



VENDIM

Nr. 683, datë 22.11.2017

PËR MIRATIMIN E STRATEGJISË AFATMESME TË MENAXHIMIT TË BORXHIT 2018–2020

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 dhe Ekonomisë, Këshilli i Ministrave

VENDOSI:

1. Miratimin e Strategjisë Afatmesme të Menaxhimit të Borxhit 2018–2020, sipas tekstit dhe relacionit që i bashkëlidhen këtij vendimi.
 2. Ngarkohet Ministria e Financave dhe Ekonomisë për zbatimin e këtij vendimi.
- Ky vendim hyn në fuqi pas botimit në Fletoren Zyrtare.

KRYEMINISTRI
Edi Rama



STRATEGJIA AFATMESME E MENAXHIMIT TË BORXHIT 2018–2020

Nëntor 2017

PËRMBLEDHJE

Objektivat dhe Qëllimi

Strategjia Afatmesme e Menaxhimit të Borxhit (*SAMB*) është një plan afatmesëm nga 3 deri në 5 vite, të cilin Ministria e Financave dhe Ekonomisë synon ta implementojë duke pasur si objektiva parësore:

- i. Sigurimin e 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. Zhvillimin e tregut primar dhe hedhjen e hapave për zhvillimin e 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 Strategjisë Afatmesme të Menaxhimit të Borxhit, 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 Makro-Fiskal të Qeverisë, si edhe me politikat monetare që Banka e Shqipërisë synon të implementojë në periudhën afatmesme 2018-2020.

Qëllimi i SAMB është:

- Të menaxhojë në mënyrë efikase portofolin e borxhit të Qeverisjes Qendrore, në të cilin përfshihet Borxhi Shtetëror dhe Borxhi Shtetëror i Garantuar;
- Të rrisë transparencën ndaj investitorëve vendas dhe të huaj në lidhje me planet e huamarrjes së Qeverisë; si edhe
- Të qartësojë dhe kuantifikojë objektivat në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme.

Perspektivat Afatmesme

SAMB 2018-2020, ashtu si edhe strategjia paraardhëse, pavarësisht uljes së konsiderueshme të ekspozimit ndaj rreziqeve gjatë viteve të fundit, do të vijojë të ketë në fokus uljen e rrezikut të rifinancimit dhe atij të normave të interesit të borxhit të brendshëm. Në këtë drejtim, prioritet do të përbëjë zgjatja e jetëgjatësisë së borxhit nëpërmjet uljes së mëtejshme të peshës së titujve afatshkurtër në portofol.

Financimi i brendshëm në terma neto do të orientohet kryesisht në drejtim të titujve afatgjatë, duke shfrytëzuar normat e interesit në nivele ende të ulta, të cilat e bëjnë zbatimin e kësaj strategjie financimi më pak të kushtueshme dhe garantojnë përmirësim të raportit ndërmjet

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.



kostos dhe rrezikut. Prioritet do të ketë emetimi i titujve afatgjatë me norma interesi fikse. Megjithatë, edhe titujt me norma interesi të ndryshueshme do të vijojnë të emetohen në vlera të cilat do të rishikohen dhe bëhen transparente nëpërmjet publikimit periodik të kalendareve të huamarrjes, në varësi të ecurisë së realizimit të objektivave, kushteve të tregut dhe preferencave të kreditorëve.

Financimi i huaj do të mbështetet në financimin me terma pjesërisht të buta të projekteve ekzistuese, projekteve të reja të konsideruara si prioritare nga Qeveria për zhvillimin e vendit, si edhe në disbursimin e kredive të akorduara nga institucionet ndërkombëtare financiare për të mbështetur politikat zhvillimore të vendit.

Gjatë periudhës afatmesme 2018-2020, përveç sa më sipër, është planifikuar që të ketë dhe një shtesë financimi të huaj në formën e huave tregtare ose nëpërmjet daljes në tregjet ndërkombëtare me Eurobond. Kjo shtesë financimi vlerësohet si e nevojshme për të ulur presionin në tregun e brendshëm, për të shmangur mundësinë e mosrealizimit të huamarrjes së brendshme ose përkeqësimin e treguesve të rrezikut, si edhe për të garantuar valutën e nevojshme për shlyerjen e ripagesave të borxhit të jashtëm, të cilat gjatë periudhës afatmesme 2018-2020 vlerësohen në rritje. Pavarësisht rritjes së financimit të huaj, niveli i borxhit të jashtëm do të synohet të qëndrojë brenda objektivit strategjik afatmesëm për të mbajtur nën kontroll rrezikun e kursit të këmbimit.

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 të cilit do të shoqërohet me aktivitete të cilat do të kenë në fokus:

- Krijimin e madhësive *benchmark* për titujt afatgjatë nëpërmjet konsolidimit të numrit të ankandëve dhe rritjen e frekuencës së rihapjeve;
- Reduktimin e fragmentimit të kërkesës nëpërmjet konsolidimit të numrit të titujve shtetërorë të tregtueshëm;
- Rritjen e transparencës nëpërmjet konsultimit të vazhdueshëm me aktorët kryesorë të tregut dhe raportimit e publikimit periodik në kohë të të dhënave të borxhit;
- Përdorimi i ankandëve të riblerjes (*buyback auctions*) dhe shkëmbimit (*exchange auctions*) me qëllim menaxhimin e likuiditetit;
- Përmirësimin dhe standardizimin e rregullave të emetimit të titujve shtetërorë;
- Analizimin dhe shqyrtimin e mundësisë (në bashkëpunim me të gjitha palët e interesit) për implementimin e sistemit *Primary Dealer*, si një instrument për stimulimin dhe zhvillimin e tregut sekondar;
- Diversifikimin dhe zgjerimin e bazës së investitorëve.



MENAXHIMI I BORXHIT PËR VITIN 2016

Borxhi i Qeverisjes Qendore gjatë vitit 2016 u karakterizua nga një ecuri pozitive në sajë të mirëmenaxhimit në përputhje me objektivat Makro-Fiskale dhe objektivat e Strategjisë Afatmesme të Menaxhimit të Borxhit.

Në linjë me objektivat Makro-Fiskale për të ulur borxhin dhe kthyer atë në një nivel me qëndrueshmëri më të lartë, Borxhi i Qeverisjes Qendore në raport me PBB², gjatë vitit 2016 u ul me 1.7 pp, duke hyrë për herë të parë që prej vitit 2010 në një trajektore rënëse. Në funksion të realizimit të këtij objektiivi në periudhën afatmesme dhe afatgjatë, u ndërmorën disa ndryshime në Ligjin Organik të Buxhetit³, të cilat synojnë:

- Disiplinimin e shpenzimeve publike dhe planifikimin në rënie të nivelit të borxhit nga njëri vit buxhetor në tjetrin;
- Mbajtjen e kontigjencave të nevojshme për menaxhimin e rreziqeve potenciale që burojnë nga luhatjet e normave të interesit dhe kurset e këmbimit valutor;
- Rritjen e transparencës dhe përfshirjen e të gjitha detyrimeve të drejtpërdrejta dhe atyre kontigjente në bilancin fiskal vjetor të konsoliduar.

Ndërkohë, në përputhje me objektivat e Strategjisë Afatmesme të Menaxhimit të Borxhit, u mundësua:

- Realizimi me sukses i huamarrjes, e cila plotësoi nevojat e Qeverisë për likuiditet, rifinancoi borxhin ekzistues dhe financoi deficitin buxhetor;
- Përmirësimi i mëtejshëm i raportit ndërmjet kostos dhe rrezikut;
- Ndërmarrja e nismave në kuadër të përmirësimit të tregut primar të titujve shtetërorë.

Gjatë vitit 2016 burimet e brendshme dhe të huaja të huamarrjes u menaxhuan me efikasitet, duke mbuluar jo vetëm të gjitha nevojat për financim pa pasur kosto shtesë, por edhe duke ulur ekspozimin ndaj rreziqeve.

Menaxhimi i suksesshëm i burimeve të financimit ka shmangur përdorimin e kontigjencave në buxhet si edhe nevojën për emetimin e titujve shtetërorë jashtë rradhës së planifikuar. Ky lloj menaxhimi i ka dhënë besueshmëri financave publike dhe ka kontribuar në rritjen e qëndrueshmërisë së kurbës së normave të interesit në tregun e brendshëm të titujve shtetërorë.

Në tregun e brendshëm huamarrja neto u realizua kryesisht nëpërmjet titujve afatgjatë dhe atyre me norma interesi fikse, duke shfrytëzuar në këtë mënyrë kushtet e favorshme të tregut

² PBB e përdorur në raportet me të dhënat faktike të borxhit i referohet Kuadrit Makroekonomik dhe Fiskal (2018-2020), të miratuar me VKM Nr.47, datë 25.01.2017. Ndërkohë, PBB e përdorur në raportet me të dhënat e parashikuara të borxhit, i referohet Draft-Kuadrit Makroekonomik dhe Fiskal (2019-2021), datë 18.10.2017.

³ Referuar ndryshimeve në ligjin “Për Menaxhimin e Sistemit Buxhetor në Republikën e Shqipërisë”, nëpërmjet ligjit Nr. 57/2016, datë 02.06.2016.



të brendshëm, të cilat mundësuan reduktimin e mëtejshëm të rrezikut të rifinancimit dhe atij të normave të interesit.

Ndërkohë, huamarrja e huaj u përqëndrua në mbi 70% tek burimet e financimit (*projektet zhvillimore dhe mbështetja buxhetore e akorduar nga institucionet financiare ndërkombëtare*) me norma interesi koncesionale, duke kontribuar në uljen e kostove të huamarrjes dhe uljen e presionit për hua në tregun e brendshëm.

Gjatë vitit 2016, jo vetëm kostot për njësi, por edhe kostot e huamarrjes në terma absolute u ulën ndjeshëm krahasuar me vitin e mëparshëm, pavarësisht rritjes së stokut të borxhit në vlerë nominale (*Ref. Kreu I, Nënkapitulli 4.1, Paraqitje Grafike 4.1(a)*). Ulja e kostove të borxhit i atribuohet rënies së normave të interesit në tregun e brendshëm përgjatë gjysmës së parë të vitit⁴, si edhe shfrytëzimit të mirë të burimeve të huaja të financimit me kosto relativisht të ulët.

Në lidhje me zhvillimin e tregut primar të titujve shtetërorë, Ministria e Financave dhe Ekonomisë ndërmori disa nisma të cilat kanë në fokus reduktimin e fragmentimit të kërkesës për tituj shtetërorë dhe krijimin e madhësive *benchmark* për titujt afatgjatë, me qëllim stimulimin dhe zhvillimin e aktivitetit në tregun sekondar. Në kuadër të uljes së fragmentimit të kërkesës së titujve shtetërorë, gjatë vitit 2016 u menaxhua tërheqja e pjesshme e obligacionit 3 vjeçar dhe tërheqja e plotë e obligacionit 7 vjeçar me norma interesi të ndryshueshme.

Ndërkohë, në kuadër të krijimit të madhësive *benchmark* për titujt afatgjatë, u menaxhua me sukses ulja e frekuencës së emetimeve të reja dhe u intensifikua praktika e rihapjes së emetimeve ekzistuese. Në periudhën afatmesme dhe afatgjatë këto aktivitete sëbashku me nisma të tjera që do të ndërmerren, pritet të kenë ndikim mbi uljen e kostove dhe minimizimin e rrezikut të normave të interesit nëpërmjet rritjes së qëndrueshmërisë së kurbës së *yield*-it edhe në segmentin e titujve afatgjatë.

Baza e investitorëve të titujve shtetërorë, megjithëse mbetet ende jo shumë e diversifikuar dhe e bazuar kryesisht në mbi 60% tek sektori Bankar, në vitin 2016 është shoqëruar me një diversifikim të lehtë në drejtim të kategorisë së Individëve dhe Institucioneve Jofinanciare. Gjatë viteve të ardhshme pritet që reformat e ndërmarra dhe ato që do të ndërmerren në kuadër të konsolidimit të financave publike dhe mjedisit financiar në përgjithësi, të japin efekte pozitive në drejtim të diversifikimit dhe thellimit të bazës së investitorëve.

⁴ Kryesisht si efekt i procesit të riblerjes së titujve shtetërorë në fund të vitit 2015 dhe presionit jo të lartë për hua nga Qeveria.

I. ECURIA E BORXHIT TË QEVERISJES QENDRORE

Në fund të vitit 2016 Borxhi i Qeverisjes Qendrore⁵ u vlerësua në nivelin 1,065.7 miliard Lek ose 70.96% e PBB, duke shënuar rënie me 1.69 pp krahasuar me fundin e vitit 2015. Për herë të parë që prej vitit 2010, borxhi ka hyrë në një trajektore rënëse në përputhje me objektivat makro-fiskale për uljen e nivelit të tij deri në 60% në periudhën afatmesme. Niveli i borxhit të brendshëm dhe atij të jashtëm në raport me totalin janë përkatësisht rreth 53% dhe 47%, duke ruajtur pothuajse të njëjtat raporte me fundin e vitit të kaluar.

1. Realizimi i Huamarrjes

Huamarrja e vitit 2016 përveçse mundësoi financimin e deficitit dhe rifinancimin e borxhit ekzistues, u realizua në përputhje me objektivat e Strategjisë Afatmesme të Menaxhimit të Borxhit për uljen e ekspozimit ndaj rreziqeve dhe minimizimin e kostove.

Në vitin 2016 financimi i përgjithshëm në terma bruto ka qenë në vlerën 381.4 miliard Lek, nga të cilat 89.7% (342.0 miliard Lek) u financuan nëpërmjet burimeve të brendshme dhe 10.3% (39.4 miliard Lek) nëpërmjet burimeve të huaja. Rreth 353.3 miliard Lek shërbyen për rifinancimin e borxhit ekzistues dhe pjesa tjetër për mbulimin e deficitit buxhetor.

1.1 Huamarrja e Brendshme

Në tregun e brendshëm huamarrja rezultoi në vlerën 342.0 miliard Lek dhe u realizua tërësisht nëpërmjet titujve shtetërorë.

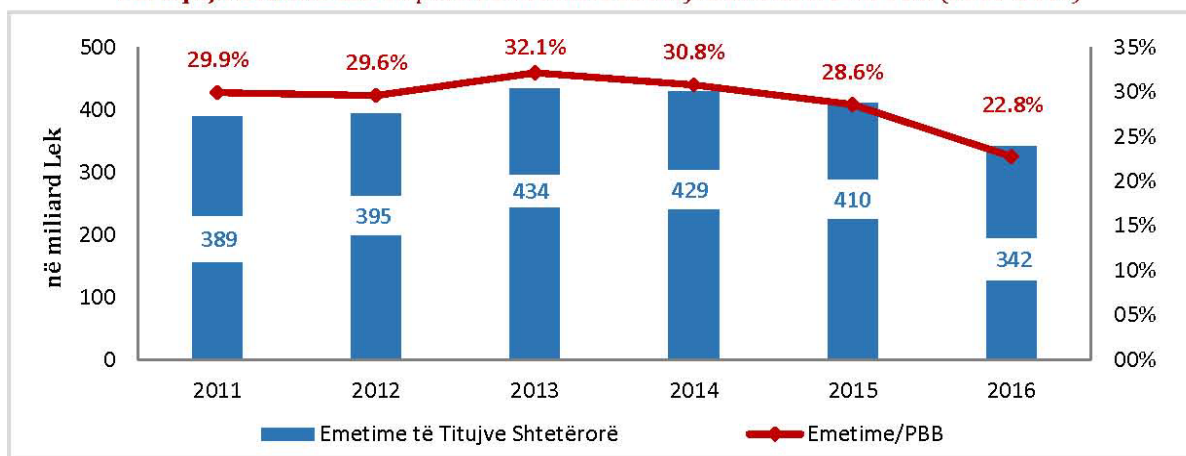
Tabela 1.1: Huamarrja e brendshme (2015-2016)

Huamarrja e Brendshme	2015		2016	
	Vlera (në mld Lek)	%/Total	Vlera (në mld Lek)	%/Total
Burime të Brendshme	410.4	100.0	342.0	100.0
- Bono Thesari	318.0	77.5	249.6	73.0
- Obligacione	92.3	22.5	92.4	27.0

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Raporti i emetimeve të titujve shtetërorë ndaj PBB gjatë vitit 2016 vlerësohet në 22.8%, duke shënuar një rënie të ndjeshme me rreth 5.8 pp në harkun kohor të një viti dhe 7.2 pp në harkun kohor të gjashtë viteve. Ulja e konsiderueshme e këtij treguesi gjatë vitit 2016 reflekton një përmirësim në rrezikun fiskal të Qeverisë dhe sinjalizon hyrjen e financave publike në trajektoren e konsolidimit.

