VENDIM
Nr. 38, datë 27.1.2021

PËR MIRATIMIN E STRATEGJISË AFATMESME TË MENAXHIMIT TË BORXHIT, 2021–2023

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, 2021–2023, sipas tekstit bashkëlidhur këtij vendimi.
2. Ngarkohet Ministria e Financave dhe Ekonomisë për zbatimin e këtij vendimi.

Ky vendim hyn në fuqi pas botimit në Fletoren Zyrtare.

KRYEMINISTËR
Edi Rama

STRATEGJIA AFATMESME E MENAXHIMIT TË BORXHIT
2021–2023
Janar 2021

PËRMBAJTJA

PËRMBLEDHJE
MENAXHIMI I BORXHIT
I. SITUATA E BORXHIT TË QEVERISJES QENDRORE
1. Ecuria e borxhit të qeverisjes qendrore
2. Realizimi i huamarrjes
2.1 Huamarrja e brendshme
2.2 Huamarrja e huaj
3. Portofoli i borxhit shtetëror
4. Portofoli i borxhit shtetëror të garantuar
5. Menaxhimi i kostove dhe i risqeve
5.1 Kostot
5.2 Risqet
6. Zhvillimet e tregut primar të titujve shtetërorë
6.1 Ecuria e ankandeve dhe kërkesa për tituj shtetërorë
6.2 Ecuria e normave të interesit
II. STRATEGJIA E MENAXHIMIT TË BORXHIT
1. Supozimet bazë
1.1 Zhvillimet aktuale dhe pritshmëritë në sektorin real, sektorin e jashtëm, atë financiar dhe sektorin fiskal
1.2 Vlerësime referuar borxhit ekzistues, tregjeve të instrumenteve financiare dhe faktorëve makroekonomikë
1.3 Burimet e financimit
1.3.1 Burimet e brendshme
1.3.2 Burimet e huaja
2. Strategjia afatmesme

2.1 Menaxhimi/kontrolli i kostove dhe i risqeve
2.1.1 Kostot
2.1.2 Menaxhimi i risqeve
2.2 Zhvillimi i tregut të titujve shtetërorë
2.2.1 Rritja e likuiditetit
2.2.2 Rritja e eficiencës
2.2.3 Rritja e transparencës
2.3 Menaxhimi i borxhit shtetëror të garantuar
2.3.1 Kriteret bazë për emetimin e garancive shtetërore
2.3.2 Niveli i garancive shtetërore
2.4 Pritjet e treguesve bazë dhe analiza e ndjeshmërisë
2.4.1 Niveli i borxhit të qeverisjes qendrore
2.4.2 Shërbimi i borxhit shtetëror
2.4.3 Analiza e ndjeshmërisë
ANEKS I
ANEKS II
ANEKS III

PËRMBLEDHJE

Objektivat dhe qëllimi

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

- Plotësimin e nevojave të qeverisë për financim në kohë, si edhe nevojave për të shërbyer borxhin aktual me kosto sa më të ulët, duke mbajtur nivele të pranueshme të ekspozimit ndaj risqeve;

- Përmirësimin dhe ruajtjen e eficiencës së tregut primar, mbështetur nga zhvillimi i mëtejshëm i tregut sekondar të titujve shtetërorë vendës.

Në funksion të realizimit të objektivave të sipërpërmendur dhe në përputhje me bazën ligjore në fuqi[1], Ministria e Financave dhe Ekonomisë përgatit dhe përditëson në bazë vjetore dokumentin e SAMB-së, duke parashtruar planet e financimit me borxh dhe aktivitetet që do të ndërmerren në periudhën afatmesme.

SAMB-ja hartohet dhe përditësohet në linjë me ligjin vjetor të buxhetit, kuadrin makroekonomik dhe fiskal të qeverisë, si edhe me politikat monetare që Banka e Shqipërisë planifikon të zbatojë në periudhën afatmesme 2021–2023.

Qëllimi i SAMB-së është:

- të menaxhojë me efikasitet portofolin e borxhit të qeverisjes qendrore, në të cilin përfshihet borxhi shtetëror dhe garancitë shtetërore të huas;

- të rrisë transparencën ndaj investitorëve dhe palëve të interesuara, në lidhje me planet e huamarrjes së qeverisë; si edhe

- të qartësojë dhe të kuantifikojë objektivat në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme.

Perspektiva afatmesme

SAMB-ja 2021–2023, në periudhën afatshkurtër do të ketë në fokus plotësimin e nevojave për huamarrje, në kuadër të rimëkëmbjes së ekonomisë pas situatës së krijuar nga tërmeti i muajit nëntor 2019 dhe pandemisë COVID-19, ndërkohë në periudhën afatmesme do të synojë përmirësimin e mëtejshëm të strukturës së borxhit (kryesisht strukturën e portofolit të borxhit të brendshëm), në drejtim të uljes së ekspozimit ndaj risqeve, si edhe mbajtjes nën kontroll të kostos. Në këtë drejtim, prioritet do të mbetet zgjatja e jetëgjatësisë së borxhit nëpërmjet uljes së mëtejshme të përqendrimit të titujve afatshkurtër në portofol.

[1] Neni 6 i ligjit nr. 9665, datë 18.12.2006, "Për huamarrjen shtetërore, borxhin shtetëror dhe garancitë shtetërore të huas në Republikën e Shqipërisë", të ndryshuar.

Në vijim të situatës së jashtëzakonshme të krijuar nga pandemia në nivel global COVID-19, periudha afatmesme 2021–2023 përbën një sfidë, në lidhje me menaxhimin e borxhit publik, në veçanti me sigurimin e financimit në kushtet ku nevojat për financim janë rritur, duke synuar njëkohësisht qëndrueshmërinë e tij.

Financimi i brendshëm do të jetë në linjë me kapacitetet normale absorbuese të tregut. Nëpërmjet titujve afatshkurtër kryesisht do të synohet rifinancimi i titujve ekzistues që maturohen, menaxhimi aktiv i nevojave për likuiditet, si edhe përmirësimi i profilit vjetor të maturimeve. Ndërkohë, nëpërmjet titujve afatgjatë do të synohet të mbulohet financimi i deficitit.

Në periudhën afatmesme huamarrja e huaj planifikohet të mbulojë mesatarisht rreth 20% të nevojave të përgjithshme për hua të qeverisë dhe do të mbështetet kryesisht në: i. huat me terma pjesërisht të butë, të cilat do të financojnë projektet ekzistuese dhe projektet e reja të konsideruara si prioritare nga qeveria për zhvillimin e vendit; ii. huat me terma të butë, të akorduara nga institucionet ndërkombëtare financiare për të mbështetur vendin për t'u rimëkëmbur nga dy fatkeqësitë: tërmeti i nëntorit 2019 dhe përhapja e pandemisë COVID-19, si edhe për të mbështetur politikat zhvillimore dhe reformat e ndërmarra nga qeveria; si edhe iii. instrumentet financiare të tregjeve të kapitalit mbi baza oportuniste, kryesisht për të mundësuar menaxhimin e detyrimeve të borxhit në valutë dhe për të optimizuar risqet e portofolit.

Zhvillimi i mëtejshëm i tregut primar vendës dhe hedhja e hapave për zhvillimin e tregut sekondar të titujve shtetërorë është një tjetër objektiv parësor i strategjisë afatmesme. Realizimi i suksesshëm i këtij objektivi do të pasohej me kosto dhe risqe më të ulëta për të gjithë aktorët e tregut, duke përfshirë qeverinë, si edhe investitorët e titujve shtetërorë.

Procesi gjatë të cilit do të synohet të përmbushet ky objektiv do të shtrihet në periudhën afatmesme dhe afatgjatë dhe do të kaloj nëpërmjet hallkave të mëposhtme:

- zhvillimit të kurbës së *yield*-ve në drejtim të titujve shtetërorë afatmesëm dhe afatgjatë, nëpërmjet krijimit dhe konsolidimit të madhësive *benchmark*, si edhe reduktimit të fragmentimit të kërkesës;
- përshtatjes së politikave të huamarrjes (përfshirë shitjen, parablerjen dhe shkëmbimin e titujve shtetërorë) me kushtet e tregut dhe kërkesën për tituj të caktuar;
- rritjes së transparencës nëpërmjet konsultimit të vazhdueshëm me aktorët kryesorë të tregut dhe raportimit e publikimit në kohë të rezultateve të ankandeve të titujve shtetërorë;
- edukimit të investitorëve në lidhje me titujt qeveritare;
- përmirësimit të mëtejshëm të kuadrit ligjor dhe rregullator për emetimin e titujve shtetërorë;
- diversifikimit dhe zgjerimit të bazës së investitorëve.

MENAXHIMI I BORXHIT

Borxhi i qeverisjes qendrore gjatë viteve të fundit përgjithësisht është karakterizuar nga një ecuri pozitive, duke qenë në linjë me objektivat makrofiskalë, nevojat buxhetore për financim dhe objektivat strategjikë afatmesëm të menaxhimit të borxhit.

Në përputhje me objektivat makrofiskalë, niveli i borxhit të qeverisjes qendrore në raport me PBB-në[2] ka qenë në një trajektore rënëse përgjatë viteve 2016–2019. Gjatë vitit 2020, niveli i borxhit të qeverisjes qendrore u rrit si pasojë e masave të mara për të bërë të mundur tejkalimin e pasojave negative prej dy fatkeqësive natyrore që goditën vendin në mënyrë të njëpasnjëshme: tërmeti i 26 nëntorit 2019 dhe pandemia e shkaktuar nga COVID-19, si dhe për shkak të thellimit të deficitit në kushtet ku të ardhurat pësuan ulje të ndjeshme në situatën e pandemisë. Vlerësimet për fundin e vitit 2020 parashikojnë një nivel të borxhit të qeverisjes qendrore rreth 80% të PBB-së, duke synuar rikthimin në trajektoren rënëse duke filluar nga viti 2021.

Huamarrja i është përgjigjur nevojave buxhetore, të cilat gjatë vitit 2020 kanë qenë të rritura, duke mundësuar rifinancimin e borxhit ekzistues, plotësimin e nevojave për likuiditet dhe financimin e deficitit të planifikuar. Gjatë pesëvjeçarit të fundit, burimet e brendshme të

[2] PBB-ja u referohet të dhënave të kuadrit makroekonomik dhe fiskal të rishikuar për periudhën 2021–2023, miratuar me VKM-në nr. 574, datë 22.7.2020.

financimit kanë mbajtur peshën kryesore në mbulimin e nevojave për huamarrje në terma bruto. Megjithatë, në vitin 2018 dhe 2020, ka pasur një rol të rëndësishëm huamarrja e huaj në funksion të mirëmenaxhimit të likuiditetit dhe të shlyerjes së detyrimeve të borxhit në valutë për periudhën afatshkurtër dhe afatmesme. Kjo mënyrë huamarrje u diktua nga rënia e normave të interesit në tregjet ndërkombëtare, si edhe nga kushtet e favorshme të financimit nga institucionet financiare ndërkombëtare. Zhvillimin kryesor në këtë aspekt e ka mbajtur emetimi i eurobondit në shumën 500 milionë euro në fund të vitit 2018, i cili u shoqërua me procesin e parablerjes së pjesshme *(buyback)* të eurobondit ekzistues në vlerën prej 200 milionë eurosh, si edhe emetimi i eurobondit në shumën 650 milionë euro në vitin 2020, i cili përveçse plotësoi nevojat për likuiditet, përçoi një sinjal pozitiv për sa i përket aftësisë për të siguruar fonde dhe qëndrueshmërisë së financave publike në Republikën e Shqipërisë.

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

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

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

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

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

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

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

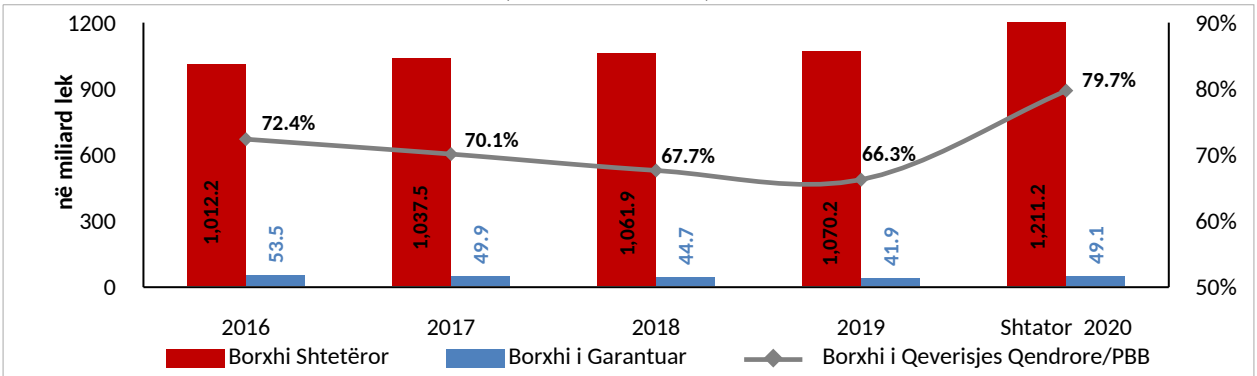
I. SITUATA E BORXHIT TË QEVERISJES QENDRORE

1. Ecuria e borxhit të qeverisjes qendrore

Në përputhje me objektivat makrofiskalë për konsolidimin e financave publike, niveli i borxhit të qeverisjes qendrore në raport me PBB-në, duke filluar nga viti 2016 deri në fund të vitit 2019 ka qenë në një trajektore rënëse. Gjatë vitit 2020, stoku i borxhit të qeverisjes qendrore ka shënuar rritje si pasojë e masave të mara për të bërë të mundur tejkalimin e pasojave negative prej dy fatkeqësive natyrore që goditën vendin në mënyrë të njëpasnjëshme: tërmeti i 26 nëntorit 2019 dhe pandemia e shkaktuar nga COVID-19. Vlerësimet për fundin e vitit 2020 parashikojnë një nivel të borxhit të qeverisjes qendrore rreth 80% të PBB-së.

Paraqitje grafike 1(a): Borxhi i qeverisjes qendrore në vlerë absolute dhe relative ndaj PBB

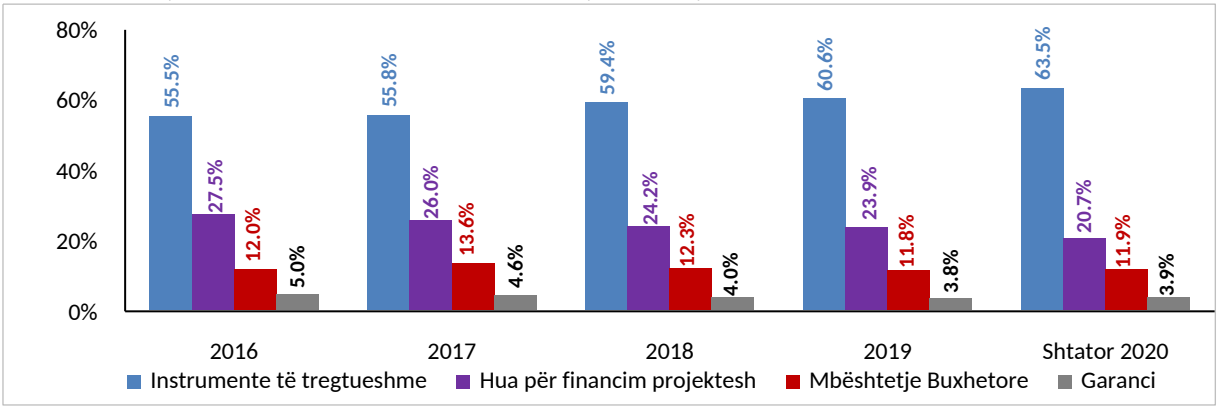
(2016–shtator 2020)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

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

Paraqitje grafike 1(b): Përbërja e borxhit të qeverisjes qendrore (2016–shtator 2020)



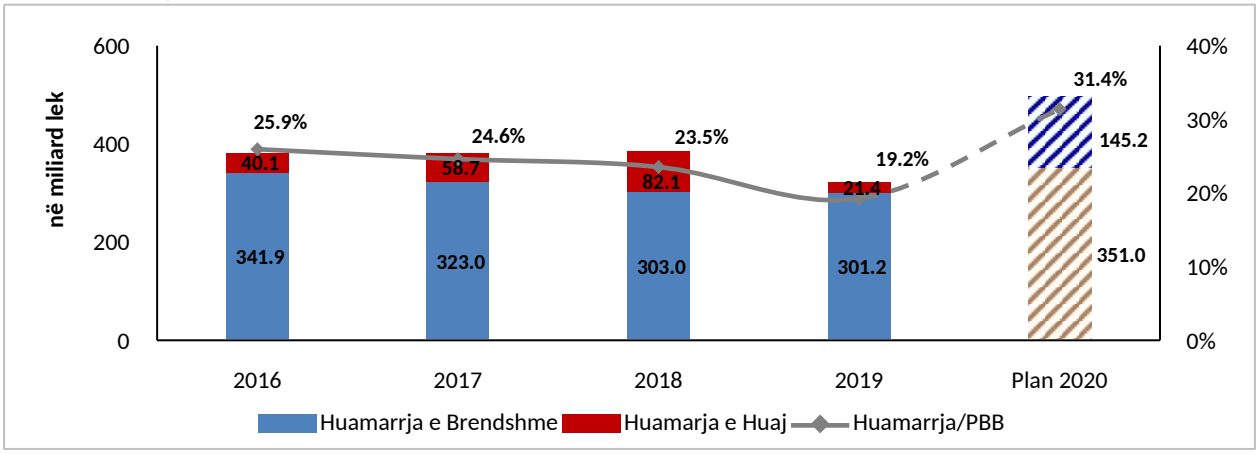
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

2. Realizimi i huamarrjes

Huamarrja gjatë viteve të fundit ka mundësuar sigurimin e likuiditetit, menaxhimin e detyrimeve të borxhit, si edhe ka financuar deficitin buxhetor të planifikuar, në përputhje me objektivat strategjikë për uljen e ekspozimit ndaj risqeve. Mesatarisht mbi 80% e huamarrjes së përgjithshme bruto është mbështetur në burimet e brendshme të financimit, duke suportuar në këtë mënyrë zhvillimin e tregut vendës të titujve shtetërorë, si edhe duke synuar të kufizojë implikimet e treguesve makroekonomikë, që mund të shkaktohen nga rritja e borxhit në valutë përtej kufijve të përcaktuar në analizat e qëndrueshmërisë së borxhit.

