

VENDIM
Nr. 401, datë 1.6.2016

PËR MIRATIMIN E STRATEGJISË AFATMESME TË MENAXHIMIT TË BORXHIT 2016–2018

Në mbështetje të nenit 100 të Kushtetutës dhe të nenit 6, të ligjit nr. 9665, datë 18.12.2006, “Për huamarrjen shtetërore, borxhin shtetëror dhe garancitë shtetërore të huas në Republikën e Shqipërisë”, të ndryshuar, me propozimin e ministrit të Financave, Këshilli i Ministrave

VENDOSI:

1. Miratimin e Strategjisë Afatmesme të Menaxhimit të Borxhit 2016–2018, sipas tekstit që i bashkëlidhet këtij vendimi.
 2. Ngarkohet Ministria e Financave për zbatimin e këtij vendimi.
- Ky vendim hyn në fuqi pas botimit në Fletoren Zyrtare.

ZËVENDËSKRYEMINISTRI
Niko Peleshi

STRATEGJIA AFATMESME E MENAXHIMIT TË BORXHIT 2016–2018

Akronime

AMF	Autoriteti i Mbikqyrjes Financiare
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
KMM	Koha Mesatare në Maturim
KMR	Koha Mesatare në Rivlerësim
LEK	Monedha Vendase
NPL	Non Performing Loans (Kredi me performancë jo të mirë)
PBB	Prodhimi i Brendshëm Bruto
PBG	Policy Based Guarantee (Garanci Pjesore)
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	Yieldi Mesatar i Ponderuar

Objektivat¹ e përgjithshme të menaxhimit të borxhit janë:

- i. Sigurimi i realizimit të 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 rrezikut.
- ii. Zhvillimi i tregut primar dhe sekondar të titujve shtetërorë.

Në funksion të realizimit të objektivave të sipërpërmendura përgatitet edhe Strategjia Afatmesme e Menaxhimit të Borxhit (SAMB) e cila përditësohet dhe publikohet nga Ministria e Financave në bazë vjetore. SAMB është në linjë me kuadrin Makro-fiskal dhe me politikat monetare që implementohen nga Banka e Shqipërisë gjatë periudhës afatmesme 2016-2018. SAMB është vazhdimësi e strategjisë paraardhëse dhe karakterizohet nga të njëjtat objektiva.

SAMB mbulon menaxhimin e Borxhit të Qeverisjes Qendore, në të cilin përfshihet Borxhi Shtetëror dhe Borxhi Shtetëror i Garantuar. Qëllimi i SAMB është të orientojë huamarrjen drejt instrumenteve me kosto të favorshme dhe me nivele të pranueshme të ekspozimit ndaj rrezikut për nivele të caktuara të financimit. Nivelet e financimit përcaktohen në kuadrin Makro-fiskal dhe Planin Afatmesëm Buxhetor të ndarë në Plan Vjetore të Huamarrjes.

Menaxhimi i borxhit të brendshëm do të vazhdojë të fokusohet në uljen e rrezikut të rifinancimit dhe atij të normave të interesit, për të ulur më tej nivelin ende të lartë të titujve me afat të shkurtër maturimi. Në këtë kuadër, SAMB në periudhën afatmesme 2016-2018 do të synojë financimin e brendshëm kryesisht nëpërmjet titujve afatgjatë me norma interesi fikse. Normat e interesit në nivelet minimale historike, e bëjnë zbatimin e kësaj strategjie më pak të kushtueshme duke garantuar një raport optimal ndërmjet koston dhe rrezikut.

Financimi i huaj do të mbështetet në financimin me terma të butë nga institucionet ndërkombëtare të zhvillimit të projekteve ekzistuese, projekteve të reja të konsideruara si prioritare nga Qeveria për zhvillimin e vendit, si edhe në mbështetjen buxhetore të akorduar nga BB dhe FMN. Nuk përjashtohet mundësia që gjatë periudhës afatmesme 2016-2018 të ketë edhe një dalje me Eurobond në tregjet ndërkombëtare të kapitalit, me qëllim rritjen e mëtejshme të jetgjatësisë së borxhit, duke synuar zgjatjen e *benchmark-ut*² për titujt afatgjatë dhe uljen e presionit të huamarrjes në tregun e brendshëm.

Zhvillimi i mëtejshëm i tregut primar të titujve shtetërorë është një tjetër objektiv i strategjisë së borxhit. Në këtë kuadër gjatë periudhës afatmesme do të synohet ndërmarrja e aktiviteteve specifike të mëposhtme:

- i. Shmangia e segmentimit të kërkesës për titujt shtetërorë nëpërmjet tërheqjes nga tregu të një ose disa titujve që konkurojnë njëri tjetrin;
- ii. Krijimi i madhësive benchmark për titujt shtetërorë afatgjatë duke përdorur rihapjen më të shpeshtë të ankandëve ekzistuese;
- iii. Konsultimi i vazhdueshëm dhe i rregullt me aktorët kryesorë të tregut;
- iv. Diversifikimi dhe zgjerimi i bazës së investitorëve.

¹ Referuar ligjit Nr. 9665, datë 18.12.2006, i ndryshuar, për "Huamarrjen Shtetërore, Borxhin Shtetëror dhe Garancitë Shtetërore të Huasë në Republikën e Shqipërisë"

² Shpjegimi i termave teknike gjendet në fund të dokumentit, në aneksin "Fjalor Teknik"

I. ZHVILLIMET E BORXHIT TË QEVERISJES QENDRORE

1. Menaxhimi i Borxhit dhe Realizimi i Objektivave

Menaxhimi i borxhit gjatë vitit 2015 ka pasur si objektiv kryesor sigurimin e financimit të nevojave të Qeverisë për të shërbyer detyrimet që lindin nga borxhi ekzistues, si edhe detyrimet e krijuara nga diferenca ndërmjet të ardhurave dhe shpenzimeve. Në të njëjtën kohë, shumë e rëndësishme për menaxhimin e borxhit ka qenë realizimi i objektivit të sipërpërmendur në përputhje me objektivat strategjike për uljen e ekspozimit ndaj rreziqeve dhe mbajtjen nën kontroll të kostove të asociuara me borxhin.

Viti 2015 ka qenë një vit intensiv për menaxhimin e borxhit të Republikës së Shqipërisë për shkak të nivelit të lartë të financimit të borxhit ekzistues, ku vlen të përmendet kryesisht rifinancimi i rreth 60.3% e borxhit të brendshëm dhe rifinancimi i Eurobondit të emetuar në vitin 2010 në vlerën e 41.6 miliardë lekë.

Gjatë vitit 2015 nëpërmjet instrumenteve të borxhit të brendshëm dhe të jashtëm gjithsej u financuan 544.2 miliardë lekë ose 37.7% e PBB. *(nënkapitulli 3.)*

Pavarësisht nivelit të lartë për t'u financuar, menaxhimi i borxhit në bashkëpunim me strukturat e tjera përgjegjëse për menaxhimin e likuiditetit në Ministrinë e Financave, financoi me sukses të gjitha nevojat e Qeverisë Qendrore duke realizuar në të njëjtën kohë objektivat strategjike për:

- (i)** Uljen e ekspozimit ndaj rreziqeve *(rrezikut të rifinancimit, rrezikut të normave të interesit dhe rrezikut të likuiditetit)*;
- (ii)** Uljen e kostove të borxhit;
- (iii)** Uljen e presionit të huamarrjes në tregun e brendshëm;
- (iv)** Ri-afirmimin e Shqipërisë në tregjet ndërkombëtare të kapitalit.

Instrumentet që mundësuan realizimin e objektivave strategjike janë obligacionet afatgjata (7 vjeçare dhe 10 vjeçare) në tregun e brendshëm, si edhe PBG dhe Eurobond-i në tregun e jashtëm.

Në kuadër të uljes së ekspozimit ndaj rreziqeve menaxhimi i borxhit u fokusua në dy drejtime kryesore: **(i)** në drejtim të rritjes së peshës së instrumenteve afatgjata nëpërmjet emetimit të obligacioneve 7 dhe 10 vjeçare me norma interesi fikse, dhe **(ii)** në drejtim të uljes së peshës së instrumenteve me afat maturimi relativisht të ulët nëpërmjet procedurës së maturimit dhe buyback, që u mundësua nga shtesa (400 milion EUR) e financimit nga instrumenti i PBG dhe Eurobond. *(nënkapitulli 2.2.)*

Ulja e ekspozimit ndaj rreziqeve zakonisht shoqërohet me rritje të kostos, por gjatë vitit 2015 menaxhimi i borxhit e ka realizuar këtë objektiv me një kosto relativisht të ulët, duke shfrytëzuar rënien e normave të interesit për titujt afatgjatë në tregun e brendshëm, si edhe

duke financuar 700 milion EUR (PBG+Eurobond) në tregun e jashtëm me një kosto mesatare prej 3.5%³ dhe jetgjatësi mesatare prej 7.25 vite. (nënkapitulli 3.1)

Nga ana tjetër, vetë shtesa e financimit nga PBG dhe Eurobond ka bërë të mundur uljen e ofertës për hua në tregun e brendshëm, duke ulur presionin mbi normat e interesit dhe duke stimuluar rritjen e kreditimit të sektorit privat.

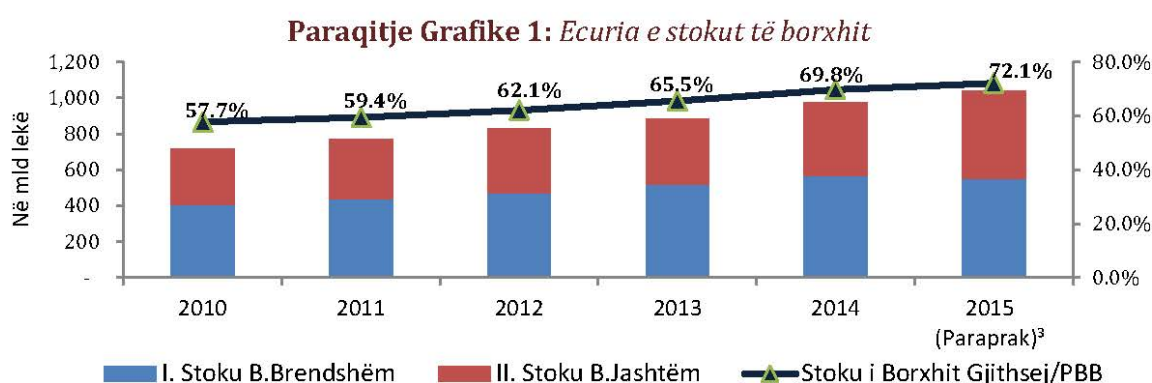
Emetimi i Eurobond-it në muajin nëntor, përveç se mundësoi rifinancimin e Eurobondit ekzistues, mundësoi përmirësimin e strukturës së borxhit të brendshëm, shërbeu edhe si instrument për përmirësimin e imazhit dhe riafirmimin e vendit në tregjet ndërkombëtare të kapitalit.

2. Ecuria e Borxhit të Qeverisjes Qendore

Në fund të vitit 2015 niveli i borxhit të Qeverisë Qendrore vlerësohet në nivelin e 72.1% në raport me PBB.

Deri në fund të vitit 2012 rritja e borxhit i atribuohet kryesisht zgjerimit të defiçitit buxhetor dhe rritjes së ngadalësuar ekonomike. Ndërkohë, duke filluar nga viti 2013, njohja e detyrimeve dhe faturave të papaguara të akumuluarra (rreth 5 për qind të PBB-së), çoi në rritje të raportit të borxhit ndaj PBB-së. Duke filluar nga vitit 2014, hartimi i një programi ekonomik fiskal dhe reformat e ndërmarra veçanërisht në fushën e energjisë, kanë ulur ritmin e akumulimit të borxhit dhe kanë përshpejtuar ritmet e rritjes ekonomike. Si rrjedhojë, niveli i borxhit pritet të ulet deri në 60% të PBB në fund të vitit 2019.

Gjatë vitit 2015 borxhi i Qeverisjes Qendore në raport me PBB është rritur me 2.3 pp dhe të gjithë peshën e rritjes e ka mbajtur borxhi i jashtëm, ndërkohë që borxhi i brendshëm ka pësuar rënie. Rritja e borxhit të jashtëm ka ardhur si rezultat i kushteve të favorshme në tregun e jashtëm dhe si rezultat i përpjekjes së Qeverisë për të ulur presionin e huamarrjes së brendshme dhe për t'i dhënë frymëmarrje kreditimit të sektorit privat. (Paraqitje grafike1)



Burimi: Ministria e Financave

³ Një borxh me karakteristika të ngjashme rreziku në tregun e brendshëm do të financohej me rreth dyfishin e koston.

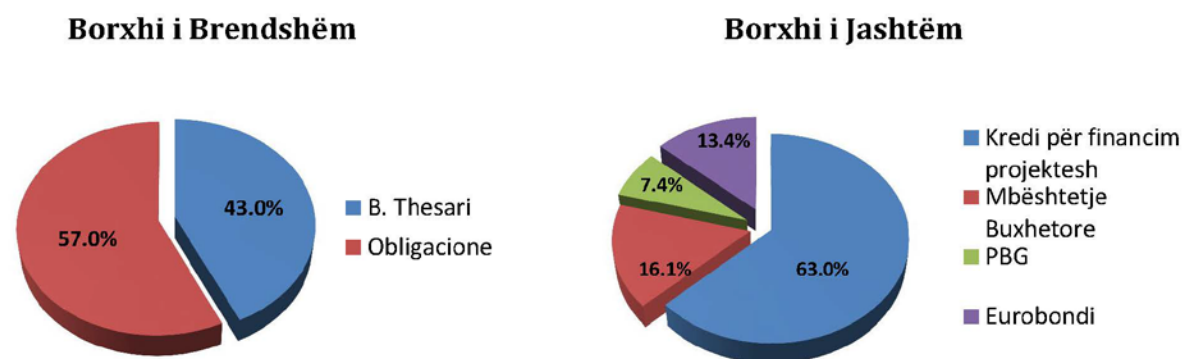
2.1. Portofoli i Borxhit Shtetëror

Në dhjetor 2015 portofoli i borxhit shtetëror vlerësohet në 986.1 miliardë lekë ose 94.6 % e portofolit të borxhit të Qeverisjes Qendrore. Raporti ndërmjet borxhit të brendshëm dhe të jashtëm shtetëror është 52.8% me 47.2%.

2.1.1. Përbërja sipas instrumenteve

Borxhi i brendshëm shtetëror përbëhet 100% nga instrumente të tregtueshme, të tipit bono thesari dhe obligacione. Ndërkohë, borxhi i jashtëm shtetëror përbëhet në masën 86.6% nga instrumente të patregtueshme, si kreditë e projekteve për zhvillim, mbështetja buxhetore dhe kredia pjesërisht e garantuar nga Banka Botërore (PBG). Pjesa e mbetur prej 13.4% përbëhet nga instrumente të tregtueshme në tregjet ndërkombëtare, të tipit Eurobond. (Paraqitje grafike 2)

Paraqitje Grafike 2: Kompozimi i stokut të borxhit shtetëror sipas instrumenteve



Burimi: Ministria e Financave

Gjatë viteve të fundit borxhi i brendshëm është karakterizuar nga rritja e vazhdueshme e peshës së obligacioneve, si pjesë e politikave menaxhuese për uljen e ekspozimit ndaj rreziqeve.