⁵ Përfshin Borxhin Shtetëror dhe Borxhin Shtetëror të Garantuar.

Paraqitje Grafike 1.1: Raporti i emetimeve të titujve shtetërorë me PBB (2011-2016)

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Në terma neto financimi i brendshëm në fund të vitit 2016 vlerësohet në 10.7 miliard Lek ose 51.0% e planit vjetor të buxhetit 2016⁶. Ulja e financimit të brendshëm krahasuar me planin vjetor ka ardhur si rezultat i rritjes së mbështetjes buxhetore dhe privatizimeve përtej planifikimit fillestar, respektivisht me 7.1 dhe 2.6 miliard Lek.

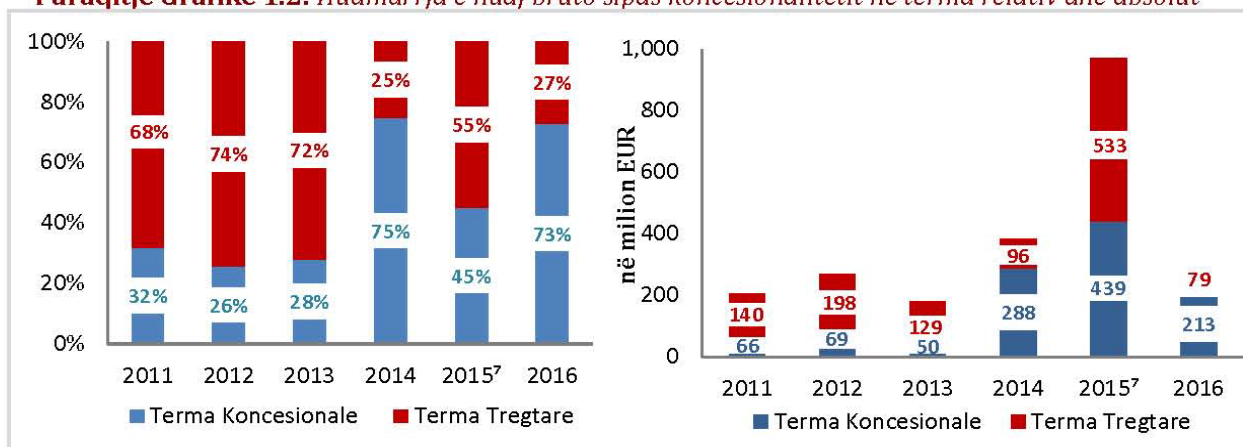
Financimi neto është realizuar në përputhje me objektivat strategjikë pasi është siguruar tërësisht nëpërmjet titujve afatgjatë dhe njëkohësisht është shoqëruar me maturim të titujve afatshkurtër. Ndikimin më të madh në realizimin e financimit të brendshëm e ka pasur obligacioni 10 vjeçar, ndjekur nga obligacioni 7 dhe 5 vjeçar.

Financimi nëpërmjet titujve afatgjatë, në periudhën afatshkurtër nuk është shoqëruar me kosto shtesë në buxhetin e shtetit pasi normat e interesit për këtë kategori titujsh kanë qenë në nivele relativisht të ulta. Ndërkohë, edhe në periudhën afatmesme dhe afatgjatë, kjo strategji financimi pritet të ketë ndikim pozitiv mbi kostot pasi mbi 75% e emetimeve të titujve afatgjatë janë realizuar me norma interesi fikse.

1.2 Huamarrja e Huaj

Në tregun e huaj, huamarrja rezultoi në vlerën 39.4 miliard Lek, nga e cila rreth 73% u realizua nëpërmjet huave me terma koncesionale, në përputhje me objektivat strategjikë për uljen e koston së borxhit.

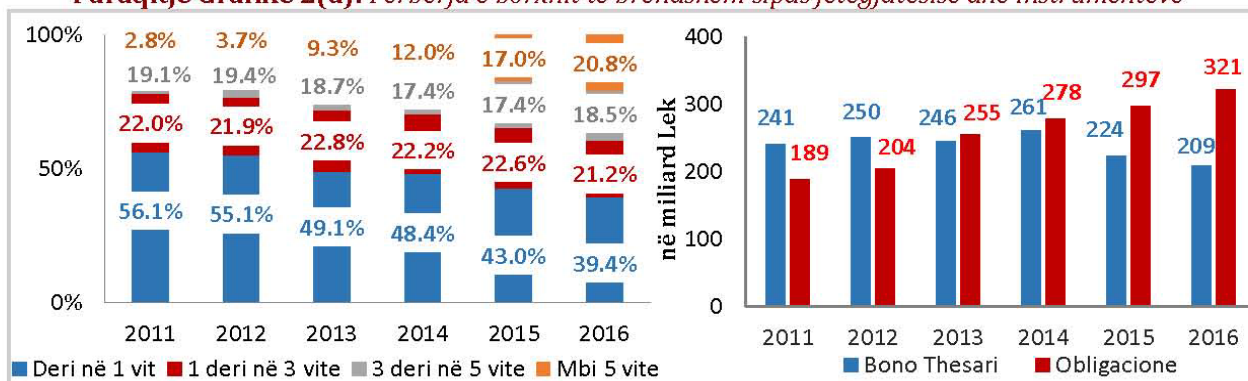
⁶ Referuar ligjit Nr. 147/2015 “Për buxhetin e vitit 2016”.

Paraqitje Grafike 1.2: Huamarrja e huaj bruto sipas koncesionalitetit në terma relativ dhe absolut**Burimi:** Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Në dallim nga viti i mëparshëm, gjatë vitit 2016 janë angazhuar më pak instrumente me financim të huaj, pasi nuk ka pasur emetim të instrumenteve të tilla si Eurobond, PBG, etj. Të vetmet instrumente kanë qenë huatë për financimin e projekteve, si edhe huatë në kuadër të mbështetjes buxhetore nga partnerët ndërkombëtarë. Ecuria e huave për financimin e projekteve ka qenë rreth 21.4% më e ulët krahasuar me vitin 2015, ndërkohë që mbështetja buxhetore ka qenë rreth 41.8% më e lartë.

2. Portofoli i Borxhit Shtetëror

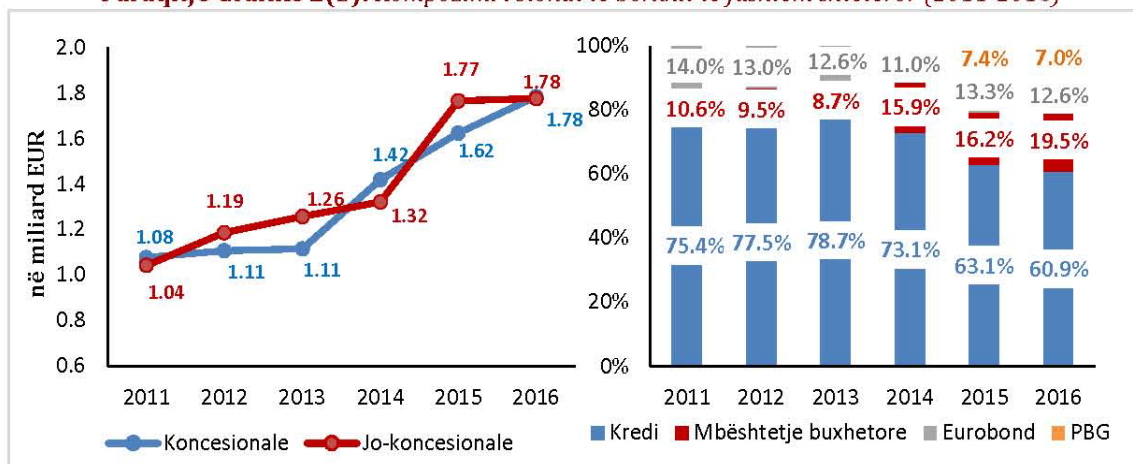
Stoku i Borxhit Shtetëror vlerësohet në 1,012.2 miliard Lek ose 95.0% e portofolit të borxhit të Qeverisjes Qendrore. Kompozimi i stokut të borxhit shtetëror, gjatë vitit 2016, ka ndjekur pothuajse të njëjtën tendencë si në vitin 2015 për sa i përket kompozimit sipas jetëgjatësisë, llojit të instrumenteve dhe monedhës. Gjatë vitit 2016 ka pasur një rritje të stokut të borxhit afatgjatë, kryesisht nga shtimi i peshës së obligacioneve në portofolin e borxhit të brendshëm, si pjesë e politikave menaxhuese për uljen e ekspozimit ndaj rreziqeve.

Paraqitje Grafike 2(a): Përbërja e borxhit të brendshëm sipas jetëgjatësisë dhe instrumenteve**Burimi:** Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

⁷ Është përfshirë emetimi i Eurobond-it në vlerën 450 milion Euro.

Ndërkohë, rritje ka pasur edhe në stokun e borxhit të jashtëm me norma interesi koncesionale, si rezultat i shtimit të burimeve të financimit me norma interesi të favorshme (*Mbështetja Buxhetore*).

Paraqitje Grafike 2(b): Kompozimi i stokut të borxhit të jashtëm shtetëror (2011-2016)

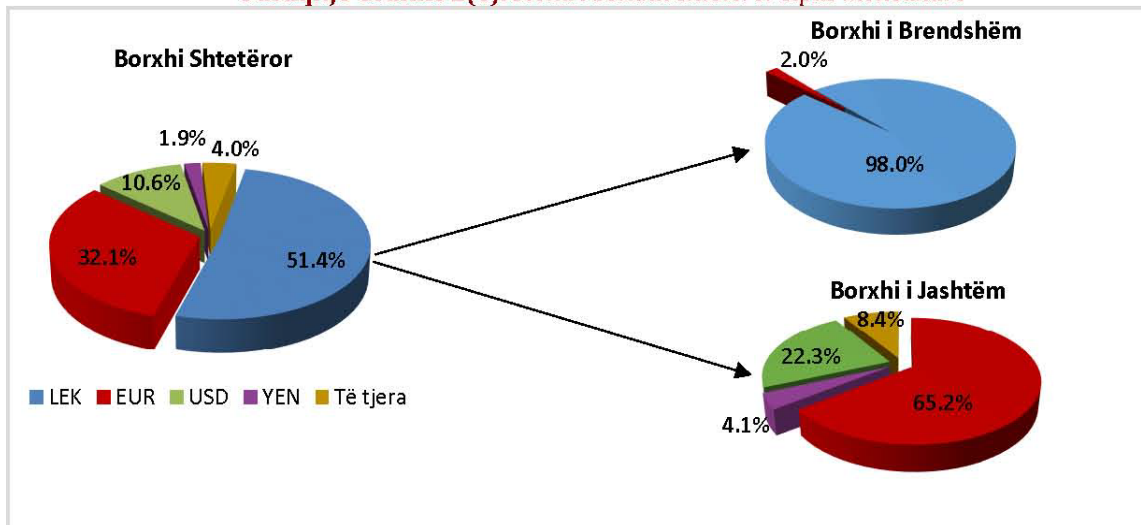


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Në fund të vitit 2016 portofoli i Borxhit Shtetëror mbizotërohet nga monedha vendase Lek, e cila zë rreth 51.4%, e ndjekur nga monedha Euro me 32.1% të totalit. Borxhi në monedhë të huaj në raport me totalin rezulton në vlerën 48.6%, duke qëndruar brenda limitit strategjik prej 55%.

Portofoli i borxhit të brendshëm përbëhet kryesisht nga monedha vendase dhe vetëm 2.0% e tij përbëhet nga monedha Euro. Ndërkohë, portofoli i borxhit të jashtëm kompozohet tërësisht nga monedha të huaja dhe mbizotëron në rreth 65.2% monedha Euro, e ndjekur nga USD me 22.3%.

Paraqitje Grafike 2(c): Stoku i borxhit shtetëror sipas monedhave



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

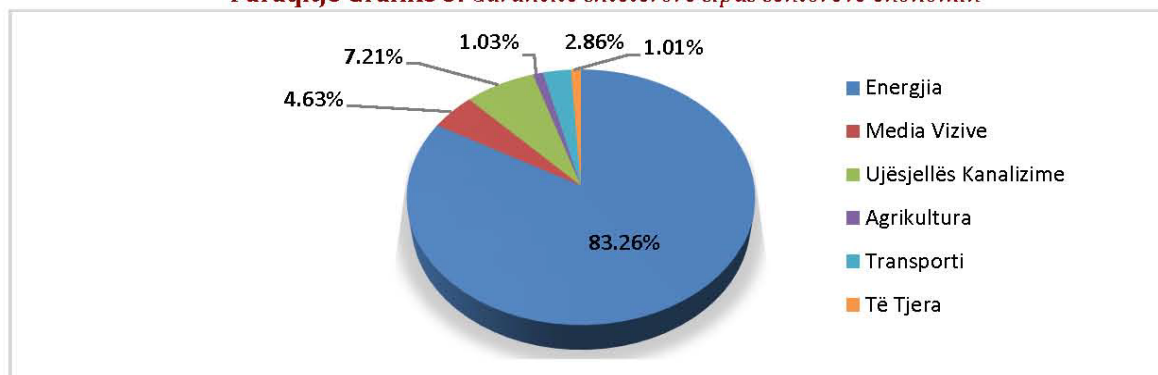
3. Portofoli i Borxhit të Garantuar

Në fund të vitit 2016 portofoli i Borxhit të Garantuar është rreth 53.5 miliard Lek (3.6% e PBB) ose 5.0% e portofolit të borxhit të Qeverisjes Qendrore. Garancitë në tregun e brendshëm përfaqësojnë 56.6% të totalit të stokut të borxhit të garantuar ose 30.3 miliard Lek, ndërsa garancitë e emetuara në favor të kreditorëve të huaj përfaqësojnë 43.4% të stokut të borxhit të garantuar ose 23.2 miliard Lek.

Garancitë e brendshme përbëhen nga linja kredie afatshkurtra dhe me norma interesi tregtare, të cilat i janë akorduar Korporatës Elektroenergjitike Shqiptare (KESH sh.a.). Në dallim nga garancitë e brendshme, garancitë e huaja janë kredi afatgjata të akorduara kryesisht me norma interesi koncesionale.

Krahasuar me vitin e kaluar, borxhi i garantuar është ulur në vlerë absolute me 2.6 miliard Lek për shkak të nivelit relativisht më të lartë të ripagesave në raport me disbursimet. Më shumë se 83% e totalit të garancive shtetërore i përkasin sektorit të Energjisë. Akumulimi i lartë i garancive në drejtim të këtij sektori është në përputhje me objektivat e Qeverisë për të mbështetur sektorin e Energjisë, me qëllim që të përmirësojë performancën financiare dhe të rrisë efijencën.