Gjatë viteve 2016–2019, nevojat për hua në raport me PBB-në janë ulur gradualisht, duke reflektuar konsolidimin e strukturës së borxhit të brendshëm dhe reduktimin e riskut fiskal të qeverisë. Gjatë vitit 2020, huamarrja shënoi rritje në linjë me nevojat buxhetore të rritura, në kuadër të menaxhimit të situatës së krijuar nga përhapja e pandemisë COVID-19. Burimi kryesor i huamarrjes vazhdon të mbetet tregu i brendshëm, megjithëse gjatë vitit 2018 dhe vitit 2020, ka pasur një rritje në drejtim të financimit të huaj si rezultat i emetimit të eurobondeve dhe të mbështetjeve buxhetore të akorduara nga institucionet financiare ndërkombëtare.

Paraqitje grafike 2: Huamarrja bruto në vlerë absolute dhe relative ndaj PBB (2016–2020)

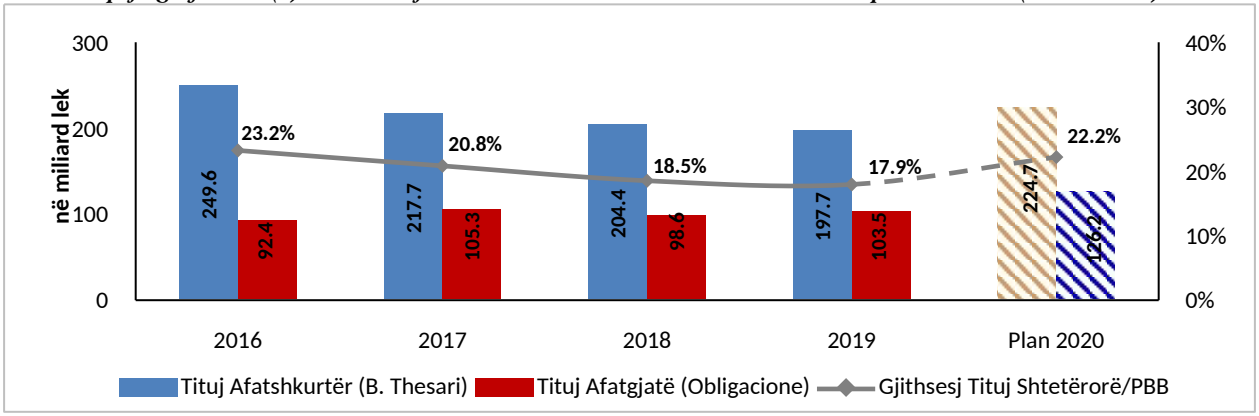


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

2.1 Huamarrja e brendshme

Në linjë me objektivat për reduktimin e risqeve të portofolit të borxhit të brendshëm, nevojat për hua nëpërmjet burimeve të brendshme janë reduktuar ndjeshëm gjatë viteve 2016–2019, duke mundësuar uljen e huamarrjes nëpërmjet titujve afatshkurtër. Ndërkohë, gjatë vitit 2020, nevoja për financim është rritur (plan huamarrja ka shkuar në nivelin 49.9 mld lekë), në kuadër të masave të mara për përballimin e situatës nga pandemia COVID-19.

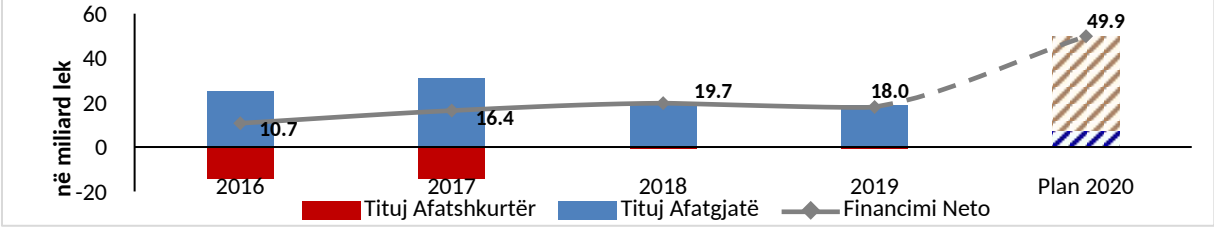
Paraqitje grafike 2.1(a): Huamarrja e brendshme në vlerë absolute dhe në raport me PBB (2016–2020)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

Huamarrja nëpërmjet titujve afatshkurtër kryesisht ka shërbyer për të realizuar rifinancimin e këtyre titujve dhe menaxhimin e nevojave afatshkurtra për likuiditet, ndërkohë që financimi i deficitit (borxhi i ri) është siguruar kryesisht nëpërmjet titujve afatgjatë, duke qenë në linjë me objektivat për reduktimin e riskut të rifinancimit.

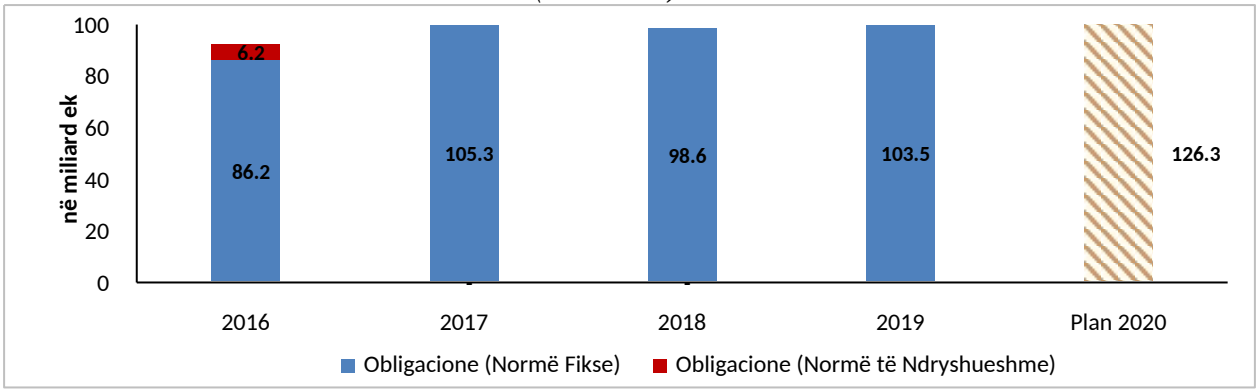
Paraqitje grafike 2.1(b): Huamarrja e brendshme neto sipas jetëgjatësisë së titujve (2016–2020)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

Ndërkohë, në linjë me objektivat për reduktimin e riskut të normave të interesit, si edhe duke shfrytëzuar prirjet rënëse të normave të interesit gjatë viteve të fundit, huamarrja nëpërmjet titujve afatgjatë me norma interesi të ndryshueshme u reduktua gradualisht deri në tërheqjen e e këtyre titujve nga tregu. Duke filluar nga muaji gusht 2016, nuk ka pasur emetime të titujve me norma interesi të ndryshueshme.

Paraqitje grafike 2.1(c): Huamarrja e brendshme bruto sipas normës së interesit të titujve afatgjatë (2016–2020)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

2.2 Huamarrja e huaj

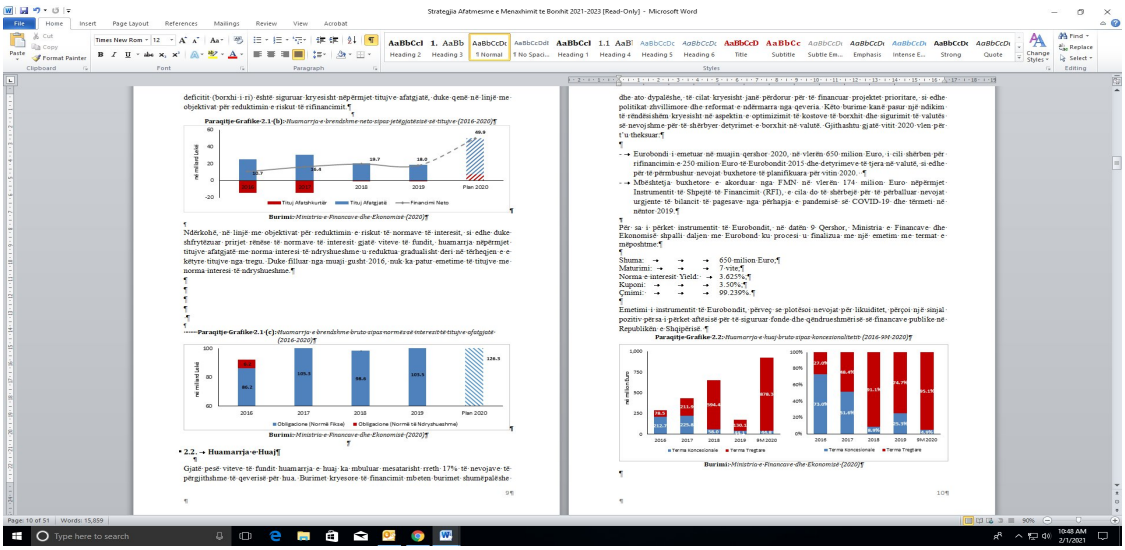
Gjatë pesë vjetëve të fundit huamarrja e huaj ka mbuluar mesatarisht rreth 17% të nevojave të përgjithshme të qeverisë për hua. Burimet kryesore të financimit mbeten burimet shumëpalëshe dhe ato dypalëshe, të cilat kryesisht janë përdorur për të financuar projektet prioritare, si edhe politikat zhvillimore dhe reformat e ndërmarra nga qeveria. Këto burime kanë pasur një ndikim të rëndësishëm kryesisht në aspektin e optimizimit të kostove të borxhit dhe sigurimit të valutës së nevojshme për të shërbyer detyrimet e borxhit në valutë. Gjithashtu gjatë vitit 2020 vlen për t'u theksuar:

- Eurobondi i emetuar në muajin qershor 2020, në vlerën 650 milionë euro, i cili shërben për rifinancimin e 250 milionë eurove të eurobondit 2015 dhe detyrimeve të tjera në valutë, si edhe për të përmbushur nevojat buxhetore të planifikuara për vitin 2020.
- Mbështetja buxhetore, e akorduar nga FMN-ja në vlerën 174 milionë euro nëpërmjet Instrumentit të Shpejtë të Financimit (RFI), e cila do të shërbejë për të përballuar nevojat urgjente të bilancit të pagesave nga përhapja e pandemisë së COVID-19 dhe tërmeti në nëntor 2019.

Për sa i përket instrumentit të eurobondit, në datën 9 qershor, Ministria e Financave dhe Ekonomisë shpalli daljen me eurobond ku procesi u finalizua me një emetim me termat e mëposhtëm:

Shuma:	650 milionë euro;
Maturimi:	7 vjet;
Norma e interesit *Yield*:	3.625%;
Kuponi:	3.50%;
Çmimi:	99.239%.

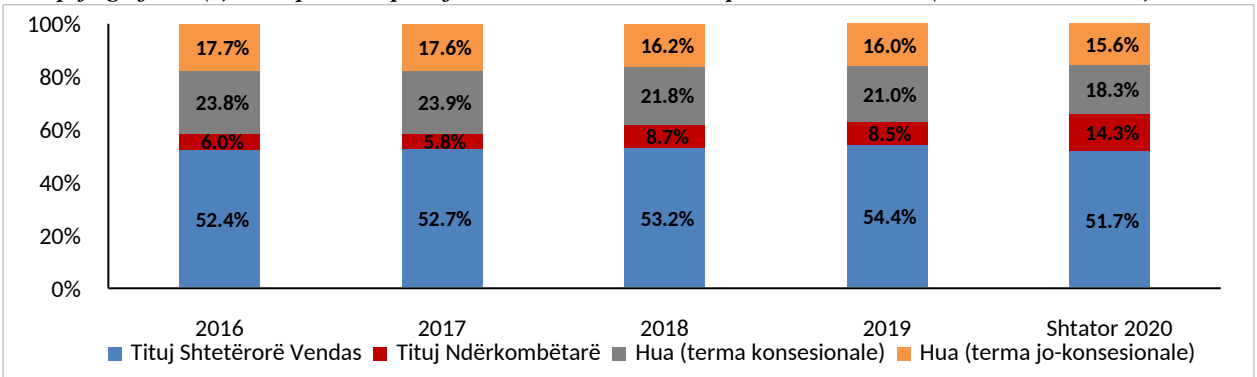
Emetimi i instrumentit të eurobondit, përveçse plotësoi nevojat për likuiditet, përçoi një sinjal pozitiv për sa i përket aftësisë për të siguruar fonde dhe qëndrueshmërisë së financave publike në Republikën e Shqipërisë.



3. Portofoli i borxhit shtetëror

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

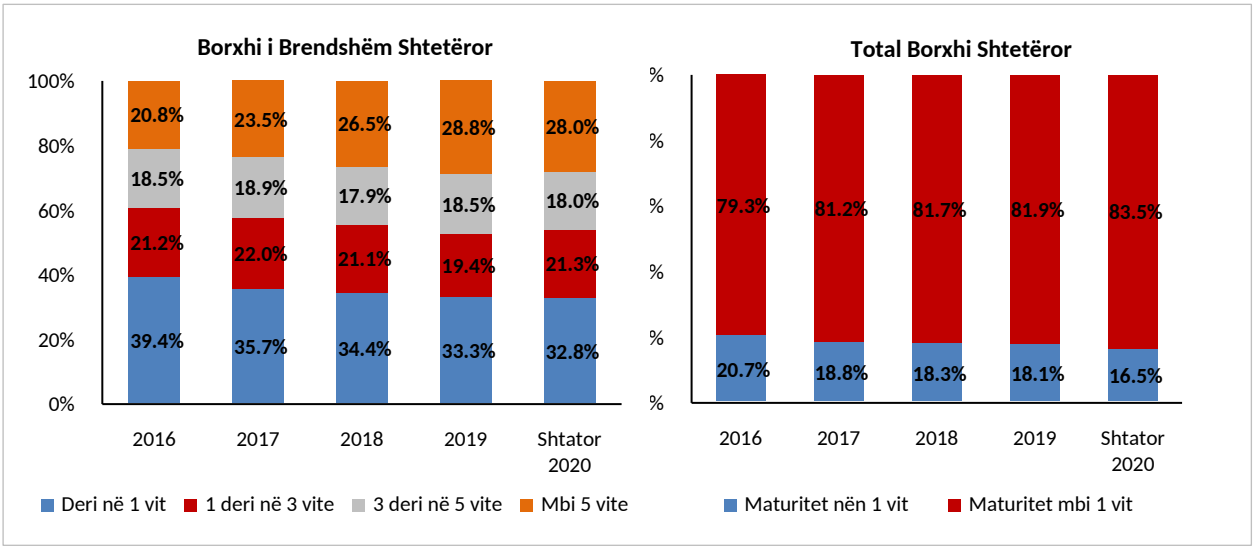
Paraqitje grafike 3(a): Kompozimi i portofolit të borxhit shtetëror sipas instrumenteve (2016–shtator 2020)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

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

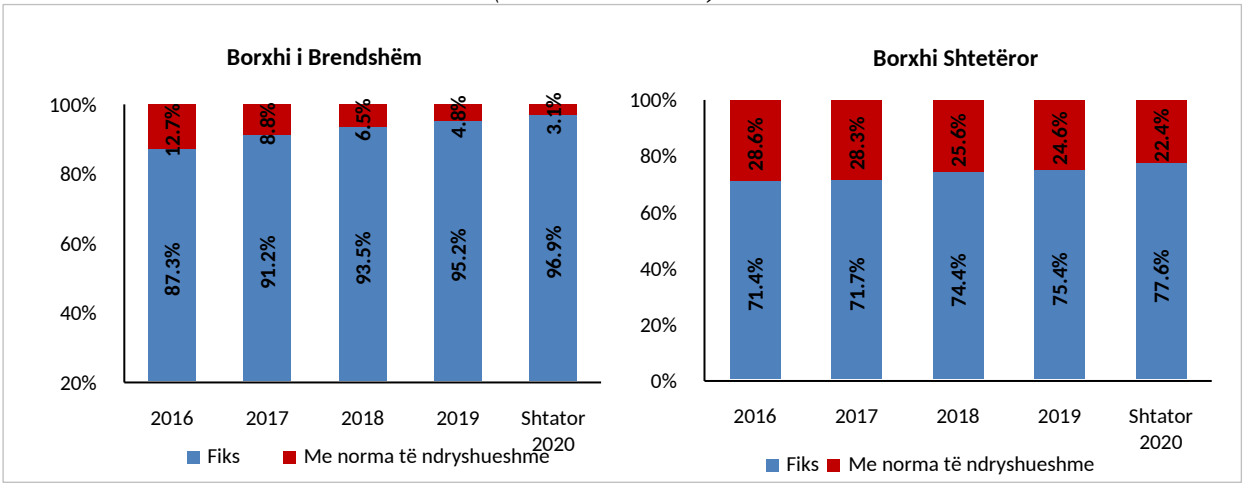
Paraqitje grafike 3(b): Kompozimi i portofolit të borxhit shtetëror, sipas maturitetit origjinal të instrumenteve të huas (2016–shtator 2020)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

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

Paraqitje grafike 3(c): Kompozimi i portofolit të borxhit shtetëror, sipas tipit të interesit të instrumenteve të huas (2016–shtator 2020)



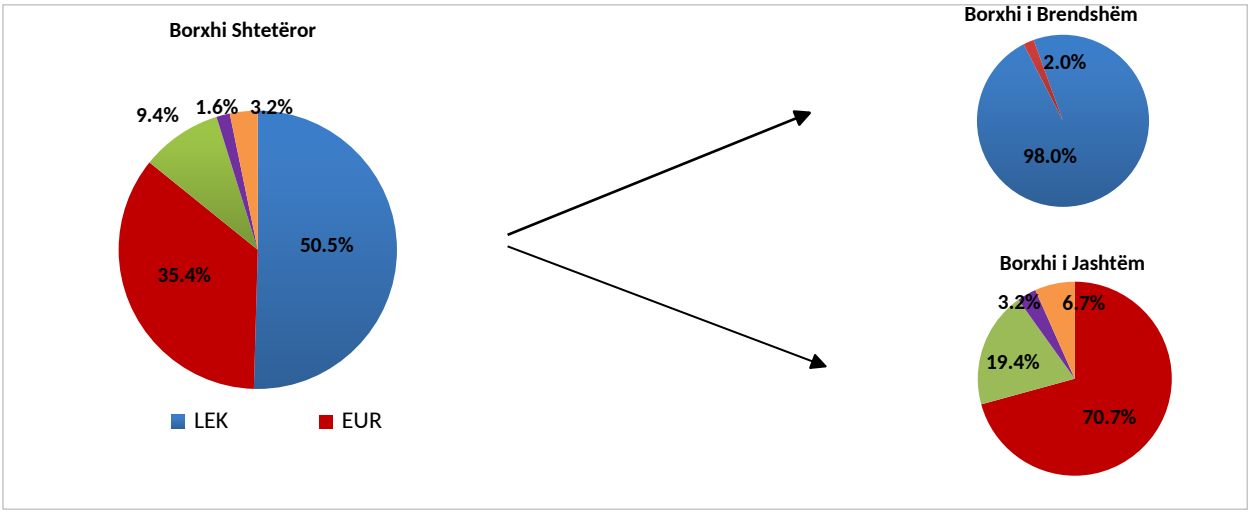
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

Portofoli i borxhit shtetëror vazhdon të mbizotërohet rreth 50% nga monedha vendëse, ndërkohë që ndiqet nga monedha euro dhe USD.