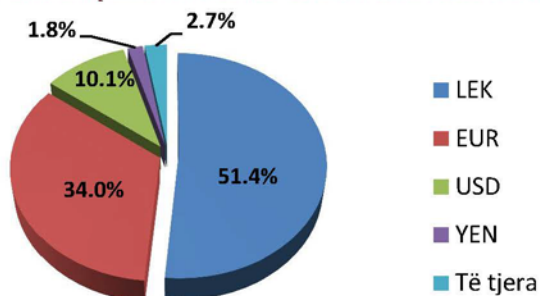
Ndërkohë, borxhi i jashtëm karakterizohet nga rritja e peshës së mbështetjes buxhetore. Rritja e këtij komponenti është e lidhur me politkat e Qeverisë për të likujduar detyrimet e prapambetura, me qëllim uljen e nivelit të NPL-ve në ekonomi dhe për të stimuluar rritjen e kreditimit ndaj sektorit privat.

⁴ Të dhënat janë paraprake për shkak të rivlerësimit që i bëhet borxhit të jashtëm. Ndryshimet që mund të pasohen nga rivlerësimi i borxhit të jashtëm në të ardhmen janë minimale dhe nuk kanë ndikim domethënës mbi analizat që pasojnë në këtë dokument.

2.1.2. Përbërja sipas monedhave

Në fund të vitit 2015 rreth 51.4% e borxhit shtetëror është e denominuar në monedhë vendase, ndërkohë pjesa tjetër është në monedhë të huaj dhe mbizotëron në rreth 70% monedha Euro. (Paraqitje grafike 3) Rreth 97.2% e borxhit të brendshëm është e denominuar në monedhë vendase, ndërkohë që borxhi i jashtëm është tërësisht i denominuar në monedhë të huaj.

Paraqitje Grafike 3: Kompozimi i stokut të borxhit shtetëror sipas monedhave

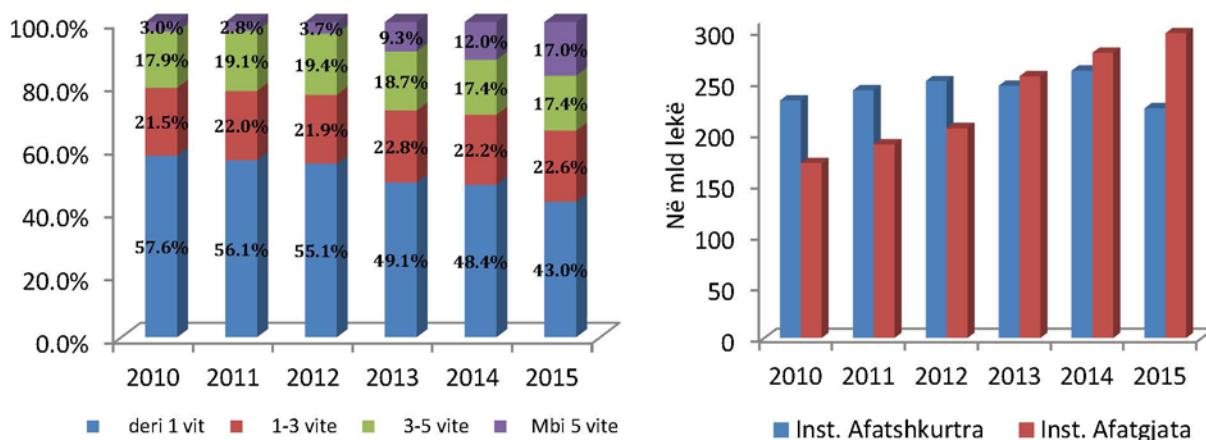


Burimi: Ministria e Financave

2.1.3. Përbërja sipas jetgjatësisë

Në dhjetor 2015, rreth 77.1% e borxhit shtetëror është e përbërë nga instrumente me jetgjatësi më të lartë se një vit. Borxhi jashtëm është i përbërë tërësisht nga instrumente me afat të gjatë maturimi, ndërkohë tek borxhi i brendshëm instrumentet afatgjata zënë rreth 57.0% të portofolit. Jetgjatësia mesatare e borxhit të brendshëm dhe të jashtëm, janë përkatësisht 1.96 dhe 8.1 vite. Për portofolin e borxhit të brendshëm viti 2015 ka qenë një vit mjaft pozitiv në kuadër të shtimit të peshës së instrumenteve me afat të gjatë maturimi. Në këtë aspekt, krahasuar me vitin e kaluar pesha e borxhit afatgjatë në portofol është rritur me 5.4 pp. Rritja e dukshme e peshës në kategorinë e instrumenteve afatgjata ka ardhur kryesisht si rezultat i emetimit të suksesshëm të obligacionit 10-vjeçar dhe si rezultat i nivelit të ulët të maturimeve në këtë kategori instrumentesh.

Paraqitje Grafike 4: Përbërja e borxhit të brendshëm shtetëror sipas jetgjatësisë



Burimi: Ministria e Financave

2.1.4. Përbërja sipas tipit të interesit

Në fund të vitit 2015, rreth 68.2% e portofolit të borxhit shtetëror është e përbërë nga norma interesi fikse dhe rreth 22.6% e këtij portofoli kompozohet nga norma interesi konçesionale. Borxhi i brendshëm përbëhet nga instrumente kryesisht me norma interesi fikse në masën 86.1% dhe është tërësisht me norma interesi tregtare. Ndërkohë, borxhi i jashtëm përbëhet në masën 48.1% nga norma interesi fikse dhe 47.9% nga norma interesi konçesionale. (Tabela 1)

Tabela 1: Përbërja e borxhit shtetëror sipas tipit të interesit (2014-2015)

Tipi Interesit	2014			2015		
	Borxh i Brendshëm	Borxh i Jashtëm	Total	Borxh i Brendshëm	Borxh i Jashtëm	Total
Interes Fiks	85.4%	50.2%	70.8%	86.1%	48.1%	68.2%
Interes Variabël	14.6%	49.8%	29.2%	13.9%	52.0%	31.8%
Interes Konçesional	0.0%	51.8%	21.6%	0.0%	47.9%	22.6%
Interes Tregtar	100.0%	48.2%	78.4%	100.0%	52.1%	77.4%

Burimi: Ministria e Financave

2.2. Portofoli i Borxhit të Garantuar

Në dhjetor 2015 portofoli i borxhit të garantuar vlerësohet në 56.0 miliardë lekë, 3.9% e PBB ose 5.4% e portofolit të borxhit të Qeverisjes Qendore. Rreth 54.3% e portofolit të borxhit të garantuar janë emetuar në tregun e brendshëm dhe 45.7% në tregun e jashtëm. Krahësuar me vitin e kaluar borxhi i garantuar është rritur me 1.5 miliardë lekë, për shkak të emetimit të tre garancive të reja në vlerën e përgjithshme 12.9 miliardë lekë. (Tabela 2)

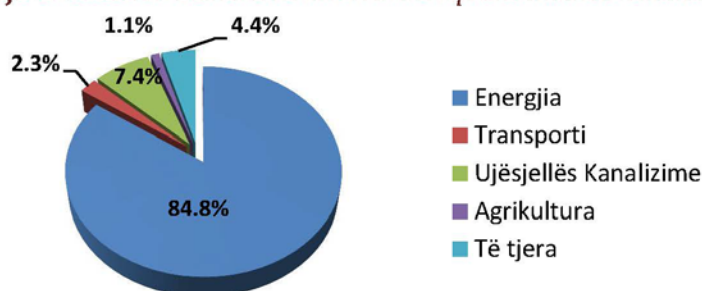
Tabela 2: Garancitë shtetërore të emetuara gjatë vitit 2015

Subjekti Garantuar	Objekti i Garancisë	Vlera (në mld lekë)	Investitori
KESH Sha.	Garantimi i linjave ekzistuese të overdrafteve	4.5	Sistemi Bankar Vendas
OST	Efienca energjitike	5.6	KfW
RTSH	Ndërtimi i rrjeteve numerike	2.8	Deutsche Bank

Burimi: Ministria e Financave

Rreth 95% e garancive të Shtetit Shqiptar janë emetuar në favor të sektorit të Energjisë, sektorit të Ujësjellës Kanalizimeve dhe sektorit të Transportit. (Paraqitje grafike 5)

Paraqitje Grafike 5: Garancitë shtetërore sipas sektorëve ekonomik



Burimi: Ministria e Financave

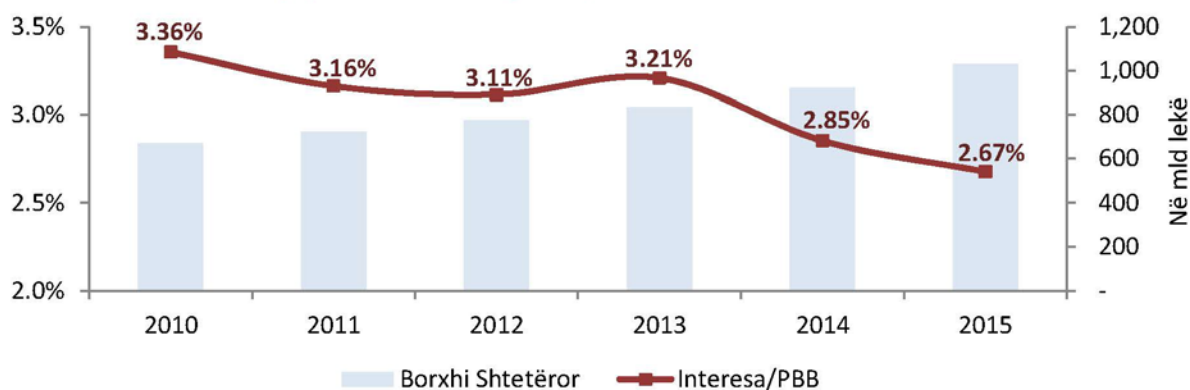
3. Kostot dhe Rreziqet e Borxhit Shtetëror

Gjatë vitit 2015 portofoli i borxhit shtetëror është karakterizuar nga mbajtja e raporteve të qëndrueshme ndërmjet koston dhe rreziqut, në përputhje me objektivat strategjikë. Kostot e borxhit janë ulur kryesisht për shkak të rënies së normave të interesit në tregun vendas dhe atë të huaj. Struktura e borxhit ka pësuar ndryshime në kuadër të përmirësimit të rreziqeve, ku kryesisht janë bërë përmirësime në kuadër të uljes së ekspozimit ndaj rreziqut të rifinancimit dhe rreziqut të normave të interesit. Ndërkohë përse i përket rreziqut të kursit të këmbimit, vërehet një rritje e moderuar e ekspozimit.

3.1. Kostot

Gjatë vitit 2015 kosto e borxhit shtetëror që rrjedh nga pagesat e interesave vlerësohet në 38.6 miliardë lekë ose 2.67% e PBB ku 1.9% e PBB janë pagesa për interesat e borxhit të brendshëm dhe 0.78% e PBB interesa për borxhin e jashtëm. Gjatë viteve të fundit pagesat për interesa kanë pasur një trend rënës, i cili ka ardhur kryesisht si rezultat i rënies së normave të interesit në tregun e brendshëm dhe të jashtëm.

Paraqitje Grafike 6: Pagesat për interesa të borxhit shtetëror

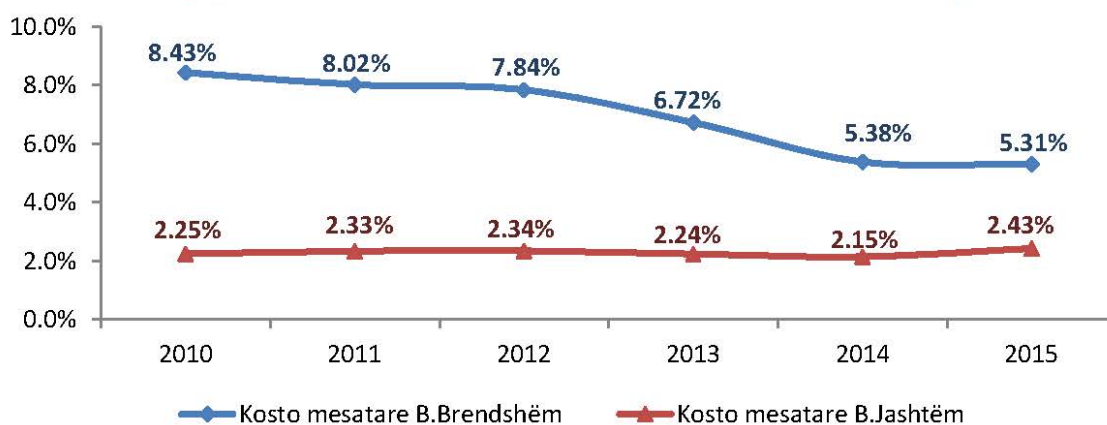


Burimi: Ministria e Financave

Referuar *paraqitjes grafike 7*, borxhi i brendshëm paraqitet më i kushtueshëm se borxhi i jashtëm, kryesisht për faktin se është borxh i emetuar tërësisht me terma tregtare dhe për

shkak të kushteve makroekonomike që karakterizojnë vendin. Megjithatë, kosto mesatare e borxhit të brendshëm ka ardhur vazhdimisht duke u ulur edhe pse në portofol është rritur pesha e instrumenteve afatgjata. Ndërkohë, kosto mesatare e borxhit të jashtëm gjatë viteve të fundit ka qënë më e qëndrueshme duke u luhatur maksimalisht me 10 pb. Përfundimisht në vitin 2015, gjatë të cilit kosto mesatare e borxhit të jashtëm është rritur me 29 pb, kryesisht për shkak të rritjes së peshës së borxhit të kontraktuar me terma tregtare (*jo konçesionale*).

Paraqitje Grafike 7: Kosto mesatare e borxhit të brendshëm dhe të jashtëm



Burimi: Ministria e Financave

3.2. Rreziqet

Viti 2015 ka qënë një vit mjaft pozitiv në kuadër të uljes së ekspozimit ndaj rreziqeve që mbart borxhi. Rreziqet që lidhen me borxhin janë ulur ose janë mbajtur nën kontroll në përputhje me objektivat strategjikë të vendosura në strategjinë paraardhëse.

Ulja e rrezikut të rifinancimit dhe atij të normave të interesit kanë ardhur kryesisht si rezultat i uljes së peshës së titujve afatshkurtër dhe uljes së peshës së titujve me norma interesi të ndryshueshme në portofolin e borxhit të brendshëm. Në këtë drejtim ka kontribuar ulja e financimit të brendshëm si rezultat i shtesës së financimit të huaj nga instrumenti i PBG (+250 milion Euro) dhe Eurobondi (+150 milion Euro), si edhe kërkesa e kënaqshme për titujt shtetërorë afatgjatë. Ulja e financimit të brendshëm përveç se ka ulur presionin e ofertës për titujt shtetërorë nga ana e Qeverisë, ka bërë të mundur edhe maturimin e titujve (*maturimi nëpërmjet procedurës Buyback*) me maturitet të mbetur relativisht të ulët, duke kontribuar në përmirësimin e strukturës së borxhit të brendshëm përtej pritshmërive.

Megjithëse rreziku i kursit të këmbimit ka devijuar nga objektivi fillestar i strategjisë, ai mbetet nën kontroll. Devijimi ka qënë i moderuar dhe përfitimet nga ky devijim në kuadër të uljes së ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut të normave të interesit në tregun e brendshëm kanë qënë më të larta. Nga ana tjetër, rritja e financimit të huaj ka kontribuar edhe në uljen e presionit të normave të interesit në tregun e brendshëm duke ulur kostot e borxhit.