Paraqitje Grafike 3: Garancitë shtetërore sipas sektorëve ekonomik



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

4. Menaxhimi i Kostove dhe Rreziqeve

Gjatë vitit 2016 portofoli i Borxhit Shtetëror u karakterizua nga përmirësimi i raportit midis kostos dhe rrezikut. Kostot e borxhit u ulën ndjeshëm dhe struktura e borxhit u përmirësua dukshëm, kryesisht në aspektin e reduktimit të ekspozimit ndaj rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut të normave të interesit. Ndërkohë, rreziku i kursit të këmbimit ka qëndruar në të njëjtat nivele me vitin e kaluar, pasi raporti ndërmjet borxhit të brendshëm dhe të jashtëm mbetet pothuajse i pandryshuar. Gjatë viteve të fundit, përmirësimi i ndjeshëm i raportit ndërmjet kostos dhe rrezikut ka ardhur jo vetëm si rezultat i mirëmenaxhimit në përputhje

me objektivat strategjike, por edhe si rezultat i kushteve të favorshme të tregut dhe faktorëve makroekonomik të vendit, të tilla si:

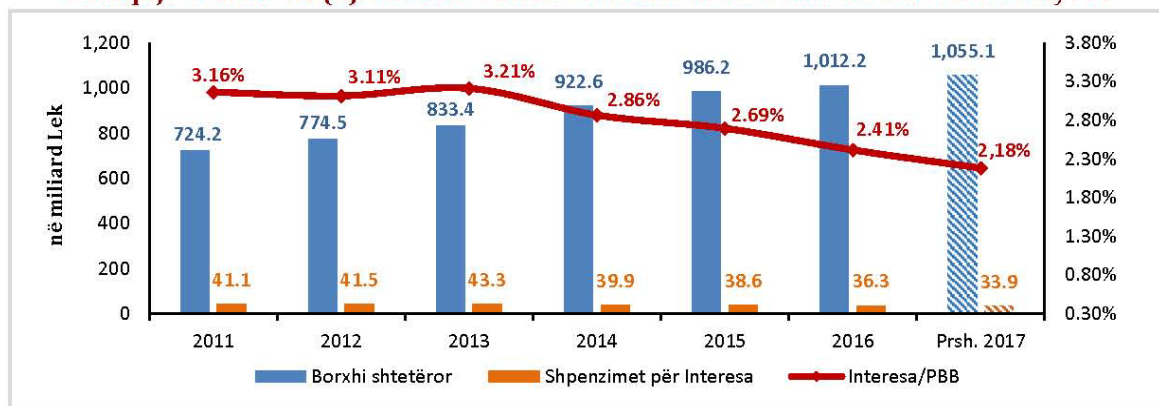
- Rënia e normave të interesit në tregun e brendshëm dhe atë të huaj si rezultat i politikave monetare të bankave qendrore;
- Disponueshmëria në nivele të konsiderueshme e burimeve të huaja të financimit me norma interesi koncesionale;
- Pjesëmarrja relativisht e lartë e sektorit Bankar në titujt afatgjatë me norma interesi fikse;
- Qëndrueshmëria e monedhës vendase (*Lek*) ndaj monedhës Euro dhe lëvizja përgjithësisht në kahe të kundërta e monedhave EUR dhe USD, duke zbutur efektet e njëra-tjetrës.

4.1 Kostot

Për vitin 2016 shpenzimet për interesa të Borxhit Shtetëror⁸ ranë me 2.4 miliard Lek, duke u vlerësuar në 36.3 miliard Lek ose 2.4% e PBB. Reduktimi i shpenzimeve për interesa i atribuohet në masën 78% rënies së normave të interesit në tregun e brendshëm, kryesisht gjatë tre viteve të fundit. Vetëm nga rënia e normave të interesit në tregun e brendshëm gjatë vitit 2016, buxhetit të shtetit do t'i kursehen rreth 4.9 miliard Lek shpenzime për interesa, respektivisht 3.1 miliard Lek në vitin 2017 dhe 1.8 miliard Lek në vitin 2018.

Nga ana tjetër, kostot e borxhit janë ulur megjithëse borxhi në vlerë absolute dhe pesha e titujve afatgjatë në portofol janë rritur, duke reflektuar një përmirësim të ndjeshëm në raportin ndërmjet koston dhe rrezikut.

Paraqitje Grafike 4.1 (a): Interesat e Borxhit Shtetëror në vlerë absolute dhe relative ndaj PBB



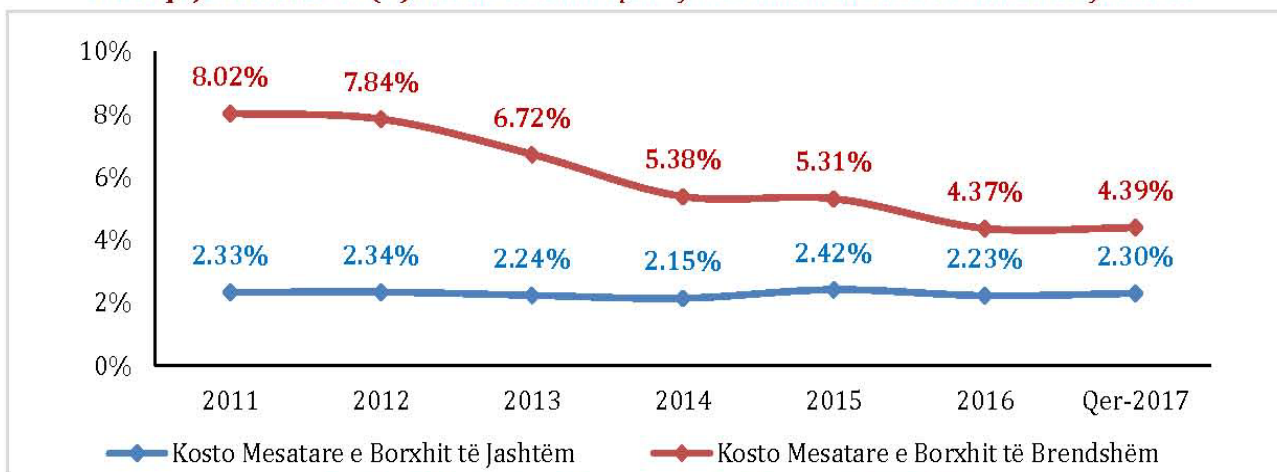
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

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. Gjatë vitit 2016, kosto mesatare e borxhit të brendshëm ashtu edhe

⁸ Përfshihen edhe interesat që janë paguar nga buxheti i shtetit për kreditë për të cilat është lëshuar Garanci Shtetërore.

e atij të jashtëm shtetëror kanë pësuar rënie. Kosto mesatare e borxhit të brendshëm është ulur për shkak të rënies së normave të interesit në tregun e brendshëm dhe zëvendësimit të borxhit që maturohet me borxh me norma më të favorshme. Ndërkohë, ulja e kostonë së borxhit të jashtëm ka ardhur kryesisht nga rritja e peshës së borxhit me norma interesi koncesionale, të akorduara kryesisht nga institucionet financiare ndërkombëtare në formën e mbështetjes buxhetore.

Paraqitje Grafike 4.1(b): Kosto mesatare për njësi e borxhit të brendshëm dhe të jashtëm



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

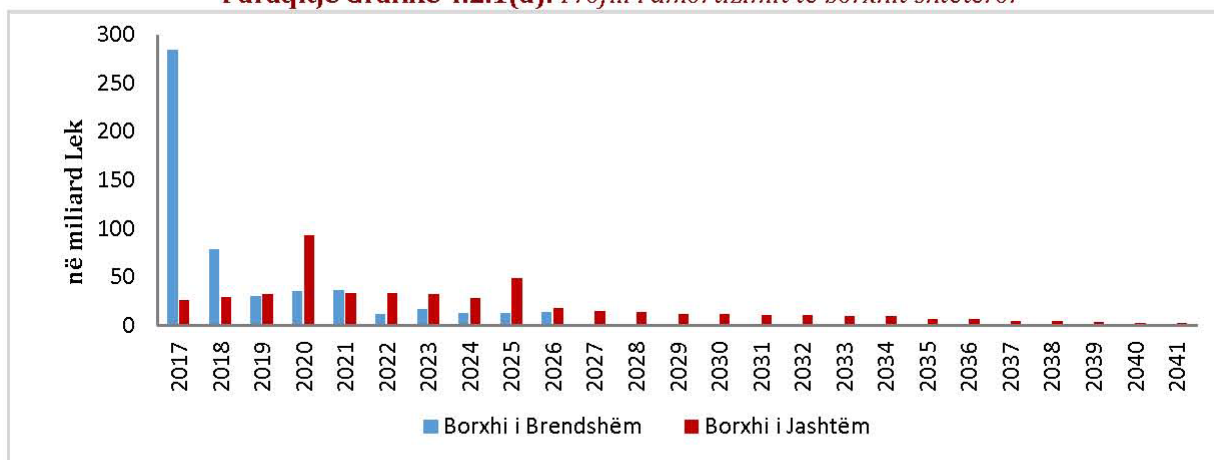
4.2 Rreziqet

Gjatë vitit 2016 ekspozimi i portofolit të borxhit ndaj rreziqeve është arritur të menaxhohet me sukses, në linjë me objektivat strategjike afatmesëm. Ulja e peshës së titujve afatshkurtër dhe atyre me norma interesi të ndryshueshme në portofol, ka qenë faktor dominant në uljen e rrezikut të rifinancimit dhe rrezikut të normave të interesit. Ndërkohë, rreziku i kursit të këmbimit ka qëndruar në të njëjtat nivele me vitin e kaluar, pasi raporti ndërmjet borxhit në monedhë vendase me atë në valutë mbetet pothuajse i pandryshuar.

4.2.1 Rreziku i rifinancimit

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

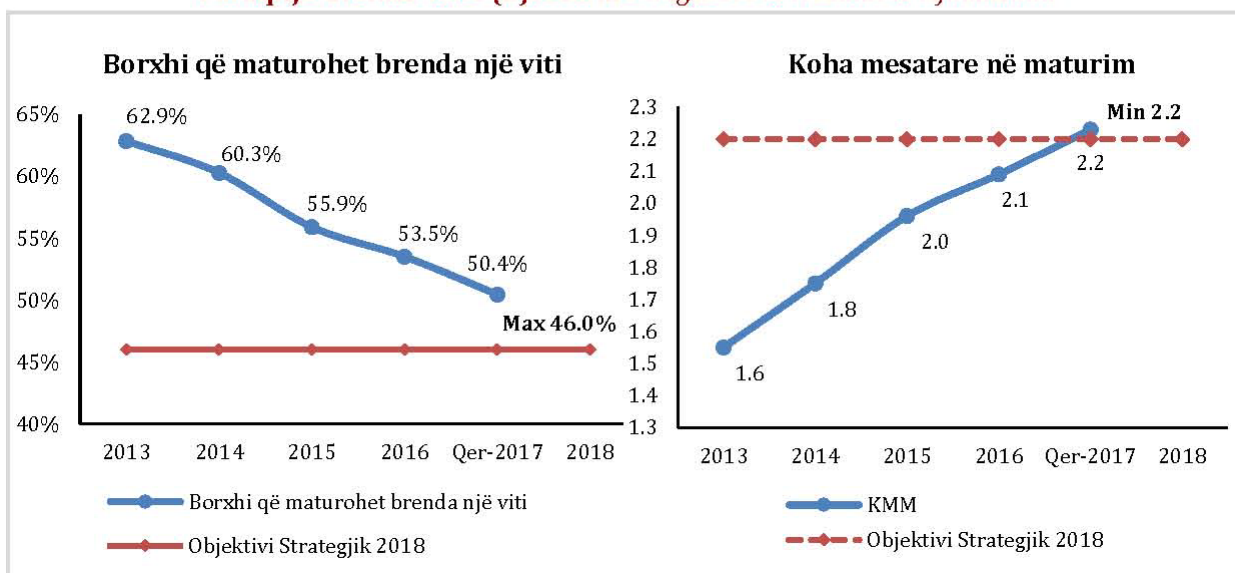
Paraqitje Grafike 4.2.1(a): Profili i amortizimit të borxhit shtetëror



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Gjatë vitit 2016 rreziku i rifinancimit në portofolin e borxhit të brendshëm është reduktuar krahasuar me një vit më parë. Treguesit që vlerësojnë këtë rrezik kanë evoluar në drejtim të objektivave strategjikë të përcaktuara në strategjinë paraardhëse. Ndikim në përmirësimin e rrezikut të rifinancimit të borxhit të brendshëm ka pasur ulja e peshës së instrumenteve afatshkurtra me 3.5 pp (nga 42.97% në 2015 në 39.45% në 2016).

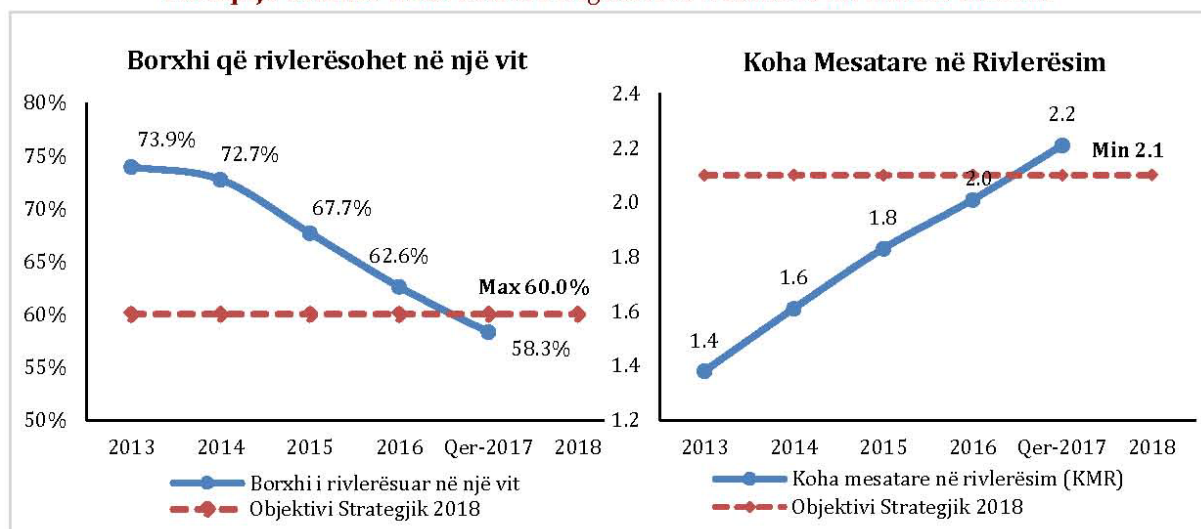
Paraqitje Grafike 4.2.1 (b): Ecuria e treguesve të rrezikut të rifinancimit



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

4.2.2 Rreziku i normave të interesit

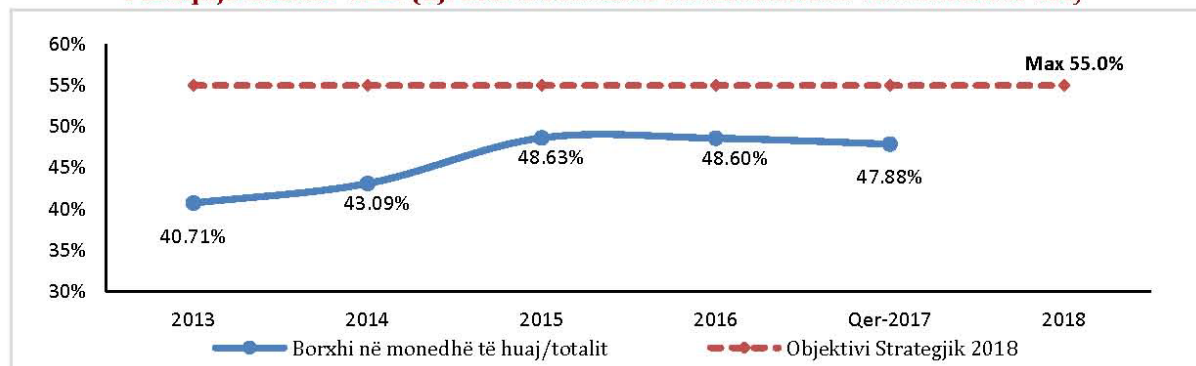
Gjatë vitit 2016 treguesit e rrezikut të normave të interesit janë përmirësuar ndjeshëm duke qenë në linjë me objektivat strategjikë për vitin 2018.