Portofoli i borxhit të brendshëm përbëhet kryesisht nga tituj të denominuar në monedhë vendëse dhe vetëm 2% përbëhet nga tituj të denominuar në monedhën euro. Në vitin 2020, në tregun e brendshëm, duke mbajtur komunikim të vazhdueshëm me investitorët, është emetuar 100 milionë euro nëpërmjet instrumentit të obligacionit 2-vjeçar.

Ndërkohë, portofoli i borxhit të jashtëm, pavarësisht diversifikimit të viteve të fundit, vazhdon të dominohet në mbi 70% nga monedha euro, duke e bërë të ndjeshëm ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit EUR/LEK. Megjithatë, përqendrimi i lartë i portofolit të borxhit të huaj në monedhën euro është në përputhje me objektivat strategjikë, si edhe aspiratat e vendit për t'u integruar në Bashkimin Evropian.

Paraqitje grafike 3(d): Stoku i borxhit shtetëror sipas monedhave (shtator 2020)



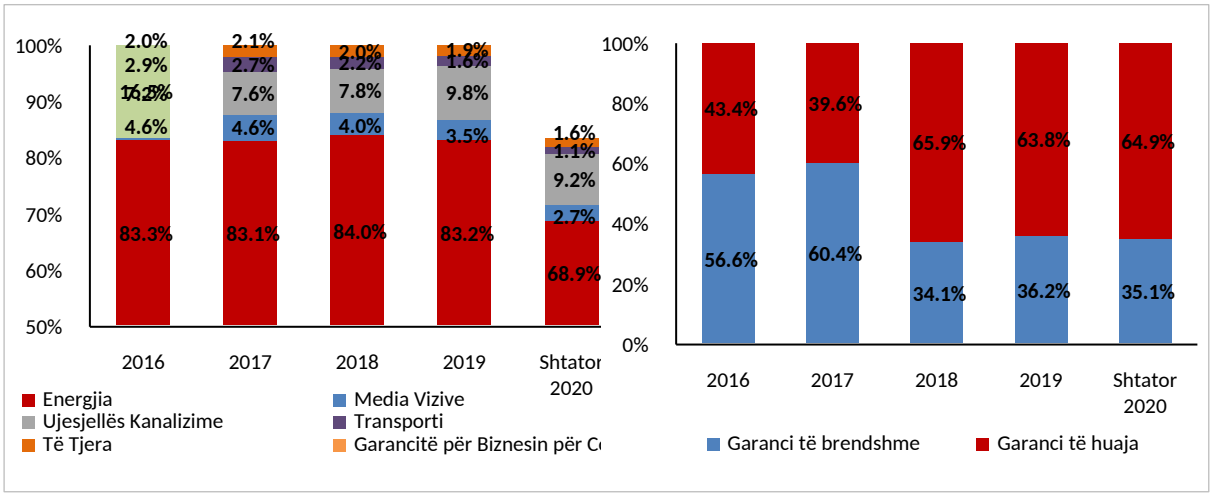
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

4. Portofoli i borxhit shtetëror të garantuar

Në fund të muajit shtator 2020, portofoli i borxhit të garantuar vlerësohet në 49.1 miliardë lekë (3.1% e PBB) ose 3.9% e portofolit të borxhit të qeverisjes qendrore. Në stokun e garancive përfshihen dhe dy garancitë që emetoi qeveria e Republikës së Shqipërisë gjatë muajve prill–maj 2020, në kuadër të menaxhimit të situatës së krijuar nga pandemia COVID-19.

Për të mbështetur tregtarët dhe shoqëritë tregtare me likuiditet, qeveria e Republikës së Shqipërisë emetoi garancinë shtetërore në shumën prej 11.0 miliardë lekësh për kompanitë që kishin vështirësi në pagimin e pagave të punonjësve. Sipas kësaj skeme, shpenzimet e interesit mbulohen plotësisht nga qeveria dhe nuk kërkohet asnjë kolateral nga kompanitë. Përveç garancisë së parë, qeveria e Republikës së Shqipërisë emetoi një garanci shtetërore të dytë, në shumën prej 15.0 miliardë lekësh, duke siguruar hua për kapital qarkullues dhe investime për të gjithë sektorët e ekonomisë. Në këtë skemë garancie, qeveria garantoi 60% të principalit. Gjithsej nga qeveria u akorduan 26 miliardë lekë në formën e garancive, të cilat deri në fund të muajit shtator mundësuan kreditimin e shoqërive tregtare me 10.61 miliardë lekë. Në fund të vitit vlera e kredive të miratuara shkon rreth 14.5 miliardë lekë, nga të cilat disbursimet shënojnë një vlerë prej rreth 13.3 miliardë lekësh.

Paraqitje grafike 4: Kompozimi i garancive shtetërore të huas (2016–shtator 2020)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

Rikompozimi i më shumë se gjysmës së portofolit të garancive të emetuara në favor të Korporatës Elektroenergjetike Shqiptare (KESH sh.a.) nga linja huaje afatshkurtra në hua afatgjatë, ka zbutur ndjeshëm riskun e rifinancimit të detyrimeve të kësaj kompanie, i cili mund të buronte nga risku sistemik i sektorit bankar ose ndryshimi i politikave investuese të bankave që kishin financuar linjat e huave. Rrjedhimisht, edhe risku në buxhetin e qeverisë qendrore për materializimin e këtyre detyrimeve nga detyrime indirekte në detyrime të drejtpërdrejta është reduktuar.

Megjithatë, risku nga detyrimet kontigjente në buxhetin e shtetit vijon të jetë i konsiderueshëm, pasi më shumë se 65% e garancive shtetërore i përkasin sektorit të energjisë, duke e bërë buxhetin të ndjeshëm ndaj çdo risku që mund të paraqesë ky sektor

5. Menaxhimi i kostove dhe i risqeve

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

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

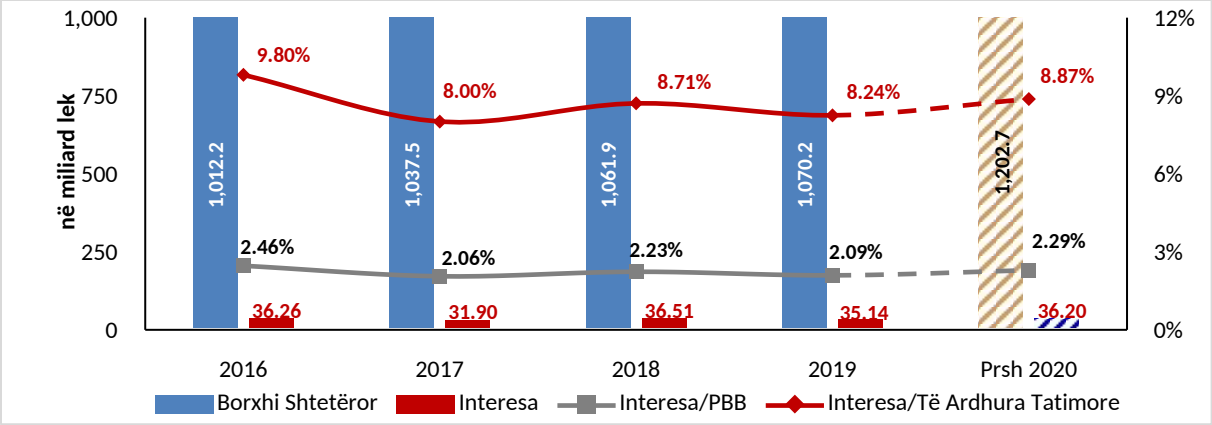
- ulja e normave bazë të interesit në tregun e brendshëm dhe atë të huaj, si rezultat i politikave monetare lehtësuese të bankave qendrore;
- disponueshmëria në nivele të konsiderueshme e burimeve të huaja të financimit nga kreditorë dypalësh dhe shumëpalësh, me norma interesi të favorshme (koncesionale);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

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

5.1 Kostot

Shpenzimet për interesa të borxhit shtetëror ndaj të ardhurave tatimore dhe PBB-së, gjatë viteve të fundit kanë ndjekur një trajektore rënëse, duke përjashtuar këtu vitin 2018 dhe vitin 2020. Gjatë vitit 2018 është shënuar rritje e shpenzimeve për interesa, e cila është ndikuar kryesisht nga rritja e stokut të borxhit në vlerë absolute dhe efekti i parablerjes së eurobondit që maturohet në vitin 2020. Gjatë vitit 2020, shpenzimet e interesave në vlerë nominale parashikohen të rriten me rreth 1 miliard lek krahasuar me fundin e vitit 2019, ndërkohë rritja e raportit interesa ndaj të ardhurave tatimore ka ardhur kryesisht nga ulja e të ardhurave gjatë vitit 2020, si rezultat i situatës së krijuar nga përhapja e pandemisë COVID-19.

Paraqitje grafike 5.1(a): Interesat e borxhit shtetëror në vlerë absolute dhe relative ndaj PBB-së dhe të ardhurave tatimore (2016–2020)

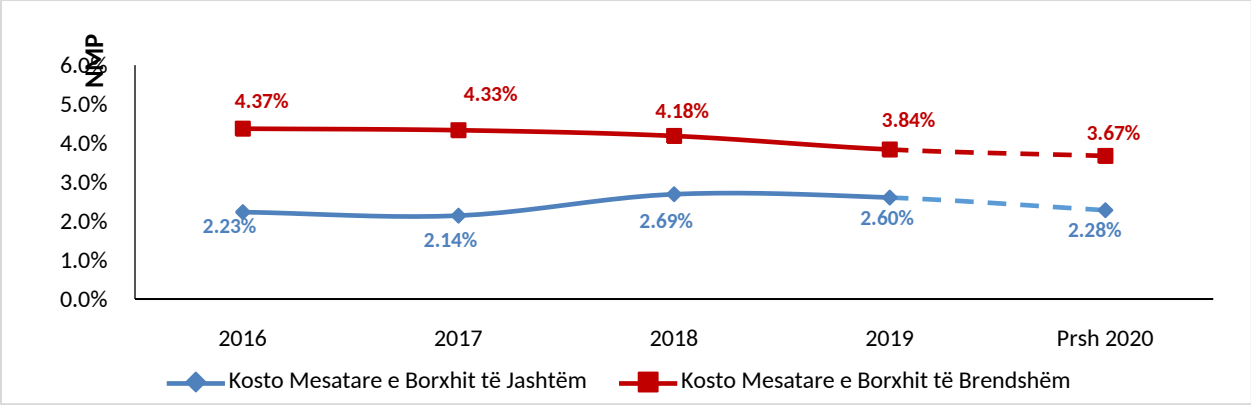


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

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

Në dallim nga borxhi i brendshëm, kostoja mesatare e borxhit të jashtëm ndër vite ka qenë më e qëndrueshme. Portofoli i borxhit të jashtëm ka kosto më të ulët se borxhi i brendshëm, pasi burimet dypalëshe dhe shumëpalëshe të huamarrjes së huaj kanë mundësuar terma të favorshëm financimi, ndërkohë që edhe instrumentet e tregtueshme si eurobondi emetohen në tregje shumë më konkurruese dhe likuide se tregu vendës.

Paraqitje grafike 5.1(b): Kostoja mesatare për njësi e borxhit të brendshëm dhe të jashtëm (2016–2020)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

5.2 Risqet

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

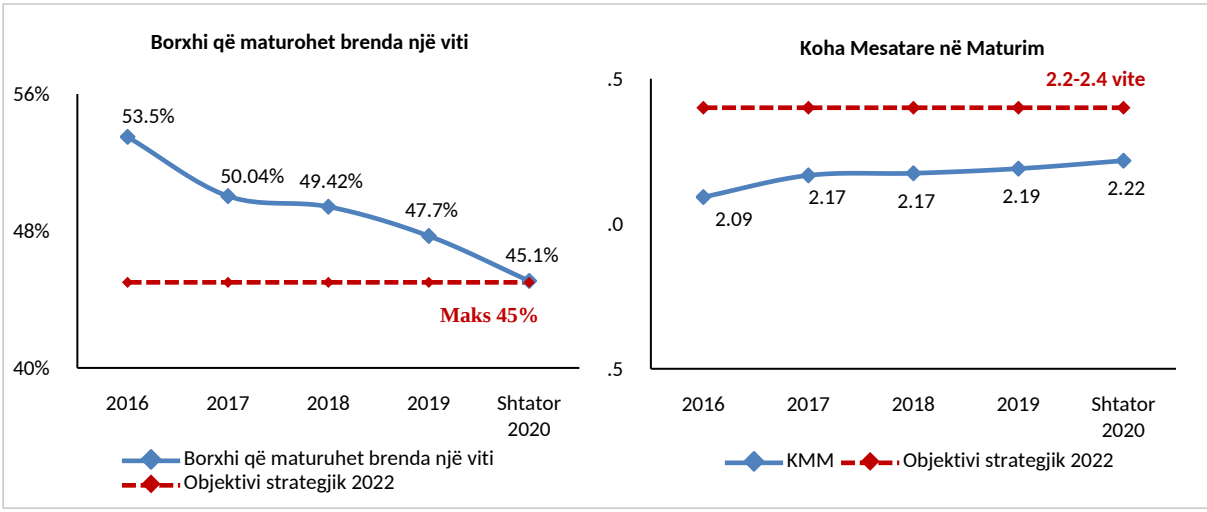
Ndërkohë, risku i kursit të këmbimit vijon të mbahet nën kontroll, duke qëndruar nën kufirin strategjik.

5.2.1 Risku i rifinancimit

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

Risku i rifinancimit në portofolin e borxhit të brendshëm është reduktuar ndjeshëm gjatë viteve të fundit. Treguesit që vlerësojnë këtë risk kanë evoluar në drejtim të objektivave strategjikë. Ndikim në përmirësimin e riskut të rifinancimit të borxhit të brendshëm ka pasur ulja e peshës së instrumenteve afatshkurtra me rreth 7.3 pp në harkun kohor të 5 viteve (nga 39.4% në fund të vitit 2016 në 32.1% në shtator 2020).