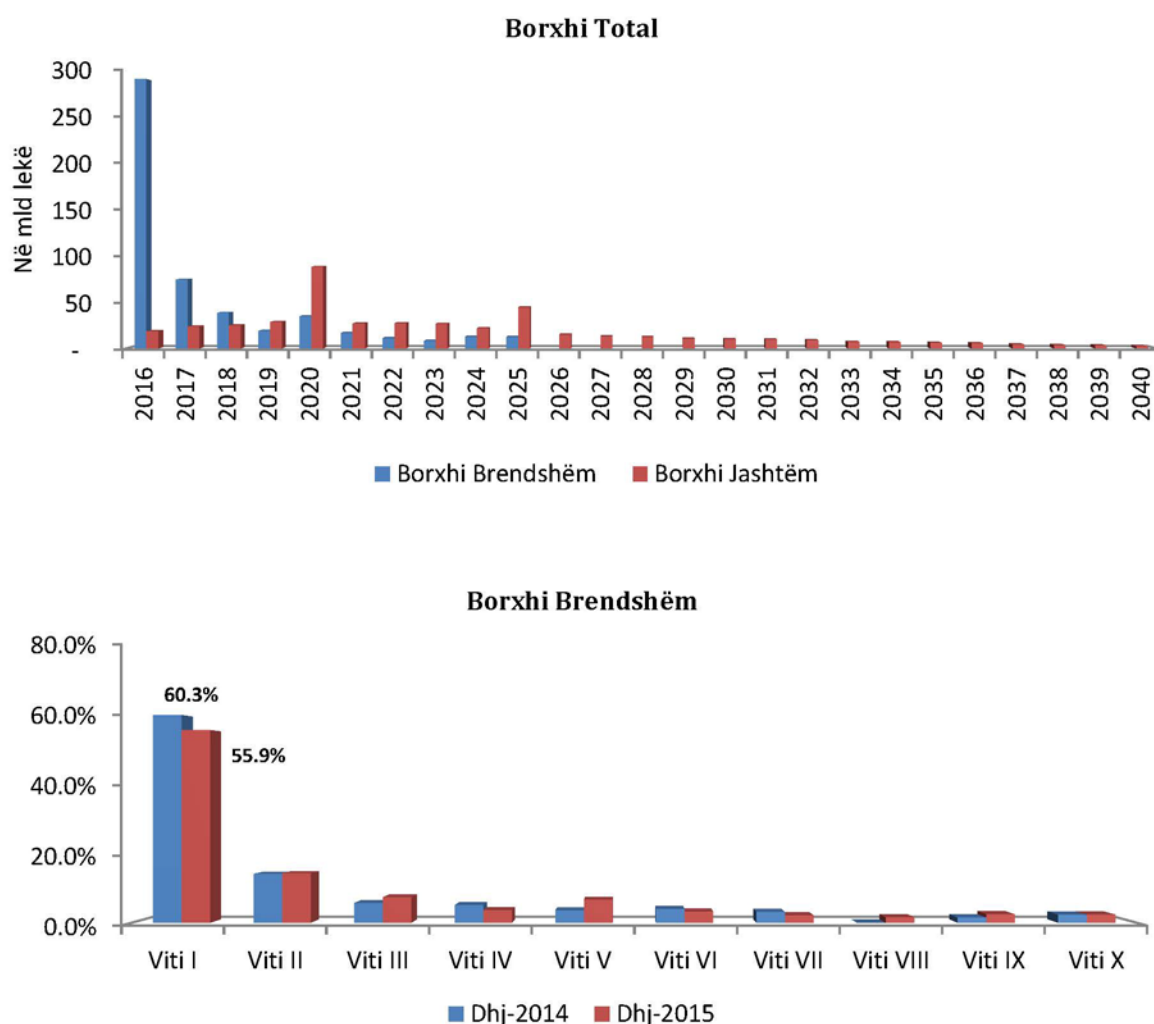
3.2.1. Rreziku i rifinancimit

Ulja e rrezikut të rifinancimit, veçanërisht në portofolin e borxhit të brendshëm, është një nga objektivat kryesore të menaxhimit të borxhit.

Borxhi i jashtëm paraqet më pak rrezik pasi është i përbërë nga instrumente me afat të gjatë maturimi dhe me profile amortizimi të shtrira gjatë në kohë. Ndërkohë borxhi i brendshëm është i ekspozuar në shkallë më të lartë ndaj këtij rreziku për shkak të peshës së konsiderueshme që zenë instrumentet afatshkurtra. (Paraqitje grafike 8)

Në dhjetor 2015 struktura e borxhit të brendshëm paraqitet më pak e ekspozuar kundrejt rrezikut të rifinancimit, pasi ka një përmirësim në shpërndarjen e detyrimeve që lindin nga ripagesat e borxhit ekzistues. Pësia e instrumenteve (në përqindje të totalit), që rifinancohen në harkun kohor të një viti është 55.9%, rreth 4.4 pp më e ulët se fundin e vitit të kaluar dhe 3.5 pp përtej objektivit strategjik. (Paraqitje grafike 9)

Paraqitje Grafike 8: Profilet e amortizimit të borxhit shtetëror



Në dhjetor 2015 koha mesatare në maturim (*KMM*) e portofolit të borxhit shtetëror rezulton në 4.9 vite, përkatësisht 2.0 vite për borxhin e brendshëm dhe 8.0 vite për borxhin e jashtëm. Krahësuar me fundin e vitit të kaluar ky tregues ka një përmirësim prej 0.7 vitesh, përkatësisht 0.2 vite për borxhin e brendshëm dhe 0.5 vite për borxhin e jashtëm. Objektivat strategjikë janë realizuar duke u tejkaluar me 0.2 vite për borxhin e brendshëm dhe 0.1 vite për borxhin e jashtëm. (Tabela 3)

Jetgjatësia e borxhit të brendshëm është rritur si pasojë e maturimit të instrumenteve afatshkurtra nëpërmjet procedurave të buyback si edhe për shkak të shtimit të peshës së instrumenteve afatgjata (*kryesisht obligacioneve 7 dhe 10 vjeçare*) në portofol. Ndërkohë jetgjatësia e borxhit të jashtëm është rritur për shkak të maturimit të disa instrumenteve me jetgjatësi të mbetur relativisht të ulët (*Eurobondi 2010*) dhe zëvendësimi me instrumente të reja me jetgjatësi më të lartë (*Eurobondi 2015*). Gjithashtu edhe emetimi i PBG në vlerën e 250 milion Euro dhe me maturitet mesatar prej 8.75 vite ka luajtur një rol të rëndësishëm në rritjen e jetgjatësisë së borxhit të jashtëm.

Tabela 3: Treguesit e rrezikut të rifinancimit

Treguesi	2015			Objektivi Strategjik		
	Borxh i Brendshëm	Borxh i Jashtëm	Total	Borxh i Brendshëm	Borxh i Jashtëm	Total
Borxh që maturohet brenda një viti (Në % të totalit)	55.9	4.3	31.6	59.4	5.5	35.4
KMM (Vite)	2.0	8.0	4.9	1.8	7.9	4.5

Burimi: Ministria e Financave

Përpjekjet për uljen e rrezikut të rifinancimit do të vazhdojnë, pasi borxhi i brendshëm mbetet ende i ekspozuar ndaj rrezikut të rifinancimit dhe ka nevojë për përmirësime të mëtejshme në kuadër të rritjes së peshës së instrumenteve afatgjata dhe krijimit të një profili amortizimi me shpërndarje më të njëtrajtshme.

3.2.2. Rreziku i normave të interesit

Gjatë vitit 2015 është bërë progres i dukshëm në kuadër të uljes së ekspozimit ndaj rrezikut të normave të interesit. Në këtë aspekt rol të rëndësishëm ka luajtur mbajtja nën kontroll e instrumenteve me norma interesi të ndryshueshme si edhe ulja e peshës së instrumenteve afatshkurtra në portofol, të cilat në aspektin e rrezikut të normave konsiderohen me norma të ndryshueshme.

Borxhi me norma interesi fikse në fund të vitit 2015 vlerësohet rreth 48.6% e totalit të portofolit ose 6.1 pp më shumë se fundin e vitit të kaluar. Për borxhin e brendshëm ky tregues është rritur me 6.2 pp krahasuar me fundin e vitit të kaluar, kryesisht për shkak të uljes së peshës së instrumenteve afatshkurtra nga 48.4% në 43.0%. Gjithashtu edhe pesha e instrumenteve që rivlerësohen në harkun kohor të një viti është ulur nga 65.9% në 58.1%. Kontribut në përmirësimin e këtij treguesi ka jo vetëm borxhi i brendshëm për arsye të sipërpërmendura por edhe borxhi i jashtëm, i cili është më i qëndrueshëm pas maturimit të disa instrumenteve me peshë relativisht të lartë dhe zëvendësimit me instrumente të reja me jetgjatësi të mbetur dhe kohë rivlerësimi relativisht të lartë.

Tabela 4: Treguesit e rrezikut të normave të interesit

Treguesi	2015			Objektivi Strategjik		
	Borxh i Brendshëm	Borxh i Jashtëm	Total	Borxh i Brendshëm	Borxh i Jashtëm	Total
Borxh me normë fikse/total	43.2%	54.6%	48.6%	40.9%	55.8%	48.8%
Borxhi i rivlerësuar në një vit	67.7%	47.3%	58.1%	70.8%	46.7%	60.1%
KMR	1.82	4.8	3.2	1.63	4.6	3.0

Burimi: Ministria e Financave

Referuar tabelës 4 rezulton se objektivat strategjikë për mbajtjen nën kontroll të rrezikut të normave të interesit janë realizuar me sukses.

Objektivi i uljes së mëtejshme të ekspozimit ndaj rrezikut të normave të interesit, do të vazhdojë të jetë ndër objektivat bazë të SAMB, duke qënë se më shumë se 58% e portofolit të borxhit shtetëror rivlerësohet në harkun kohor të një viti dhe borxhi publik vazhdon të ketë ekspozim relativisht të lartë ndaj lëvizjes së normave të interesit. Goditjet në normat e interesit në tregun e brendshëm dhe të jashtëm mund të shoqërohen me rritje të shpenzimeve në buxhet dhe rritje të nivelit të borxhit.

3.2.3. Rreziku i kursit të këmbimit

Stoku i borxhit shtetëror të denominuar në monedhë të huaj është rritur nga 43.1% e totalit në vitin 2014 në 48.5% në vitin 2015, duke sjellë një rritje të moderuar të ekspozimit ndaj rrezikut të kursit të këmbimit. (Tabela 5)

Tabela 5: Stoku i borxhit shtetëror në monedhë vendase dhe të huaj

Monedha	2014		2015		Objektivi Strategjik
	Në milion Lekë	Në %	Në milion Lekë	Në %	Në %
Vendase	524,995.6	56.9%	506,508.7	51.5%	Min 55%
E huaj	397,567.3	43.1%	477,927.9	48.5%	Max 45%

Burimi: Ministria e Financave

Rritja e nivelit të borxhit në monedhë të huaj ka ardhur kryesisht nga mbështetja buxhetore e akorduar në kuadër të likuidimit të detyrimeve të prapambetura, garancia pjesore e bankës botërore (PBG) dhe Eurobondi. Shtesa prej 3.5% e financimit të huaj mbi objektivin është bërë në kuadër të kostove të favorshme që kanë rezultuar në tregun e jashtëm gjatë emetimit të Eurobond-it, në kuadër të lehtësimit të mëtejshëm të presionit të huamarrjes në tregun e brendshëm dhe në kuadër të uljes së ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut të normave të interesit.

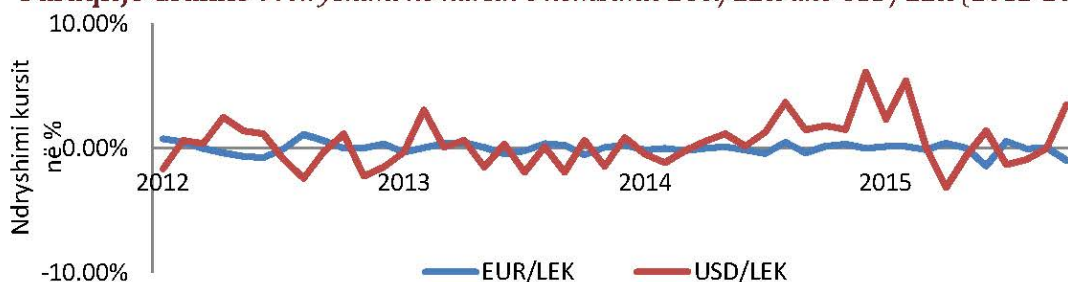
Rreth 70.0% e portofolit në monedhë të huaj përbëhet nga monedha Euro, duke e bërë këtë portofol jo shumë të diversifikuar. Megjithatë, pesha e lartë e portofolit në monedhën Euro është në përputhje me objektivat strategjikë dhe me aspiratat e vendit për tu integruar në një të ardhme të afërt në Bashkimin Europian.

Nga ana tjetër, ekspozimi i lartë ndaj kësaj monedhe nuk ka përbërë shqetësim pasi gjatë viteve të fundit monedha Euro nuk ka qenë shumë volatile në raport me monedhën vendase, për shkak të marrëdhënieve ekonomike me vendet e BE.

Referuar paraqitjes grafike 9 rezulton se gjatë katër viteve të fundit maksimumi i luhatjes së kursit të këmbimit EUR/LEK ka qenë 1.4%. Ndërkohë, monedha vendase ka pasur luhatje që arrijnë deri në 6.0% kundrejt monedhës USD, që është dhe monedha e dytë më e rëndësishme për sa i përket peshës në portofolin e borxhit.

Gjatë viteve të fundit kostot nga ndryshimet në kursin e këmbimit kanë qenë të moderuara. Kontribut në këtë aspekt ka lëvizja në kah të kundërt e monedhës EUR dhe USD, si edhe fakti që shumica e ripagesave të instrumenteve të borxhit të huaj janë të shpërndara gjatë në kohë dhe ripagohen në disa këste.

Paraqitje Grafike 9: Nryshimi në kursin e këmbimit EUR/LEK dhe USD/LEK (2012-2015)



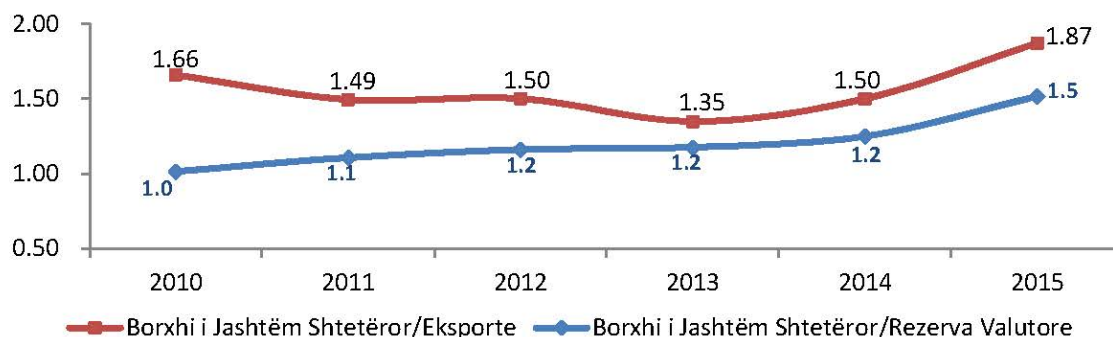
Burimi: Ministria e Financave

Pavarësisht ekspozimit jo të lartë të portofolit në monedhë të huaj, në të ardhmen është shumë e rëndësishme që të bëhet kujdes me rritjen e mëtejshme të ekspozimit, pasi mund të ketë ndikim në uljen qëndrueshmërisë së borxhit dhe në aftësinë ripaguese të Shtetit për detyrimet në valutë.