Paraqitje Grafike 4.2.2: Ecuria e treguesve të rrezikut të normave të interesit**Burimi:** Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Faktorët kryesorë që kanë ndikuar në uljen e ekspozimit të këtij rreziku kanë qenë ulja e peshës së instrumenteve afatshkurtra⁹ dhe atyre me norma interesi të ndryshueshme në portofolin e borxhit të brendshëm, përkatësisht me 3.5 pp dhe 1.1 pp në harkun kohor të një viti. Përmirësimi i rrezikut të rifinancimit ka ulur ndjeshmërinë e borxhit nga goditjet e normave të interesit, duke reduktuar burimet që Qeveria duhet të angazhojë në raste të tilla.

4.2.3 Rreziku i kursit të këmbimit

Në fund të vitit 2016, ekspozimi ndaj rrezikut të kursit të këmbimit vlerësohet në të njëjtat nivele me ato të vitit paraardhës, pasi stoku i borxhit shtetëror në monedhë të huaj ka qëndruar pothuajse në të njëjtat nivele dhe njëkohësisht brenda limitit të përcaktuar në objektivin strategjik.

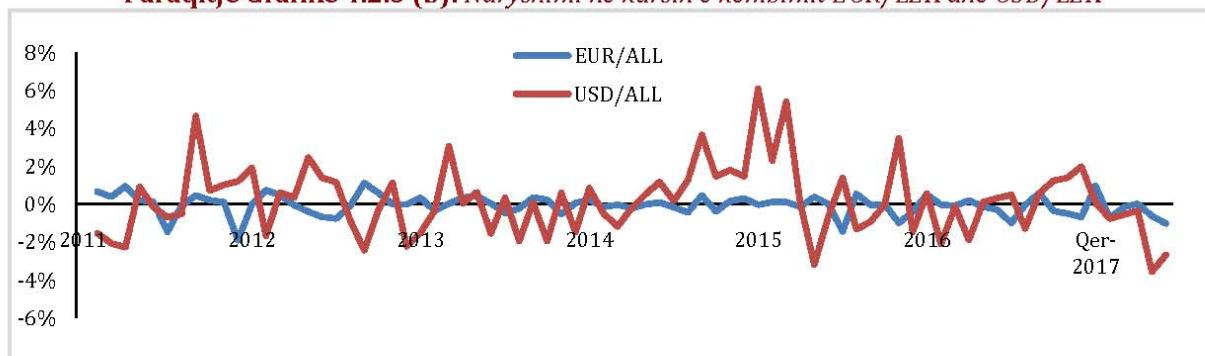
Paraqitje Grafike 4.2.3 (a): Ecuria e stokut të borxhit shtetëror në monedhë të huaj**Burimi:** Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

⁹ Instrumentet afatshkurtra nga pikëpamja e rrezikut të normave të interesit konsiderohen si instrumente me norma interesi të ndryshueshme.

Portofoli i borxhit shtetëror në monedhë të huaj gjatë vitit 2016 është diversifikuar në drejtim të uljes së peshës së monedhës Euro dhe rritjes së peshës së monedhave të tjera. Pavarësisht këtij zhvillimi, portofoli i borxhit vazhdon të jetë i përqëndruar në mbi 65%¹⁰ në monedhën EUR, duke e bërë atë të ndjeshëm ndaj luhatjeve të kësaj monedhe. Megjithatë, përqëndrimi i lartë i borxhit në valutë në drejtim të monedhës Euro është në përputhje me objektivat strategjikë dhe me aspiratat e vendit për t'u integruar në një të ardhme të afërt në Bashkimin Evropian.

Gjatë viteve të fundit, kostot shtesë të krijuara nga luhatjet e kursit të këmbimit EUR/ALL kanë qenë të moderuara, për shkak të: a) qëndrueshmërisë¹¹ së monedhës vendase me monedhën EUR; b) lëvizjes së monedhës EUR përgjithësisht në kah të kundërt me monedhën USD¹²; si edhe c) shpërndarjes në kohë dhe pagesës me këste të detyrimeve të lindura nga borxhi shtetëror në valutë.

Paraqitje Grafike 4.2.3 (b): Ndryshimi në kursin e këmbimit EUR/LEK dhe USD/LEK



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

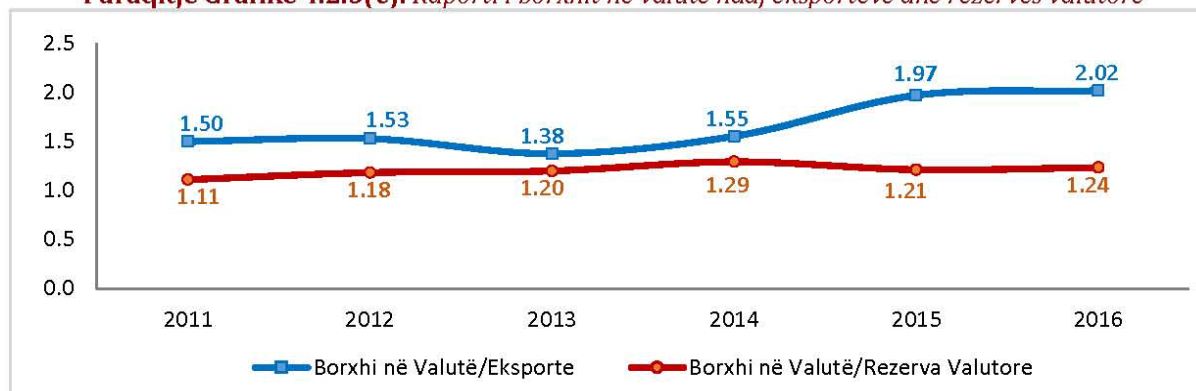
Raportet e borxhit në monedhë të huaj kundrejt eksporteve dhe rezervës valutore janë tregues të rëndësishëm, të cilët vlerësojnë aftësinë për të përmbushur detyrimet që lindin nga borxhi në valutë.

Gjatë viteve të fundit këto dy raporte kanë ndjekur një trend rritës duke treguar një rënie në aftësinë ripaguese në valutë. Ritmet e rritjes së borxhit në monedhë të huaj përgjithësisht kanë qenë më të larta se ritmet e rritjes së eksporteve dhe rezervës valutore. Në vitin 2016 këto dy raporte kanë qëndruar pothuajse në të njëjtat nivele me ato të vitit paraardhës, duke dëshmuar një rritje të borxhit në valutë me ritme proporcionale me ato të rezervave valutore dhe eksporteve.

¹⁰ Duke përfshirë edhe peshën që mban monedha EUR brenda shportës së monedhave SDR dhe ACU.

¹¹ Gjatë 6 viteve të fundit kursi i këmbimit EUR/LEK është luhatur maksimalisht me 1.9%.

¹² Monedha USD zë rreth 22.3% të portofolit të borxhit shtetëror në valutë, duke u vlerësuar si monedha e dytë më e rëndësishme dhe si një nga monedhat me kursin më të luhatshëm në portofol.

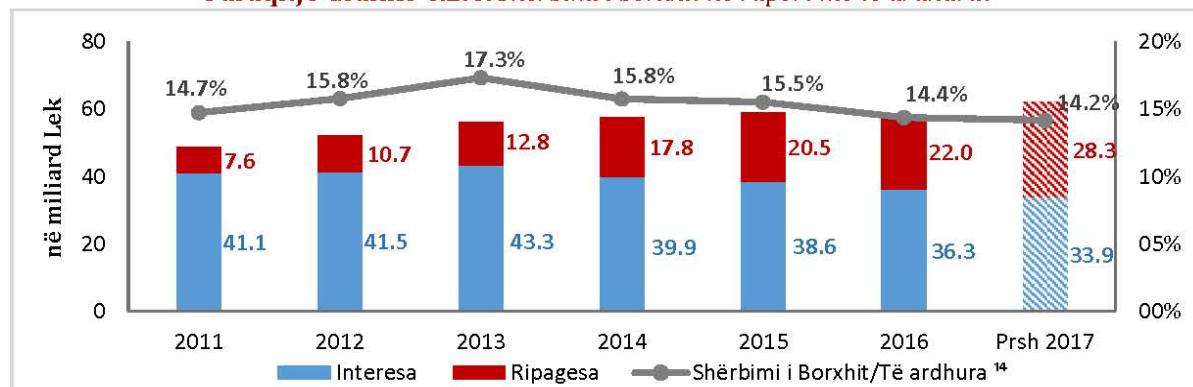
Paraqitje Grafike 4.2.3(c): Raporti i borxhit në valutë ndaj eksporteve dhe rezervës valutore

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017); INSTAT (2017); Banka e Shqipërisë (2017)

4.2.4 Rreziku i likuiditetit

Përsa i përket rrezikut të likuiditetit, viti 2016 ka qenë një vit me një rrezik relativisht më të ulët se ai i vitit 2015. Nevoja për të rifinancuar borxhin ekzistues ka qenë rreth 353.3 miliard Lek ose rreth 136.2 miliard Lek më pak se vitin e kaluar. Ulja e ndjeshme e rrezikut të likuiditetit ka ardhur si rezultat i mirëmenaxhimit të rrezikut të rifinancimit, ulja e të cilit nga viti në vit shoqërohet me angazhimin e më pak burimeve për të shërbyer borxhin ekzistues.

Nga ana tjetër, edhe raporti i shërbimit të borxhit me të ardhurat në buxhet ka një përmirësim të ndjeshëm, duke u ulur nga 15.5%¹³ në vitin 2015 në 14.4% në vitin 2016. Përmirësimi i këtij treguesi dëshmon një rritje të kapaciteteve të Qeverisë për të shërbyer borxhin dhe hyrjen e financave publike në trajektoren e konsolidimit.

Paraqitje Grafike 4.2.4: Shërbimi i borxhit në raport me të ardhurat

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

¹³ Është përjashtuar maturimi i Eurobond-it në vitin 2015 për ta bërë të krahasueshëm me vitet e tjera.

¹⁴ Referuar të ardhurave të publikuara në Buletinin Fiskal të Qeverisë të vitit përkatës.



Nga ana tjetër, Ministria e Financave dhe Ekonomisë ka ndërmarrë masa për ngritjen e një komiteti institucional¹⁵, i cili do të ketë si funksion mbikëqyrjen e gjendjes së likuiditetit dhe marrjen e masave të nevojshme për të shmangur mungesat e likuiditetit kryesisht në periudhat afatshkurtra.

4.2.5 Rreziku operacional

Rreziku operacional gjatë vitit 2016 është përmirësuar si rezultat i: a) shtimit të kapaciteteve; b) trajnimit periodik të stafit brenda dhe jashtë vendit në përputhje me nevojat; c) bashkëpunimit të vazhdueshëm me institucione ndërkombëtare si Banka Botërore dhe FMN, në kuadër të përshtatjes me praktikën bashkëkohore të menaxhimit të borxhit dhe zhvillimit të tregut të titujve shtetërorë; dhe d) përmirësimit të sistemeve kompjuterike dhe mjeteve analitike.

Nga sa më sipër, vlen për t'u theksuar përditësimi i sistemit të regjistrimit të borxhit DMFAS në versionin 6, i cili ka mundësuar për herë të parë regjistrimin e borxhit të brendshëm, borxhit të huaj, garancive shtetërore të huasë dhe fondeve të nënhuazuara në një databazë unike, duke ulur ndjeshëm rrezikun operacional gjatë proceseve të raportimit dhe përpunimit të të dhënave.

Pavarësisht përmirësimeve të dukshme, rreziku operacional mbetet prezent, pasi një pjesë e konsiderueshme e stafit¹⁶ të njësisë organizative përgjegjëse për menaxhimin e borxhit publik përbëhet nga punonjës të rinj dhe pa eksperiencë në fushën e menaxhimit të financave publike. Gjithashtu, disa pozicione të rëndësishme të njësisë organizative të miratuar me strukturën e re të Ministrisë së Financave dhe Ekonomisë, mbeten ende vakante.

Manuali i Procedurave për mirëfunksionimin e njësisë përgjegjëse për menaxhimin e borxhit është në proces rishikimi dhe ende nuk është miratuar. Mungesa e një manuali procedurash mund të krijojë vështirësi në ndarjen e qartë të funksioneve dhe përgjegjësi brenda njësisë, duke ulur efikasitetin në realizimin e detyrave.

¹⁵ Urdhri Nr. 4, datë 13.01.2017 “Për krijimin e Komitetit të Menaxhimit të Borxhit dhe Likuiditetit”.

¹⁶ I referohet pozicioneve të kategorisë Ekzekutive, në të cilën bëjnë pjesë specialistët, (ASPA, 2016).

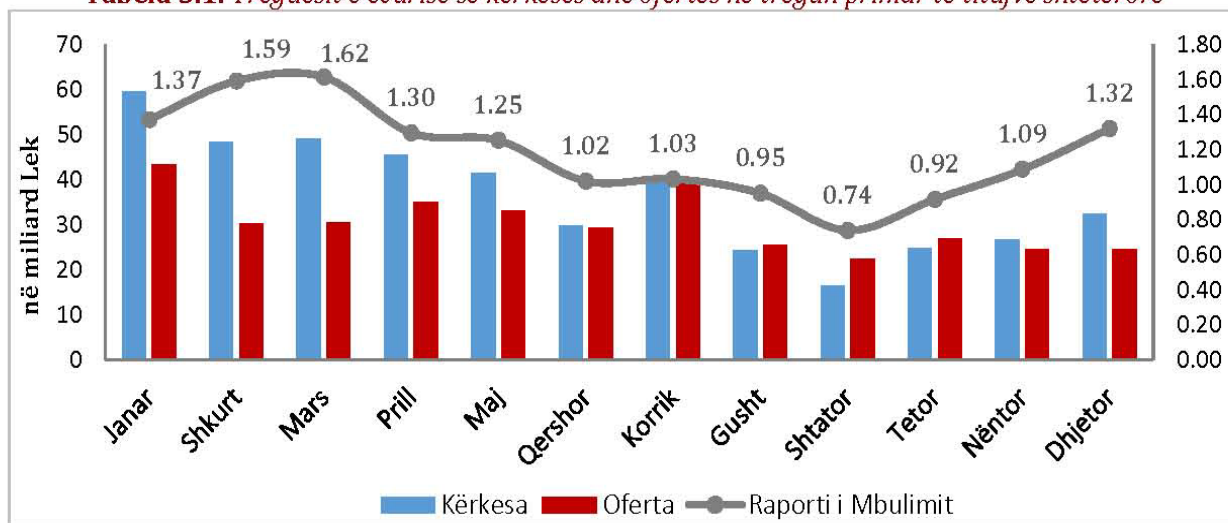
5. Zhvillimet e Tregut Primar të Titujve Shtetërorë

Tregu primar i titujve shtetërorë gjatë vitit 2016 përgjithësisht është karakterizuar nga zhvillime pozitive. Ndër këto zhvillime mund të përmendim: a) kërkesën e tregut në nivele të kënaqshme, e cila ka plotësuar nevojat e Qeverisë për huamarrje në tregun e brendshëm; b) rënien e mëtejshme të normave të interesit përgjatë gjysmës së parë të vitit dhe qëndrimi i tyre në nivele mesatarisht më të ulta se ato të vitit 2015; si edhe c) aktivitetet e ndërmarra në kuadër të uljes së fragmentimit të kërkesës dhe krijimit të madhësive *benchmark* për titujt afatgjatë.