Paraqitje grafike 5.2.1: Ecuria e treguesve të riskut të rifinancimit (2016–shtator 2020)



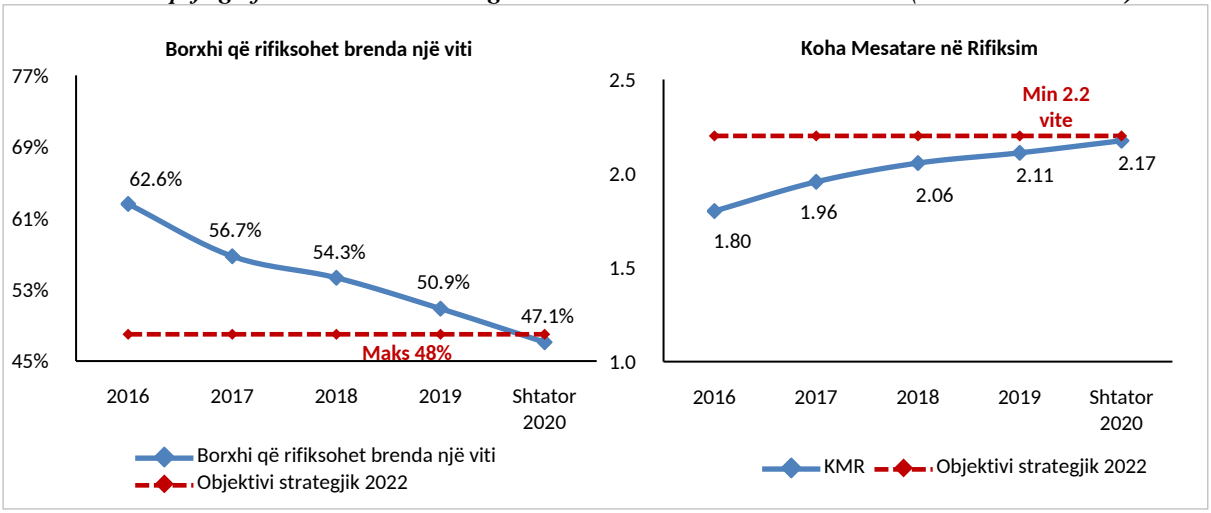
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

5.2.2 Risku i normave të interesit

Treguesit e riskut të normave të interesit janë përmirësuar duke qenë në linjë me objektivat strategjikë. Faktorët kryesorë që kanë ndikuar në uljen e ekspozimit të këtij risku kanë qenë ulja e peshës së titujve afatshkurtër[3] dhe atyre me norma interesi të ndryshueshme në portofolin e borxhit të brendshëm, përkatësisht me rreth 7.3 pp dhe 9.6 pp në harkun kohor të pesë vjetëve. Përmirësimi i riskut të normave të interesit ka ulur ndjeshmërinë e borxhit nga goditjet e normave të interesit, duke reduktuar burimet që qeveria duhet të angazhojë në raste të tilla.

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

Paraqitje grafike 5.2.2: Ecuria e treguesve të riskut të normave të interesit (2016–shtator 2020)

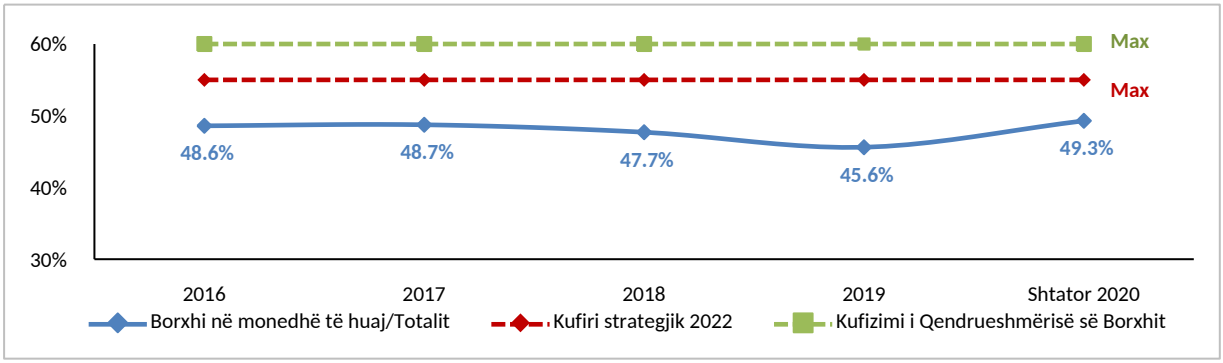


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

5.2.3 Risku i kursit të këmbimit

Gjatë periudhës 2016–2020, ekspozimi ndaj riskut të kursit të këmbimit është mbajtur nën kontroll. Pavarësisht se gjatë vitit 2020, stoku i borxhit në monedhë të huaj është rritur si rezultat i rritjes së financimit të huaj dhe emetimit të obligacionit 2-vjeçar në euro, raporti borxhi në monedhë të huaj kundrejt totalit vazhdon të qëndrojë ndjeshëm nën kufirin strategjik dhe atë të qëndrueshmërisë së borxhit.

Paraqitje grafike 5.2.3(a): Borxhi shtetëror në monedhë të huaj (2016–shtator 2020)

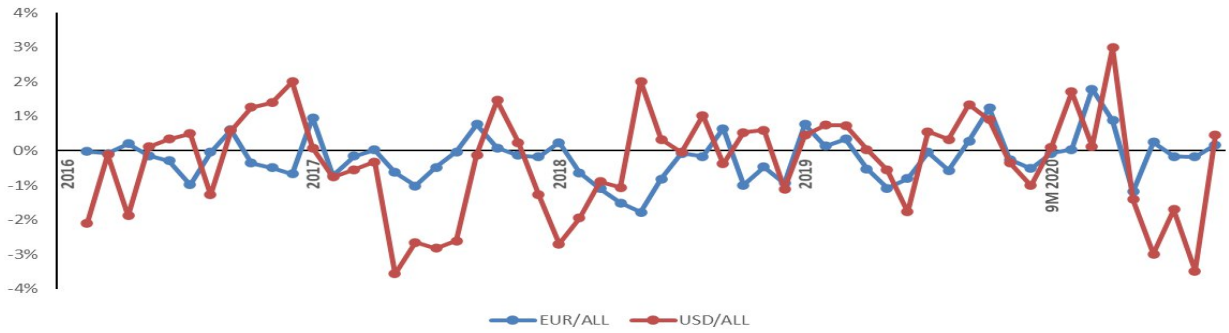


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

Portofoli i borxhit të jashtëm është i përqendruar në mbi 70%[4] në monedhën euro, duke e bërë atë të ndjeshëm ndaj luhatjeve të kësaj monedhe. Megjithatë, përqendrimi i lartë i borxhit në monedhën euro nuk ka krijuar kosto shtesë, për shkak të mbiçmimit të monedhës vendëse dhe për shkak të lëvizjes së kursit të këmbimit EUR/LEK përgjithësisht në drejtim të kundërt me kursin USD/LEK, duke neutralizuar efektet e njëri-tjetrit.

Paraqitje grafike 5.2.3(b): Ndryshimi në kursin e këmbimit mesatar mujor EUR/LEK dhe USD/LEK (2016–shtator 2020)

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

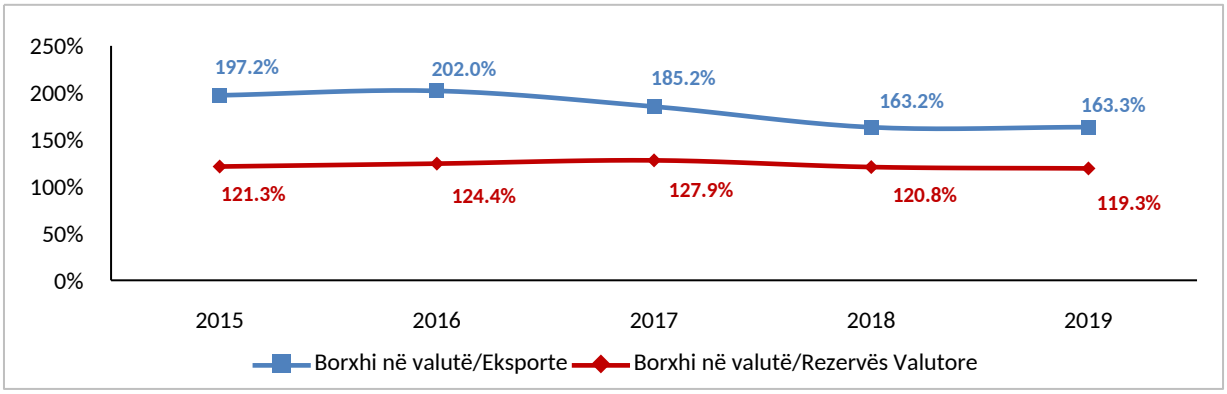


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

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

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

Paraqitje grafike 5.2.3(c): Raporti i borxhit në valutë ndaj eksporteve dhe rezervës valutore (2015–2019)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020); INSTAT (2020); Banka e Shqipërisë (2020)

5.2.4 Risku i likuiditetit

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

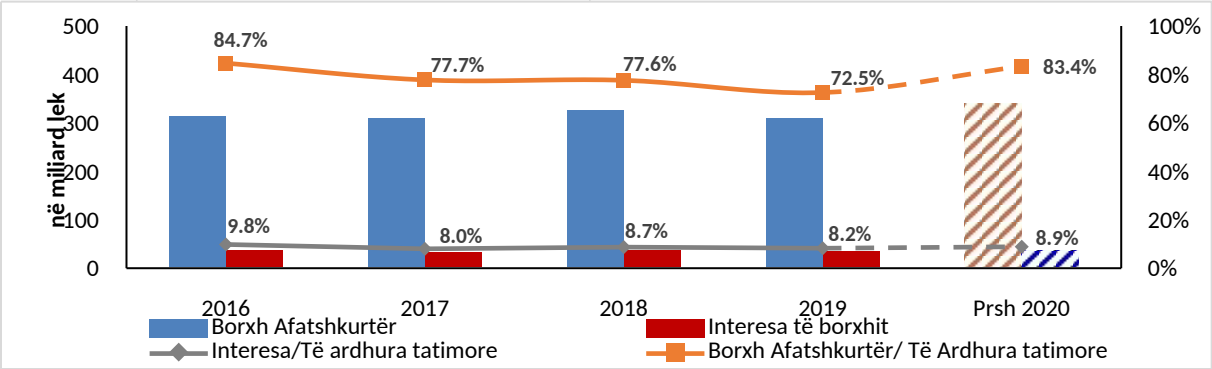
Nga ana tjetër, që prej vitit 2017 është mundësuar krijimi i një rezerve monetare *(cash buffer),* e cila do të mbulojë pjesërisht nevojat për likuiditet të qeverisë në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme.

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

Treguesit që vlerësojnë riskun e likuiditetit kanë pësuar një përmirësim të ndjeshëm gjatë viteve 2016–2019, kryesisht si rezultat i masave të marra në kuadër të reduktimit të riskut të rifinancimit. Gjatë vitit 2020, raportet e shpenzimeve për interesa të borxhit shtetëror dhe të borxhit shtetëror afatshkurtër[5] ndaj të ardhurave tatimore janë rritur, duke reflektuar uljen e të ardhurave si rezultat i përhapjes së pandemisë COVID-19.

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

Paraqitje grafike 5.2.4: Shërbimi i borxhit në raport me të ardhurat tatimore (2016–2020)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

6. Zhvillimet e tregut primar të titujve shtetërorë

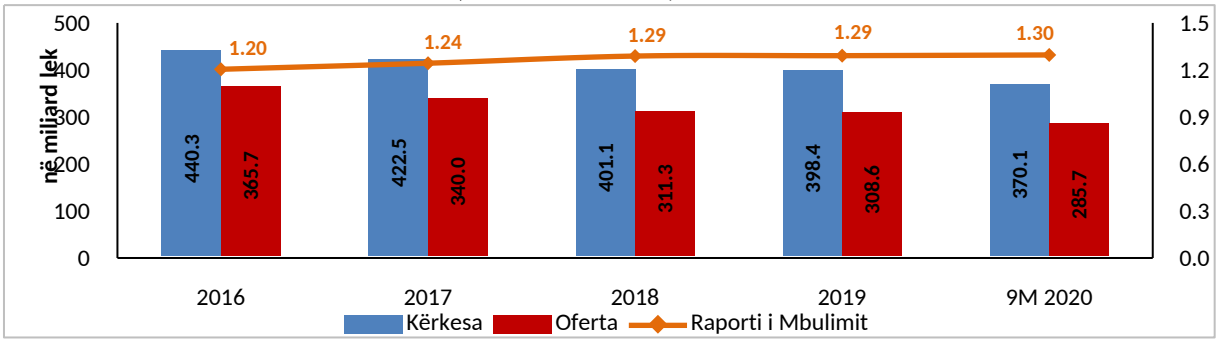
Tregu primar i titujve shtetërorë ka shfaqur zhvillime pozitive, ndër të cilat mund të përmenden: i. kërkesa e tregut për tituj shtetërorë në nivele të kënaqshme, e cila ka arritur të mbulojë nevojat e qeverisë për huamarrje, në përputhje me objektivat strategjikë; dhe ii. ndërmarrja e aktiviteteve në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

6.1 Ecuria e ankandeve dhe kërkesa për tituj shtetërorë

Kërkesa për tituj shtetërorë përgjithësisht vazhdon të jetë e qëndrueshme, duke mos paraqitur ndryshime të theksuara në vitet e fundit. Ajo vazhdon të mbështetet tek investitorët vendës (rezidentë), ndërkohë që sektori bankar mbetet burimi kryesor i kërkesës. Kërkesa e investitorëve për instrumentet e bonove të thesarit 3-mujore dhe 6-mujore ka një trend në rënie dhe këto instrumente përdoren kryesisht në menaxhimin e likuiditetit. Për sa u përket instrumenteve me maturitet afatgjatë (obligacione 7-vjeçare dhe 10-vjeçare) vihet re një rritje e moderuar e kërkesës.

Vërehet një përmirësim i dukshëm në raportin e mbulimit (kërkesë/ofertë). Gjatë vitit 2020, pavarësisht nevojave për hua në rritje dhe pasigurisë së krijuar nga pandemia gjatë muajit prill dhe në vazhdim, tregu i brendshëm ka mbuluar plotësisht nevojat për hua të qeverisë, duke reflektuar besimin e investitorëve ndaj Republikës së Shqipërisë dhe mirëkapitalizimin e sektorit bankar.

Paraqitje grafike 6.1(b): Treguesit e ecurisë së kërkesës dhe të ofertës në tregun primar të titujve shtetërorë (2016–shtator 2020)

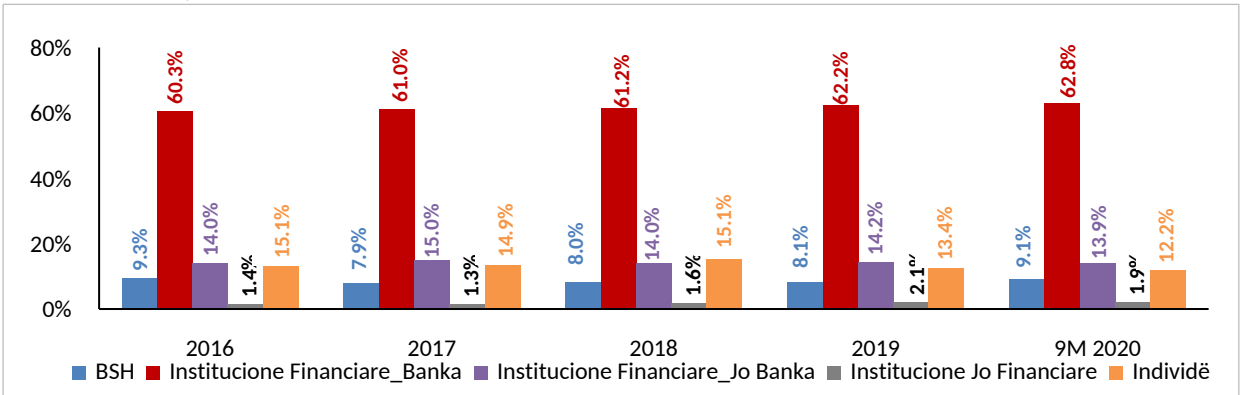


Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

Nga pikëpamja e investitorëve, baza e investitorëve vijon të jetë e përqendruar në mbi 60% te sektori bankar, duke e bërë portofolin e borxhit të brendshëm të ndjeshëm ndaj risqeve sistemike që mund të paraqesë ky sektor. Struktura e tregut primar të titujve po konsolidohet nga strategjia

e ndjekur, duke filluar nga muaji korrik 2018, me anë të së cilës synohet zhvillimi i tregut për titujt referencë, si shtysë për zhvillimin e tregut sekondar në të ardhmen.

Paraqitje grafike 6.1(c): Mbajtësit e borxhit të brendshëm shtetëror (2016–shtator 2020)



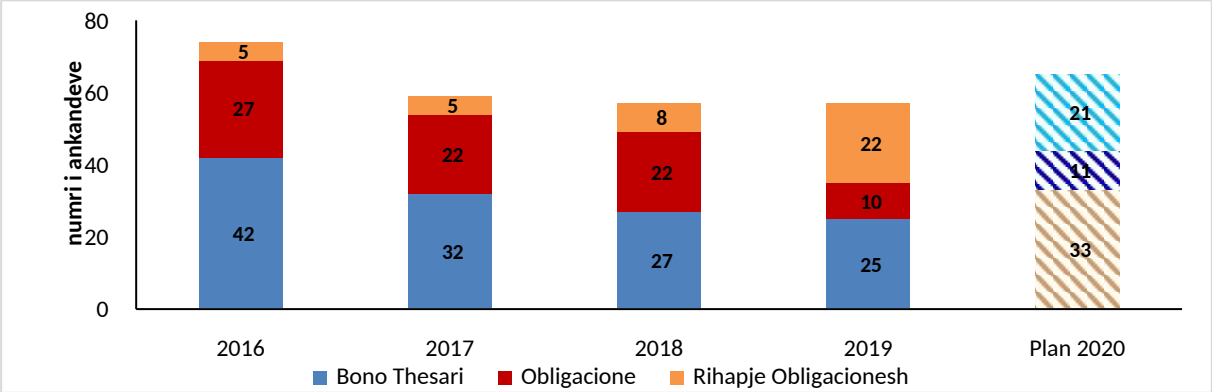
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

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

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

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

Paraqitje grafike 6.1(d): Ecuria e ankandeve të titujve shtetërorë (2016–2020)



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

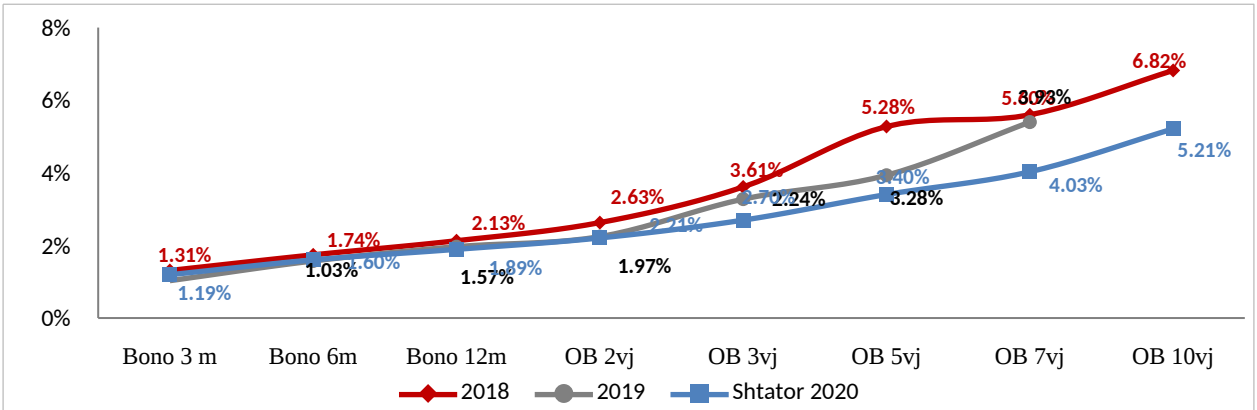
Gjithashtu, gjatë vitit 2018 është testuar projekti pilot për emetimin e obligacioneve 5-vjeçare referencë në formën e sistemit *Market Maker*. Rezultatet e këtij projekti kanë treguar se ka pasur rritje të volumit të tregtimit të këtij titulli në tregun sekondar dhe për më tepër edhe rritje të volumit të titujve me maturitet të mbetur 5 vite. Nisur nga këto rezultate, gjatë vitit 2019 ky projekt është shtrirë edhe tek obligacionet me afat maturimi 3 vjet, si edhe në vijim do të vlerësohet mundësia e zgjerimit me instrumente shtesë, si dhe mundësia e përfshirjes së bankave të tjera në projekt apo qarkullimi i tyre, me qëllim një performancë sa më të mire nga ana e bankave, si dhe mundësimin e një volumi më të madh tregtimi në tregun sekondar.

