¹⁷, duke e ulur aftësinë e qeverisë për të marrë hua në tregun e brendshëm, si edhe duke rritur kostot e huamarrjes së brendshme. Në këto kushte, në periudhën 2020-2022 financimi i huaj nëpërmjet burimeve me terma tregtare do të rritej, duke tejkaluar ndjeshëm kufijtë referencë.

Financimi

- Financimi nëpërmjet burimeve të brendshme do të mundësojë rifinancimin e pjesshëm të titujve ekzistues që maturohen duke krijuar një hendek financimi në tregun e brendshëm nga 30 deri në 50 miliard Lekë.
- Financimi i huaj, përveç burimeve të planifikuara që do të financojnë projektet dhe mbështesin reformat, do të plotësohet me emetimin e një ose më shumë instrumenteve financiare në tregjet ndërkombëtare për të mundësuar: 1) plotësimin e hendekut të krijuar në tregun e brendshëm; 2) shërbimin e detyrimeve të borxhit në valutë; si edhe 3) menaxhimin e nevojave për likuiditet në periudhën afatmesme.

Avantazhet

- Praktikisht, kjo është një strategji e imponuar nga kushtet e tregjeve dhe nuk ofron asnjë avantazh krahasuar me strategjitë e tjera.

¹⁶ Kosto jo shumë e lartë e kësaj strategjie në raport me Strategjinë 1 (bazë) është e lidhur me faktin që huamarrja shtesë në tregun e brendshëm do të realizohet pjesërisht me instrumente afatshkurtra, ndërkohë që në *Strategjinë 1 (bazë)* realizohet tërësisht me instrumente afatgjata në përputhje me objektivat strategjike.

¹⁷ P.sh. një krizë e një ose disa bankave të cilat zotërojnë një pjesë të konsiderueshme të titujve shtetërorë.

Risqet

- Ka kosto relativisht të larta të imponuara nga kufizimi i kërkesës në tregun e brendshëm, si edhe nga primet e riskut që mund të perceptohen nga investitorët e huaj.
- Rrit ndjeshëm varësinë e financimit nga tregjet e huaja, si edhe rrit ekspozimin ndaj riskut të refinancimit dhe riskut të normave të interesit në portofolin e borxhit të huaj.
- Ul aftësinë për të vijuar me procesin e ristrukturimit të portofolit të borxhit të brendshëm dhe realizimin e objektivave strategjike në kuadër të reduktimit të riskut të refinancimit dhe riskut të normave të interesit.
- Rrit nivelin e borxhit në valutë dhe ekspozimin ndaj riskut të kursit të këmbimit përtej kufijve strategjike duke rrezikuar qëndrueshmërinë e borxhit publik në periudhën afatgjatë.

ANEKS II**AKRONIME DHE FJALOR TEKNIK**

AMF	Autoriteti i Mbikëqyrjes Financiare
ASPA	Albanian School of Public Administration (<i>Shkolla Shqiptare e Administratës Publike</i>)
BB	Banka Botërore
BE	Bashkimi Evropian
BKT	Banka Kombëtare Tregtare
BQE	Banka Qendrore Evropiane
BSH	Banka e Shqipërisë
EUR	Monedha e Bashkimit Evropian
FMN	Fondi Monetar Ndërkombëtar
INSTAT	Instituti i Statistikave
KMM	Koha Mesatare në Maturim
KMR	Koha Mesatare në Rivlerësim
LEKË	Monedha Vendase
NPL	Non Performing Loans (<i>Kredi me probleme</i>)
PBB	Prodhimi i Brendshëm Bruto
PBG	Policy Based Guarantee (<i>Garanci e bazuar në politika</i>)
PB	Pikë bazë
PP	Pikë përqindje
SAMB	Strategjia Afatmesme e Menaxhimit të Borxhit
USD	Monedha kombëtare e Shteteve të Bashkuara të Amerikës
YEN	Monedha kombëtare e Japonisë
YMP	Yield-i Mesatar i Ponderuar

Ankande shkëmbimi (*exchange auctions*) – Parablerja e titujve shtetërorë përpara datës së maturimit, ndërkohë që transaksioni kryhet duke e paguar mbajtësin e titullit të parablerë me një titull të emtuar rishtazi.

Borxh – Referuar si “Borxh Total” ose “Totali i detyrimeve të borxhit”, konsiston në të gjitha detyrimet që janë instrumente borxhi.