5.1 Ecuria e ankandeve dhe kërkesa për titujt shtetërorë

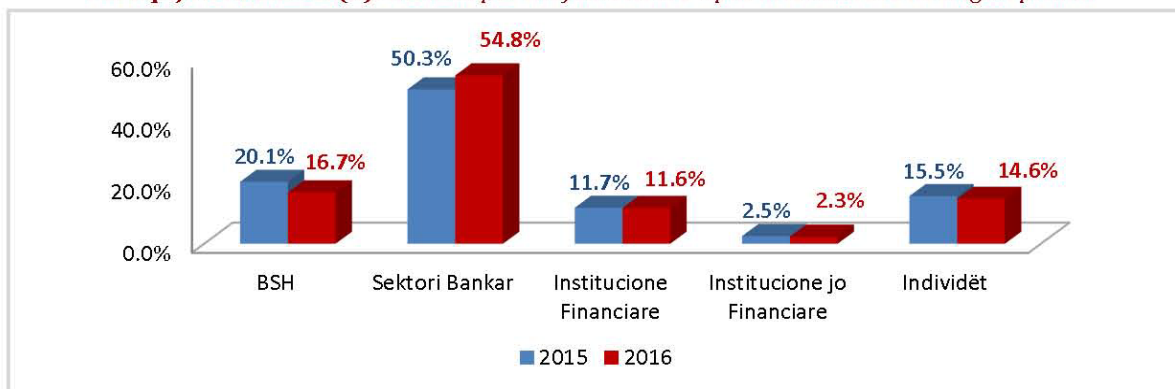
Kërkesa gjatë vitit 2016 ka qenë relativisht më e lartë se oferta e Qeverisë për tituj shtetërorë, duke rezultuar në një raport mbulimi prej 1.2 ose 0.08 më shumë se raporti i mbulimit të vitit të kaluar.

Tabela 5.1: Treguesit e ecurisë së kërkesës dhe ofertës në tregun primar të titujve shtetërorë



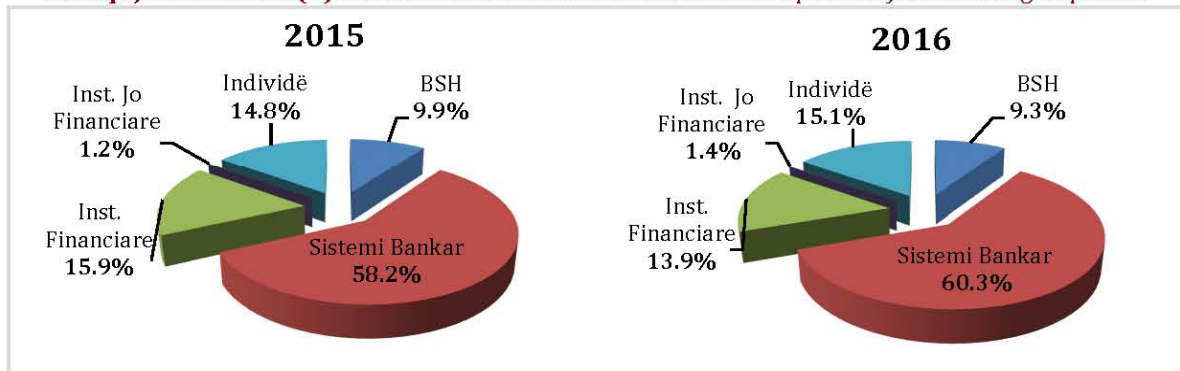
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Kërkesa ka rezultuar më e lartë kryesisht gjatë gjashtëmujorit të parë të vitit, ndërkohë gjatë gjysmës së dytë të vitit ka pasur një tendencë rënëse. Kërkesa në rënie gjatë gjashtëmujorit të dytë ka ardhur si rezultat i rishikimit në ulje të aseteve të bankave në bilancet e tyre, si rezultat i normave të interesit në nivele relativisht të ulta (*duke i bërë titujt shtetërorë më pak atraktiv*) dhe si rezultat i pritshmërive për rritje të normave në periudhën në vijim.

Paraqitje Grafike 5.1(a): Kërkesa për tituj shtetërorë sipas investitorëve në tregun primar**Burimi:** Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Gjatë vitit 2016, karakteristike ka qenë ulja e kërkesës nga *Banka e Shqipërisë (BSH)* dhe *Individët* dhe rritja e saj nga *Sektori Bankar*. Ulja e kërkesës për tituj shtetërorë nga *BSH* është në linjë me iniciativën për uljen e volumit të titujve shtetërorë të tregtuar me norma interesi jokonkurruese në tregun primar, me qëllim stimulimin e zhvillimit të tregut sekondar. Ndërkohë, ulja e kërkesës në kategorinë e *Individëve* vlerësohet se është shkaktuar nga rënia e mungesës së interesit për tituj shtetërorë, për shkak të nivelit të ulët të normave të interesit në tregun e titujve. Përqëndrimi i lartë i kërkesës në mbi 50% tek *Sektori Bankar* dhe aktiviteti i ulët i *Institucioneve Jofinanciare* dhe *Investitorëve Jorezident*, dëshmojnë për një kërkesë jo shumë të diversifikuar. Në periudhën afatmesme dhe afatgjatë është e rëndësishme të ndërmerren aktivitete të cilat do të kenë në fokus zgjerimin dhe thellimin e bazës së investitorëve (kryesisht në drejtim të *Institucioneve Jofinanciare* dhe *Investitorëve Jorezident*), si dhe përmirësimin e infrastrukturës së tregut për titujt shtetërorë.

Përsa i përket mbajtësve të borxhit të brendshëm, gjatë vitit 2016 ka pasur një rritje të përqëndrimit të borxhit në drejtim të *Sektorit Bankar* dhe rënie të tij në drejtim të *BSH* dhe *Institucioneve Financiare*. Dallimet me ecurinë e kërkesës burojnë nga niveli i ndryshëm i maturimeve në secilën nga kategoritë e investitorëve.

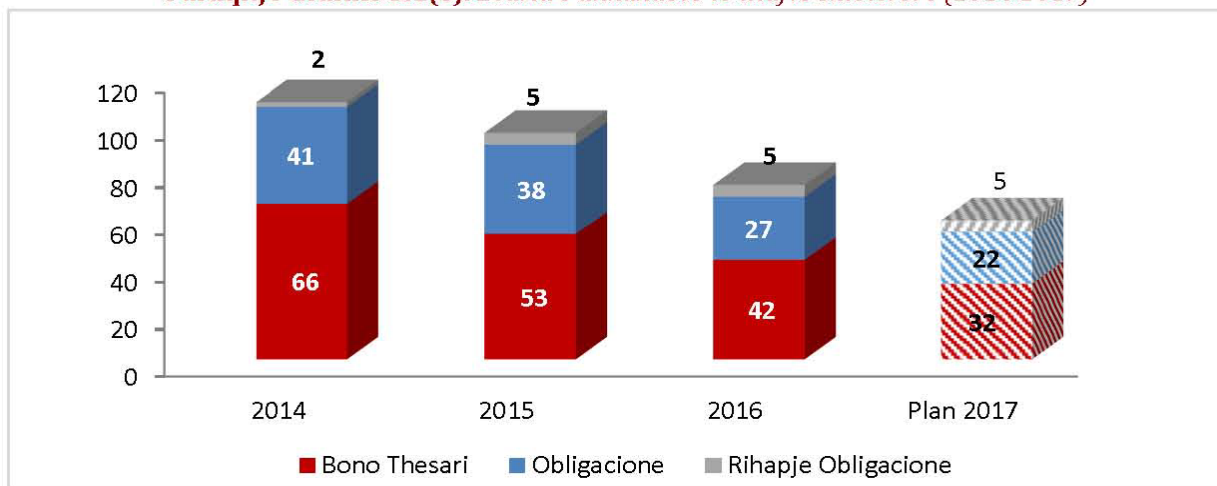
Paraqitje Grafike 5.1(b): Stoku i borxhit të brendshëm shtetëror sipas mbajtësve në tregun primar**Burimi:** Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Në kuadër të zhvillimit të infrastrukturës së tregut primar dhe stimulimit të tregut sekondar, gjatë vitit 2016 kanë vazhduar të ndërmerren aktivitete të cilat kanë pasur si objektiv reduktimin e fragmentimit të kërkesës dhe krijimin e madhësive *benchmark* për titujt afatgjatë.

Në drejtim të uljes së fragmentimit të kërkesës janë bërë përpjekje për të konsoliduar llojin e titujve shtetërorë (*psh. është tërhequr gradualisht obligacioni 3 vjeçar dhe plotësisht obligacioni 7 vjeçar me norma interesi të ndryshueshme*), pasi numri i lartë i titujve, shoqëruar me karakteristika të ngjashme në disa prej tyre, rrit konkurrencën dhe rrjedhimisht fragmenton kërkesën.

Ndërkohë, në drejtim të krijimit të madhësive *benchmark* është vijuar me konsolidimin e numrit të ankandëve nëpërmjet uljes së frekuencës së emetimeve të linjave të reja të ankandëve dhe shtimit të rihapjeve të ankandëve ekzistuese.

Paraqitje Grafike 5.1(c): Ecuria e ankandëve të titujve shtetërorë (2014-2017)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

5.2 Ecuria e normave të interesit

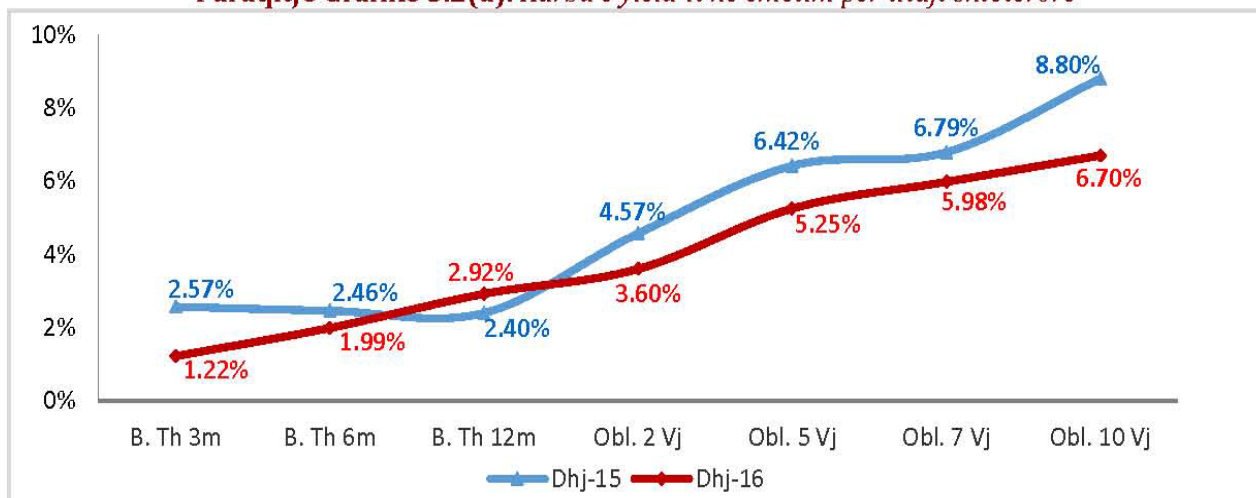
Normat e interesit janë shoqëruar me një trend të vazhdueshëm rënës gjatë 6-mujorit të parë 2016, ndërkohë duke filluar prej muajit korrik deri në dhjetor është vërejtur një rritje e tyre për të gjithë llojet e titujve shtetërorë, por duke qëndruar në nivele më të ulta se ato të vitit të kaluar¹⁷. Rënia e normave të interesit gjatë gjashtëmujorit të parë të vitit ka qenë brenda pritshmërive dhe e ndikuar kryesisht nga procesi i riblerjes së titujve në fund të vitit 2015, kërkesa e qeverisë dhe politikat ekspansioniste të BSH.

¹⁷ Përjashtim bëjnë vetëm bonot e thesarit 12 mujore, normat e të cilave u rritën më shumë se normat e fundit të vitit 2015.

Ndërkohë, edhe rritja e normave të interesit gjatë gjashtëmujorit të dytë nuk ka qenë jashtë pritshmërive, pasi niveli i normave të interesit në minimumet historike, shoqëruar me strategjinë e huamarrjes së Qeverisë, kryesisht të përqëndruar në titujt me norma interesi fikse, ishte parashikuar se do të ushtronte presion rritës.

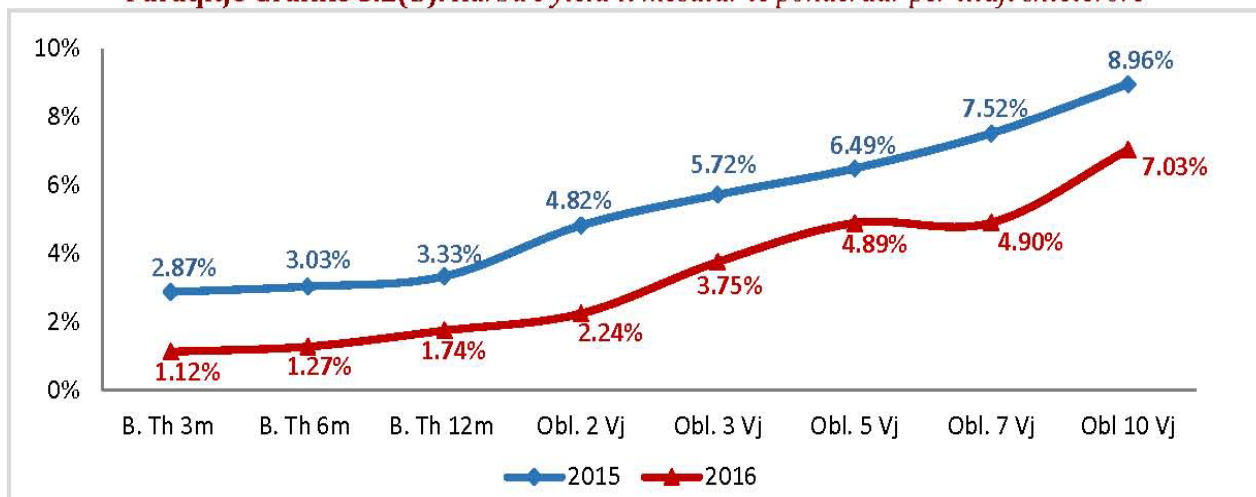
Gjatë vitit 2017 pritet një rritje graduale e normave të interesit, por duke qëndruar nën nivelin mesatar të tre viteve të fundit.

Paraqitje Grafike 5.2(a): Kurba e yield-it në emetim për titujt shtetërorë



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Paraqitje Grafike 5.2(b): Kurba e yield-it mesatar të ponderuar për titujt shtetërorë



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)



II. STRATEGJIA E MENAXHIMIT TË BORXHIT

1. Supozimet Bazë

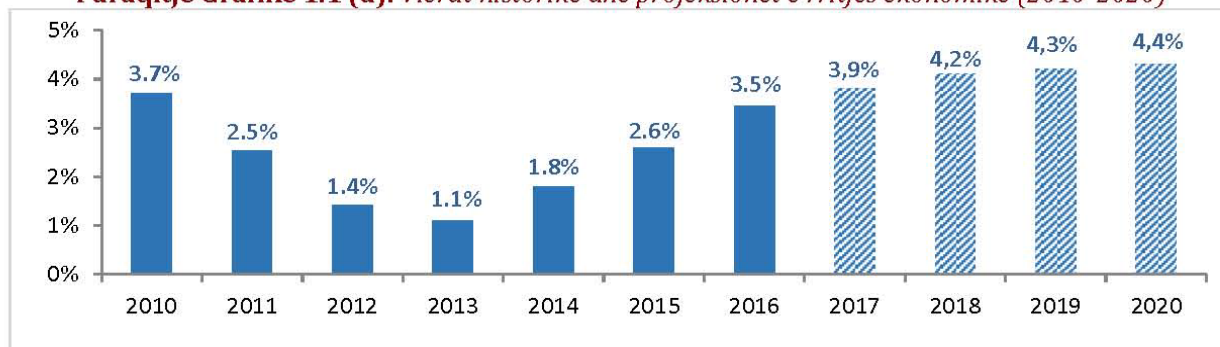
Në këtë kapitull paraqiten disa nga zhvillimet aktuale, si edhe supozimet bazë në lidhje me mjedisin makroekonomik dhe kushtet e tregut në të cilin do të menaxhohet borxhi në periudhën 2018-2020.