6.2 Ecuria e normave të interesit

Normat e interesit të titujve shtetërorë, gjatë viteve të fundit kanë pësuar rënie të vazhdueshme, duke u stabilizuar në vitin 2018. Megjithatë, gjatë vitit 2019 normat e interesit kanë

vijuar sërish të shfaqin tendenca rënëse, duke reflektuar vazhdimin e politikave lehtësuese të ndërmarra nga Banka e Shqipërisë, si edhe reduktimin e nevojave për hua të qeverisë në gjysmën e parë të vitit, për shkak të likuiditetit të mjaftueshëm të siguruar nga emetimi i eurobondit në fund të vitit 2018. Ndërkohë, gjatë vitit 2020, normat e interesit në tregun e titujve shtetërorë kanë qenë të qëndrueshme dhe nuk kanë shënuar rritje të qenësishme krahasuar me fundin e vitit 2019, pavarësisht huamarrjes atipike të lartë dhe intensive të realizuar si pasojë e masave fiskale të marra, në kuadrin e parandalimit të përhapjes së pandemisë COVID-19. Deri në fillim të muajit maj, normat e interesit për titujt shtetërore kanë qenë në kahun rritës, duke reflektuar pasigurinë e tregjeve financiare të krijuar nga pandemia, si edhe rritjen e nevojave për hua nga qeveria. Ndërkohë, duke filluar nga fundi i këtij muaji dhe përgjatë muajit qershor normat e interesit kanë hyrë sërish në një trajektore rënëse.

Paraqitje grafike 6.2: Norma mesatare e ponderuar i titujve shtetërorë[6]



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

II. STRATEGJIA E MENAXHIMIT TË BORXHIT

1. Supozimet bazë

Në këtë kapitull paraqiten pritshmëritë, si edhe supozimet bazë që janë përdorur, në lidhje me mjedisin makroekonomik dhe kushtet e tregut në të cilin do të menaxhohet borxhi në periudhën afatmesme 2021–2023.

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

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

Ekonomia shqiptare përjetoi dy goditje të forta brenda një harku kohor të shkurtër që përfshin tremujorin e katërt të vitit 2019 dhe gjashtëmujorin e parë të vitit 2020. Në muajin nëntor të vitit 2019, vendi u godit nga një tërmet tepër i fortë, që solli dëme në njerëz dhe në ekonomi, ndërsa në muajin mars të vitit 2020 pandemia e COVID-19 u përhap edhe në Shqipëri, masat e ndërmarra ndaj së cilës, impaktuan ndjeshëm aktivitetin ekonomik në vend. Viti 2019 shënoi rritje ekonomike prej 2.2%, krahasuar me rritjen prej 4.1% të një viti më parë, si pasojë e faktorëve të paqëndrueshëm apo të përkohshëm përgjatë vitit, por edhe si pasojë e goditjes nga tërmeti, ku PBB-ja reale u tkurr me 0.1% në terma vjetorë në tremujorin e katërt, pas një rritjeje prej 4.2% në tremujorin e tretë.

Ekonomia, për tremujorin e dytë të vitit 2020, ka pësuar rënie me 10.23% krahasuar me tremujorin e dytë të vitit 2019, sipas vlerësimit më të fundit të disponueshëm nga INSTAT-i, e

[6] Bazuar në normën mesatare të ponderuar të titujve shtetërorë të emetuar në tregun primar.

ndjekur nga rënia prej 2.27% në tremujorin e parë. Për të gjithë 6-mujorin e parë shënoi rënie me 6.57%. Shqipëria është veçanërisht e ekspozuar ndaj tkurrjes ekonomike prej pandemisë, për shkak se mbështetet fort nga sektori i turizmit dhe për shkak të marrëdhënieve të saj intensive me disa ekonomi të BE-së të prekura rëndë nga pandemia.

Inflacioni përgjatë vitit 2019 ka shënuar ritme më të ulëta krahasuar me një vit me parë. Ndërsa nga të dhënat e disponueshme, inflacioni mesatar për periudhën janar–shtator të vitit 2020 është 1.6%, pra në rritje krahasuar me vitin paraardhës. Kjo ecuri u diktua nga rritja e kostove të prodhimit e të transportit, efekte këto të cilat dominuan mbi ndikimin rënës në inflacion që sjell tkurrja e kërkesës agregate.

Pozicioni fiskal është përmirësuar në vitet e fundit në saje të sjelljes konsoliduese që ka shfaqur politika fiskale, në funksion të arritjes dhe të ruajtjes së qëndrueshmërisë fiskale në afatin e mesëm e më tej. Së pari, kjo është materializuar në uljen e deficitit të përgjithshëm buxhetor nga 5 për qind të PBB në 2013-ën në poshtë nivelit prej 2 përqindësh deri në vitin e shkuar (2019). Në vitin aktual 2020, bazuar në zhvillimet e lartpërmendura, deficiti i përgjithshëm buxhetor pritet të shënojë 6.8%, 6.5% në vitin 2021 e më tej pritet përmirësim drejt nivelit prej 2% në fund të periudhës afatmesme. Ndërkohë, objektivi themelor për periudhën afatmesme do të jetë synimi i një trajektoreje rënëse të borxhit publik, duke targetuar si objektiv operativ vjetor rikthimin e buxhetit në një balancë primare të balancuar ose me suficit mundësisht që prej vitit 2022, por domosdoshmërisht prej vitit buxhetor 2023 dhe në vijim. Në përputhje të plotë edhe me rregullat fiskale në ligjin organik të buxhetit, politika fiskale do të vijojë të orientohet drejt konsolidimit fiskal në periudhën afatmesme dhe afatgjatë. Kjo në mënyrë të qenësishme për të ruajtur një nivel të investimeve publike në rreth 5% të PBB-së në vitet 2021–2023, në mënyrë që të stimulojë formimin e kapitalit fiks bruto në ekonomi, esenciale kjo për të mbështetur nivele relativisht të larta rritje në periudhën afatmesme dhe afatgjatë.

Pozicioni i jashtëm i ekonomisë dhe bilanci i pagesave mbetet i qëndrueshëm. Ka pasur një zgjerim të deficitit të llogarisë korrente për gjysmën e parë të këtij viti, duke reflektuar së bashku ngushtimin e suficitit tregtar në shërbime dhe balancës pozitive të të ardhurave dytësore, si dhe njëkohësisht zgjerimin e balancës negative të të ardhurave parësore. Këta faktorë janë kompensuar pjesërisht nga rënia e deficitit tregtar në mallra, në reflektim të dobësimit të kërkesës së brendshme dhe bilancit të favorshëm të energjisë. Në të njëjtën kohë, flukset neto pozitive në llogarinë kapitale shënuan 23 milionë euro. Referuar vitit të kaluar, ky nivel vlerësohet rreth 2 herë më i lartë dhe është ndikuar kryesisht nga zgjerimi i transfertave kapitale drejt sektorit privat. Fluksi i investimeve të huaja direkte në formën e zgjerimit të kapitalit, vijon i përqendruar në sektorin e energjetikës (në masën 38%), të ndërmjetësimit financiar (në masën 21%) dhe telekomunikacionit (në masën 11%). Rënia vërehet e përqendruar në ecurinë e sektorit të hidrokarbureve. Për rrjedhojë, bilanci i përgjithshëm i pagesave dhe pozicioni i jashtëm i ekonomisë mbetet i qëndrueshëm, ku stoku i rezervës valutore në fund të periudhës vlerësohet i mjaftueshëm për mbulimin e 9 muaj importe në mallra dhe shërbime.

Normat e interesit në tregun primar janë karakterizuar nga një ecuri e luhatshme. Në përgjithësi, luhatshmëria e *yield*-eve ka qenë më e theksuar në maturitetin e shkurtër edhe atë të mesëm. *Yield*-et e obligacioneve, ndonëse kanë ndjekur ecuri të njëjtë me bonot, kanë shfaqur ndryshime më të përmbajtura në të dyja drejtimet (si në rritje ashtu edhe në fazën e rënies). Kjo sjellje është reflektuar në rënie të pjerrësisë së kurbës së *yield*-eve krahasuar me një vit më parë, ku niveli i saj është më i lartë në segmentin afatshkurtër dhe më i ulët në horizontin afatgjatë. Krahas lehtësimit të politikës monetare, rikthimi i aktivitetit normal në ekonomi dhe emetimi i eurobondit nga ana e qeverisë në muajin qershor ndikuan në zbutjen edhe në uljen e presioneve rritëse të *yield*-eve. Me reduktimin e pasigurive, kërkesa e shtuar e qeverisë për financim është akomoduar nga një interes në rritje i bankave për të investuar në letra me vlerë. Bazuar në vlerësimet e Bankës së Shqipërisë inflacioni parashikohet të qëndrojë në nivelin prej 1.9% gjatë vitit aktual dhe të rritet gradualisht drejt objektivit brenda vitit 2022.

Në tregun e jashtëm, treguesit sugjerojnë se ecuria e aktivitetit ekonomik do të jetë heterogjene midis vendeve, për shkak të fazave në të cilat ka përparuar pandemia, si dhe strukturave të ndryshme të ekonomive. Me përjashtim të Kinës, ekonomitë e mëdha dhe ato në zhvillim pritet të rezultojnë me rënie ekonomike në vitin 2020 dhe një rritje të ekonomisë në vitin 2021, por niveli i prodhimit do të mbetet më i ulët se sa ai para pandemisë. Në reflektim të kësaj situate, një sërë bankash qendrore kanë rishikuar politikën monetare, duke rritur edhe më tej ekpansionin monetar (përfshirë këtu BQE-në, Rezervën Federale, Bankën Popullore të Kinës etj.) BQE-ja ka forcuar tonin ekspansionist të politikës monetare. Ndërkohë, Rezerva Federale ka ndihmuar ekonominë nëpërmjet programeve për blerjen e titujve dhe nivelin e ulët të normës bazë. Megjithatë, pasiguritë mbi ecurinë e ekonomisë amerikane janë të larta, për shkak të rikthimit të kufizimeve në disa shtete, diskutimeve tregtare me Kinën, dhe zgjedhjeve elektorale në fund të vitit.

Kursi i këmbimit është shfaqur i qëndrueshëm që prej fundit të muajit prill 2020, duke qëndruar në një nivel lehtësisht më të lartë se ai i fillimit të vitit dhe ai i vitit të mëparshëm. Stabiliteti i kursit të këmbimit ka reflektuar, ndër të tjera, edhe nevojat më të ulëta për valutë të ekonomisë në kushtet e reduktimit të deficitit tregtar.

Tabela 1.1: Pritjet e treguesve kryesorë makroekonomikë e fiskalë (2019–2023)

Treguesit	Mesatare 2010 – 2018	2019	2020	2021	2022	2023
Rritja reale ekonomike (në %)	2.7	2.2	-6.1	5.5	4.8	4.5
Inflacioni mesatar vjetor (në %)	2.2	1.4	1.4	2.4	2.8	3.0
Balanca primare (në % të PBB)	-0.5	0.2	-4.6	-3.9	-0.1	0.6
Shpenzime për interesa (në % të PBB)	2.8	2.1	2.2	2.6	2.7	2.9

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

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

Gjatë viteve të fundit struktura e borxhit shtetëror është përmirësuar ndjeshëm në aspektin e ekspozimit ndaj risqeve. Megjithatë, borxhi shtetëror vijon të mbetet i ekspozuar kryesisht kundrejt riskut të rifinancimit, riskut të normave të interesit dhe riskut të kursit të këmbimit.

Risku i rifinancimit dhe risku i normave të interesit vijojnë të jenë burimet kryesore të riskut në portofolin e borxhit të brendshëm, kryesisht për shkaqe strukturore të lidhura me tregun e brendshëm të titujve shtetërorë.

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

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

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

- jetëgjatësia relativisht e shkurtër e borxhit të brendshëm (rreth 2.2 vjet) dhe niveli i lartë i borxhit që rifinancohet në harkun kohor të një viti (mbi 290 miliardë lekë);
- baza e kufizuar e investitorëve dhe përqendrimi i saj në më shumë se 60% te 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 vendëse, në lidhje me kufizimin e ekspozimit ndaj borxhit sovran dhe ruajtjen e raporteve të caktuara të likuiditetit.

Duke marrë në konsideratë faktorët e mësipërm, shoqëruar me borxhin në vlerë absolute në rritje, pritshmëritë për rënien e mëtejshme të nivelit të kredive me probleme dhe prirjet e sektorit bankar për rritur kreditimin ndaj sektorit privat, financimi i brendshëm rezulton të jetë i kufizuar dhe rritja vjetore e tij përtej nivelit 25–30 miliardë lekë mund të shoqërohet me efektet si më poshtë vijon:

- riskun e mosrealizimit të huamarrjes së planifikuar, pasi sistemi bankar mund të paraqesë kufizime si nga ana e kuadrit rregullator dhe nga politika e brendshme e institucionit, në lidhje me ekspozimin ndaj investimit në titujt qeveritarë në tregun e brendshëm në monedhën lekë;

- mundësi mosplotësimi i ankandeve (raporti *Bid/Cover* më i vogël se 1), shoqëruar me presion rritës të normave të interesit, si dhe rritje të numrit të ankandeve;

- riskun e çmimeve spekuluese për ankandet e titujve qeveritarë, duke prishur kurbën e interesave dhe duke vështirësuar zbulueshmërinë e çmimit *(price discovery)* nga investitorët;

- çrregullim të raporteve ndërmjet kostos dhe riskut.

Shërbimi i borxhit në valutë vlerësohet në rritje gjatë gjithë periudhës afatmesme 2021–2023. Duke qenë se të ardhurat e vendit tonë janë kryesisht në monedhë vendëse dhe llogaria korrente në bilancin e pagesave është dhe pritet të jetë deficitare, aftësia për të siguruar valutë mbetet e limituar. Sigurimi i valutës nga burimet e brendshme (nëpërmjet titujve shtetërorë në valutë) është i kufizuar, kryesisht në aspektin e maturitetit të dëshiruar për të reduktuar rreziqet në përputhje me objektivat. Nga ana tjetër, përdorimi si instrument i tregut të këmbimit valutor është gjithashtu i kufizuar dhe mund të krijojë implikime në ruajtjen e qëndrueshmërisë së kursit të këmbimit të monedhës vendëse, kryesisht kundrejt monedhës euro.

Tregu i jashtëm, duke qenë se ofron burime të mirëdiversifikuara financimi dhe është i aksesueshëm nga shteti shqiptar, mund të shërbejë si një alternativë e mirë për të reduktuar konsumimin e burimeve të brendshme, për të siguruar valutën e nevojshme për të shërbyer borxhin e huaj, si edhe për të reduktuar kostot[7] e huamarrjes. Megjithatë, edhe huamarrja në tregjet e huaja mund të paraqesë risqe, të cilat lidhen me faktorë të tillë si:

- mungesa e kontrollit dhe influencës së politikave fiskale dhe monetare të vendit tonë mbi normat e interesit dhe kursin e këmbimit, që influencohen kryesisht nga politikat fiskale të vendeve të tjera dhe politikat monetare të BQE dhe Rezervës Federale. Këta faktorë mund të përshkallëzojnë rritjen e kostove të borxhit, zgjerimin e deficitit dhe si rrjedhojë edhe rritjen e pavullnetshme të borxhit;

- rritja e varësisë nga huamarrja e huaj dhe kufizimi i zhvillimit potencial të tregut të brendshëm të titujve shtetërorë;

- niveli i kufizuar i të ardhurave në valutë mund të krijojë mospërputhje ndërmjet aktiveve dhe pasiveve në bilancin e shtetit, duke rritur ndjeshëm kostot shtesë që burojnë nga një nënçmim i mundshëm i monedhës vendëse;

- rritja e detyrimeve afatshkurtra të borxhit në valutë me ritme më të larta se niveli i eksporteve ose rezervave valutore mund të vendosë shtetin në vështirësi për të likuiduar detyrimet në valutë, duke rrezikuar qëndrueshmërinë e monedhës vendëse dhe treguesve të tjerë makroekonomikë.