Borxh afatgjatë – Borxh me afat maturimi më të lartë se një vit.

Borxh i brendshëm – Detyrimet e borxhit të rezidentëve të një vendi ndaj rezidentëve të po atij vendi.

Borxh i jashtëm – Detyrimet e borxhit të rezidentëve të një vendi ndaj jo rezidentëve.

Borxhi publik i garantuar – Detyrimet e borxhit të sektorit publik dhe privat, shërbimi i të cilit është i garantuar me marrëveshje nga njësitë e sektorit publik.

Buyback – Është forma e ndërsjellë e emetimit të titujve shtetërorë, e cila mundëson maturimin e parakohëshëm të një titull shtetëror.

Disbursim – Transaksioni i vënies në dispozicion të burimeve financiare.

Eurobond – Një obligacion (*titull financiar*) me afat maturimi më shumë se një vit i emtuar dhe tregtuar në tregjet ndërkombëtare financiare, jashtë kufijve të vendit që e emeton atë.

Kreditor dypalësh – Tipi i kreditorëve si qeveritë dhe agjencitë e tyre.

Kredi koncesionale – Kredi me terma më të favorshme se ato të tregut.

Kreditor shumëpalësh – Tipi i kreditorëve që përfshinë institucionet financiare si Banka Botërore, FMN, etj..

Kreditorë privatë – Kreditorët që nuk janë as qeveri dhe as agjenci të sektorit publik. Këto përfshijnë mbajtësit privatë të titujve shtetërorë, bankat private dhe institucionet e tjera financiare.

KMM – Tregues i riskut të ri-financimit për borxhin. KMM është periudha mesatare e shprehur në ditë ose në vite, që i duhet portofolit të borxhit për t’u maturuar. Sa më larg në kohë të jetë e projektuar data e maturimit të një instrumenti, aq më i ulët është risku i ri-financimit dhe aq më e lartë është vlera e këtij treguesi. KMM për instrumentet financiarë të borxhit përlogaritet sipas formulës së mëposhtme:

$$KMM = \frac{\sum_{t \in T} t N_t}{\sum_{t \in T} N_t}$$

Nga ku:

t – data e maturimit;

T – bashkësia e të gjitha datave të maturimit;

N_t – Vlera nominale që do të paguhet në datën t .

KMR – Tregues i riskut të normave të interesit për borxhin. Jep informacion lidhur me ekspozimin e portofolit të borxhit kundrejt ndryshimit të normave të interesit. KMR interpretohet si koha mesatare (në vite) që i duhet portofolit të borxhit për të ripërcaktuar normën e interesit. Sa më e madhe të jetë sasia e instrumenteve afatshkurtër dhe sasia e instrumenteve me norma interesi të ndryshueshëm në portofolin e borxhit, aq më i madh është risku i normave të interesit dhe aq më i vogël ky tregues dhe anasjelltas. KMR për instrumentet financiarë të borxhit përllogaritet sipas formulës së mëposhtme:

$$KMR = \frac{\sum_{r \in R} r N_r + \sum_{t \in T} t N_t}{\sum_{r \in R} N_r + \sum_{t \in T} N_t}$$

Nga ku:

- r – data e pagesës së kuponit të instrumentit me norma interesi të lëvizshme;
- t – data e maturimit të instrumentit me norma interesi fikse;
- N_r – vlera nominale e instrumentit me norma interesi të lëvizshme;
- N_t – vlera nominale e instrumentit me norma interesi fikse;
- R – bashkësia e të gjitha datave të maturimit për instrumente me norma interesi të lëvizshme;
- T – bashkësia e të gjitha datave të maturimit për instrumente me norma interesi fikse.

PBG – Është garanci e emtuar nga Banka Botërore, e cila garanton vlerën e plotë ose të pjesshme të një huaje, me qëllim mundësimin e saj me kosto më të favorshme se ajo e ofruar nga tregu.

Raport mbulimi – Raporti ndërmjet shumës së kërkuar (nga investitorët) dhe shumës së ofruar (nga shteti) në ankandet e titujve shtetërorë. Shërben për të vlerësuar nivelin e plotësimin të ankandëve dhe gjendjen e likuiditetit.