Raporti i borxhit në monedhë të huaj kundrejt eksporteve dhe rezervës valutore janë indikatorë shumë të rëndësishëm, të cilët vlerësojnë aspektin e mësipërm.

Gjatë viteve të fundit këto dy raporte janë rritur duke treguar një rënie në aftësinë ripaguese në valutë. Duke filluar prej vitit 2013 ritmet e rritjes së borxhit në monedhë të huaj kanë qenë më të larta se ritmet e rritjes së eksporteve dhe rezervës valutore. (Paraqitje grafike 10)

Paraqitje Grafike 10: Raporti i borxhit të jashtëm ndaj eksporteve dhe rezervës valutore



Burimi: Ministria e Financave

Megjithëse efektet e kursit të këmbimit kanë qenë të moderuara, në të ardhmen është e rëndësishme që borxhi i jashtëm të rritet me ritme proporcionale me eksportet dhe rezervën valutore.

3.2.4. Rreziku i likuiditetit

Viti 2015 ka qenë një vit me nevoja të larta likuiditeti kryesisht për shkak të nivelit të lartë të maturimeve të borxhit në vlerën e 489.4 miliardë lekë, ose 79.9 miliardë lekë më shumë se në vitin 2014. Kjo është e lidhur kryesisht me maturimin e Eurobondit në vlerën e 300 milion Euro (rreth 41.6 miliardë lekë). Pavarësisht nevojave të larta të rifinancimit, ky vit u arrit të menaxhohej me sukses duke mos krijuar vonesa në pagesat e detyrimeve që lindin prej borxhit si edhe duke mos krijuar ankande të jashtzakonshme, të cilat mund të krijojnë konfuzion tek investitorët dhe presion rritës mbi normat e interesit. Faktorë kyç në menaxhimin e suksesshëm ka qenë mirëplanifikimi i financimit, koordinimi i mirë me njësinë (*Drejtorinë e Thesarit*) përgjegjëse për parashikimin e flukseve të të ardhurave, si edhe shfrytëzimi i burimeve të reja të financimit në tregun e jashtëm (*PBG*) për ti dhënë frymëmarje tregut të brendshëm.

Pavarësisht uljes së kostos së borxhit për njësi, treguesi i raportit të shërbimit të borxhit me të ardhurat sinjalizon rritje të rrezikut të likuiditetit, kryesisht për shkak të rritjes së ripagesave të borxhit jashtëm.



Përmirësimi i këtij treguesi është i lidhur ngushtë me uljen e borxhit, me konsolidimin e të ardhurave në buxhet dhe me uljen e mëtejshme të kostos së borxhit.

Përsa i përket objektivave strategjikë për mbajtjen nën kontroll të rrezikut të likuiditetit rezulton se disa prej objektivave janë realizuar me sukses, ku këtu vlen të përmendet realizimi për herë të parë i transaksioneve buyback duke maturuar instrumente me jetgjatësi të mbetur relativisht të ulët. Përsa i përket shpërndarjes së peshës së disa ankandëve me vlera të larta, ky objektiv nuk është realizuar për shkak të emetimit të Eurobondit në gjysmën e dytë të vitit dhe mbajtjes së financimit të PBG në formën e garancisë duke konsideruar edhe skenarin më të keq për mosrealizmin e emetimit të Eurobondit gjatë vitit 2015.

3.2.5. Rreziku operacional

Rreziku operacional gjatë viteve të fundit ka pasur një përmirësim në kuadër të shtimit të kapaciteteve dhe përmirësimit të mjeteve analitike të përdorura në menaxhimin e borxhit. Këtu mund të përmendet trajnimi i stafit dhe bashkëpunimi i vazhdueshëm me institucionet ndërkombëtare si BB dhe FMN në kuadër të adaptimit të praktikave më të mira ndërkombëtare për menaxhimin e borxhit dhe zhvillimin e tregut të titujve shtetërorë. Gjithashtu është hartuar një draft manual për veprimtaritë e brendshme të njësisë menaxhuese të borxhit publik.

Stafi ekzistues zotëron aftësi të mira teknike, por është nën numrin optimal që kërkohet nga struktura, duke e rritur rrezikun e individëve kyç (*key person risk*). Borxhi i brendshëm dhe i jashtëm vazhdojnë të ruhen në databaza të veçanta, duke e bërë të vështirë dhe me rrezik të lartë raportimin dhe përpunimin e të dhënave. Sistemi i regjistrimit të të dhënave të borxhit të jashtëm (*DMFAS*) nuk është përditësuar ende në versionin e ri.

4. Burimet e Financimit

Gjatë vitit 2015 financimi me borxh ka shërbyer për të realizuar rifinancimin e instrumenteve të borxhit që u maturuan si edhe për të mbuluar defiçitin buxhetor.

Në dallim nga vitet e mëparshme, në vitin 2015 risi ka qenë përdorimi i instrumentit të garancisë pjesore të Bankës Botërore (*PBG*) si edhe emetimi i Eurobondit në tregjet ndërkombëtare të kapitalit.

Këto instrumente u emetuan me norma interesi të favorshme dhe mundësuan uljen e presionit të huamarrjes në tregun e brendshëm, me qëllim përmirësimin e strukturës së borxhit të brendshëm. Gjithashtu, emetimi i këtyre instrumenteve synoi zëvendësimin e një pjese të borxhit të brendshëm me borxh më të favorshëm për sa i përket rrezikut dhe kostos.

Për vitin 2015 financimi total ka qënë në vlerën e 544.2 miliardë lekë ose 37.7% e PBB, përkatësisht 410.4 miliardë lekë nëpërmjet burimeve të brendshme dhe 133.8 miliardë lekë nëpërmjet burimeve të huaja. Rreth 489.5 miliardë lekë kanë shërbyer për rifinancimin e borxhit ekzistues dhe pjesa tjetër për të mbuluar defiçitin buxhetor. Krahasuar me vitin e kaluar, rifinancimi i borxhit ekzistues ka qënë rreth 61.0 miliardë lekë më i lartë, kryesisht për shkak të rifinancimit të Eurobondit të emetuar në vitin 2010. (*Tabela 6*)

Megjithëse vlera për t'u financuar me borxh ka qënë relativisht e lartë, Ministria e Financave e ka menaxhuar me sukses duke përdorur në mënyrë efëiente dhe në kohën e duhur burimet e brendshme dhe të huaja të financimit.

Tabela 6: Financimi sipas instrumenteve të brendshme dhe të huaja

Instrumente të Financimit	Dhjetor-2014		Dhjetor-2015	
	Vlera	%	Vlera	%
I. Financimi me Borxh të Brendshëm	429,391.9	88.9%	410,368.1	75.4%
i. Bono Thesari	337,433.2	69.8%	318,041.7	58.4%
ii. Obligacione	91,958.7	19.0%	92,326.4	17.0%
II. Financimi me Borxh të Jashtëm	53,770.5	11.1%	133,808.1	24.6%
i. Mbështetje Buxhetore	30,508.6	6.3%	14,919.2	2.7%
ii. PBG	-	0.0%	34,897.5	6.4%
iii. Eurobond	-	0.0%	62,009.4	11.5%
iv. Kredi për Financim Projektsh	23,261.9	4.8%	21,982.0	4.0%
Total Financimi	483,162.5	100.0%	544,176.2	100.0%

Burimi: Ministria e Financave

Në tregun e brendshëm si burim financimi janë përdorur bonot e thesarit dhe obligacionet ku është synuar rritja e peshës së instrumenteve afatgjata dhe maturimi i instrumenteve afatshkurtra. Ky synim u realizua plotësisht pas emitimit të Eurobondit në muajin nëntor, i cili siguroi likuiditetin e nevojshëm dhe mundësoi tërheqjen nga tregu i brendshëm të titujve në vlerën e 51.7 miliardë lekë. Alternativat që mundësuan këtë tërheqje ishin procedura e tërheqjes parakohe (*buyback*) dhe maturimi pa rifinancim ose pjesërisht pa rifinancim i titujve. Nëpërmjet procedurës së *buyback* u tërhoqën nga tregu 19.65 miliardë lekë, kryesisht bono thesari dhe obligacione me maturitet të mbetur relativisht të ulët. Ndërkohë, nëpërmjet maturimeve u tërhoqën 32.0 miliardë lekë, nga të cilat 21.5 miliardë lekë nëpërmjet maturimeve të plota dhe 10.5 miliardë lekë nëpërmjet maturimeve të pjesshme.

Në tregun e huaj përveç instrumenteve të lartpërmendura (*PBG, Eurobond*) është përdorur mbështetja buxhetore në kuadër të marrëveshjes me FMN dhe BB për likuidimin e detyrimeve të prapambetura, si edhe disbursimi i kredive ekzistuese në kuadër të financimit të projekteve zhvillimore. Krahësuar me vitin e kaluar disbursimet për financimin e projekteve kanë qenë rreth 5.5% më të ulta. Sektorët që kanë përfutur më shumë kanë qenë transporti, energjia dhe ujësjellës kanalizime, përkatësisht me 31.8%, 28.7% dhe 20.1% të totalit të disbursimeve.

Gjatë këtij viti në kuadër të financimit të projekteve, Republika e Shqipërisë ka pasur marrëdhënie dinamike me kreditorë të tillë si: KfW, IDB, IDA, IBRD, BERZH, CEB, etj, duke nënshkruar projekte të reja që kapin vlerën e 526 milion Euro.

5. Zhvillimet e Tregut Primar të Titujve Shtetërorë

5.1. Ecuria e ankandeve dhe kërkesa për titujt shtetërorë

Gjatë vitit 2015 janë organizuar në total 96 ankande për titujt qeveritarë, përkatësisht 53 ankande për bono thesari dhe 43 ankande për obligacione (nga të cilat 5 janë rihapje). Oferta e qeverisë nëpërmjet titujve qeveritare ka qenë 446.0 miliardë lekë, ndërkohë që kërkesa e investitorëve për titujt ka qenë relativisht më e lartë, rreth 498.5 miliardë lekë. Raporti i mbulimit (*Bid/Cover*) që vlerëson kërkesën për titujt shtetërorë ka qenë 1.12,

ndërkohë që në vitin 2014 ky raport ka qenë 1,06, megjithëse kërkesa për tituj ka qenë më e lartë. (Tabela 7)

Rritja e këtij treguesi gjatë vitit 2015 ka ardhur kryesisht si rezultat i uljes së ofertës në një shkallë më të lartë se kërkesa e tregut.

Përveç muajit janar, gusht dhe tetor ku Bid/Cover ka qenë përkatësisht 0.92, 0.91 dhe 0.97, në muajt e tjerë kërkesa e tregut ka qenë më e lartë se oferta e Ministrisë, duke reflektuar një normë mbulimi më të lartë se 1. Kërkesa e tregut për bonot e thesarit ashtu edhe për obligacionet ka qenë e njëjtë (1.12) duke mos reflektuar preferenca të veçanta për titujt shtetërorë.

Tabela 7: Treguesit e ecures së kërkesës për titujt shtetërorë

Periudha	Treguesi	Bono Thesari	Obligacione	Tituj Shtetërorë Gjithsej
2015	Nr ankandesh	53	43	96
	Shuma e kërkuar (në mln lekë)	380,224	118,364	498,588
	Shuma e ofruar (në mln lekë)	340,682	105,378	446,060
	Raporti i mbulimit	1.12	1.12	1.12

Burimi: Ministria e Financave

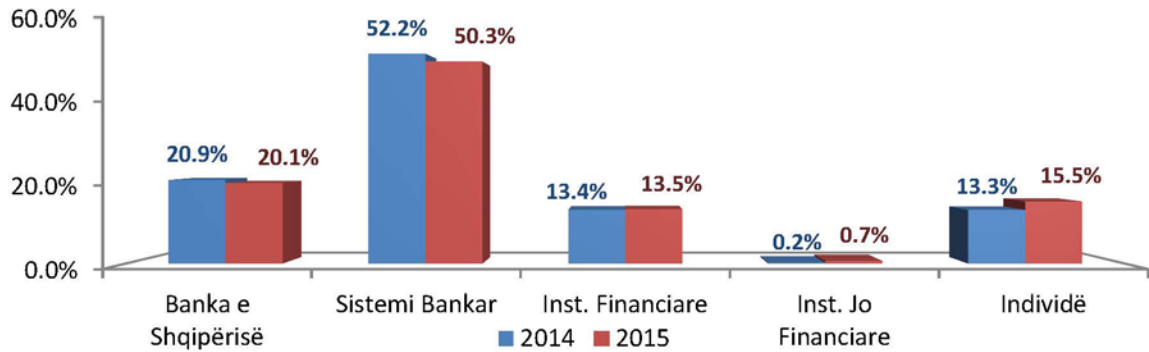
Aktorët kryesorë të kërkesës së përgjithshme për titujt qeveritarë gjatë vitit 2015 kanë qenë:

- Sistemi Bankar me 50.3 %
- Banka e Shqipërisë 20.1%
- Individët me 15.5%
- Institucione Financiare me 13.5%
- Institucione Jo Financiare me 0.7%

Gjatë vitit 2015 ka një diversifikim të kërkesës për titujt shtetërorë në drejtim të uljes së saj nga sistemi bankar dhe rritjes nga individët dhe institucionet jo financiare. Megjithatë, kërkesa ashtu si edhe gjatë vitit të kaluar vazhdon të dominohet në mbi 50% nga sistemi bankar. Gjatë vitit 2015 ka një rënie të kërkesës nga kjo kategori investitorësh me 1.96 pp, ndërkohë që brenda të njëjtës kategori, ka një rënie të diversifikimit për shkak të rritjes së përqendrimit të kërkesës me 12 pp në drejtim të tre bankave kryesore (*Raiffeisen Bank, BKT dhe Credins Bank*). Kërkesa në rënie nga ana e sistemit bankar është reflektuar më tepër në segmentin e instrumenteve me afat të gjatë maturimi.

Karakteristike për vitin 2015 është rritja e kërkesës nga ana e individëve si edhe deri diku e institucioneve jo financiare. Kërkesa në rritje nga ana e individëve ka ardhur si rezultat i normave më të favorshme që ofrojnë titujt shtetërorë krahasuar me depozitat bankare si edhe për shkak të informimit në rritje lidhur me procedurat e të investuarit në tituj shtetëror. Kërkesa në rritje nga individët është përqëndruar më tepër në drejtim të instrumenteve afatgjata.