1.3 Burimet e financimit

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

Në tregun e brendshëm është mbajtur kontakt i vazhdueshëm kryesisht me sektorin bankar. Huamarrja në tregun e brendshëm monitorohet në kohë reale me qëllim përshtatjen me situatën

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

në varësi të preferencave të tregut, kërkesës së tregut (duke qenë fleksibël për të rishikuar kur është e nevojshme kalendarin e huamarrjes), llojin e instrumenteve për emetim (bazuar te nevojat për likuiditetit të qeverisë).

Ndërkohë, në tregun e jashtëm janë bërë vlerësime me qëllim evidentimin e termave dhe kushteve kundrejt të cilave investitorët e huaj janë të gatshëm të kreditojnë vendin tonë. Mbi bazën e këtyre vlerësimeve janë përcaktuar burimet potenciale të financimit në periudhën afatmesme 2021–2023.

1.3.1 Burimet e brendshme

Në vijim të situatës së jashtëzakonshme nga pandemia në nivel global COVID-19, në periudhën afatmesme, huamarrja përbën një sfidë në kushtet ku nevojat për financim janë rritur.

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

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

1.3.2 Burimet e huaja

Burimet e huaja të financimit në periudhën afatmesme do të shërbejnë si një plotësues i mirë i burimeve të brendshme dhe do të shërbejnë, përveç të tjerash, edhe si optimizues i kostove të borxhit, duke qenë se këto burime paraqiten të mirëdiversifikuara dhe ofrojnë mundësi financimi, jo vetëm me terma tregtarë, por edhe me terma koncensionalë. Instrumentet kryesore që planifikohen të përdoren në sigurimin e financimit të huaj janë: i. huat me terma pjesërisht të butë, të cilat do të financojnë projektet ekzistuese dhe projektet e reja të konsideruara si prioritare nga qeveria për zhvillimin e vendit; ii. huat me terma të butë, të akorduara nga institucionet ndërkombëtare financiare për të mbështetur vendin për t'u rimëkëmbur nga dy fatkeqësitë: tërmeti i nëntorit 2019 dhe përhapja e pandemisë COVID-19, si edhe për të mbështetur politikat zhvillimore dhe reformat e ndërmarra nga qeveria; si edhe iii. instrumentet financiare të tregjeve të kapitalit mbi baza oportuniste, kryesisht për të mundësuar menaxhimin e detyrimeve të borxhit në valutë dhe për të optimizuar risqet e portofolit.

2. Strategjia afatmesme

Në periudhën afatmesme 2021–2023, Strategjia e Menaxhimit të Borxhit do të përqendrohet në dy objektiva kryesorë: a) në periudhën afatshkurtër do të synohet plotësimi i nevojave për huamarrje, në kuadër të rimëkëmbjes së ekonomisë pas situatës së krijuar nga tërmeti i muajit nëntor 2019 dhe përhapjes së pandemisë COVID-19. Në periudhën afatmesme do të synohet përmirësimi i mëtejshëm i strukturës së borxhit (kryesisht strukturën e portofolit të borxhit të brendshëm), në drejtim të uljes së ekspozimit ndaj risqeve, si edhe mbajtjes nën kontroll të kostos; dhe b) zhvillimin e tregut primar të titujve shtetërorë.

Mbulimi i nevojave të përgjithshme për financim të qeverisjes qendrore, në terma bruto do të bazohet në rreth 80% te burimet e brendshme. Mbështetja e gjerë e huamarrjes kryesisht në tregun e brendshëm do të ketë për qëllim të mbështesë zhvillimin e tregut vendës të titujve shtetërorë, duke zhvilluar më tej projektin *market maker* për obligacionet 3- dhe 5-vjeçare reference dhe, njëkohësisht, të kufizojë implikimet e treguesve makroekonomikë që mund të shkaktohen nga rritja e borxhit në valutë përtej kufijve të përcaktuar në analizat e qëndrueshmërisë së borxhit. Megjithatë, pavarësisht mbështetjes së gjerë në burimet e brendshme, ritmet e rritjes së borxhit të brendshëm do të synohen të jenë në përputhje me ritmet

e rritjes reale të ekonomisë vendëse, për të shmangur efektet negative në ekonomi që mund të burojnë nga mbikonsumimi i burimeve të brendshme.

Nëpërmjet titujve afatshkurtër kryesisht do të realizohet menaxhimi aktiv i nevojave për likuiditet dhe do të synohet përmirësimi i profilit vjetor të maturimeve. Ndërkohë, borxhi i ri, i destinuar për të mbuluar një pjesë të deficitit të përgjithshëm do të synohet të mbulohet nëpërmjet titujve afatgjatë. Titujt afatgjatë planifikohen të emetohen me norma interesi fikse, gjithsesi duke mos përjashtuar edhe emetimin e titujve me norma interesi të ndryshueshme në periudhën afatmesme, në varësi të kushteve të tregut të brendshëm (preferencat e kërkesës, ecurinë e normave të interesit etj.), për të garantuar optimizimin e kostove në përputhje me objektivat e vendosur për të menaxhuar risqet e portofolit të borxhit. Në kuadër të reduktimit të riskut të rifinancimit, në strategjinë bazë do të synohet reduktimi gradual i peshës së instrumenteve afatshkurtra në portofol (në përputhje me nevojat për likuiditet), si edhe rritja e peshës së instrumenteve afatgjata.

Për sa i përket monedhës së emetimit, në periudhën afatmesme planifikohet të ketë emetime të titujve shtetërorë në valutë, me qëllim sigurimin e valutës së nevojshme për të shërbyer detyrimet e borxhit në valutë. Madhësitë e këtyre emetimeve do të vlerësohen periudhë pas periudhe, duke konsideruar kushtet e tregut vendës në raport me tregjet e huaja dhe disponueshmërinë e financimeve të huaja nga burime shumëpalëshe dhe dypalëshe në formën e mbështetjes buxhetore.

Në periudhën afatmesme, huamarrja nëpërmjet burimeve të huaja në terma bruto do të plotësojë mesatarisht deri në 20% të nevojave të përgjithshme për hua të qeverisjes qendrore.

Instrumentet kryesore të huamarrjes së huaj do të jenë huat nga kreditorët me natyrë shumëpalëshe dhe dypalëshe, të cilat do të financojnë projektet ekzistuese dhe projektet e reja zhvillimore, si edhe huat në formën e mbështetjes buxhetore të akorduara nga institucionet financiare ndërkombëtare, në kuadër të mbështetjes së vendit nga situata e krijuar nga përhapja e pandemisë COVID-19, si dhe në kuadër të mbështetjes së vendit në reformat e ndërmarra.

Gjithashtu, huamarrja nëpërmjet instrumentit të eurobondit, është një ndër alternativat e përshtatshme për sigurimin e financimit nga tregjet ndërkombëtare. Për të ulur ekspozimin në valutën EUR mund të konsiderohet në vitet e ardhshme një emetim i mundshëm në USD (emetimet në këtë monedhë kanë pasur një kërkesë më të lartë në vitin 2020). Kjo do të diversifikonte portofolin e instrumenteve, do të ulte riskun e kursit të këmbimit, megjithatë kjo do jetë në funksion edhe të nevojave për likuiditet në valutë të qeverisë. Megjithatë, madhësia dhe karakteristika të tjera të këtyre instrumenteve do të përcaktohen vit pas viti, në përputhje me nevojat për realizimin e objektivave të mëposhtëm:

- rifinancimin dhe/ose menaxhimin e detyrimeve të borxhit *(liability management)*, me qëllim reduktimin e risqeve potenciale që mund të materializohen në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme;
- sigurimin e likuiditetit të nevojshëm *(liquidity management)* për të mundësuar ristrukturimin dhe zhvillimin e tregut të titujve shtetërorë;
- sigurimin e financimit të nevojshëm për rastet kur huamarrja e brendshme tejkalon kapacitetin e tregut;
- sigurimin e valutës së nevojshme për të shërbyer detyrimet e borxhit në valutë;
- uljen e presionit për hua në tregun e brendshëm për të mos kufizuar kreditimin e sektorit privat;
- shfrytëzimin e instrumenteve me terma të favorshëm që ofrojnë institucionet financiare ndërkombëtare, me qëllim optimizimin e kostove të portofolit;
- sigurimin e financimit të nevojshëm për të stabilizuar rastet e emergjencave të përkohshme në tregun e brendshëm;
- garantimin e pranisë së vendit në tregjet ndërkombëtare të kapitalit, për të reduktuar primet që mund të burojnë nga vlerësimi jo i saktë i instrumenteve të vendit në mungesë të titujve të tregtueshëm.

Pavarësisht nga nevoja për realizimin e objektivave të mësipërm, niveli i borxhit në valutë do synohet të evoluojë në përputhje me objektivat për menaxhimin e riskut të kursit të këmbimit.

2.1 Menaxhimi/kontrolli i kostove dhe i risqeve

2.1.1 Kostot

SAMB-ja 2021–2023 do të ketë në fokus mbajtjen nën kontroll të kostove të borxhit kryesisht në terma afatgjatë. Ulja e ekspozimit ndaj risqeve në portofolin e borxhit do të kontribuojë në reduktimin e primeve të riskut, rrjedhimisht, duke ulur kostot për njësi të shërbimit të borxhit. Gjithashtu, ndikim të rëndësishëm në reduktimin e kostove do të ketë edhe zhvillimi i tregut të titujve shtetërorë, që do të synojë të reduktojë primet që aktualisht burojnë nga niveli i ulët i likuiditetit të titujve shtetërorë.

2.1.2 Menaxhimi i risqeve

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

Risku i rifinancimit

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

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

Tipi i riskut	Treguesi i riskut	Treguesi 2019	Objektivi (fundi i 2023-shit)
Risku i rifinancimit	KMM, borxhi i brendshëm	2.2 vite	2.2–2.4 vite
	Borxhi i brendshëm i maturuar në 1 vit (% të totalit)	47.7%	Maks. 45.0%

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

Risku i normave të interesit

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

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

Tipi i riskut	Treguesi i riskut	Treguesi 2019	Objektivi (fundi i 2023-shit
Risku i normave të interesit	KMR, borxhi i brendshëm	2.1 vite	Min. 2.2 vite
	Borxhi i brendshëm i rivlerësuar në 1 vit (% të totalit)	50.9%	Maks. 48.0%

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

Risku i kursit të këmbimit

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

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

Tipi i riskut	Treguesi i riskut	Treguesi 2019	Objektivi (Fund 2023)
Risku i kursit të këmbimit	Borxhi në monedhë të huaj (% të totalit)	45.6%	Maks. 55.0%

Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

Risku i likuiditetit

Përveç aktiviteteve, në kuadër të reduktimit të riskut të rifinancimit dhe atij të normave të interesit që kanë ndikim mbi riskun e likuiditetit, do të ndërmerren hapa të cilët do të synojnë: a) një bashkëpunim më aktiv ndërmjet strukturës përgjegjëse për menaxhimin e borxhit dhe asaj për menaxhimin dhe parashikimin e të ardhurave në buxhet, me qëllim përmirësimin e menaxhimit të *cash*-it; b) rritjen e kontributit në drejtim të përmirësimit të menaxhimit të aktiveve dhe të pasiveve.

Risku operacional

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

2.2 Zhvillimi i tregut të titujve shtetërorë

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

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

2.2.1 Rritja e likuiditetit

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

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

- krijimi i madhësive *benchmark,*[8] në kuadër të zhvillimit të kurbës së *yield*-it në drejtim të titujve shtetërorë afatmesëm dhe afatgjatë nëpërmjet rihapjes periodike;
- eliminimi i titujve të cilët kanë karakteristika të ngjashme dhe konkurrojnë njëri-tjetrin me qëllim reduktimin e fragmentimit të kërkesës;
- përshtatja e politikave të huamarrjes (përfshirë shitjen, parablerjen dhe shkëmbimin e titujve shtetërorë) me kushtet e tregut dhe kërkesën për tituj të caktuar.

[8] Proces në vazhdimësi.

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

2.2.2 Rritja e eficiencës

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

- analizimin e rezultateve të projektit pilot për emetimin e obligacioneve 5-vjeçare dhe 3-vjeçare referencë dhe shqyrtimin e mundësisë për shtrirjen e tij edhe te titujt e tjerë afatgjatë, 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 për t'u konsultuar në lidhje me iniciativat që do të planifikohen të ndërmerren;
- zgjerimin e mëtejshëm të bazës së investitorëve jo vetëm në drejtim të investitorëve vendës, por edhe në drejtim të investitorëve të huaj, me qëllim ndërtimin gradual të marrëdhënieve dhe promovimin e tregut vendës të titujve shtetërorë;
- pjesëmarrjen aktive në konferenca, në të cilat janë të pranishëm investitorët kryesorë;
- krijimin e kanaleve të komunikimit elektronik dhe fizik me investitorët vendës dhe të huaj.

2.2.3 Rritja e transparencës

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

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

2.3 Menaxhimi i borxhit shtetëror të garantuar

2.3.1 Kriteret bazë për emetimin e garancive shtetërore

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

- garancitë shtetërore do të emetohen në drejtim të mbështetjes së projekteve me natyrë zhvillimore dhe që mbështesin ngritjen e infrastrukturës, zhvillimin rajonal, mbrojtjen mjedisore, krijimin e vendeve të reja të punës;
- garancitë shtetërore mund të emetohen edhe me qëllim që të mbështesin masat që mund të ndërmerren në rastet e ndonjë krize të sistemit financiar;
- garancitë shtetërore mund të emetohen për të mbështetur kreditimin e ndërmarrjeve shtetërorë më rëndësi strategjike, si edhe për të mbështetur kreditimin ndërmarrjeve private, të cilat planifikojnë të implementojnë projekte që paraqesin interes publik dhe që mbështesin ngritjen e infrastrukturës, zhvillimin rajonal, mbrojtjen mjedisore dhe krijimin e vendeve të reja të punës;
- garancitë shtetërore mund të emetohen me qëllim ristrukturimin e portofolit të garancive shtetërore nëpërmjet reduktimit ose shkëmbimit të huave të garantuara me nivel të lartë risku potencial (p.sh., garancitë e brendshme që janë emetuar në favor të sektorit të energjisë).

2.3.2 Niveli i garancive shtetërore

Niveli vjetor i garancive shtetërore do të përcaktohet në ligjet vjetore të buxhetit. Ndërkohë, në periudhën afatmesme niveli i garancive shtetërore planifikohet të qëndrojë nën 6% të totalit të borxhit të qeverisjes qendrore.

2.4 Pritjet e treguesve bazë dhe analiza e ndjeshmërisë

Implementimi i SAMB-së, në përputhje me objektivat e vendosur dhe në linjë me supozimet makrofiskale 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 të skenarit bazë të kuadrit makroekonomik, sipas të cilave: a) financat publike do të vazhdojnë të ndjekin rrugën e konsolidimit fiskal, duke i dhënë mundësi vendit të mbajë ose përmirësojë vlerësimin e riskut të kreditit; b) ritmet e rritjes ekonomike do të përshpejtohen deri në mesatarisht 4.9% në periudhën afatmesme; dhe c) kursi i këmbimit të monedhës vendëse ndaj monedhës euro parashikohet të jetë në nivele të qëndrueshme, rezulton se:

Si rrjedhojë e Pandemisë COVID-19, e cila pasoi tërmetin e fortë që goditi Shqipërinë në nëntor të vitit 2019, vendi ka pësuar një tkurrje të madhe ekonomike, duke përmbysur trendin në rënie të borxhit në vitet e fundit dhe duke rritur borxhin publik në rreth 79.9 për qind të PBB-së i pritshëm për vitin 2020. Në periudhën afatmesme, niveli i borxhit të qeverisjes qendrore në raport me PBB-në do të vazhdojë të ndjekë trajektoren rënëse, duke qenë në linjë me objektivat makrofiskalë dhe në përputhje me rregullat fiskale në ligjin organik të buxhetit. Borxhi publik parashikohet të bjerë gradualisht në rreth 75.6 për qind në vitin 2023.

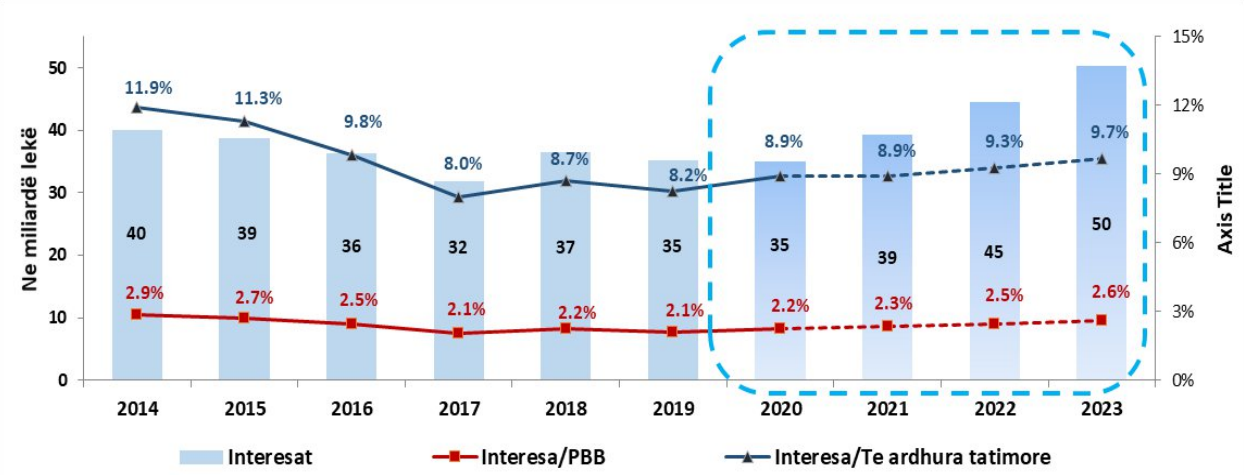
Niveli i borxhit në valutë në raport me totalin e borxhit të qeverisjes qendrore gjatë periudhës afatmesme pritet të shoqërohet me një rritje të lehtë në vite të caktuara, por duke qëndruar gjithnjë qartësisht nën kufirin strategjik prej 55%.