Risku i kursit të këmbimit – I referohet ndikimit të lëvizjes së kursit të këmbimit të një monedhe, mbi nivelin e borxhit dhe shërbimin e tij në një masë të caktuar mbi pritshmëritë. Psh.: “Mbiçmimi ose nënçmimi i monedhës vendase kundrejt një monedhe të huaj, e cila është pjesë përbërëse e portofolit të borxhit, mund të rezultojë në rënie ose rritje proporcionale të volumit të borxhit ose shërbimit të tij (të denominuar në monedhë vendase)”.

Risku i likuiditetit – Risku që lidhet me humbjen e aftësisë së buxhetit të shtetit për të likuiduar detyrimet korrente dhe ekzekutimin në kohë të shpenzimeve buxhetore. Me qëllim minimizimin e këtij risku, shteti duhet të ketë akses mbi një sasi të caktuar asetesh likuide me qëllim garantimin e fondeve në raste krizash të përkohshme, gjatë të cilave bëhet e vështirë ose me kosto të lartë, sigurimi i tyre.

Risku i normave të interesit – Risku që pagesat e shërbimit të borxhit të ndryshojnë si rrjedhojë e lëvizjes së normave të interesit. Ky risk krijohet nga nevoja për të shërbyer borxhin që maturohet dhe pagesat e kuponëve të instrumenteve me norma interesi të ndryshueshme në të ardhmen.

Risku operacional – Risku që ka të bëjë me rritjen e koston së menaxhimit të borxhit ose me rritjen e nivelit të risqeve të tjera si rezultat i gabimeve njerëzore, dëmtimit të pajisjeve elektronike, dëmeve natyrore, etj. Risku operacional është një risk relativisht i vështirë për t’u matur dhe vlerësuar. Ulja e ekspozimit të riskut operacional mund të arrihet nëpërmjet

integritit të procedurave të menaxhimit të borxhit në një strukturë organizative, duke pasur strukturën, infrastrukturën dhe procedurat të drejtuara nga aktivitete operationale efçente për menaxhimin e administratës shtetërore dhe tregjeve financiare.

Risku i rificancimit – Risku që lidhet me aftësinë për të emetuar instrumente ose marrë hua me qëllim rificancimin dhe shërbimin e borxhit aktual. Sa më i madh të jetë volumi i shumave që maturohen dhe sa më i afërt në kohë, aq më i lartë është risku i rificancimit dhe anasjelltas. Risku i rificancimit ndikohet nga niveli i borxhit ekzistues dhe profili i amortizimit. Rritja e maturitetit të borxhit dhe shpërndarja në kohë e maturimeve ndikon në reduktimin e riskut të rificancimit.

Stoku i borxhit – Balanca e principalit të borxhit në një moment të dhënë të kohës.

Shërbim borxhi – Pagesat e principalit dhe interesit në përputhje me termat e përcaktuara në marrëveshje.

Sistemi Primary Dealer – Është një marrëveshje institucionale ndërmjet strukturës përgjegjëse për menaxhimin e borxhit dhe disa ndërmjetësve financiarë (që kanë funksione të specializuara në tregun e titujve shtetërorë), me qëllim zbatimin e një strategjie që ka për funksion sigurimin e nevojave për financim të qeverisë dhe zhvillimin e tregut të titujve.

Tregu primar – Është hapësira fizike ose funksionale në të cilin shteti Shqiptar emeton për herë të parë titujt.

Tregu sekondar – Është hapësira fizike ose funksionale ku kryhen transaksionet me titujt pasi janë emetuar në tregun primar.

Tituj afatmesëm – I referohet titujve të borxhit shtetërorë me afat maturimi nga 2 deri në 5 vite.

Tituj afatgjatë – I referohet titujve të borxhit shtetërorë me afat maturimi mbi 5 vite.

Tituj referencë (*benchmark*) – Është emetimi më i fundit i titujve të shtetit shqiptar për një maturitet të caktuar. Ankandi për titullin referencë mund të rihapet periodikisht deri në arritjen e një vlere të paracaktuar nga Ministria e Financave dhe Ekonomisë. Ky titull përdoret si pikë referimi për vlerësimin e titujve të tjerë shtetërorë me maturitet, shumë emetimi dhe normë kuponi të ngjashëm.

Përgjithësisht, titujt referencë gëzojnë likuiditet më të lartë se emetimet e zakonshme, për shkak të detyrimit që kanë Zhvilluesit e Tregut për të kuotuar çmime blerjeje/shitjeje në tregun sekondar sipas kushteve të përcaktuara në kontratën e lidhur me Ministrinë e Financave dhe Ekonomisë.