Paraqitje Grafike 12: Kërkesa për titujt shtetërorë sipas pjesëmarrësve në ankande



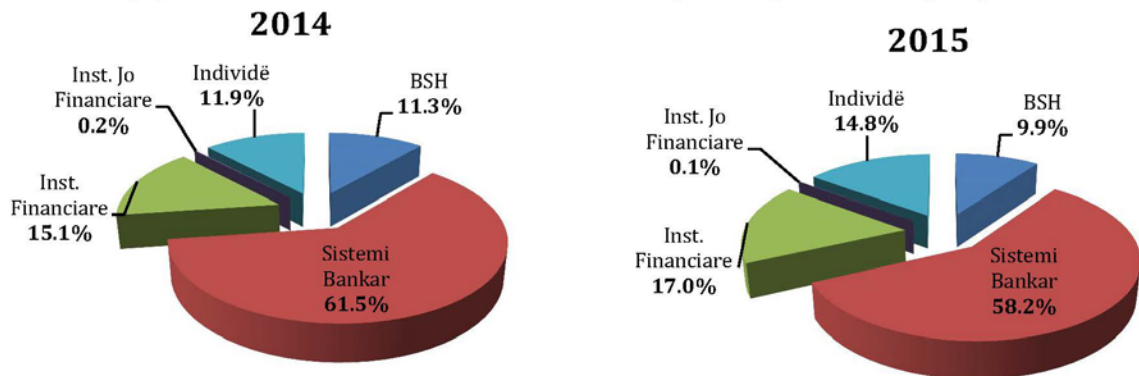
Burimi: Ministria e Financave

5.2. Mbajtësit e borxhit

Gjatë vitit 2015 portofoli i borxhit sipas mbajtësve të tij pothuajse reflekton karakteristikat e kërkesës duke u shoqëruar me një rritje të diversifikimit në drejtim të uljes së peshës së borxhit të mbajtur nga sistemi bankar (përfshirë edhe Bankën e Shqipërisë) dhe rritjes së peshës së individëve dhe institucioneve të tjera financiare. (Paraqitje grafike 13)

Rritja e diversifikimit të mbajtësve minimizon rrezikun e rifinancimit pasi ul varësinë për t'u rifinancuar nga investitorë të caktuar. Nga ana tjetër diversifikimi i kërkesës shoqërohet me rritje të konkurrencës dhe për rrjedhojë ushtron edhe presion rënës mbi normat e interesit.

Paraqitje Grafike 13: Stoku i borxhit shtetëror sipas mbajtësve në tregun primar



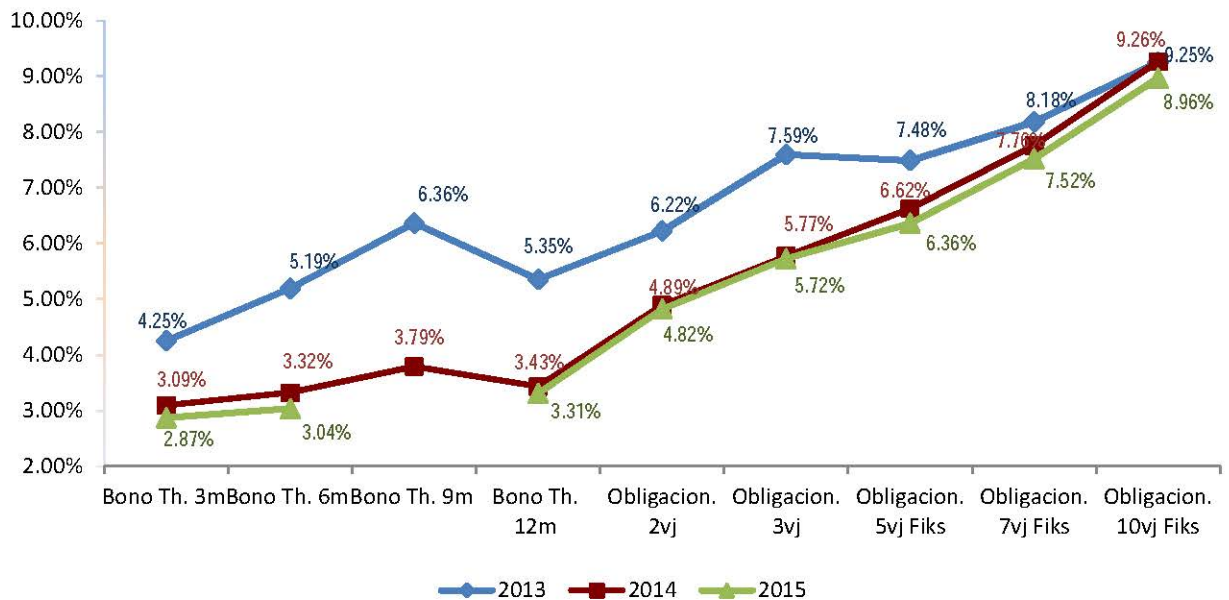
Burimi: Ministria e Financave

5.3. Ecuria e normave të interesit

Gjatë gjithë vitit 2015 normat e interesit të titujve shtetërorë kanë pësuar rënie të vazhdueshme. Rënia e normave të interesit gjatë vitit 2015 i atribuohet faktorëve të mëposhtëm:

- Disponueshmëria relativisht e lartë e likuiditetit në sistemin bankar.
- Mungesa e investimeve alternative dhe kufizimi i kreditimit të sektorit privat nga sistemi bankar.
- Ulja e normës bazë të interesit në 1.75% nga Banka e Shqipërisë.
- Kërkesa jo shumë agresive për huamarrje të brendshme neto nga Qeveria.
- Rritje e kërkesës nga kategoria e Individëve për shkak të normave më të favorshme krahasuar me depozitat.

Paraqitje Grafike 14: Ecuria e normave të interesit të titujve shtetërorë në tregun primar



Burimi: Ministria e Financave

II. STRATEGJIA E MENAXHIMIT TË BORXHIT

1. Objektivat dhe Supozimet e Strategjisë Afatmesme 2016-2018

1.1. Udhëzime të përgjithshme në kuadër të huamarrjes

Strategjia Afatmesme e Menaxhimit të Borxhit ka si objektiv mbajtjen nën kontroll të ekspozimit ndaj risqeve si edhe krijimin e kushteve të përshtatshme për zhvillimin e tregut primar të titujve shtetërorë. Në këtë kuadër janë hartuar disa udhëzime, të cilat do të orientojnë huamarrjen e Qeverisë për periudhën 2016-2018:

- Ulja e ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit duke e bazuar huamarrjen e brendshme kryesisht mbi instrumentet afatgjata. Në këtë kuadër, do të synohet rritja e volumeve të emetimit dhe rritja e frekuencës së emetimit (*nëpërmjet rihapjeve*) kryesisht për obligacionet 5, 7 dhe 10 vjeçare me qëllim uljen e fragamentimit të kurbës së yieldit dhe zhvillimin e kurbës së yieldit edhe në segmentin e instrumenteve afatgjata.
- Ulja e ekspozimit ndaj rrezikut të normave të interesit nëpërmjet kufizimit të borxhit të kontraktuar me norma interesi të lëvizshme dhe tërheqjes së një ose më shumë instrumenteve me norma interesi të lëvizshme.
- Kontraktimi i borxhit të huaj kryesisht në monedhën Euro ose në monedhat e përbëra.
- Dalja në tregjet ndërkombëtare të kapitalit mbi baza oportuniste.
- Vazhdimi i bashkëpunimit dhe mbajtja e marrëdhënieve të qëndrueshme me institucionet financiare ndërkombëtare për të përfutur nga produktet financiare që këto institucione ofrojnë.

1.2. Objektiva operacionale në kuadër të mbajtjes nën kontroll të risqeve të portofolit

Reduktimi i kostove për njësi të shërbimit të borxhit publik duke ruajtur raporte të pranueshme të rrezikut është objektivi i përgjithshëm i menaxhimit të borxhit. Me qëllim përmbushjen e këtij objektivi SAMB ka vendosur disa objektiva operacionale (*indikative*) për risqet kryesore të cilat paraqiten në tabelën 8.

Tabela 8: Objektiva për treguesit kryesorë të rreziqeve të portofolit

Tipi i rrezikut	Treguesi i Rrezikut	Treguesi 2015	Objektivi* (Fund 2018)
Rreziku i rifinancimit	KMM Borxhi Brendshëm	2.0 vite	Min. 2.2 vite
	KMM Borxhi Total	4.9 vite	Min. 4.7 vite
	Borxhi brendshëm i maturuar në 1 vit (% të totalit)	55.9%	Maks. 46.0%
	Borxhi total i maturuar në 1 vit (% të totalit)	31.6%	Maks. 26.0%
Rreziku i normave të interesit	KMR Borxhi Brendshëm	1.8	Min. 2.0
	KMR Borxhi Total	3.2	Min. 3.0
	Borxhi i brendshëm i rivlerësuar brenda 1 viti (% të totalit)	67.7%	Maks. 60.0%
	Borxhi total i rivlerësuar brenda 1 viti (% të totalit)	58.1%	Maks. 55.0%
Rreziku i kursit të këmbimit	Borxhi në monedhë të huaj (% të totalit)	48.5%	50.0%-55.0%

Burimi: Ministria e Financave

**Objektivat afatmesme paraqiten të rivlerësuar krahasuar me objektivat e strategjisë paraardhëse, për shkak të përmirësimit të ndjeshëm të treguesve të rrezikut (kryesisht treguesve të rrezikut të rifinancimit) përtej pritshmërive. Ndikim të lartë mbi ecurinë e treguesve ka pasur shtesa prej 150 milion Euro në emetimin e Eurobondit, e cila nuk ishte konsideruar në skenarin bazë të strategjisë afatmesme 2015-2017. Treguesit e mësipërm do të qendrojnë të pandryshuar dhe nuk do të përditësohen në periudhën afatmesme për aq kohë sa nuk do të ketë ndonjë ngjarje të paparashikuar dhe me ndikim të lartë.*

Në kuadër të menaxhimit të rrezikut të likuiditetit, në dhjetor 2015 është përfshirë në bazën rregullatore një Rezervë (*Cash buffer*) dhe pritet implementimi i saj.

Kjo praktikë do të bënte të mundur minimizimin e ankandëve të jashtëzakonshëm, të cilët mund të krijojnë konfuzion tek investitorët dhe presion rritës mbi normat e interesit, duke rritur në këtë mënyrë kostot e shërbimit të borxhit.

Nga ana tjetër, në funksion të uljes së ekspozimit ndaj rrezikut të likuiditetit në periudhën afatmesme janë edhe masat e marra në kuadër të uljes së rrezikut të rifinancimit të cilat kontribuojnë në ngadalësimin e ritmit të rritjes së detyrimeve që lindin nga shërbimi i borxhit (*pagesa principali dhe interesi*), duke e mbajtur të qëndrueshëm raportin me ritmin e rritjes së të ardhurave në buxhet. Megjithatë, këto masa nuk janë të mjaftueshme për uljen e rrezikut të likuiditetit dhe duhet patjetër që të shoqërohen me uljen e borxhit dhe konsolidim të të ardhurave në buxhet.

Në kuadër të menaxhimit të rrezikut operacional vlerësohet se gjatë periudhës afatmesme 2016-2018 duhen të realizohen veprimtaritë e mëposhtme:

- Përditësimi i sistemit të regjistrimit të të dhënave (*DMFAS*), dhe krijimi i bazës së integruar të të dhënave për borxhin e brendshëm dhe të jashtëm;
- Rishikimi dhe finalizimi i draft manualit të hartuar për Drejtorinë e Përgjithshme të Borxhit Publik;
- Shtimi i burimeve njerëzore në përputhje me strukturën e re të miratuar;
- Shtimi i mëtejshëm i kapaciteteve njerëzore nëpërmjet trajnimeve specifike.

1.3. Burimet e financimit për periudhën afatmesme 2016-2018

Në kuadër të shërbimit të borxhit ekzistues dhe në kuadër të plotësimit të nevojës për huamarrje, Strategjia Afatmesme e Menaxhimit të Borxhit (*SAMB*) ka analizuar dhe ka vlerësuar kushtet e tregut të brendshëm dhe të tregjeve ndërkombëtare të kapitalit, duke përcaktuar instrumentet financiare më të mundshme në dispozicion të vendit tonë.

Në tregun e brendshëm është mbajtur kontakt i vazhdueshëm, kryesisht me sistemin bankar me qëllim evidentimin e kërkesës kundrejt instrumenteve financiare shtetërore dhe shkallën e ekspozimit kundrejt instrumenteve me afat të gjatë maturimi.

Ndërkohë, edhe me tregun e jashtëm është mbajtur vazhdimisht kontakt me qëllim evidentimin e kushteve kundrejt të cilave investitorët e huaj janë të gatshëm të kreditojnë vendin tonë.

Për sa më sipër, *SAMB* vlerëson se në periudhën afatmesme 2016-2018 shteti Shqiptar do të jetë në gjendje që shfrytëzojë alternativat e financimit si më poshtë:

1.3.1. Në tregun vendas

- Bono thesari;
- Obligacione;

Në tregun vendas, likuiditeti i sistemit bankar në nivele të kënaqshme, si edhe perceptimi jo i lartë i rrezikut të kreditit nga ana e investitorëve, i jep mundësinë shtetit Shqiptar të ri-

financojë borxhin aktual dhe deficitin e brendshëm nëpërmjet instrumenteve të sipër renditura.

Gjatë vitit 2016 investitorët kryesorë (*sistemi bankar*) për shkak të orientimit të bankave mëma, si dhe në kuadër të kufizimeve lidhur me raportet e likuiditetit, barrës së kapitalit dhe ekspozimit ndaj borxhit sovran do të tentojnë më së shumti të orientohen drejt bonove të thesarit. Gjithsesi, orientimi i sistemit bankar drejt titujve afatshkurtër do të kompensohet nga rritja e kërkesës së individëve dhe orientimi i tyre më së shumti drejt titujve afatgjatë.

1.3.2. Në tregjet ndërkombëtare

- Eurobond
- Garanci Pjesore e lëshuar nga Banka Botërore (*PBG*). Konsiston në garantimin e pjesshëm nga ana e BB-së të një kredie tregtare nga tregjet ndërkombëtare dhe që mundëson një kosto më të favorshme krahasuar me atë të tregut.
- Kredi për financim projektsh. Në këtë grup futen të gjitha huatë në formën e kredive që përdoren për financimin e projekteve zhvillimore, të cilat janë përcaktuar si prioritare nga ana e Qeverisë, me qëllim zhvillimin e mëtejshëm ekonomik të vendit. Kryesisht do të jenë të disponueshme kredi me norma interesi tregtare por me jetgjatësi relativisht të lartë.
- Mbështetje buxhetore në kuadër të marrëveshjes me institucionet ndërkombëtare financiare (*BB dhe FMN*)

1.4. Zhvillimet dhe supozimet makroekonomike bazë për periudhën afatmesme 2016-2018

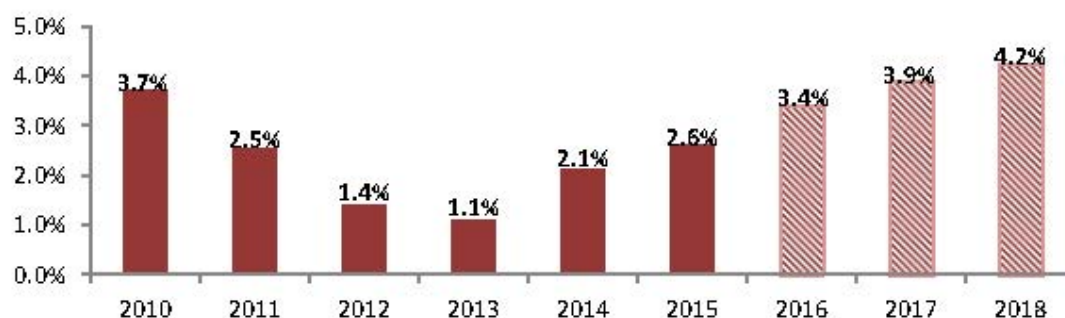
Në këtë nënkapitull paraqiten disa nga zhvillimet aktuale, si edhe supozimet kryesore makroekonomike në të cilat bazohet SAMB në skenarin bazë. Më poshtë paraqiten projeksionet e treguesve makroekonomikë në periudhën afatmesme duke supozuar se nuk do të ketë goditje mbi këta tregues dhe për rrjedhojë as ndryshime të parametrave të tyre.