2.4.2 Shërbimi i borxhit shtetëror

Referuar parashikimeve në skenarin bazë, sipas të cilave: a) normat e interesit gjatë periudhës afatmesme do të qëndrojnë në nivele të krahasueshme me normat aktuale; dhe b) stoku i borxhit në terma bruto do të shoqërohet me rritje në përputhje me nevojat fiskale, rezulton se kostot e borxhit shtetëror[9] në vlerë absolute mund të shkojnë deri në rreth 50 miliardë lekë në fund të vitit 2023. Kostot e borxhit në terma relativë ndaj PBB-së dhe ndaj të ardhurave në buxhet pritet të rriten, kjo si pasojë e pandemisë COVID-19 e kombinuar me tërmetin e fortë që goditi Shqipërinë në nëntor të vitit 2019, duke sjellë rritje të borxhit publik në 79.9 për qind të PBB-së në vitin 2020. Pavarësisht vlerave në terma absolutë, kostot e borxhit në terma relativë ndaj PBB-së dhe ndaj të ardhurave në buxhet priten të jenë të qëndrueshme, duke mbajtur nën kontroll riskun fiskal dhe duke siguruar tërësisht aftësinë paguese të qeverisë.

Paraqitje grafike 2.4.2: Pritjet e shpenzimeve për interesa të borxhit shtetëror në terma absolutë dhe relativë ndaj PBB-së dhe të ardhurave tatimore (2014–2023)

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



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

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 makrofiskale dhe ato të treguesve të tregut do të paraqesin ndryshime. Sipas skenarit bazë, borxhi publik bruto parashikohet të bjerë gradualisht nga kulmi i rreth 79.9 për qind në vitin 2020 në rreth 75.6 për qind në vitin 2023.

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

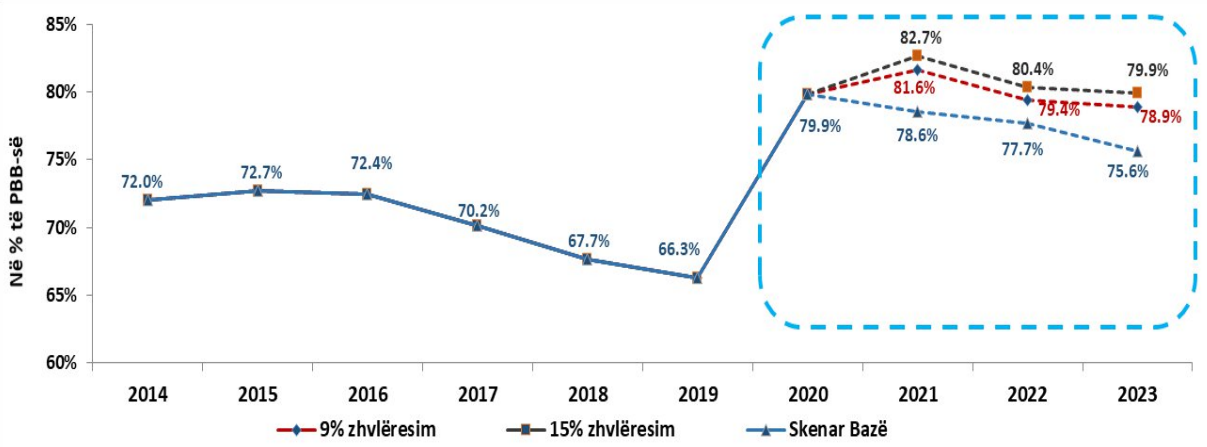
Nënçmimi i mundshëm i monedhës vendëse përtej pritshmërive, kundrejt monedhës euro ose monedhave të tjera që përbëjnë portofolin e borxhit të huaj, do të kishte ndikim mbi trajektoren e nivelit të borxhit, duke ngadalësuar ritmet e uljes së planifikuar. Përveç sa më sipër, nënçmimi i monedhës vendëse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

Më konkretisht, bazuar në të dhënat historike të kursit të këmbimit, një nënçmim i kursit të këmbimit të monedhës vendëse me 9%[10] ndaj të gjitha monedhave që përbëjnë portofolin e borxhit të jashtëm, duke filluar nga viti 2021, do e rriste nivelin e borxhit në raport me PBB-në maksimalisht me 3.3 pp dhe në të njëjtën kohë kostot e borxhit mesatarisht me rreth 1 miliard lek në vit. Në rastin e nënçmimit të monedhës vendëse me 15% ndaj të gjitha monedhave që përbëjnë portofolin e borxhit të jashtëm, efektet mbi nivelin e borxhit të qeverisjes qendrore në raport me PBB dhe koston e tij do të ishin më të moderuara, përkatësisht me rritje deri në 4.3 pp dhe rreth 1.9 miliardë lekë në vit.

Në grafikët e mëposhtëm paraqitet ndjeshmëria e nivelit të borxhit shtetëror dhe e kostos së së tij, si pasojë e goditjeve të kursit të këmbimit, përkatësisht 9% dhe 15%.

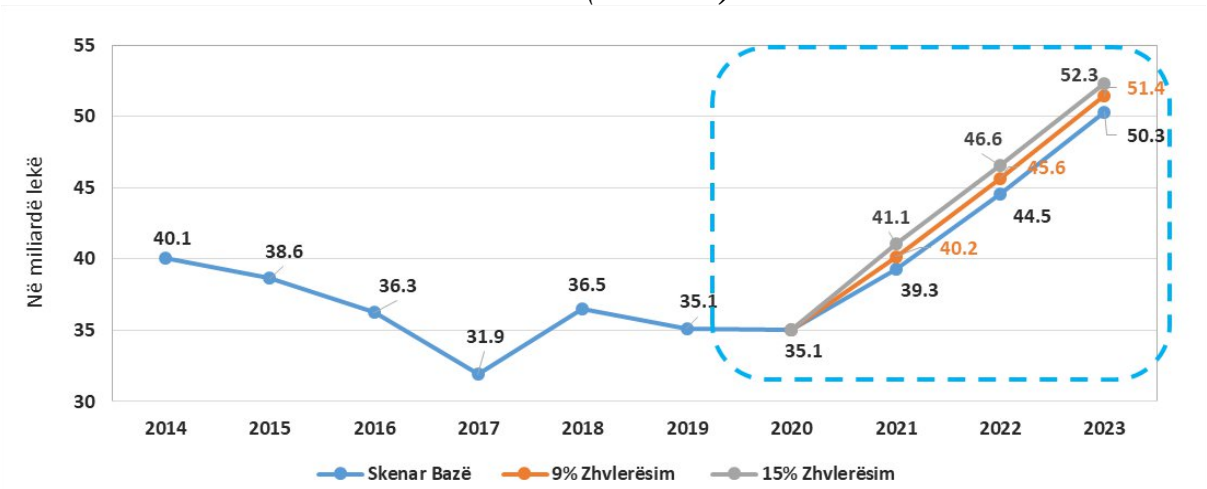
Paraqitje grafike 2.4.3(a): Ndjeshmëria e nivelit të borxhit të qeverisjes qendrore në raport me PBB-në ndaj goditjeve në kursin e këmbimit valutë/lek (2020–2023)

[10] I referohet normës nominale të kursit të këmbimit në 10 vitet e fundit.



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

Paraqitje grafike 2.4.3(b): Ndjeshmëria e kostos së borxhit shtetëror ndaj goditjeve të kursit të këmbimit valutë/lek (2020–2023)



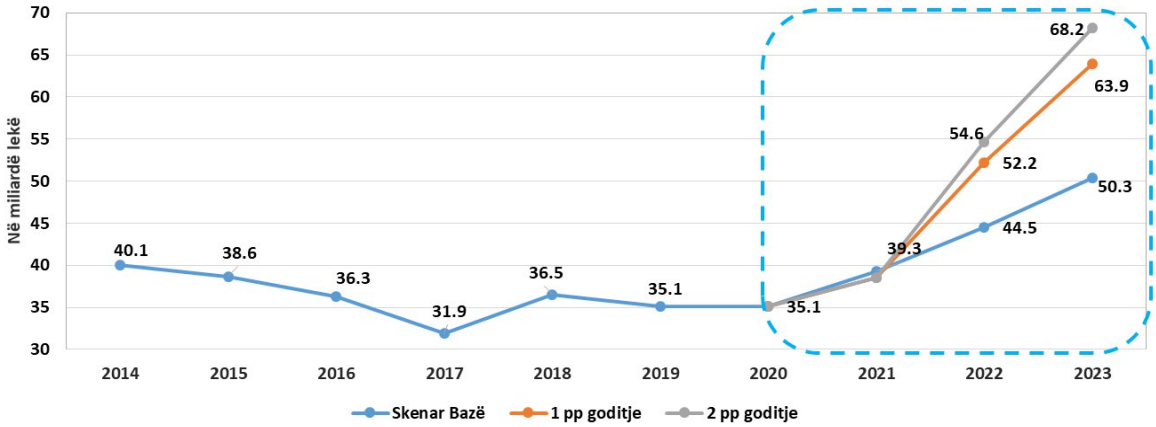
Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

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

Nga analiza e ndjeshmërisë rezulton, se një rritje e njëkohshme e normave të interesit në tregun vendës dhe atë të huaj me 1 pp[11] mbi normat e pritshme, duke filluar nga viti 2021, mund të rrisë shpenzimet për interesa deri në rreth 14 miliardë lekë në vitin 2023, ndërsa një rritje prej 2 pp do t'i rriste këto shpenzime deri në rreth 18 miliardë lekë kundrejt skenarit bazë, siç paraqitet në grafikun e mëposhtëm.

Paraqitje grafike 2.4.3(c): Ndjeshmëria e kostos së borxhit shtetëror ndaj goditjeve të normave të interesit në tregun vendës dhe të huaj (2020–2023)

[11]Norma e interesit rritet si diferencë ndërmjet normës reale mesatare të përdorur gjatë parashikimit dhe maksimumit të normës reale historike.



Burimi: Ministria e Financave dhe Ekonomisë (2020)

ANEKS I
STRATEGJITË ALTERNATIVE TË FINANCIMIT

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

1. Metodologjia e përdorur në analizën sasiore

1.1 Modeli i përdorur

Analiza sasiore (kosto/risk) e strategjive alternative të financimit është realizuar bazuar në përdorimin e modelit analitik për Strategjinë Afatmesme të Menaxhimit të Borxhit *(MTDS analytical tool)*, i konceptuar nga Banka Botërore dhe FMN-ja 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 *inpute*-ve që i injektohen modelit në secilën prej strategjive të analizuara. *Output*-i i modelit është vlerësimi i kostos dhe i riskut, përkatësisht për secilën prej strategjive të analizuara.

1.1.1 *Input*-et

Input-et kryesore të përdorura në model janë: i. flukset e borxhit (interesat dhe principali) ekzistues me parashikimin për fundin e vitit 2020; ii. treguesit makrofiskalë[12] (balanca primare, PBB, rezerva valutore, eksportet), të cilat orientojnë nevojat për financim të qeverisë dhe paraqesin raporte të caktuara të borxhit; iii. strategjitë alternative të financimit; dhe iv. treguesit e tregut, të tillë si normat e interesit dhe kursi i këmbimit.

Input-et për flukset e borxhit ekzistues injektohen në model, pasi paraprakisht grupohen sipas karakteristikave të riskut. Në rastin konkret, flukset e borxhit ekzistues janë grupuar në 13 grupe, përkatësisht 7 grupe për instrumentet në monedhë vendëse (borxhi i brendshëm) dhe 6 grupe për instrumentet në monedhë të huaj (borxhi i jashtëm).

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

1.1.2 *Output*-i

Output-i i modelit të përdorur konsiston në kuantifikimin e kostos dhe të riskut për secilën strategji të analizuar. Modeli ilustron rezultatet që ka secila nga strategjitë e marra në shqyrtim nën

[12] Treguesit makrofiskalë u referohen të dhënave të draftkuadrit makroekonomik dhe fiskal për periudhën 2022–2024.

efektin e skenarëve të treguesve të tregut, si edhe jep informacion për risqet që do të mbartë struktura e borxhit në fund të periudhës afatmesme për secilën nga strategjitë e konsideruara.

1.1.3 Skenarët

- Skenari bazë përcaktohet si skenari me probabilitetin më të lartë të ndodhisë (skenari më shumë i pritshëm) për secilën nga strategjitë dhe përdoret për të përcaktuar kostot (borxhi/PBB, interesa/PBB etj.).

- Skenarët e stresit, përcaktohen si skenarë alternativë dhe krijohen nga goditjet që aplikohen mbi treguesit e tregut (normat e interesit dhe kursin e këmbimit).

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

Teorikisht mund të aplikohet një pafundësi skenarësh stresi, ndërkohë që në rastin konkret janë aplikuar dy skenarë stresi për normat e interesit dhe dy skenarë stresi për kursin e këmbimit.

1.1.4 Kohështrirja

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

2. Strategjitë alternative

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

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

2.1 Strategjia 1 (alternative)

Supozimet bazë

Kjo strategji është strategjia aktuale e zbatuar, e cila nuk diferencon shumë me strategjinë bazë të përzgjedhur.

- Financimi i brendshëm, në terma bruto, do të plotësojë rreth 80% të nevojave për huamarrje. Nëpërmjet këtij financimi do të mundësohet rifinancimi i titujve ekzistues që maturohen dhe mbulimi i pjesshëm i deficitit buxhetor, duke qenë në përputhje me kapacitetet e tregut. I gjithë financimi i brendshëm planifikohet të realizohet nëpërmjet burimeve private, ku si instrumente huaje do të përdoren titujt shtetërorë.

Mesatarisht rreth 63% e huamarrjes së brendshme planifikohet të realizohet nëpërmjet titujve afatshkurtër dhe do të shërbejë kryesisht për të rifinancuar maturimin e titujve ekzistues, për të menaxhuar likuiditetin afatshkurtër dhe për të përmirësuar strukturën vjetore të maturimeve.

Pjesa e mbetur e huamarrjes së brendshme (mesatarisht rreth 37%) do të sigurohet nëpërmjet titujve afatgjatë, karakteristikat e të cilëve do të vlerësohen vit pas viti në varësi të realizimit të objektivave strategjikë, kushteve të tregut dhe preferencave të kërkesës.

- Financimi huaj, në terma bruto do të plotësojë deri në 20% të nevojave për huamarrje. Nëpërmjet këtij financimi do të synohet të plotësohet pjesa e mbetur e deficitit buxhetor dhe të plotësohen kërkesat në rritje për financim. Burimet kryesore të financimit të huaj planifikohen të jenë burimet me natyrë shumëpalëshe, dypalëshe dhe private.

Pjesa më e madhe e financimit të huaj planifikohet të realizohet nëpërmjet kredive me terma të butë nga burimet me natyrë shumëpalëshe dhe dypalëshe, si dhe kreditë në formën e mbështetjes buxhetore. Këto kredi kryesisht do të financojnë projektet me natyrë zhvillimore dhe do të mbështesin buxhetin për nevojat në rritje për financim dhe për reformat e ndërmarra nga qeveria.

- Pjesa e mbetur e financimit të huaj planifikohet të realizohet nëpërmjet burimeve private, ku si instrument huaje planifikohet të përdoret eurobondi, duke mos përjashtuar instrumentet e tjera financiare të tregjeve të kapitalit mbi baza oportuniste.

Çfarë pritet të përmbushë strategjia

Implementimi i strategjisë 1, në linjë me indikacionet e mësipërme, do të rezultonte në:

- përmbushjen e nevojave për financim, në përputhje me projeksionet e Draftkuadrit makroekonomik dhe fiskal, 2022–2024;
- mbajtjen nën kontroll të riskut të kursit të këmbimit, në përputhje me objektivin strategjik për të ruajtur nivelin e borxhit në valutë brenda kufijve indikativë;
- sigurimin e burimeve të nevojshme në valutë për të shërbyer detyrimet e borxhit të huaj;
- raport kosto/risk relativisht më të favorshëm krahasuar me strategjitë e tjera alternative, për shkak të mirdiversifikimit të burimeve të financimit;
- mbajtjen e nivelit të huamarrjes së brendshme brenda kapaciteteve që disponon tregu i brendshëm, duke i dhënë hapësirë kreditimit të sektorit privat.

Risqet

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

2.2 Strategjia 2 (bazë)

Supozimet bazë

- Nevojat për financim në periudhën afatmesme janë projektuar në përputhje me bilancin primar të përcaktuar në Draftkuadrin makroekonomik dhe fiskal, 2022-2024.
- Tregu i brendshëm i titujve shtetërorë dhe tregu i jashtëm i kapitaleve supozohet të jenë të qëndrueshëm, duke i mundësuar Republikës së Shqipërisë në periudhën afatmesme akses për huamarrje nëpërmjet burimeve private të financimit qoftë në tregun e brendshëm ashtu edhe atë të jashtëm.
- Normat e interesit supozohet të jenë në nivele të krahasueshme me normat aktuale.

Financimi

- Financimi i brendshëm, në terma bruto, do të plotësojë rreth 80% të nevojave për huamarrje. Nëpërmjet këtij financimi do të mundësohet rifinancimi i titujve ekzistues që maturohen dhe mbulimi i pjesshëm i deficitit buxhetor, duke qenë në përputhje me kapacitetet e tregut. I gjithë financimi i brendshëm planifikohet të realizohet nëpërmjet burimeve private, ku si instrumente huaje do të përdoren titujt shtetërorë.