Tituj shtetërorë – Janë bonot e thesarit dhe obligacionet shtetërore të emetuara nga Ministria e Financave dhe Ekonomisë në përputhje me ligjin Nr. 9665, datë 18.12.2006, “Për huamarrjen shtetërore, borxhin shtetëror dhe garancitë shtetërore të huasë në Republikën e Shqipërisë”, të ndryshuar; ligjin Nr. 9879, datë 21.02.2008 “Për titujt”; si edhe aktet nënligjore.

ANEKS III**INFORMACIONE SHITESË****1. Baza ligjore dhe aktet nënligjore në kuadër të menaxhimit të borxhit publik**

- Ligji Nr. 9665, datë 18.12.2006, “Për huamarrjen shtetërore, borxhin shtetëror dhe garancitë shtetërore të huasë në Republikën e Shqipërisë”, i ndryshuar me ligjin Nr. 181/2014, datë 24.12.2014;
- Ligji Nr. 9936, datë 26.06.2008, “Për menaxhimin e sistemit buxhetor në Republikën e Shqipërisë”, i ndryshuar me ligjin Nr. 114/2012, datë 07.12.2012 dhe ligjin Nr. 57/2016, datë 02.06.2016;
- Ligji Nr. 9869, datë 04.02.2008, “Për huamarrjen e qeverisjes vendore”, i ndryshuar me Ligjin Nr. 68/2017, datë 27.04.2017;
- Ligji Nr. 43/2016, datë 21.04.2016, “Për marrëveshjet ndërkombëtare në Republikën e Shqipërisë”;
- Ligji Nr. 8269, datë 23.12.1997, “Për Bankën e Shqipërisë”, i ndryshuar;
- Ligji vjetor i buxhetit;
- Vendimi i Këshillit të Ministrave Nr. 775, datë 24.09.2010, “Për administrimin e financimeve të huaja në Republikën e Shqipërisë”;
- Udhëzimi i Ministrit të Financave Nr. 22, datë 05.10.2011, “Për publikimin e të dhënave të borxhit të qeverisjes së përgjithshme dhe hartimin e raportit të tij”;
- Udhëzimi i Ministrit të Financave Nr. 30, datë 26.12.2013, “Për emetimin nga qeveria e Republikës së Shqipërisë, të bonove të thesarit në formë regjistrimi”;
- Udhëzimi i Ministrit të Financave Nr. 31, datë 26.12.2013, “Për emetimin nga qeveria e Republikës së Shqipërisë, të obligacioneve në formë regjistrimi”, i shtuar me Udhëzimin e Ministrit të Financave dhe Ekonomisë Nr. 21, datë 22.06.2018;
- Udhëzimi i Ministrit të Financave Nr. 35, datë 05.11.2008, “Për zbatimin e ligjit Nr. 9869, datë 04.02.2008 “Për Huamarrjen e Qeverisjes Vendore” ”;
- Udhëzimi i Ministrit të Financave Nr. 36, datë 10.08.2009, “Për hartimin e regjistrit të borxhit shtetëror dhe garancive shtetërore të huasë”;
- Marrëveshja ndërmjet Bankës së Shqipërisë dhe Ministrisë së Financave dhe Ekonomisë, datë 20.01.2015, “Për organizimin e ankandeve të titujve të shtetit shqiptar, shlyerjen e veprimeve dhe mbajtjen e rregjistrit të këtyre titujve”, ndryshuar më datë 06.07.2018 (BSH - Nr. 3632 Prot., MFE - Nr. 12981 Prot.).

2. Publikime periodike të Ministrisë së Financave dhe Ekonomisë në lidhje me borxhin

- Buletini i borxhit publik:
<http://www.financa.gov.al/al/raportime/borxhi/treguesit-e-borxhit>
- Regjistri i emetimeve të borxhit publik:
<http://www.financa.gov.al/al/raportime/borxhi/regjistri-i-borxhit>
- Informacion mbi ankandet e emetimit të titujve shtetërorë të qeverisë:
[http://www.financa.gov.al/al/raportime/borxhi/ankandet-e-emetimit-te-letrave-me-
vlere-te-qeverise](http://www.financa.gov.al/al/raportime/borxhi/ankandet-e-emetimit-te-letrave-me-vlere-te-qeverise)