Këto supozime janë faktorë kyç dhe ndryshimi i tyre nga skenari bazë mund të ketë ndikim mbi realizimin e objektivave strategjikë të përcaktuara në SAMB, mbi rritjen e financimit dhe për rrjedhojë edhe rritjen e kostos së borxhit. Në këtë kontekst, është shumë e rëndësishme që bilanci primar të qëndrojë në të njëjtat nivele, të ardhurat në buxhet të stimulohen nëpërmjet konsolidimit të politikave fiskale, uljes së informalitetit, etj; rritja ekonomike të stimulohet nëpërmjet rritjes së prodhimit vendas dhe investimeve të huaja; qëndrueshmëria e monedhës të garantohet nëpërmjet politikave monetare të shëndosha dhe të shoqërohet me përmirësim të bilancit të pagesave.

Përgjatë vitit 2015, ekonomia në vend vijoi të zgjerohet, e mbështetur kryesisht nga rritja e investimeve dhe nga gjallërimi i aktivitetit në sektorin e shërbimeve. Bazuar në vlerësimet paraprake të Produktit të Brendshëm Bruto nga INSTAT, rritja reale për të gjithë vitin 2014 rezultoi 2.1 %, ndërsa për vitin 2015 rritja u përshpejtua në 2.6%. Këto të dhëna, sinjalizojnë se aktiviteti ekonomik në vend po ndjek një trajektore pozitive zhvillimi, ndërkohë që

analizat dhe parashikimet për periudhën afatmesme sugjerojnë se ekonomia shqiptare do të vazhdojë të shënojë ritme progresive rritjeje deri në 4.2%.⁵ (Paraqitje grafike 15)

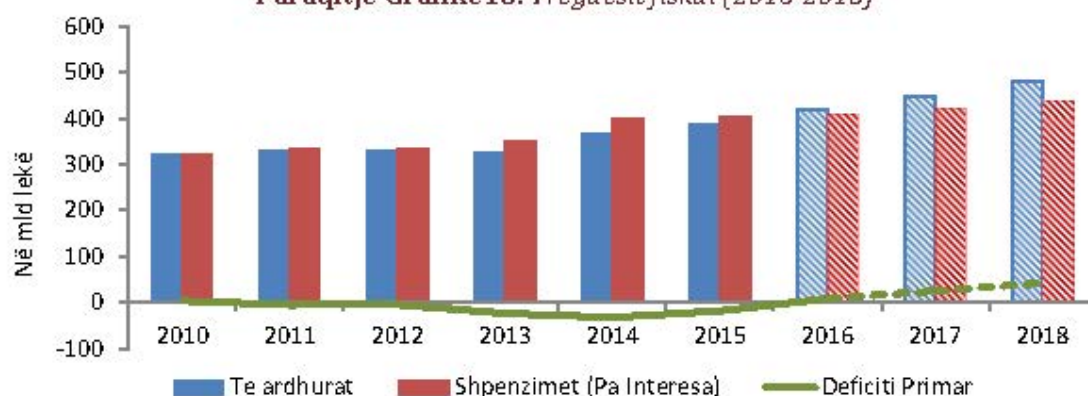
Paraqitje Grafike 15: Vlerat historike dhe projeksionet e rritjes ekonomike (2016-2018)



Burimi: Ministria e Financave

Defiçiti buxhetor do të shoqërohet me rënie, pasi parashikimet flasin për ritme rritje më të larta në krahun e të ardhurave krahasuar me ritmet e rritjes në krahun e shpenzimeve. Ndërkohë, duke filluar nga viti 2016 defiçiti primar është planifikuar të jetë pozitiv. (Paraqitje grafike 16)

Paraqitje Grafike 16: Treguesit fiskal (2016-2018)



Burimi: Ministria e Financave

Pjesë e supozimeve krahas atyre të ilustruara në tabelën 9 janë edhe normat e interesit të instrumenteve të tregut të brendshëm dhe atyre të tregut të jashtëm. Projeksionet e normave të interesit për tregun vendas janë realizuar duke marrë parasysh politikat monetare të Bankës së Shqipërisë dhe rrezikun e perceptuar nga ana e investitorëve kundrejt instrumenteve financiare vendase. Ndërkohë, për sa i përket normave të interesit të tregjeve ndërkombëtare janë marrë parasysh parashikimet e institucioneve financiare si: Banka Qendrore Europiane, BB, FMN etj.

Parashikimet e normave të interesit për periudhën afatmesme flasin për një rritje graduale (duke filluar nga viti 2017), por gjithsesi për një rritje të moderuar, nën mesataren historike. Nivel më të lartë rritjeje pritet që të ketë në segmentin e instrumenteve afatshkurtra (*bonove të thesarit*) si edhe në segmentin e instrumenteve me norma të lëvizshme, spread-i i të cilave

⁵ Referuar Kuadrit Makroekonomik miratuar me VKM Nr.80, datë 03.02.2016

është subjekt i ndryshimit në normat e bonove të thesarit 12 mujore. Gjatë vitit 2016, në tregun e brendshëm pritet që të ketë një qëndrueshmëri të normave të interesit duke marrë parasysh politikat lehtësuese të Bankës së Shqipërisë për rritjen e kreditimit. Ndërkohë, në tregun e jashtëm gjatë vitit 2016 parashikohet një rritje e moderuar e normave, kryesisht në segmentin e instrumenteve me norma interesi tregtare.

Kursi i këmbimit të monedhës vendase kundrejt monedhës Euro që është dhe monedha me peshën më të lartë në portofol pritet që të jetë i qëndrueshëm, por për efekte të diferencimit të risqeve të strategjive të analizuara është supozuar një rritje graduale deri në 146 LEK për EUR në fund të vitit 2018.

Politikat monetare të Bankës së Shqipërisë do të jenë stimuluese në kuadër të mbështetjes së rritjes ekonomike dhe në përputhje me objektivin primar për ruajtjen e stabilitetit të çmimeve. Në vitet në vijim inflacioni i targetuar nga BSH do të luhet në intervalet 2.6%-3%.⁶

Sektori bankar në vend paraqet nivel të lartë të likuiditetit dhe është i mirëkapitalizuar. Në periudhën afatmesme pritshmëritë janë pozitive në kuadër të uljes së kredive që nuk performojnë mirë si dhe rritjes së kreditimit ndaj sektorit privat.

Tabela 9: Supozimet makroekonomike në periudhën afatmesme

Treguesit	2015	2016	2017	2018
PBB (miliardë lekë)	1,444.7	1,530.6	1,637.2	1,760.2
Rritja reale e PBB (%)	2.6	3.4	3.9	4.2
Bilanci i përgjithshëm (% ndaj PBB)	-4.0	-2.3	-1.4	-0.5
Bilanci primar (% ndaj PBB)	-1.23	0.56	1.52	2.41
Kursi i këmbimit (mesatar) Lek / Euro	139.66	141.93	144.00	146.00
Inflacioni (mesatar %)	1.8	2.3	2.7	3.0

Burimi: Ministria e Financave

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

Ekspozimi ndaj rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut të normave të interesit në tregun e brendshëm janë burimet kryesore të rrezikut në portofolin e borxhit shtetëror. Ekspozimi ndaj rrezikut të kursit të këmbimit megjithëse është relativisht i lartë për shkak të rritjes së borxhit në monedhë të huaj dhe për shkak të portofolit jo shumë të diversifikuar, tenton të zbutet. Kjo bazohet në faktin që mbi 70% e borxhit të huaj është e denominuar në monedhën Euro, e cila ka një volatilitet relativisht të ulët kundrejt monedhës vendase edhe është e targetuar nga politikat monetare të Bankës së Shqipërisë, për shkak të aspiratave të vendit për t'u integruar në Bashkimin Europian.

⁶ Referuar informacionit të marrë nga Banka e Shqipërisë, publikuar në datën 03.02.2016, https://www.bankofalbania.org/web/NJOFTIM_PER_SHTYP_7433_1.php?kc=0,26,0,0,0

Kushtet aktuale të tregjeve e lejojnë vendin të marr hua në tregun e brendshëm ashtu edhe në atë të huaj kryesisht nëpërmjet instrumenteve të përmendura në paragrafin 1.3.

Tregu i brendshëm është më i lehtë për tu aksesuar, kërkon më pak procedura dhe eviton ekspozimin ndaj rrezikut të kursit të këmbimit.

Megjithatë, huazimi i vazhdueshëm në tregun e brendshëm ka implikime, të cilat rrjedhin nga niveli relativisht i lartë i borxhit që rifinancon qeveria në harkun kohor të një viti (*mbi 350 miliardë lekë*), nga baza e ngushtë e investitorëve që përbëhet në më shumë se 58% nga sistemi bankar dhe nga tregu jo plotësisht i zhvilluar i instrumenteve financiare, për shkak të mungesës së një tregu sekondar të mirfilltë. Duke marrë parasysh këta faktorë rezulton se kërkesa e lartë për financim nga ana e qeverisë në tregun e brendshëm shoqëruar me nivelin e lartë të kredive që nuk performojnë mirë mund të uli kreditimin e sektorit privat, i cili është faktor mjaft i rëndësishëm përsa i përket rritjes ekonomike të vendit, uljes së papunësisë strukturore, si edhe rritjes së produktivitetit dhe konkurrueshmërisë në rajon e më gjerë. Nga ana tjetër, rritja progresive e borxhit që duhet shërbyer në monedhë të huaj është në nivele të konsiderueshme dhe sigurimi i valutës në tregun e brendshëm valutë është 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 ofron burime të palimituara të financimit dhe është lehtësisht i aksesueshëm nga Shteti Shqiptar. Sigurimi i financimit nëpërmjet burimeve të huaja është një alternativë shumë e mirë për të mos ezauruar burimet e brendshme dhe për të stimuluar kreditimin ndaj sektorit privat.

Megjithatë edhe huamarrja në tregjet e huaja mund të ketë implikime që lidhen me faktorë që janë jashtë kontrollit dhe influencës së politikave fiskale dhe monetare të vendit tonë, të tilla si normat e interesit dhe kursi i këmbimit që varen 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. Nga ana tjetër, rritja e stokut të borxhit kur nuk shoqërohet me rritje të eksporteve ose rezervave valutore mund të vërë vendin në vështirësi për të likuiduar detyrimet në valutë, duke rrezikuar qëndrueshmërinë e monedhës vendase dhe indikatorëve të tjerë makroekonomikë.

1.6. Strategjia bazë e financimit

Duke iu referuar vlerësimeve të sipërpërmendura (*nënkapitulli 1.5.*), analizës kosto/rrezik (*Aneks 1*), objektivave për uljen e ekspozimit të portofolit ndaj risqeve kryesore (*Aneks 1*), si dhe shkallës së zhvillimit të tregut që ofron secila nga strategjitë e alternative të financimit, rezulton se strategjia e bazuar në shtimin e peshës së titujve afatgjatë në portofol dhe në reduktimin e segmentimit të tregut të brendshëm (*Strategjia 3, aneks 1*) është strategjia më e përshtatshme.

Kjo strategji do të fokusohet në dy drejtime kryesore: **a)** në drejtim të uljes së ekspozimit ndaj rreziqeve dhe **b)** në drejtim të zhvillimit të tregut primar të titujve shtetërorë.

Në kuadër të uljes së rrezikut të rifinancimit dhe atij të normave të interesit, në tregun e brendshëm do të synohet reduktimi i financimit me instrumente afatshkurtra dhe rritja e përqëndrimit të financimit kryesisht në segmentin e obligacioneve 7 dhe 10 vjeçare me norma interesi fikse.

Në kuadër të zhvillimit të tregut primar të titujve shtetërorë në periudhën afatmesme do të synohet:

- Reduktimi i segmentimit të tregut të titujve shtetërorë nëpërmjet tërheqjes graduale nga tregu të obligacionit 3 vjeçar si edhe obligacioneve 7 dhe 10 vjeçare me norma interesi të ndryshueshme, pasi nga analizat e realizuara rezulton se numri i instrumenteve financiare të emetuara në tregun e brendshëm është relativisht i lartë krahasuar me shkallën e zhvillimit të tregut që zotëron vendi, ndërkohë që disa instrumente konkurojnë njëra tjetrën duke fragmentuar kërkesën, duke mos lejuar në këtë mënyrë krijimin e një kurbe yieldi të qëndrueshme dhe duke vështirësuar procesin e zbulimit të çmimit (*price discovery*) për investitorët.
- Krijimi i madhësive benchmark për titujt shtetërorë afatgjatë duke përdorur rihapjen më të shpeshtë të ankandëve ekzistuese dhe duke evituar emetimin e ankandëve të reja.
- Konsultimi i vazhdueshëm dhe i rregullt me aktorët kryesorë të tregut në mënyrë kolektive dhe individuale për të shkëmbyer informacion lidhur me planet e financimit të Qeverisë dhe planet e tyre për të investuar në tituj shtetërorë.
- Rritja e transparencës në publikimin dhe përditësimin e rregullt të informacionit për emetimin e titujve shtetërorë.
- Zgjerimi i bazës së investitorëve duke i hapur rrugën zhvillimit të tregut sekondar nëpërmjet bashkëpunimit me BSH, AMF dhe aktorëve të tjerë potencial të tregut.

Në aspektin e koston kjo strategji është relativisht e kushtueshme pasi përqëndron financimin tek titujt afatgjatë. Megjithatë, duke marrë parasysh normat e interesit në nivelet minimale historike rezulton se është një moment mjaft i përshtatshëm për zbatimin e kësaj strategjie me një kosto sa më të ulët.

1.6.1. Kufizimet

Duke marrë parasysh shkallën e zhvillimit të tregut të brendshëm në të cilën përfshihen baza e investitorëve, likuiditeti dhe shkalla e ekspozimit ndaj instrumenteve afatgjata, rezulton se tregu i brendshëm i instrumenteve financiare nuk është shumë i zhvilluar për shkak të mungesës së një tregu sekondar të mirfilltë dhe bazës së kufizuar të investitorëve të përbërë kryesisht nga sistemi bankar. Likuiditeti që zotëron sistemi bankar është në nivele të kënaqshme, por synimet janë për mbajtjen e qëndrueshme të ekspozimit ndaj borxhit sovran dhe kryesisht ndaj borxhit sovran afatgjatë. Referuar këtyre kufizimeve rezulton se *strategjia 3* mund të hasë vështirësi në implementim për aq kohë sa financimi i brendshëm paraqitet në rritje. Megjithatë, në raste të tilla është menduar që presioni në rritje i financimit të brendshëm të reduktohet nëpërmjet daljes në tregjet ndërkombëtare të kapitalit (*në rast se kushtet e tregjeve janë të përshtatshme*) ose nëpërmjet instrumenteve financiare të kreditimit

të ofruara nga institucionet ndërkombëtare si BB dhe FMN. Pavarësisht mundësisë për shtim të financimit të huaj në momente të caktuara, shkalla e ekspozimit ndaj borxhit të dominuar në monedhë të huaj do të qëndrojë brenda objektivit të paraqitur në kapitullin 1.2.