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 nivelin e financimit, vlerësimin e kreditit të vendit dhe për rrjedhojë edhe mbi kostot e 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, investimeve të huaja dhe vazhdimësisë së reformave; qëndrueshmëria e monedhës të garantohet nëpërmjet politikave monetare të shëndosha dhe të shoqërohet me përmirësim të bilancit të pagesave.

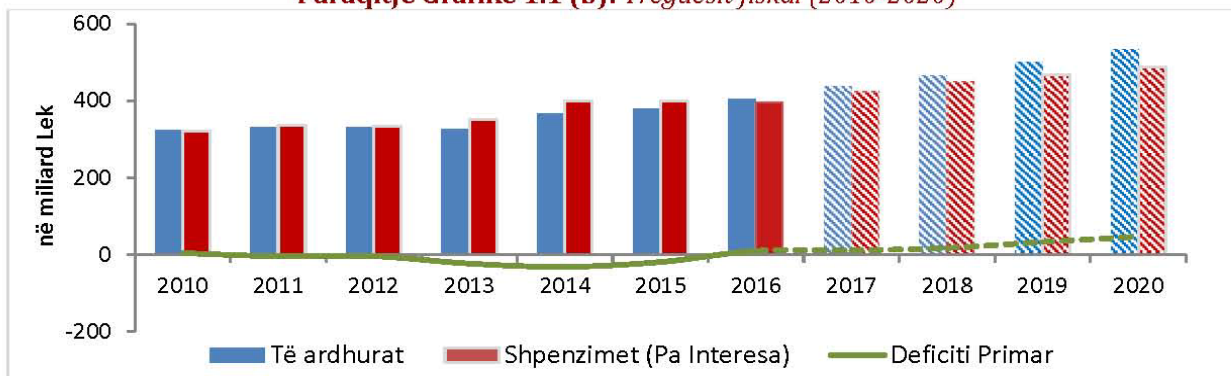
1.1 Mjedisi makroekonomik për periudhën 2018-2020

Të dhënat ekonomike dhe financiare tregojnë një përshpejtim të rritjes ekonomike dhe një përmirësim të balancave kryesore makroekonomike gjatë vitit 2016 dhe gjashtëmujorit të parë të vitit 2017. Ekonomia në vend vijoi të zgjerohet, e mbështetur kryesisht nga rritja e investimeve dhe nga përmirësimi i aktivitetit në sektorin e shërbimeve. Bazuar në vlerësimet e Produktit të Brendshëm Bruto nga INSTAT, rritja reale për të gjithë vitin 2016 rezultoi në 3.5% dhe 3.9% në tremujorin e parë të vitit 2017. Inflacioni mesatar për gjashtëmujorin e parë të vitit 2017 shënoi vlerën 2.2%, duke qëndruar nën nivelin e targetuar të Bankës së Shqipërisë (prej 3%).

Kushtet monetare stimuluese kanë favorizuar rritjen e kreditimit dhe uljen e kostos së shërbimit të borxhit. Në këtë mënyrë, ato kanë nxitur konsumin dhe investimet private, si dhe kanë krijuar parakushtet e nevojshme për kthimin e inflacionit në objektiv. 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 rritet deri në 4.4% në fund të vitit 2020.

Paraqitje Grafike 1.1 (a): Vlerat historike dhe projeksionet e rritjes ekonomike (2010-2020)**Burimi:** Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Deficiti buxhetor do të shoqërohet me rënie, pasi parashikimet flasin për ritme rritjeje më të larta në krahun e të ardhurave krahasuar me ritmet e rritjes së shpenzimeve. Ndërkohë, duke filluar nga viti 2016 deficiti primar për herë të parë ka qenë pozitiv dhe parashikohet të vazhdojë me ritme pozitive edhe në periudhën afatmesme 2018-2020.

Paraqitje Grafike 1.1 (b): Treguesit fiskal (2010-2020)**Burimi:** Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Pritshmëritë e treguesve fiskal sinjalizojnë një rënie graduale të nevojave për financim (*në terma neto*) në periudhën 2018-2020, duke i dhënë mundësi përmirësimit të rrezikut fiskal dhe duke qenë në linjë me angazhimin e Qeverisë për uljen e borxhit publik.

Tregjet financiare kanë vazhduar të pasqyrojnë impulsset e politikës monetare lehtësuese nga Banka e Shqipërisë. Rritja e *yield*-eve të letrave me vlerë të Qeverisë në fund të vitit 2016 rezultoi e përkohshme dhe nuk u transmetua në segmentet e tjera të tregut financiar. Tregjet financiare vazhdojnë të karakterizohen nga nivele të ulëta të normave të interesit të depozitave dhe të kredive.

Parashikimet e normave të interesit për periudhën afatmesme flasin për një rritje graduale (*duke filluar nga viti 2018*), por gjithsesi 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 ndryshueshme, *spread*-i i të cilave është subjekt i ndryshimit në normat e bonove të thesarit 12 mujore. Gjithsesi, gjatë vitit 2017, 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, situata nuk paraqitet shumë e qartë për shkak të divergjencave në politikat monetare të BQE dhe Rezervës Federale. BQE synon të vijojë me politikat lehtësuese, ndërkohë që Rezerva Federale pritet të rrisë normat e interesit me qëllim normalizimin e politikave monetare. Në këto kushte, vlerësimet aktuale për periudhën afatmesme parashikojnë një rritje të moderuar të normave të interesit, 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, aktualisht është i mbiçmuar dhe pritet që të shuhet gradualisht duke ardhur drejt mesatares historike. Megjithatë, për efekt të diferencimit të rreziqeve të strategjive të analizuara është supozuar një rritje deri në 143.5 LEK për EUR (*ose 3 devijime standarde*) në fund të vitit 2020.

Politika monetare do të vazhdojë të mbetet në kahun lehtësues gjatë periudhës afatmesme dhe intensiteti i stimulit monetar nuk do të ulet përpara tremujorit të parë të vitit 2018¹⁸. Kjo politikë siguron stimulim e nevojshëm për nxitjen e aktivitetit ekonomik dhe për kthimin e inflacionit në objektivin prej 3%.

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 me probleme, si dhe rritjes së kreditimit ndaj sektorit privat.

Tabela 1.1 (c): Supozimet makroekonomike në periudhën afatmesme¹⁹

Treguesit	2016	Prsh 2017	Prsh 2018	Prsh 2019	Prsh 2020
PBB (miliard Lek)	1,472.8	1,555.2	1,650.0	1,755.0	1,873.0
Rritja reale e PBB (%)	3.5	3.9	4.2	4.3	4.4
Bilanci i përgjithshëm (% ndaj PBB)	-1.8	-2.0	-2.0	-1.7	-1.2
Bilanci primar (% ndaj PBB)	0.7	0.4	0.6	1.0	1.5
Kursi i këmbimit Euro/Lek (mesatar)	135.2	137.4	139.3	141.2	143.5
Inflacioni (mesatar %) *	1.3	2.2	2.8	3.2	3.5

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017), Banka e Shqipërisë (2017) *

¹⁸ Burimi: https://www.bankofalbania.org/web/NJOFTIM_PER_SHTYP_7832_1.php?kc=0,26,0,0,0

¹⁹ Referuar të dhënave të Draft-Kuadrit Makroekonomik dhe Fiskal (2019-2021), datë 18.10.2017



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

Ekspozimi ndaj rrezikut të rifinancimit dhe atij 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 65.2% e borxhit të jashtëm është e denominuar në monedhën EUR, e cila ka një volatilitet relativisht të ulët kundrejt monedhës vendase, lëviz kryesisht në kah të kundërt me monedhën USD dhe është në linjë me aspiratat e vendit për t'u integruar në Bashkimin Evropian.

Kushtet aktuale të tregjeve e lejojnë vendin të marrë hua si në tregun e brendshëm ashtu edhe në atë të huaj, kryesisht nëpërmjet burimeve të cituara në nënkapitullin 1.3. Huamarrja nëpërmjet burimeve të tregut të brendshëm është më e lehtë për t'u realizuar përsa i përket anës procedurale, është më fleksibël, eviton ekspozimin ndaj rrezikut të kursit të këmbimit, si edhe i hap rrugën zhvillimit të tregut primar dhe sekondar të titujve shtetërorë. Megjithatë, edhe huazimi në tregun e brendshëm mund të shoqërohet me kufizime, të cilat rrjedhin nga:

- Jetëgjatësia relativisht e shkurtër e borxhit të brendshëm (*rreth 2.1 vite*) dhe niveli i lartë i borxhit që rifinancion Qeveria në harkun kohor të një viti (*mbi 300 miliard Lek*);
- Baza e kufizuar e investitorëve dhe përqëndrimi 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 limitimin 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, nivelin e rritjes së depozitave dhe pritshmëritë për rënien e mëtejshme të nivelit të kredive me probleme, rezulton se financimi i brendshëm është i kufizuar dhe rritja vjetore përtej 20-22 miliard Lek do të ishte e vështirë për t'u realizuar pa ushtruar presion rritës mbi normat e interesit.

Nga ana tjetër, rezulton se kërkesa e lartë për financim nga ana e Qeverisë në tregun e brendshëm mund të ulë kreditimin e sektorit privat, i cili është faktor mjaft i rëndësishëm përsa i përket stimulimit të rritjes ekonomike të vendit, uljes së papunësisë strukturore, si edhe rritjes së produktivitetit dhe konkurrueshmërisë në rajon e më gjerë.

Shërbimi i borxhit në valutë vlerësohet në rritje progresive gjatë gjithë periudhës afatmesme 2018-2020. Duke qenë se të ardhurat e vendit tonë janë kryesisht në monedhë vendase dhe



balanca tregtare është negative, aftësia për të siguruar valutë mbetet e limituar. Sigurimi i valutës nga burimet e brendshme duke përdorur si instrument tregun e 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 ofron burime të palimituara të financimit dhe është i aksesueshëm nga Shteti Shqiptar. Sigurimi i financimit nëpërmjet burimeve të huaja është një alternativë e mirë për të reduktuar konsumimin e burimeve të brendshme dhe për të stimuluar kreditimin ndaj sektorit privat, për të siguruar valutën e nevojshme për të shërbyer borxhin e huaj, si edhe për të reduktuar kostot²⁰. Megjithatë, edhe huamarrja në tregjet e huaja mund të ketë implikime, që 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 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.
- 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.
- Niveli i kufizuar 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 makroekonomik.
- Kufizimi i zhvillimit potencial të tregut të brendshëm të titujve shtetërorë, duke mbajtur të larta primet e rrezikut dhe rritur varësinë nga huamarrja e huaj.

1.3 Burimet e financimit

Në kuadër të shërbimit të borxhit ekzistues dhe në kuadër të plotësimit të nevojave të Qeverisjes Qendrore për huamarrje, paraprakisht janë vlerësuar kushtet e tregut të brendshëm dhe ato të tregjeve ndërkombëtare të kapitalit, duke përcaktuar burimet e mundshme të financimit për vendin tonë.

Në tregun e brendshëm është mbajtur kontakt i vazhdueshëm, kryesisht me sektorin Bankar, për të vlerësuar kërkesën dhe preferencën për titujt 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.

²⁰ Kosto e borxhit të huaj për njësi është relativisht më e ulët se ajo e borxhit të brendshëm, por paraqet një rrezik më të lartë, i cili në çdo moment mund të konvertohet në kosto shtesë.



1.3.1 Burimet e brendshme

Në periudhën afatmesme, tregu i brendshëm do të vazhdojë të mbetet burimi kryesor i financimit dhe do të mbulojë në terma bruto mesatarisht mbi 75% të nevojave të përgjithshme 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 Jofinanciare dhe Investitorët Jorezident.

Sistemi 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 do të mund të përdoren në sigurimin e financimit të huaj janë:

a) kreditë për financimin e projekteve²¹, të siguruara kryesisht nga burime dypalëshe dhe shumëpalëshe; b) mbështetje buxhetore²² nga institucionet ndërkombëtare financiare, në kuadër të mbështetjes së reformave të ndërmarra nga Qeveria; c) Eurobond; dhe d) Garanci pjesore e lëshuar nga Banka Botërore (PBG).

2. Strategjia Afatmesme

Në periudhën afatmesme 2018-2020, Strategjia e Menaxhimit të Borxhit do të përqëndrohet në dy objektiva kryesore: a) në drejtim të optimizimit të kostove afatgjata të borxhit duke mbajtur nivele të pranueshme të ekspozimit ndaj rreziqeve²³; dhe b) në drejtim të zhvillimit të tregut primar të titujve shtetërorë.

²¹ Kryesisht përfshihen projekte zhvillimore, të cilat janë përcaktuar si prioritare nga Qeveria, me qëllim zhvillimin e mëtejshëm ekonomik të vendit.

²² Burim financimi me terma të favorshme (*koncesionale*).

²³ Merren në konsideratë dhe analizohen rreziqe të tilla si: 1) Rreziku i rifinancimit; 2) Rreziku i normave të interesit; 3) Rreziku i kursit të këmbimit; 4) Rreziku i likuiditetit; 5) Rreziqe të tjera, si ai operacional dhe i kreditit.



Mbulimi i nevojave të përgjithshme për financim të Qeverisjes Qendrore do të bazohet në mbi 75% në 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 në treguesit makroekonomik që mund të shkaktohen nga rritja e borxhit në valutë përtej kufijve të përcaktuar në analizat e qëndrueshmërisë së borxhit ²⁴.

Nëpërmjet titujve afatshkurtër kryesisht do të synohet rifinancimi me sukses i titujve ekzistues që maturohen dhe menaxhimi aktiv i nevojave për likuiditet. Ndërkohë, nëpërmjet titujve afatgjatë do të synohet të mbulohet një pjesë e deficitit të përgjithshëm, në përputhje me kufizimet e tregut. Struktura e financimit të brendshëm do të jetë fleksibël në terma të përzgjedhjes së titujve shtetërorë, në varësi të kushteve të tregut të brendshëm (*niveli i kërkesës, normat e interesit, etj.*), duke garantuar në këtë mënyrë optimizimin e kostove në përputhje me objektivat e vendosura për të menaxhuar rreziqet e portofolit të borxhit (Ref. Kreu II, Seksioni 2.1.2).

Huamarrja nëpërmjet burimeve të huaja do të plotësojë nevojat vjetore për hua (*në terma bruto*) të Qeverisjes Qendrore nga 10% deri në 25%, në varësi të nevojës për realizimin e objektiveve të mëposhtme:

- Sigurimi i financimit të nevojshëm në rastet kur huamarrja e brendshme tejkalon kufizimet e tregut (Ref. Kreu II, Nënkapitulli 1.2., Prg. 3);
- Sigurimi i financimit të nevojshëm për të stabilizuar rastet e emergjencave të përkohshme në tregun e brendshëm;
- Ulja e presionit për hua në tregun e brendshëm për të mos kufizuar kreditimin e sektorit privat;
- Sigurimi i valutës së nevojshme për të mbuluar nivelin në rritje të shërbimit të borxhit në valutë;
- Shfrytëzimi i instrumenteve me terma të favorshme (*jo tregtare*) që ofrojnë institucionet financiare ndërkombëtare, me qëllim optimizimin e kostove të portofolit;
- Garantimi i pranisë së vendit në tregjet ndërkombëtare të kapitalit mbi baza oportuniste.