Mesatarisht rreth 60% e huamarrjes së brendshme planifikohet të realizohet nëpërmjet titujve afatshkurtër dhe do të shërbejë kryesisht për të rifinancuar maturimin e titujve ekzistues, për të menaxhuar likuiditetin afatshkurtër dhe për të përmirësuar strukturën vjetore të maturimeve.

Pjesa e mbetur e huamarrjes së brendshme (mesatarisht rreth 40%) do të sigurohet nëpërmjet titujve afatgjatë, karakteristikat e të cilëve do të vlerësohen vit pas viti në varësi të realizimit të objektivave strategjikë, kushteve të tregut dhe preferencave të kërkesës.

Në strategjinë bazë, rëndësi do t'i jepet zhvillimit të mëtejshëm të projektit *market maker* për obligacionet 3- dhe 5-vjeçare referencë, duke qenë se rezultatet e këtij projekti kanë treguar se ka pasur rritje të volumit të tregtimit të këtij titulli në tregun sekondar dhe për më tepër edhe rritje të volumit të titujve me maturitet të mbetur 5 vjet.

Gjithashtu, në këtë strategji do të synohet reduktimi gradual i peshës së instrumenteve afatshkurtra dhe rritja e peshës së instrumenteve afatgjata në portofol.

- Financimi i huaj, në terma bruto, do të plotësojë deri në 20% të nevojave për huamarrje. Nëpërmjet këtij financimi do të synohet të plotësohet pjesa e mbetur e deficitit buxhetor, të plotësohen kërkesat në rritje për financim, në kuadër të rimëkëmbjes së vendit nga dy fatkeqësitë natyrore: tërmeti i nëntorit 2019 dhe përhapja e pandemisë COVID-19, si edhe të mundësohet menaxhimi i detyrimeve të borxhit në valutë. Burimet kryesore të financimit të huaj planifikohen të jenë burimet me natyrë shumëpalëshe, dypalëshe dhe private.

Pjesa më e madhe e financimit të huaj planifikohet të realizohet nëpërmjet kredive me terma të butë nga burimet me natyrë shumëpalëshe dhe dypalëshe, si dhe kreditë në formën e mbështetjes buxhetore. Këto kredi kryesisht do të financojnë projektet me natyrë zhvillimore dhe do të mbështesin buxhetin për nevojat në rritje për financim dhe për reformat e ndërmarra nga qeveria.

- Pjesa e mbetur e financimit të huaj planifikohet të realizohet nëpërmjet burimeve private, ku si instrument huaje planifikohet të përdoret eurobondi, duke mos përjashtuar instrumentet e tjera financiare të tregjeve të kapitalit mbi baza oportuniste. Huamarrja nëpërmjet këtyre burimeve do të përdoret kryesisht për të menaxhuar detyrimet e borxhit në valutë, duke përfshirë këtu rifinancimin e eurobondit që maturohet në vitin 2025.

Çfarë pritet të përmbushë strategjia

Implementimi i strategjisë 2 në linjë me indikacionet e mësipërme do të rezultonte, në:

- përmbushjen e nevojave për financim të rritura të qeverisë qendrore, në përputhje me projeksionet e Draftkuadrit makroekonomik dhe fiskal, 2022–2024, në kuadër të rimëkëmbjes nga dy fatkeqësitë natyrore: tërmeti i nëntorit 2019 dhe përhapja e pandemisë COVID-19;
- reduktimin e riskut të rifinancimit dhe të riskut të normave të interesit të borxhit të brendshëm shtetëror, në përputhje me objektivat strategjikë;
- krijimin e hapësirës së nevojshme për zhvillimin e mëtejshëm të tregut primar të titujve shtetërorë;
- mbajtjen nën kontroll të riskut të kursit të këmbimit, në përputhje me objektivin strategjik për të ruajtur nivelin e borxhit në valutë brenda kufijve indikativë;
- sigurimin e burimeve të nevojshme në valutë për të shërbyer detyrimet e borxhit të huaj;
- raportin kosto/risk relativisht më të favorshëm krahasuar me strategjitë e tjera alternative, për shkak të mirëdiversifikimit të burimeve të financimit;
- mbajtjen e nivelit të huamarrjes së brendshme brenda kapaciteteve që disponon tregu i brendshëm, duke i dhënë hapësirë kreditimit të sektorit privat.

Risqet

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

2.3 Strategjia 3 (alternative)

Supozimet bazë

Kjo strategji supozon materializimin e risqeve sistemike në tregun e brendshëm[13], duke e ulur aftësinë e qeverisë për të marrë hua në tregun e brendshëm, si edhe duke rritur kostot e huamarrjes së brendshme. Në këto kushte, në periudhën 2021–2023, financimi i huaj nëpërmjet burimeve me terma tregtarë do të rritej, duke tejkaluar ndjeshëm kufijtë referencë.

Financimi

- Financimi nëpërmjet burimeve të brendshme (në terma bruto rreth 75%) do të mundësojë rifinancimin e pjesshëm të titujve ekzistues që maturohen, duke krijuar një hendek financimi në tregun e brendshëm.
- Financimi i huaj (25%), përveç burimeve të planifikuara që do të financojnë projektet dhe mbështesin reformat, do të plotësohet me emetimin vit pas viti të instrumenteve financiare në tregjet ndërkombëtare për të mundësuar: 1. plotësimin e hendekut të krijuar në tregun e brendshëm; 2. shërbimin e detyrimeve të borxhit në valutë; si edhe 3. menaxhimin e nevojave për likuiditet në periudhën afatmesme.

Avantazhet

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

Risqet

- Ka kosto relativisht të larta të imponuara nga kufizimi i kërkesës në tregun e brendshëm, si edhe nga primet e riskut që mund të perceptohen nga investitorët e huaj.
- Rrit ndjeshëm varësinë e financimit nga tregjet e huaja, si edhe rrit ekspozimin ndaj riskut të rifinancimit dhe riskut të normave të interesit në portofolin e borxhit të huaj.

[13] P.sh., një krizë e një ose disa bankave të cilat zotërojnë një pjesë të konsiderueshme të titujve shtetërorë.

- Ul aftësinë për të vijuar me procesin e ristrukturimit të portofolit të borxhit të brendshëm dhe realizimin e objektivave strategjikë, në kuadër të reduktimit të riskut të rifinancimit dhe riskut të normave të interesit.

- Rrit nivelin e borxhit në valutë dhe ekspozimin ndaj riskut të kursit të këmbimit përtej kufijve strategjikë, duke rrezikuar qëndrueshmërinë e borxhit publik në periudhën afatgjatë.

2.4 Strategjia 4 (alternative)

Supozimet bazë

Kjo strategji supozon materializimin e risqeve sistemike të tregjeve ndërkombëtare të kapitalit, duke kufizuar dhe shtrenjtuar sigurimin e financimit nëpërmjet burimeve të huaja. Në këto kushte, financimi në periudhën 2021–2023, në dallim nga strategjia 2 (bazë) do të mbështetej në burimet e brendshme, duke tejkaluar ndjeshëm kapacitetet e tregut të brendshëm.

Financimi

- Financimi nëpërmjet burimeve të brendshme (rreth 90% e financimit në terma bruto) do të mundësojë rifinancimin e titujve ekzistues që maturohen dhe do të financojë për periudhën 2021–2023 ndjeshëm mbi kapacitetin optimal të tregut.

- Financimi i huaj do të mbështetet te burimet shumëpalëshe dhe dypalëshe të planifikuara, të cilat do të financojnë projektet dhe mbështesin reformat e qeverisë dhe nuk do të ketë instrumente të tregjeve ndërkombëtare të kapitalit.

Avantazhet

- Ka një ekspozim më të ulët ndaj riskut të kursit të këmbimit krahasuar me strategjinë 2 (bazë).

Risqet

- Rrit ndjeshëm ekspozimin ndaj riskut të rifinancimit, riskut të likuiditetit, riskut të normave të interesit, si edhe risqeve sistemike të tregut të brendshëm, duke ndikuar negativisht në realizimin e objektivave strategjikë për përmirësimin e strukturës së borxhit të brendshëm.

- Niveli i lartë i huamarrjes në tregun e brendshëm do të ushtrojë presion rritës mbi normat e interesit të titujve shtetërorë. Në periudhën afatmesme kjo strategji tenton të bëhet më e kushtueshme, për shkak të primeve që burojnë nga niveli në rritje i risqeve në portofolin e borxhit të brendshëm.

- Nuk krijon burime të mjaftueshme në valutë për të shërbyer detyrimet e borxhit të huaj.

- Rrit ndërhyrjen e shtetit në tregun e këmbimit valutor, duke qenë se të hyrat në valutë nëpërmjet huamarrjes së huaj janë të kufizuara.

- Akumulon burimet e brendshme të financimit duke kufizuar kreditimin e sektorit privat.

ANEKS II
AKRONIME DHE FJALOR TEKNIK

AMF	Autoriteti i Mbikëqyrjes Financiare
ASPA	*Albanian School of Public Administration* (Shkolla Shqiptare e Administratës Publike)
BB	Banka Botërore
BE	Bashkimi Evropian
BKT	Banka Kombëtare Tregtare
BQE	Banka Qendrore Evropiane
BSH	Banka e Shqipërisë
EUR	Monedha e Bashkimit Evropian
FMN	Fondi Monetar Ndërkombëtar
INSTAT	Instituti i Statistikave
KMM	Koha mesatare në maturim
KMR	Koha mesatare në rivlerësim

LEKË	Monedha vendëse
NPL	*Non Performing Loans* (kredi me probleme)
PBB	Prodhimi i brendshëm bruto
PBG	*Policy Based Guarantee* (garanci e bazuar në politika)
PB	Pikë bazë
PP	Pikë përqindjeje
SAMB	Strategjia afatmesme e menaxhimit të borxhit
USD	Monedha kombëtare e Shteteve të Bashkuara të Amerikës
YEN	Monedha kombëtare e Japonisë
YMP	*Yield*-i mesatar i ponderuar

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

"Borxh", referuar si "borxh total" ose "totali i detyrimeve të borxhit", konsiston në të gjitha detyrimet që janë instrumente borxhi.

"Borxh afatgjatë", borxh me afat maturimi më të lartë se një vit.

"Borxh i brendshëm", detyrimet e borxhit të rezidentëve të një vendi ndaj rezidentëve të po atij vendi.

"Borxh i jashtëm", detyrimet e borxhit të rezidentëve të një vendi ndaj jorezidentëve.

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

"Buyback" është forma e ndërsjellë e emetimit të titujve shtetërorë, e cila mundëson maturimin e parakohshëm të një titull shtetëror.

"Disbursim", transaksioni i vënies në dispozicion të burimeve financiare.

"Eurobond", një obligacion (titull financiar) me afat maturimi më shumë se një vit i 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 favorshëm se ato të tregut.

"Kreditor shumëpalësh", tipi i kreditorëve që përfshinë institucionet financiare, si Banka Botërore, FMN etj.

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

"KMM", tregues i riskut të rifinancimit për borxhin. KMM-ja është periudha mesatare e shprehur në ditë ose në vite, që i duhet portofolit të borxhit për t'u maturuar. Sa më larg në kohë të jetë e projektuar data e maturimit të një instrumenti, aq më i ulët është risku i rifinancimit dhe aq më e lartë është vlera e këtij treguesi. KMM-ja për instrumentet financiare të borxhit përllogaritet sipas formulës së mëposhtme:

$$\text{KMM} = \frac{\sum_{t \in T} t\, Nt}{\sum_{t \in T} Nt}$$

Nga ku:

t – data e maturimit;

T – bashkësia e të gjitha datave të maturimit;

Nt – vlera nominale që do të paguhet në datën t.

"KMR", tregues i riskut të normave të interesit për borxhin. Jep informacion lidhur me ekspozimin e portofolit të borxhit kundrejt ndryshimit të normave të interesit. KMR-ja interpretohet si koha mesatare (në vjet) që i duhet portofolit të borxhit për të ripërcaktuar normën e interesit. Sa më e madhe të jetë sasia e instrumenteve afatshkurtra dhe sasia e instrumenteve me norma interesi të ndryshueshëm në portofolin e borxhit, aq më i madh është

risku i normave të interesit dhe aq më i vogël ky tregues dhe anasjelltas. KMR-ja për instrumentet financiarë të borxhit përllogaritet sipas formulës së mëposhtme:

$$\text{KMR} = \frac{\sum_{r \in R} r\,Nr + \sum_{t \in T} t\,Nt}{\sum_{r \in R} Nr + \sum_{t \in T} Nt}$$

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;

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

Nt – 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.

"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 ankandeve dhe gjendjen e likuiditetit.

"Risku i kursit të këmbimit" i referohet ndikimit të lëvizjes së kursit të këmbimit të një monedhe, mbi nivelin e borxhit dhe shërbimin e tij në një masë të caktuar mbi pritshmëritë. P.sh.: "Mbiçmimi ose nënçmimi i monedhës vendëse 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 vendëse)".

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

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

"Risku operacional", risku që ka të bëjë me rritjen e kostos së menaxhimit të borxhit ose me rritjen e nivelit të risqeve të tjera, si rezultat i gabimeve njerëzore, dëmtimit të pajisjeve elektronike, dëmeve natyrore etj. Risku operacional është një risk relativisht i vështirë për t'u matur dhe për t'u vlerësuar. Ulja e ekspozimit të riskut operacional mund të arrihet nëpërmjet integrimit të procedurave të menaxhimit të borxhit në një strukturë organizative, duke pasur strukturën, infrastrukturën dhe procedurat të drejtuara nga aktivitete operacionale eficiente për menaxhimin e administratës shtetërore dhe tregjeve financiare.

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

"Stoku i borxhit", balanca e principalit të borxhit në një moment të dhënë të kohës.

"Shërbim borxhi", pagesat e principalit dhe e interesit, në përputhje me termat e përcaktuar në marrëveshje.

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

"Tregu primar" është hapësira fizike ose funksionale në të cilin shteti shqiptar emeton për herë të parë titujt.

"Tregu sekondar" është hapësira fizike ose funksionale ku kryhen transaksionet me titujt, pasi janë emetuar në tregun primar.

"Tituj afatmesëm" u referohet titujve të borxhit shtetërorë me afat maturimi nga 2 deri në 5 vjet.

"Tituj afatgjatë" u referohet titujve të borxhit shtetërorë me afat maturimi mbi 5 vjet.

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

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

"Tituj shtetërorë" janë bonot e thesarit dhe obligacionet shtetërore të emetuara nga Ministria e Financave dhe Ekonomisë, në përputhje me ligjin nr. 9665, datë 18.12.2006, "Për huamarrjen shtetërore, borxhin shtetëror dhe garancitë shtetërore të huas në Republikën e Shqipërisë", të ndryshuar; ligjin nr. 9879, datë 21.2.2008, "Për titujt", si edhe aktet nënligjore.

ANEKS III
INFORMACIONE SHTESË

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 huas në Republikën e Shqipërisë", i ndryshuar me ligjin nr. 181/2014, datë 24.12.2014;
- ligji nr. 9936, datë 26.6.2008, "Për menaxhimin e sistemit buxhetor në Republikën e Shqipërisë", i ndryshuar me ligjin nr. 114/2012, datë 7.12.2012 dhe me ligjin nr. 57/2016, datë 2.6.2016;
- ligji nr. 9869, datë 4.2.2008, "Për huamarrjen e qeverisjes vendore", i ndryshuar me ligjin nr. 68/2017, datë 27.4.2017;
- ligji nr. 43/2016, datë 21.4.2016, "Për marrëveshjet ndërkombëtare në Republikën e Shqipërisë";
- ligji nr. 8269, datë 23.12.1997, "Për Bankën e Shqipërisë", i ndryshuar;
- ligji vjetor i buxhetit;
- vendimi i Këshillit të Ministrave nr. 775, datë 24.9.2010, "Për administrimin e financimeve të huaja në Republikën e Shqipërisë";
- udhëzimi i ministrit të Financave nr. 22, datë 5.10.2011, "Për publikimin e të dhënave të borxhit të qeverisjes së përgjithshme dhe hartimin e raportit të tij";
- udhëzimi i ministrit të Financave nr. 30, datë 26.12.2013, "Për emetimin nga qeveria e Republikës së Shqipërisë, të bonove të thesarit në formë regjistrimi";
- udhëzimi i ministrit të Financave nr. 31, datë 26.12.2013, "Për emetimin nga qeveria e Republikës së Shqipërisë, të obligacioneve në formë regjistrimi", i shtuar me udhëzimin e ministrit të Financave dhe Ekonomisë nr. 21, datë 22.6.2018;

- udhëzimi i ministrit të Financave nr. 35, datë 5.11.2008, "Për zbatimin e ligjit nr. 9869, datë 4.2.2008, "Për huamarrjen e qeverisjes vendore"";

- udhëzimi i ministrit te Financave nr. 36, datë 10.8.2009, "Për hartimin e regjistrit të borxhit shtetëror dhe garancive shtetërore të huas";

- marrëveshja ndërmjet Bankës së Shqipërisë dhe Ministrisë së Financave dhe Ekonomisë, datë 20.1.2015, "Për organizimin e ankandeve të titujve të shtetit shqiptar, shlyerjen e veprimeve dhe mbajtjen e regjistrit të këtyre titujve", e ndryshuar më datë 6.7.2018 (BSH - nr. 3632 prot., MFE - nr. 12981 prot.).

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

- Buletini i borxhit publik:
http://www.financa.gov.al/al/raportime/borxhi/treguesit-e-borxhit

- Regjistri i emetimeve të borxhit publik:
http://www.financa.gov.al/al/raportime/borxhi/regjistri-i-borxhit

- Informacion mbi ankandet e emetimit të titujve shtetërorë të qeverisë:
http://www.financa.gov.al/al/raportime/borxhi/ankandet-e-emetimit-te-letrave-me-vlere-te-qeverise