1.6.2. Financimi

Referuar skenarit bazë, sipas të cilit nuk do të jetë e nevojshme shtesa e financimit të huaj për të mbështetur zbatimin e strategjisë, financimi i brendshëm për periudhën 2016-2018 do të jetë në nivelin e 90%-92% të totalit të financimit, ndërkohë që financimi nëpërmjet titujve afatgjatë do të synojë të rritet deri në 30%-32% në vitin 2018, nga 17% që vlerësohet në vitin 2015.

Financimi i huaj do të jetë në nivelin 8-10% të totalit të financimit dhe do të mbështetet kryesisht tek financimi i projekteve ekzistuese si edhe i projekteve të reja zhvillimore për të cilat Qeveria është angazhuar, ndërkohë që në vitin 2016 financimi i huaj do të plotësohet edhe nga mbështetja buxhetore e akorduar në kuadër të marrëveshjes me partnerët ndërkombëtarë si BB dhe FMN. (Tabela 10)

Tabela 10: Financimi bruto në vlerë relative sipas instrumenteve

Financimi	Instrumente të Financimit	2015	2016	2017	2018
I Brendshëm	i. Bono Thesari	58.4%	63.0%	62.0%	60.0%
	ii. Obliagcione	17.0%	27.0%	30.0%	32.0%
	Total	75.4%	90.0%	92.0%	92.0%
I Jashtëm	i. Financim Projektsh	4.0%	6.5%	8.0%	8.0%
	ii. Mbeshtetje Buxhetore	9.1%	3.5%	0.0%	0.0%
	iii. Eurobond	11.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	Total	24.6%	10.0%	8.0%	8.0%

Burimi: Ministria e Financave

ANEKS I

ANALIZA E STRATEGJIVE ALTERNATIVE TË FINANCIMIT

Analiza e strategjive alternative të financimit është realizuar duke marrë parasysh analizën sasiore (kosto/rrezik), analizën cilësore (nënkapitulli 1.5.) si edhe shkallën e zhvillimit të tregut që ofron secila nga strategjitë e financimit.

1. Metodologjia e përdorur në analizën sasiore

Modeli i përdorur

Analiza sasiore (*kosto/rrezik*) 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. Outputi i modelit është vlerësimi i koston dhe rrezikut përkatësisht për secilën prej strategjive.

Input-et

Inputet kryesore të përdorura në model janë **i**) flukset e borxhit (*interesat dhe principali*) ekzistues në fundin e vitit 2015, **ii**) variablat e supozimeve makroekonomike (*defiqiti primar, PBB, rezervat valutore, eksportet*), të cilat orientojnë nevojat për financim të vendit dhe paraqesin raporte të caktura të borxhit, **iii**) strategjitë alternative të financimit, **iv**) variablat financiare (*normat e interesit dhe kursi i këmbimit*).

Inputet për flukset e borxhit ekzistues injektohen në model pasi paraprakisht grupohen në grupe me karakteristika rreziku të ngjashme. 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**) dhe raportet e financimit ndërmjet grupeve me karakteristika rreziku të ngjashme përkatësisht për borxhin e brendshëm dhe të jashtëm.

Output-et

Outputi i modelit të përdorur konsiston në kuantifikimin e koston dhe rrezikut për secilën strategji të marrë parasysh. Modeli ilustron rezultatet që ka secila nga strategjitë e marra në shqyrtim nën efektin e skenarëve të variablave financiare, si edhe jep informacion për risqet

që do të mbart struktura e borxhit në fund të periudhës afatmesme për secilën nga strategjitë e konsideruara.

Skenarët

- i) 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 dhe interesa/PBB,etj).
- ii) Skenarët e stresit përcaktohen si skenarë alternativë dhe krijohen nga goditjet që aplikohen mbi variablat financiare (normat e interesit dhe kursin e këmbimit). Devijimi i kostove në skenarët e stresit nga kostot e skenarit bazë të secilës strategji përcakton rrezikun.
Teorikisht mund të aplikohet një pafundësi skenarësh stresi, ndërkohë që në rastin konkret janë aplikuar dy skenar stresi për normat e interesit, dy skenar stresi për kursin e këmbimit dhe një skenar stresi me goditje të normave të interesit dhe kursit të 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 yieldit) dhe **b)** goditje e diversifikuar (zhvendosje dhe rritje të pjerësisë së kurbës së yieldit).

Kohështirja

Kohështirja e analizës është marrë 5 vite me qëllim që secila nga strategjitë e konsideruara të jap efektet e saj sa më të dukshme mbi strukturën dhe risqet që do të mbart borxhi. Në periudha më të shkurtra kohore diferencimi i borxhit sipas secilës prej strategjive të aplikuara nuk është evident dhe e bën më të vështirë evidentimin e kostove dhe risqeve të mbartura.

2. Strategjitë alternative të financimit

Referuar instrumenteve të financimit në dispozicion si edhe objektivave për uljen e ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut të normave të interesit, menaxhimi i borxhit ka vlerësuar katër strategji të mundshme financimi, nga të cilat tre konsistojnë në menaxhimin e instrumenteve financiare të tregut të brendshëm dhe një në rritjen e financimit të huaj.

Strategjia 1 bazohet kryesisht në rifinancimin e instrumenteve ekzistuese dhe sigurimin e financimit të brendshëm në mbi 70% kryesisht nëpërmjet instrumenteve afatshkurtra. Kjo strategji ka një kosto relativisht të ulët në skenarin bazë dhe një ekspozim relativisht të ulët ndaj rrezikut të kursit të këmbimit. Nga ana tjetër kjo strategji karakterizohet nga rreziku i lartë rifinancimit dhe i normave të interesit duke mos garantuar përmirësim të strukturës së borxhit të brendshëm.

Strategjia 2 synon të reduktojë segmentimin e tregut të brendshëm të instrumenteve financiare nëpërmjet tërheqjes nga tregu të obligacionit 3 vjeçar dhe obligacioneve 7 dhe 10 vjeçare me norma interesi të ndryshueshme. Në aspektin e koston dhe risqeve kjo strategji

është relativisht e ngjashme me *strategjinë 1*, por në dallim ofron avantazhe në kuadër të zhvillimit të tregut të instrumenteve financiare si edhe rritjes së qëndrueshmërisë së normave të interesit në terma afatgjata. Nuk ofron përmirësim të dukshëm përsa i përket uljes së ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut të normave të interesit.

Strategjia 3 gjithashtu synon të reduktojë segmentimin e tregut të instrumenteve financiare nëpërmjet tërheqjes nga tregu të obligacionit 7 dhe 10 vjeçar me norma interesi të ndryshueshme, por në dallim nga *strategjia 2* synon reduktimin e financimit me instrumente afatshkurtra dhe rritjen e përqendrimit të financimit kryesisht në segmentin e obligacioneve 7 dhe 10 vjeçare me norma interesi fikse. Në aspektin e kostos është një strategji më e kushtueshme se dy strategjitë e para, por ka avantazh të theksuar përsa i përket përmirësimit të strukturës së borxhit në kuadër të uljes së ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut të normave të interesit.

Strategjia 4 synon uljen e presionit të huamarrjes në tregun e brendshëm nëpërmjet rritjes së huamarrjes në tregun e jashtëm, nga 10 % në rreth 20-25% të totalit të huamarrjes. Huamarrja në tregun e jashtëm mund të konsistoj në daljen periodike në tregjet ndërkombëtare të kapitalit ose në kredinë pjesërisht të garantuar nga Banka Botërore (PBG). Ulja e presionit për financim në tregun e brendshëm mund të krijoj kushte të përshtatshme për përmirësimin e strukturës së borxhit të brendshëm nëpërmjet kalimit nga instrumentet afatshkurtra drejt instrumenteve afatgjata. Gjithashtu, kjo strategji mund të shërbejë edhe si katalizator për rritjen e kreditimit të sektorit privat. Në aspektin e kostos kjo strategji është relativisht e kushtueshme (në rastin e daljes në tregjet ndërkombëtare të kapitalit), por e përmirëson portofolin e borxhit konsiderueshëm në aspektin e ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut të normave të interesit, ndërkohë që e rrit ekspozimin ndaj rrezikut të kursit të këmbimit më shumë nga gjithë strategjitë e tjera.

Kjo strategji e limiton zhvillimin e tregut të brendshëm të titujve pasi ulja e financimit të brendshëm nuk krijon shumë hapësira për krijimin e madhësive benchmark.

Një opsion i dytë i kësaj strategjie do të ishte edhe huazimi në tregun e huaj për qëllime të menaxhimit të detyrimeve ekzistuese, duke marrë në konsideratë normat e interesit relativisht të ulta. Ky opsion konsiston në zëvendësimin e një pjese të borxhit të huaj ekzistues (shtetëror ose të garantuar) me një borxh të ri më pak të kushtueshëm dhe me terma më optimale përsa i përket risqeve. Ky opsion do të shoqërohej me reduktim të kostos dhe nuk do kishte asnjë efekt përsa i përket ekspozimit ndaj kursit të këmbimit, por nga ana tjetër do të kishte efikasitet më të ultët përsa i përket përmirësimit të rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut të normave të interesit krahasur me opsionin e parë të kësaj strategjie.

3. Analiza kosto/rrezik dhe ekspozimi ndaj rreziqeve

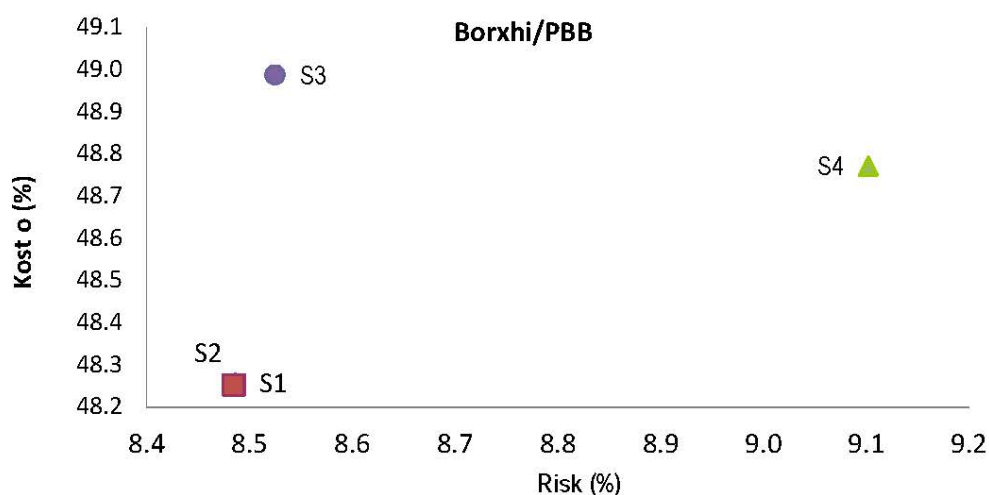
Në terma të kostos dhe rrezikut analiza demonstron se në skenarin bazë strategjitë alternative të cilat e përqëndrojnë financimin më tepër tek instrumentet afatgjata (*strategjia 3 dhe strategjia 4*) ofrojnë një përmirësim të ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit dhe përmirësim në profilin e amortizimit të borxhit, në ndryshim nga *strategjia 1 dhe strategjia 2* të cilat bazohen kryesisht në financimin nëpërmjet instrumenteve afatshkurtra. Ndërkohë, rritja e financimit nëpërmjet instrumenteve afatgjata shoqëruar me përqendrim të financimit kryesisht në instrumentet me norma interesi fikse (*strategjia 3 dhe strategjia 4*) sjell

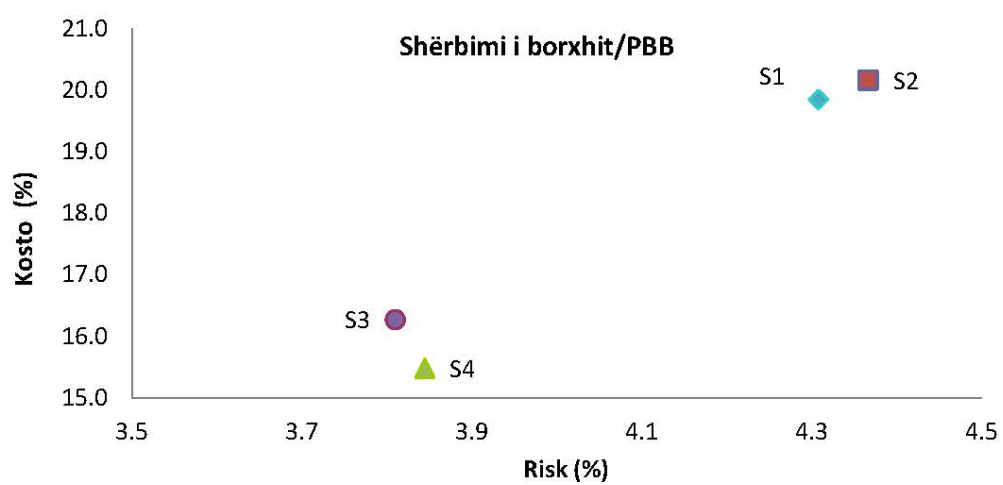
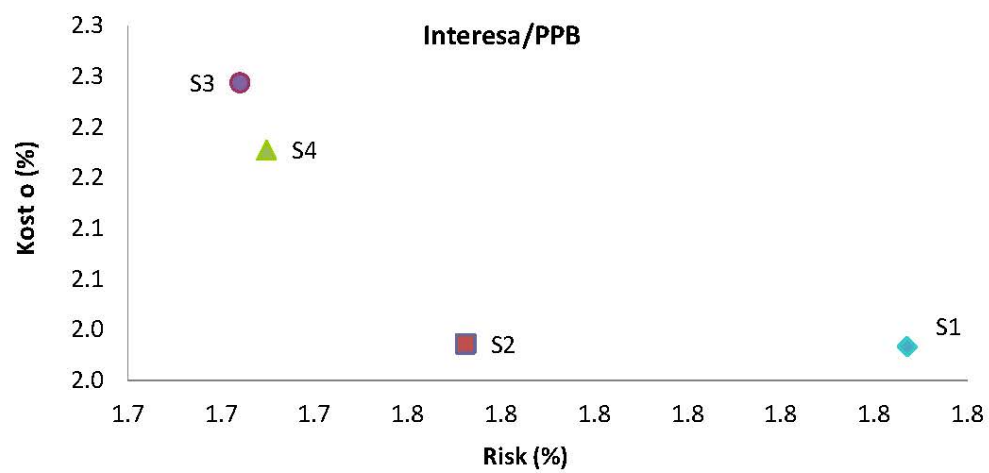
përrmirësim të dukshëm në treguesit e rrezikut të normave të interesit (*KMR dhe instrumentet që rivlerësohen në % të totalit*). Nga ana tjetër, nga analiza rezulton se zgjatja e jetgjatësisë së portofilit shoqërohet me shtesë të kostos. Në këtë aspekt *strategjia 3 dhe 4* janë më të kushtueshme duke pasur rritje në pagesat për interesa të borxhit. Gjithashtu nga analiza rezulton se tre strategjitë e para kanë një ekspozim pothuajse të ngjashëm ndaj rrezikut të kursit të këmbimit dhe relativisht më të ulët krahasuar me *strategjinë 4* e cila karakterizohet nga rritja e financimit të huaj.