Pavarësisht nga nevoja dhe shkalla e realizimit të objektiveve të mësipërme, niveli i borxhit të huaj do synohet të evoluojë në përputhje me objektivat për menaxhimin e rrezikut të kursit të këmbimit (Ref. Kreu II, Seksioni 2.1.2, Prg. 4).

²⁴ Referuar kufijve të përcaktuar në analizën e qëndrueshmërisë së borxhit të publikuar nga FMN në raportin për Shqipërinë (Qershor, 2016); <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16142.pdf>

2.1 Kostot dhe rreziqet

2.1.1 Kostot

SAMB 2018-2020 do të ketë në fokus reduktimin e kostove të borxhit kryesisht në terma afatgjatë, pasi në terma afatshkurtër dhe afatmesme reduktimi i kostove kufizohet nga objektivat për uljen e ekspozimit ndaj rreziqeve.

Në periudhën afatgjatë, ulja e ekspozimit ndaj rreziqeve në portofolin e borxhit do të kontribuojë në reduktimin e primeve të rrezikut, rrjedhimisht duke ulur kostot e shërbimit të borxhit. Përveç sa më sipër, ndikim të rëndësishëm në reduktimin e kostove do ketë edhe zhvillimi i tregut të titujve, zhvillimi i të cilit do të synojë të reduktojë primet që aktualisht burojnë nga niveli i ulët i likuiditetit të titujve shtetërorë.

2.1.2 Menaxhimi i Rreziqeve

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

Rreziku i rifinancimit:

Është ndër rreziqet kryesore që mbart portofoli i borxhit të brendshëm, për shkak të nivelit relativisht të lartë të titujve që rifinancohen në periudhën afatshkurtër. Në këtë aspekt, vlerësohet si i nevojshëm vazhdimi i masave për reduktimin e mëtejshëm të ekspozimit ndaj këtij rreziku, duke pasur si objektiv: a) rritjen e përqëndrimit 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 ankandëve të riblerjes (*buyback*) dhe shkëmbimit (*exchange*).

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

Tipi i rrezikut	Treguesi i Rrezikut	Treguesi 2016	Objektivi (Fund 2020)
Rreziku i Rifinancimit	KMM borxhi i brendshëm	2.1 vite	Min. 2.4 vite
	Borxhi i brendshëm i maturuar në 1 vit (% të totalit)	53.5%	Maks. 45.0%

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Rreziku i normave të interesit:

Është një rrezik me ekspozim relativisht të lartë, i ndikuar kryesisht nga niveli i lartë i borxhit afatshkurtër. Në këtë aspekt, vlerësohet si e nevojshme marrja e masave për reduktimin e

mëtejshëm të këtij rreziku, duke pasur si objektiv përveç reduktimit të peshës së titujve afatshkurtër, edhe mbajtjen nën kontroll të peshës së titujve me norma interesi të ndryshueshme në linjë me hapësirat që lejon tregu i brendshëm.

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

Tipi i rrezikut	Treguesi i Rrezikut	Treguesi 2016	Objektivi (Fund 2020)
Rreziku i Normave të Interesit	KMR borxhi i brendshëm	2.0 vite	Min. 2.4 vite
	Borxhi i brendshëm i rivlerësuar në 1 vit (% të totalit)	62.6%	Maks. 55.0%

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Rreziku i kursit të këmbimit:

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

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

Tipi i rrezikut	Treguesi i Rrezikut	Treguesi 2016	Objektivi (Fund 2020)
Rreziku i Kursit të Këmbimit	Borxhi në monedhë të huaj (% të totalit)	48.6%	Maks. 55.0%

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

Rreziku i likuiditetit:

Përveç aktiviteteve në kuadër të reduktimit të rrezikut të rifinancimit dhe atij të normave të interesit që kanë ndikim mbi rrezikun e likuiditetit, do të ndërmerren dhe aktivitete të cilat do të synojnë: a) një bashkëpunim me aktiv ndërmjet drejtorisë 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 likuiditetit në tregun primar të titujve shtetërorë; dhe c) rritjen e kontributit në drejtim të përmirësimit të menaxhimit të aktiveve dhe pasiveve.

Rreziku operacional:

Reduktimi i rrezikut operacional në njësinë menaxhuese të borxhit publik mund të ketë ndikim në optimizimin e kostove shtesë që burojnë nga gabimet njerëzore në periudhën



afatmesme dhe afatgjatë. Në këtë aspekt, gjatë periudhës afatmesme do t'i kushtohet rëndësi reduktimit të këtij rreziku nëpërmjet aktiviteteve që do të kenë si objektiv: a) mirëpërcaktimin e funksioneve në njësinë e menaxhimit të borxhit; b) standardizimin dhe formalizimin e procedurave në aktivitetet e menaxhimit të borxhit; c) shtimin e burimeve njerëzore në përputhje me strukturën e miratuar; dhe d) rritjen e kapaciteteve të burimeve njerëzore.

2.2 Zhvillimi i tregut të titujve shtetërorë

Zhvillimi i tregut të titujve shtetërorë do të synohet nëpërmjet realizimit të aktiviteteve të cilat do të kenë si objektiv: 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 që do 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 rrezikut që burojnë nga niveli i kufizuar i likuiditetit të titujve shtetërorë dhe kostot shtesë që burojnë nga transaksionet e shitjes së 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 do të ndikojnë mbi rënien e normave të interesit, duke ulur rrjedhimisht kostot për njësi të borxhit.

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

- Krijimi i madhësive *benchmark*²⁵ dhe zhvillimi i kurbës së *yield-it* në drejtim të titujve shtetërorë afatmesëm dhe afatgjatë;
- Reduktimi i fragmentimit të kërkesës nëpërmjet eliminimit të titujve të cilët kanë karakteristika të ngjashme dhe konkurrojnë njëri-tjetrin;
- Përshtatja e politikave të huamarrjes (*përfshirë shitjen, riblerjen dhe shkëmbimin e titujve shtetërorë*) me kushtet e tregut dhe kërkesën për tituj të caktuar.

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

²⁵ Proces në vazhdimësi.

2.2.2 Rritja e efijencës

Qëllimi kryesor i *rritjes së efijencës* në tregun e titujve shtetërorë është ulja 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:

- Shqyrtimin dhe analizimin e mundësisë për implementimin e sistemit *Primary Dealer* në bashkëpunim me aktorët kryesorë të tregut;
- Heqjen e kufizimeve teknike dhe përmirësimin e bazës ligjore në tregun e titujve;
- Mbajtjen e kontakteve me investitorët për të shkëmbyer informacion dhe 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 prezent investitorët kryesorë;
- Krijimin e kanaleve të komunikimit elektronik 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:

- Mbajtjen e komunikimit transparent dhe në kohë të planeve të huamarrjes vjetore, tremujore dhe mujore;
- Publikimin e rezultateve të ankandeve në një kohë sa më të shkurtër;
- Publikimin në kohë dhe në formate të përpunueshme të çdo informacioni të nevojshëm nga ana e investitorëve, për të kryer parashikimet e tyre në lidhje me çmimet 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 rrezikut 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:



- Emetimi i garancive shtetërore do të kryhet 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;
- Emetimi i garancive shtetërore mund të kryhet edhe me qëllim që të mbështesë masat që mund të ndërmerren në rastet e ndonjë krize të sistemit financiar;
- Reduktimi ose shkëmbimi i garancive shtetërore, të cilat garantojnë hua me nivel të lartë rreziku potencial (*psh. 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 pritet të qëndrojë në intervalin 5%-6% të totalit të Borxhit të Qeverisjes Qendrore.

2.4 Parashikimi i 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; b) ritmet e rritjes ekonomike do të përshpejtohen deri në 4.3% në fund të vitit 2020; dhe c) kursi i këmbimit të monedhës vendase do nënçmohet gradualisht ndaj monedhës Euro deri në 143.5 EUR/LEK (*Ref. Kreu II, Nënkapitulli 1.1, Tabela 1.1 (c)*), 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 të arrijë në rreth 63% në fund të periudhës afatmesme.

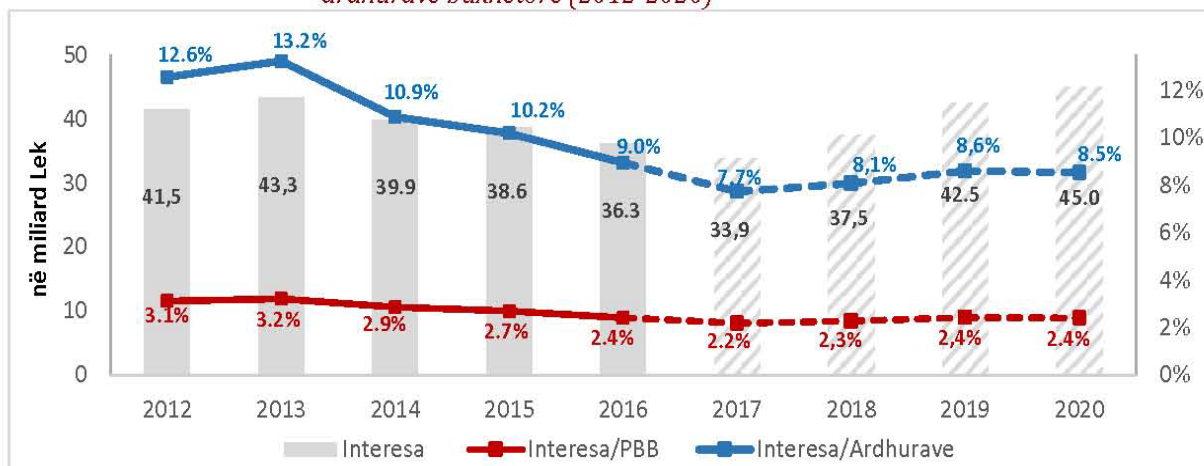
2.4.2 Shërbimi i borxhit shtetëror

Referuar supozimeve sipas të cilave: a) normat e interesit gjatë periudhës afatmesme do të shoqërohen me një rritje graduale; dhe b) stoku i borxhit në vlerë absolute do të shoqërohet gjithashtu me rritje, rezulton se kostot e borxhit shtetëror²⁶ në vlerë absolute do të rriten deri në 45.0 miliard Lek në fund të vitit 2020. Pavarësisht rritjes në terma absolute, kostot e borxhit në terma relative ndaj PBB dhe ndaj të ardhurave në buxhet priten të jenë të

²⁶ I referohet pagesave të interesave të borxhit shtetëror dhe borxhit shtetëror të garantuar që paguhet nga buxheti i shtetit.

qëndrueshme dhe ndjeshëm nën nivelin mesatar të 5 viteve të mëparshme, duke mbajtur nën kontroll rrezikun fiskal dhe përmirësuar aftësinë paguese të Qeverisë.

Paraqitje Grafike 2.4.2: Shërbimi i borxhit shtetëror në terma absolute dhe relative ndaj PBB-së dhe të ardhurave buxhetore (2012-2020)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2017)

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 ndryshojnë. Analiza e mëposhtme do të përqëndrohet kryesisht në ndjeshmërinë e treguesve të borxhit ndaj ndryshimeve të indikatorëve të tregut, pasi ndjeshmëria nga indikatorët makro-fiskal është objekt trajtimi kryesisht i analizave të qëndrueshmërisë së borxhit.

Një nënçmim i mundshëm përtej pritshmërive i monedhës vendase, kundrejt monedhës Euro ose monedhave të tjera që janë pjesë përbërëse e portofolit të borxhit të huaj, do të kishte ndikim negativ 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 negativ edhe mbi rritjen e kostove të borxhit.

Më konkretisht, një nënçmim 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 4.3 pp dhe në të njëjtën kohë kostot e borxhit deri në 2 miliard Lek.



Paraqitje Grafike 2.4.3 (a): Ndjeshmëria e nivelit të **Borxhit të Qeverisjes Qendrore** ndaj goditjeve të kursit të këmbimit **Monedha²⁷/ALL** (2017-2020)



Paraqitje Grafike 2.4.3 (b): Ndjeshmëria e kostos së **Borxhit Shtetëror** ndaj goditjeve të kursit të këmbimit **Monedha/ALL** (2017-2020)



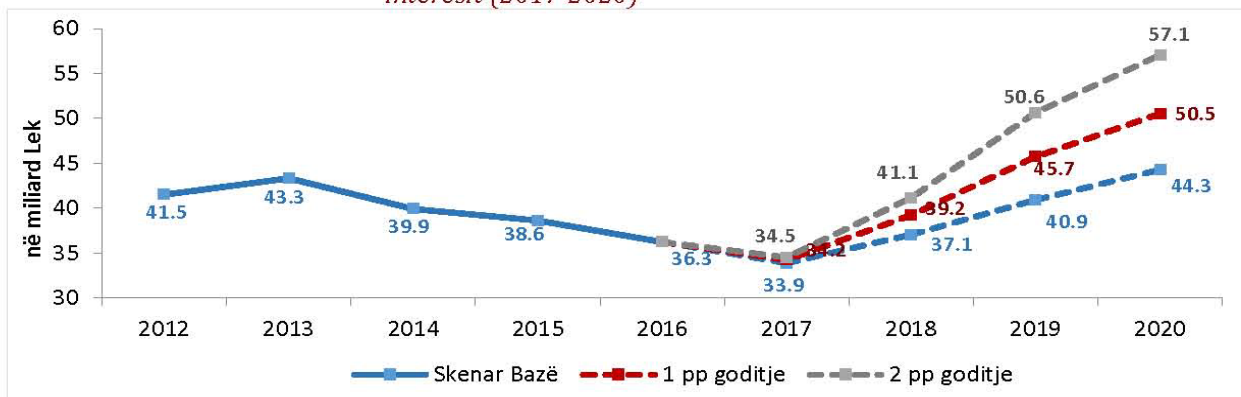
Në rastin e nënçmimit të monedhës vendase me 15% vetëm kundrejt monedhës EUR (*duke përjashtuar monedhat e tjera*), efektet mbi nivelin e borxhit të Qeverisjes Qendrore/PBB dhe koston e tij do të ishin më të moderuara, përkatësisht me rritje 2.8 pp dhe 1.3 miliard Lek.

Rritja e normave të interesit në tregun vendas dhe atë të huaj, duke filluar nga viti 2017 dhe në vijim me 2 pp mbi skenarin bazë, do të rriste koston e borxhit shtetëror gradualisht nga 0.6 miliard Lek në 2017 deri në 12.8 miliard Lek në vitin 2020.

²⁷ Goditje mbi kursin e këmbimit e aplikuar në vitin 2018.

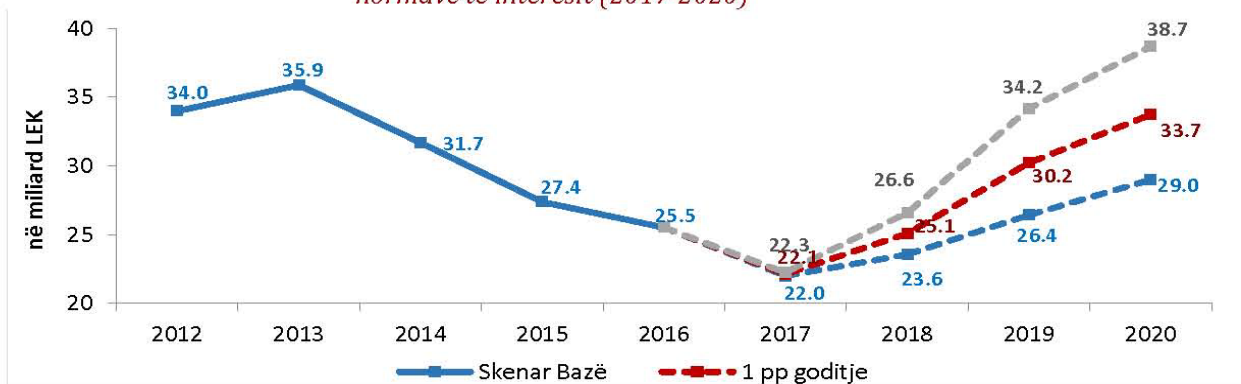


Paraqitje Grafike 2.4.3 (c): Ndjeshmëria e kostos së **Borxhit Shtetëror** ndaj goditjeve të normave të interesit (2017-2020)

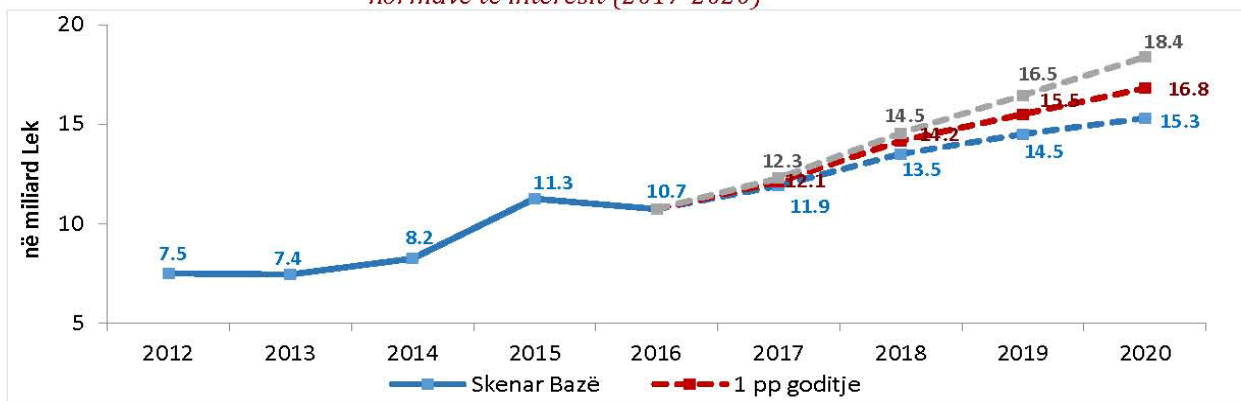


Efektin më të lartë në rritjen e kostove të borxhit e shkakton borxhi i brendshëm për shkak të nivelit relativisht më të lartë të instrumenteve që rifiksojnë normën e interesit në harkun kohor të një viti, si edhe për shkak të shpërndarjes së kostove në periudha kohore relativisht më të shkurtra se ato të borxhit të huaj.

Paraqitje Grafike 2.4.3 (d): Ndjeshmëria e kostos së **Borxhit të Brendshëm Shtetëror** ndaj goditjeve të normave të interesit (2017-2020)



Paraqitje Grafike 2.4.3 (e): Ndjeshmëria e kostos së **Borxhit të Jashtëm Shtetëror** ndaj goditjeve të normave të interesit (2017-2020)



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

Analiza e strategjive alternative të financimit është realizuar duke marrë parasysh analizën sasiore (kosto/rrezik), vlerësimet dhe kufizimet e parashtruara në nënkapitullin 1.5., si edhe shkallën e zhvillimit të tregut që ofron secila nga strategjitë e financimit.

1. Metodologjia e Përdorur në Analizën Sasiore**1.1. 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 të analizuara. *Output*-i i modelit është vlerësimi i kostos dhe rrezikut përkatësisht për secilën prej strategjive.

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 2016; ii) treguesit makro-fiskal (*deficiti primar, 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) indikatorët financiarë të tilla si normat e interesit dhe kursi i këmbimit.

Input-et 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) raportet e financimit ndërmjet grupeve me karakteristika rreziku të ngjashme, përkatësisht për borxhin e brendshëm dhe të jashtëm.

1.1.2. Output-et

Output-i i modelit të përdorur konsiston në kuantifikimin e kostos 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 indikatorëve financiarë, si edhe jep informacion për



rreziqet që do të mbart 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 dhe interesa/PBB,etj).
- Skenarët e stresit, përcaktohen si skenarë alternativë dhe krijohen nga goditjet që aplikohen mbi indikatorët financiarë (*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 skenarë stresi për normat e interesit, dy skenarë 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 yield-it*); dhe b) goditje e diversifikuar (*zhvendosje dhe rritje e pjerrësisë së kurbës së yield-it*).

1.1.4. Kohështirirja

Kohështirirja e analizës është marrë 5 vite me qëllim që secila nga strategjitë e konsideruara të japë efektet e saj sa më të dukshme mbi strukturën dhe rreziqet që do të mbartë borxhi. Në periudha më të shkurtra kohore diferencimi i borxhit sipas secilës prej strategjive të aplikuara nuk është shumë i dukshëm dhe e bën më të limituar përcaktimin e kostove dhe rreziqeve të mbartura.

2. Strategjitë Alternative

Referuar burimeve të financimit në dispozicion, kufizimeve në kuadër të realizimit të objektivave për uljen e ekspozimit ndaj rreziqeve (*kryesisht ndaj rrezikut të rifinancimit dhe atij të normave të interesit*), si edhe kushteve të tregjeve, menaxhimi i borxhit ka vlerësuar tre strategji të mundshme financimi, të cilat paraqiten si më poshtë:

2.1. Strategjia 1

- Rreth 90% e totalit të financimit bruto do të bazohet në financimin e brendshëm, duke ruajtur raportet aktuale të financimit ndërmjet titujve afatshkurtër dhe afatgjatë (*rreth 70% me 30%*);
- Financimi i huaj do të bazohet në financimin e projekteve ekzistuese, financimin e projekteve të reja të konsideruara si prioritare nga Qeveria dhe mbështetjen buxhetore të



akorduar nga institucionet ndërkombëtare financiare, në përputhje me Kuadrin Makro-Fiskal të miratuar;

- Zhvillimi i mëtejshëm i tregut të brendshëm do të bazohet në aktivitetet që kanë si objektiv rritjen e likuiditetit, rritjen e efikasitetit dhe rritjen e transparencës (Ref. Kreu II, Nënkapitulli 2.2).

Avantazhet

- Ofron raporte të pranueshme ndërmjet kostos dhe rreziqeve, në përputhje me objektivat strategjikë;
- Ka kosto relativisht të ulët²⁸ krahasuar me strategjitë e tjera alternative, për shkak se bazohet konsiderueshëm edhe në financimin me tituj afatshkurtër;
- Ka një ekspozim relativisht të ulët ndaj rrezikut të kursit të këmbimit;
- Krijon në vazhdimësi hapësira për zhvillimin e mëtejshëm të tregut primar të titujve shtetërorë si edhe hedhjen e hapave për tregun sekondar.

Disavantazhet

- Është objekt kufizimi i kapaciteteve të limituara të huamarrjes në tregun e brendshëm (Ref. Kreu II, Nënkapitulli 1.2., Prg. 3), pasi në periudha të caktuara huamarrja e brendshme tejkalon kufirin optimal, duke rritur ekspozimin ndaj rrezikut të likuiditetit dhe ushtruar presion rritës mbi normat e titujve shtetërorë.
- Nuk siguron burimet e nevojshme në valutë për të mbuluar ripagesat e borxhit të huaj, të cilat gjatë periudhës 2018-2020 vlerësohen në rritje;
- Akumulon burimet e brendshme të financimit duke kufizuar kreditimin e sektorit privat.

2.2. Strategjia 2

- Rreth 80-85% e totalit të financimit bruto do të bazohet në financimin e brendshëm, duke krijuar hapësira për të rritur financimin në favor të titujve afatgjatë;
- Financimi i huaj do të bazohet në financimin e projekteve ekzistuese, financimin e projekteve të reja të konsideruara si prioritare nga Qeveria, Mbështetjen Buxhetore të akorduar nga partnerët ndërkombëtarë sipas Kuadrit Makro-Fiskal të miratuar, si edhe në një shtesë financimi të huaj 80-100 milion Euro në vit të siguar nëpërmjet një instrumenti të disbursueshëm në harkun kohor të tre viteve (2018-2020), ose çdo lloj instrumenti tjetër në varësi të kushteve të tregut;
- Zhvillimi i mëtejshëm i tregut të brendshëm do të bazohet në aktivitetet që kanë si objektiv rritjen e likuiditetit, rritjen e efikasitetit dhe rritjen e transparencës (Ref. Kreu II, Nënkapitulli 2.2).

²⁸ Duke supozuar që oferta për tituj shtetërorë nga ana e Qeverisë, megjithëse mbi kufijtë optimal të tregut, nuk do të ushtronte presion rritës mbi normat e interesit.



Avantazhet

- Përmirëson ekspozimin ndaj rrezikut të rifinancimit dhe atij të normave të normave të interesit, ndërkohë që mban brenda objektivave strategjike ekspozimin e rrezikut të kursit të këmbimit;
- Mban huamarrjen e brendshme brenda nivelit optimal;
- Ul presionin e huamarrjes në tregun e brendshëm, por duke i lënë sërish hapësira zhvillimit të mëtejshëm të tregut primar të titujve shtetërorë;
- Lehtëson sigurimin e valutës për të kryer ripagesat e borxhit të huaj.

Disavantazhet

- Ka kosto relativisht më të lartë se *Strategjia 1*, sepse ofron më shumë hapësirë për huamarrje nëpërmjet titujve afatgjatë;
- Rrit ekspozimin ndaj rrezikut të kursit të këmbimit relativisht më shumë se *Strategjia 1*, por më pak se *Strategjia 3*.

2.3. Strategjia 3

- Në vitin 2018 rreth 75% e totalit të financimit bruto do të bazohet në financimin e brendshëm, duke krijuar hapësira për të rritur financimin në favor të titujve afatgjatë;
- Financimi i huaj do të bazohet në financimin e projekteve ekzistuese, financimin e projekteve të reja të konsideruara si prioritare nga Qeveria, mbështetjen buxhetore nga partnerët ndërkombëtarë sipas kuadrit Makro-Fiskal të miratuar, si edhe në një shtesë financimi të huaj 400-500 milion Euro në vitin 2018 të siguruar nëpërmjet emetimit të një Eurobond-i;
- Zhvillimi i mëtejshëm i tregut të brendshëm do të bazohet në aktivitetet që kanë si objektiv rritjen e likuiditetit, rritjen e efikasitetit dhe rritjen e transparencës (*Ref. Kreu II, Nënkapitulli 2.2*).

Avantazhet

- Përmirëson ekspozimin ndaj rrezikut të rifinancimit dhe atij të normave të normave të interesit;
- Siguron valutën e nevojshme për të kryer ripagesat e borxhit të huaj në vitin 2018;
- Ul presionin për hua në tregun e brendshëm duke i ofruar mundësi kreditimi sektorit privat;
- Garanton prezencë më të shpeshtë të vendit në tregjet ndërkombëtare të kapitalit krahasuar me Strategjinë 1 dhe 2 që nuk planifikojnë emetim Eurobond-i.

Disavantazhet

- Rrit ndjeshëm ekspozimin e borxhit në valutë duke e shpënë në kufijtë e objektivave strategjikë afatmesëm;
- Nuk ofron zgjidhje për ripagesat në valutë të vitit 2019 të cilat vlerësohen në nivele relativisht të larta *(në rast se nuk realizohet një menaxhim aktiv i likuiditetit shtesë në valutë gjatë vitit 2018 dhe nuk rishikohen aktet rregullative për të garantuar transferimin e tij në vitin 2019)*;
- Ka kosto relativisht më të lartë krahasuar me Strategjitë alternative 1 dhe 2;
- Rrit varësinë nga financimi i huaj duke rezultuar në tërheqje të konsiderueshme nga tregu i brendshëm dhe kufizuar në këtë mënyrë zhvillimin e tregut të titujve shtetërorë.

**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
LEK	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*) – Riblerja e titujve shtetërorë me jetëgjatësi të mbetur relativisht të shkurtër përpara datës së maturimit, ndërkohë që transaksioni kryhet duke e paguar mbajtësin e titullit me një titull me maturitet të ndryshëm nga ai i riblerë.

Benchmark – Norma e interesit e një instrumenti të tregtueshëm në frekuenca të shpeshta kohore dhe në vlera të konsiderueshme, e cila shërben si referencë për vlerësimin e normave të instrumenteve të tjera (*psh. norma e Bonove të Thezarit 12 mujore*).

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 ndërsjelltë e emetimit të titujve shtetërorë e cila të lejon që të maturosh përpara kohe 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 emetuar 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 duke përfshirë institucionet financiare si Banka Botërore, FMN etj.

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

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 përllogaritet 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 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 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 emetuar 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.

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.

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 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. 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*)”.

Rreziku i likuiditetit – Rreziku që lidhet 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, 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 interesi të ndryshueshme në të ardhmen.

Rreziku operacional – Rreziku që ka të bëjë me rritjen e kostos së menaxhimit të borxhit ose me rritjen e nivelit të rreziqeve të tjera si rezultat i gabimeve njerëzore, dëmtimit të pajisjeve elektronike, dëmeve natyrore, etj. Rreziku operacional është një rrezik relativisht i vështirë për t’u matur dhe vlerësuar. Ulja e ekspozimit të rrezikut operacional mund të arrihet nëpërmjet integritetit të procedurave të menaxhimit të borxhit në një strukturë organizative, duke pasur strukturën, infrastrukturën dhe procedurat të drejtuara nga aktivitete operationale efikente për menaxhimin e administratës shtetërore dhe tregjeve financiare.

Rreziku i ri-financimit – Rreziku që lidhet 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.

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.

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 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 së Republikës së Shqipërisë”, i 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 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. 57, datë 02.06.2016;
- Ligji Nr. 9896, datë 04.02.2008, “Për huamarrjen e qeverisjes vendore”;
- 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;
- Vendim i Këshillit të Ministrave Nr. 775, datë 24.09.2010, “Për administrimin e financimeve të huaja në Republikën e Shqipërisë”;
- Udhëzim 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”;
- Udhëzim 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”;
- Udhëzim i Ministrit të Financave Nr. 31, datë 26.12.2013, “Për emetimin nga qeveria e Republikës së Shqipërisë, të obligacioneve në formë regjistrimi”;
- Udhëzim 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” ”;
- Udhëzim i Ministrit të Financave Nr. 36, datë 10.08.2009, “Për hartimin e regjistrimit 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 regjistrimit të këtyre titujve”.

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

- Buletini i Borxhit Publik në bazë vjetore dhe tremujore:
<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>

3. Të dhëna në lidhje me vlerësimin e kreditit të Shqipërisë

Tabela 3.: Tregues makroekonomik bazë dhe vlerësimi i kreditit

Shteti ¹	Indikatorë Makroekonomik Bazë (2016)			Vlerësimi i Kreditit ⁴		
	PBB ² (mld USD)	Rritja Ekonomike (Vjetore %)	Borxhi i Qeverisë Qendrore/GDP ³	S&P	Moody's	Fitch
Shqipëria	11.9	3.5%	71.0%	B+/Stabël	B1/Stabël	
Bosnia & Herzegovina	16.6	2.0%	29.9%	B/Stabël	B3/Stabël	
Maqedonia	10.9	2.4%	40.9%	BB-/Stabël		BB/Negativ
Mali i Zi	4.2	2.5%	63.7%	B+/Negativ	B1/Negativ	
Serbia	37.7	2.8%	73.0%	BB-/Positiv	Ba3/Stabël	BB-/Stabël
Kosova	6.65	3.4%	14.58%			
SEE6	14.7	2.80%	48.80%			

¹ Përfshihen vendet në zhvillim të Evropës Juglindore (SEE6)

² Përlogaritur me kursin aktual të USD (Burimi: Banka Botërore)

³ Përfshin Borxhin Shtetëror dhe Shtetëror të Garantuar (Burimi: Ministrinë e Financave të secilit vend)

⁴ I referohet vlerësimit më të fundit të bërë nga kompanitë kryesore të vlerësimit të kreditit

MINISTRI I FINANCIVE
Arben Ahmetaj