Tabela 1: Indikatorët e ekspozimit ndaj rreziqeve (Fund 2020)

Indikatorët e Rrezikut		2015	Fund 2020			
		Fakt	S1	S2	S3	S4
Rreziku i Rifinancimit	Borxh që maturohet brenda 1 viti (% të totalit)	31.6	31.0	31.4	24.2	24.5
	KMM Borxhi Jashtëm (në vite)	8.0	6.5	6.5	6.5	6.0
	KMM Borxhi Brendshëm (në vite)	2.0	2.0	2.0	2.7	2.4
	KMM Borxhi Gjithsej (në vite)	4.9	4.1	4.1	4.4	4.3
Rreziku i Normave të Interesit	KMR (në vite)	3.2	2.5	2.7	3.0	2.8
	Borxhi Gjithsej i rivlerësuar në 1 vit (% të totalit)	58.1	62.8	60.5	53.1	54.0
	Borxhi Gjithsej me interesa fikse (% of total)	48.6	45.9	48.1	55.8	54.0
Rreziku i Kursit të Këmbimit	Borxhi Gjithsej në monedhë të huaj (% të totalit)	48.3	47.1	47.4	43.3	52.9

Paraqitje Grafike1: Raportet kosto/rrezik





ANEKS II

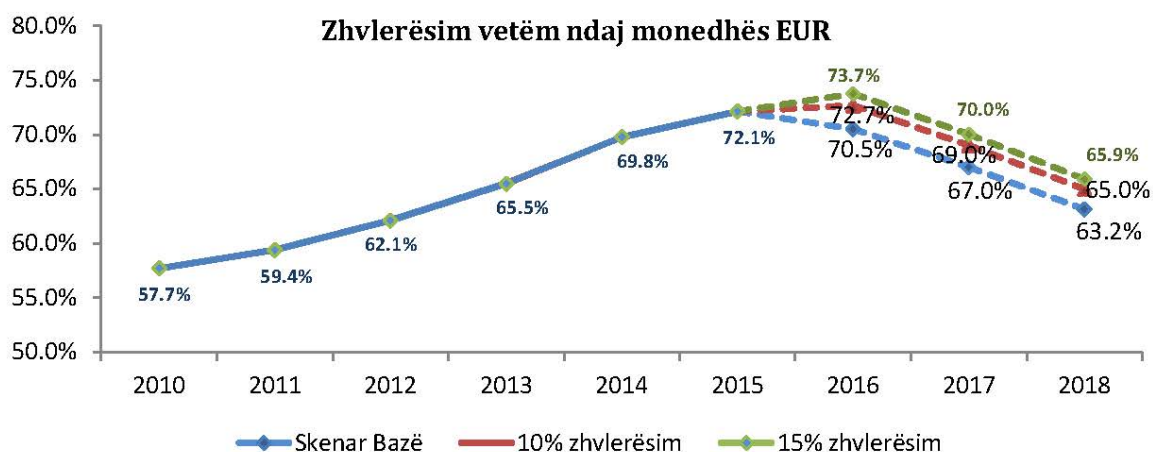
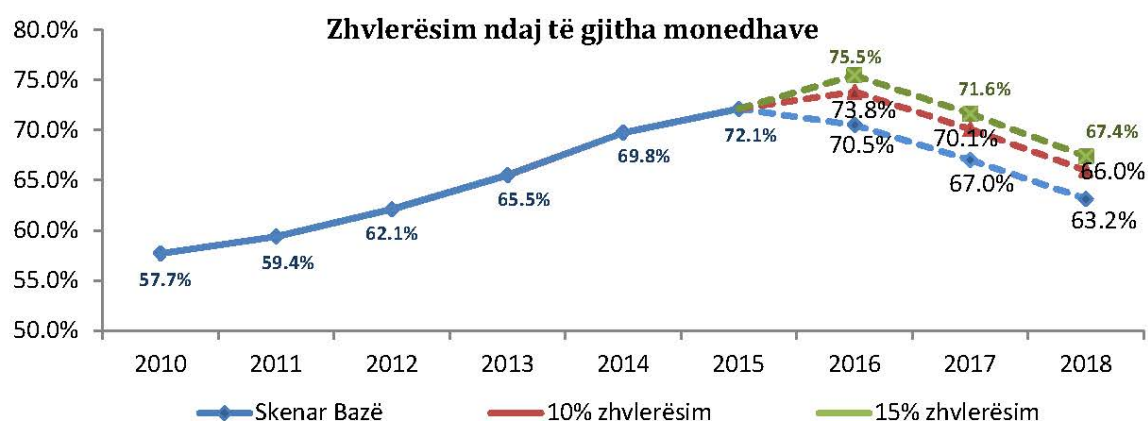
ANALIZA E NDJESHMËRISË NDAJ RREZIQEVE

Rritja e stokut të borxhit të huaj deri 55% e bën borxhin të ndjeshëm ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit.

Një zhvlerësim i mundshëm i monedhës vendase kundrejt monedhës EUR ose ndaj monedhave të tjera, të cilat janë pjesë përbërëse e portofolit të borxhit do të kishte efekte rritëse mbi raportin e stokut të borxhit ndaj PBB, *(pavarësisht mbajtjes së njëjtë të stokut në vlerë nominale)* dhe në të njëjtën kohë efekte financiare rritëse që rrjedhin nga shërbimi i borxhit.

Më konkretisht, një zhvlerësim i monedhës vendase prej 15% ndaj të gjitha monedhave që përbëjnë portofolin e borxhit të jashtëm do e rriste nivelin e borxhit në raport me PBB deri në 5 pp dhe në të njëjtën kohë shërbimin e borxhit/PBB deri në 11 pb ose 1.9 miliard lekë.

Paraqitje Grafike1: *Ndjeshmëria e nivelit të borxhit në raport me PBB ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit*

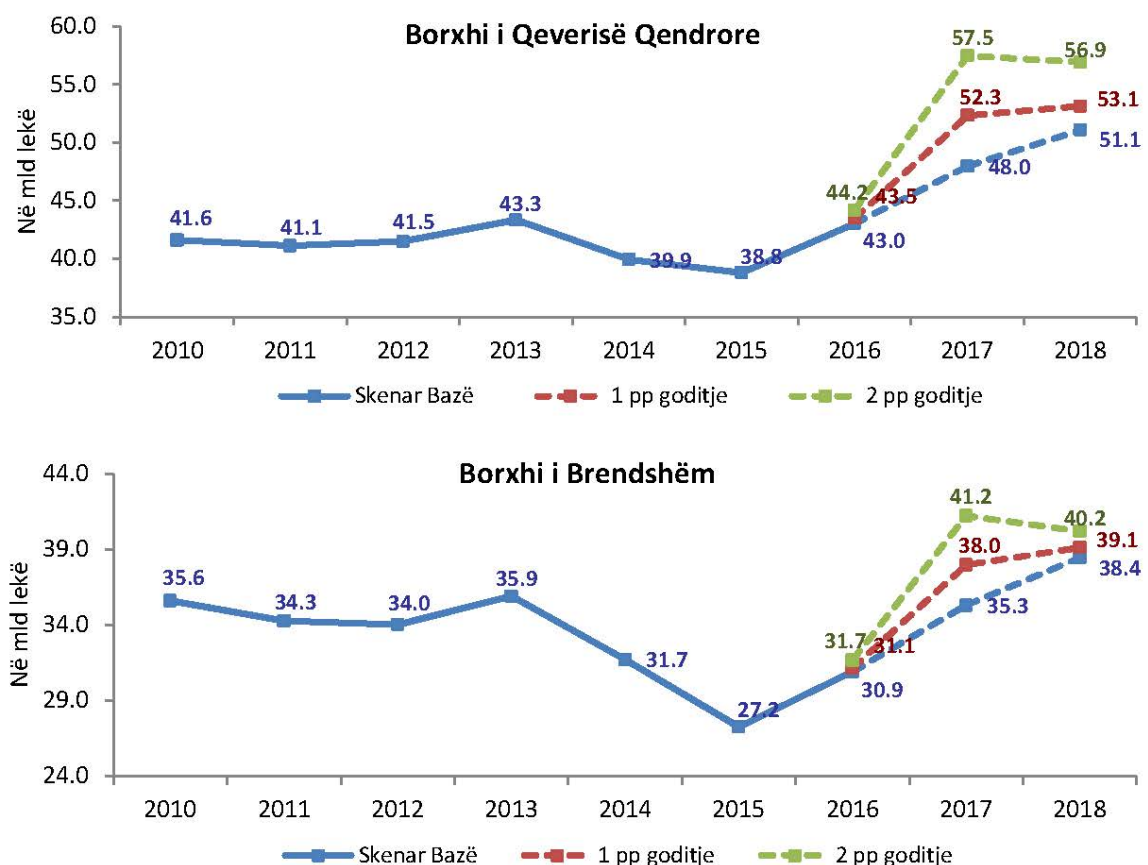


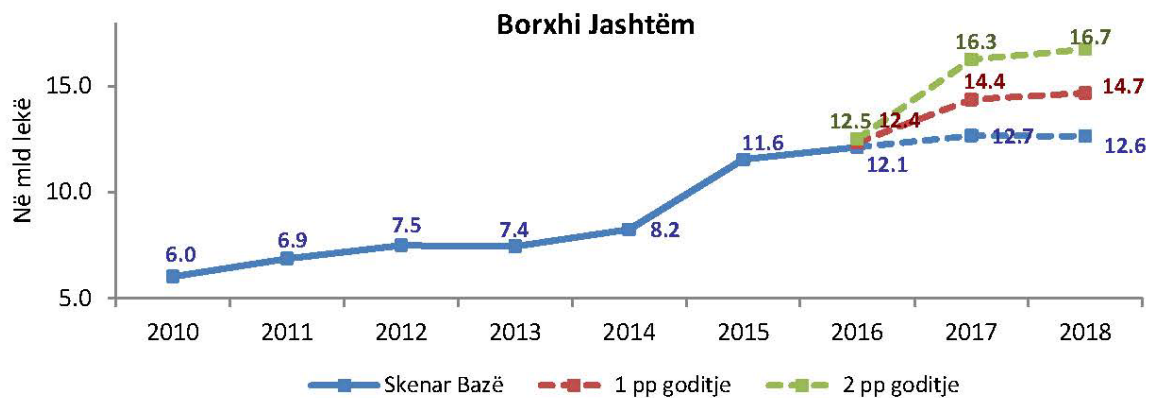
Në rastin e zhvlerësimit të monedhës vendase me 15% vetëm kundrejt monedhës EUR dhe jo ndaj monedhave të tjera, atëherë efektet do të ishin më të ulta, përkatësisht rritje e nivelit të borxhit në raport me PBB deri në 3.2 pp dhe rritje e shërbimit të borxhit deri në 1.25 miliard lekë. *(Paraqitje grafike 1)*

Nga ana tjetër, rritja e ekspozimit të borxhit ndaj monedhës së huaj mund të rrisë ndjeshmërinë ndaj faktorëve të jashtëm duke ndikuar në uljen e qëndrueshmërisë së borxhit dhe si rrjedhojë të shoqërohet me një ulje në vlerësimin e kreditit nga kompanitë e vlerësimit. Një ulje në vlerësim do të shkaktonte rritje të kostos së huamarrjes për shkak të rritjes së primit të rrezikut, duke u shoqëruar me shkurtime të shpenzimeve qeveritare në buxhet ose rritje të deficitit. Në të dy këto raste rezultati i pritshëm është një rritje e mëtejshme e borxhit të shkaktuar nga rritja e deficitit ose nga kontraktimi i rritjes ekonomike për shkak të investimeve të munguara.

Një rrezik tjetër i cili ka efekte të konsiderueshme mbi nivelin dhe kryesisht mbi shërbimin e borxhit është edhe rreziku i normave të interesit të tregut të brendshëm dhe atij të huaj. Rritja e normave të interesit në tregun vendas dhe atë të huaj përkatësisht me 1 dhe 2 pp do të kishte efektet të cilat ilustrohen grafikisht si më poshtë:

Paraqitje Grafike2: Ndjeshmëria e shërbimit të borxhit ndaj luhatjeve të normave të interesit





ANEKS III

FJALOR TEKNIK

Benchmark – Një instrument i tregtueshëm në frekuenca të shpeshta kohore dhe në vlera të konsiderueshme. Norma e këtij instrumenti shërben si referencë për vlerësimin e normave të instrumenteve të tjera (*P.sh. Bono Thesari 12- mujore*).

Buyback – është forma e ndërsjelltë e emetimit të titujve shtetërorë e cila të lejon që të maturosh përpara kohe një titull shtetëror.

KMM – Tregues i rrezikut 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 rreziku i ri-financimit dhe aq më e lartë është vlera e këtij treguesi. KMM për instrumentet financiarë të borxhit përlllogaritet sipas formulës së mëposhtme:

$$KMM = \frac{\sum_{t \in T} \frac{V_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t \in T} \frac{1}{(1+r)^t}}$$

Nga ku:

t – data e maturimit;

T – bashkësia e të gjitha datave të maturimit;

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

KMR – Tregues i rrezikut 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 rreziku i normave të interesit dhe aq më i vogël ky tregues dhe anasjelltas. KMR për instrumentet financiarë të borxhit përlllogaritet sipas formulës së mëposhtme:

$$KMR = \frac{\sum_{t \in T} \frac{r_t}{(1+r)^t} + \sum_{t \in T} \frac{V_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t \in T} \frac{r_t}{(1+r)^t} + \sum_{t \in T} \frac{1}{(1+r)^t}}$$

Nga ku:

r – data e pagesës së kuponit të instrumentit me norma interesi të lëvizshme;

t – data e maturimit të instrumentit me norma interesi fiks;

N_r – vlera nominale e instrumentit me norma interesi të lëvizshme;

N_t – vlera nominale e instrumentit me norma interesi fiks;

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 fiks.

PBG – Është garanci e cila emetohet nga Banka Botërore dhe garanton plotësisht ose pjesërisht një borxh me qëllim mundësimin e një kostoje 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 shtetëror. Shërben për të vlerësuar nivelin e plotësimit të ankandëve dhe gjendjen e likuiditetit.

Rreziku 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.

Rreziku i likuiditetit – Rrezik i asociuar me humbjen e aftësisë së buxhetit të shtetit për të likuiduar detyrimet korrente dhe të ekzekutojë në kohë shpenzimet buxhetore. Me qëllim minimizimin e këtij rreziku, shteti duhet të ketë akses mbi një sasi të caktuar asetesh likuide me qëllim garantimin e fondeve në raste krizash të përkohshme, ku gjatë të cilave bëhet e vështirë ose me kosto të lartë, sigurimi i tyre.

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

Rreziku operacional – Rreziku i asociuar me rritjen e kostos së menaxhimit të borxhit ose me rritjen e nivelit të risqeve të tjera si rezultat i gabimeve njerëzore, prishjes së pajisjeve elektronike, dëmeve natyrore, etj.

Rreziku i ri-financimit – Rreziku i asociuar me aftësinë për të emetuar instrumente ose marrë hua me qëllim ri-financimin 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 rreziku i ri-financimit dhe anasjelltas. Rreziku i ri-financimit ndikohet nga niveli i borxhit ekzistues dhe profili i amortizimit. Rritja e maturitetit të borxhit dhe shpërndarja në kohë e maturimeve kontribuon në reduktimin e rrezikut të ri-financimit.

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

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

Tituj shtetërorë – Janë bonot e thesarit dhe obligacionet shtetërore të emetuara nga ministria e financave në përputhje me ligjin nr. 9665, datë 18.12.2006, “Për huamarrjen shtetërore, borxhin shtetëror dhe garancitë shtetërore të huasë së Republikës së Shqipërisë”, i ndryshuar; ligjin nr. 9879 datë 21.02.2008 “Për titujt”, si edhe aktet nënligjore.