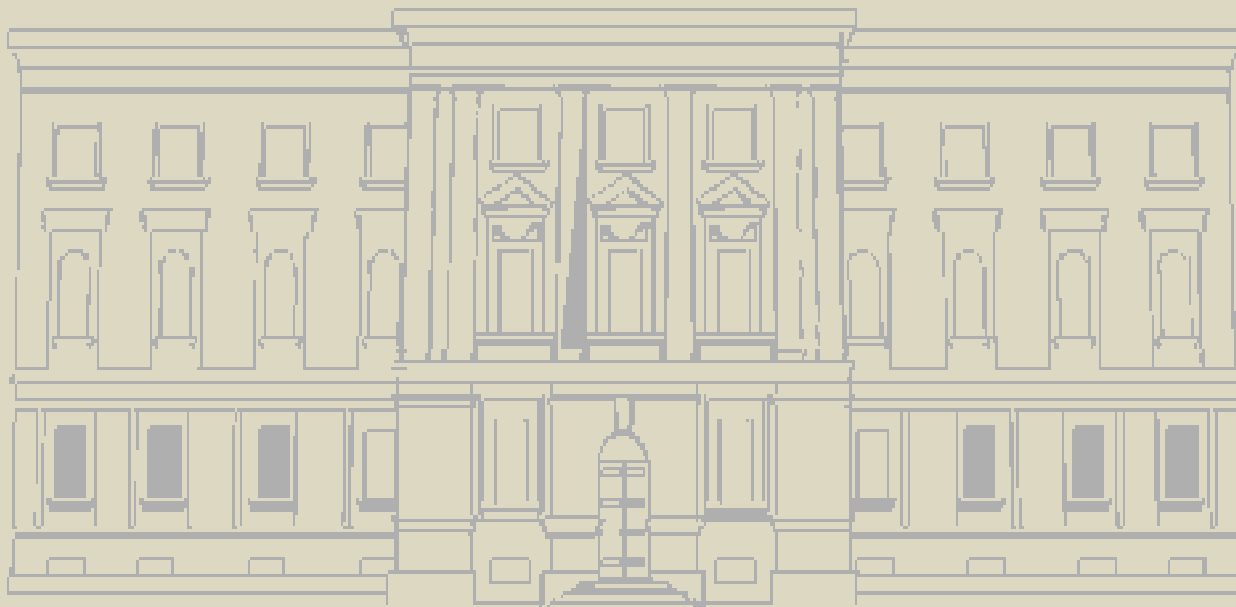


# **MINISTRIA E FINANCAVE**

**DREJTORIA E DREJTIMIT TË BORXHIT PUBLIK**  
**Sektori i Statistikave Financiare dhe Analizave**



---

## **STRATEGJIA AFATMESME**

**E**

## **MENAXHIMIT TË BORXHIT PUBLIK**

---

**2015-2017**

## Përmbajtja

1	Parathënie.....	6
2	Objektivat e Menaxhimit të Borxhit.....	7
2.1	Qëllimi i Strategjisë Afatmesme të Menaxhimit të Borxhit.....	7
3	Zhvillimet e Borxhit Publik.....	8
3.1	Ecuria e stokut të borxhit dhe realizimi i huamarrjes.....	8
3.2	Kompozimi i portofolit të borxhit.....	10
3.2.1	Borxhi i brendshëm.....	10
3.2.2	Analiza e treguesve të riskut.....	13
3.2.3	Borxhi i jashtëm.....	15
4	Objektivat dhe supozimet e Strategjisë Afatmesme 2015-2017.....	17
4.1	Objektivat dhe udhëzime lidhur me huamarrjen.....	17
4.2	Objektivat në kuadër të mbajtjes nën kontroll të risqeve.....	17
4.2.1	Risku i ri-financimit.....	17
4.2.2	Risku i normave të interesit.....	18
4.2.3	Risku i kursit të këmbimit.....	18
4.2.4	Risku i likuiditetit.....	18
4.2.5	Risku operacional.....	18
4.3	Instrumentet e vlerësuara për të implementuar Strategjinë.....	19
4.4	Kompozimi i Strategjive.....	20
4.4.1	Strategjia Bazë.....	20
4.4.2	Strategjitë Alternative.....	21
4.4.3	Supozimet makroekonomike.....	21
4.5	Analiza kosto/risk dhe përzgjedhja e strategjisë bazë.....	22
4.5.1	Avantazhet e Strategjisë Bazë.....	23
4.5.2	Analiza e ndjeshmërisë ndaj risqeve.....	24
4.5.3	Qëndrueshmëria e borxhit në Periudhën Afatmesme.....	27
4.5.4	Parashikimi i treguesve të riskut.....	29
6	Konkluzione.....	

## **Akronime**

<b>ALL</b>	Monedha vendase (LEK)
<b>BB</b>	Banka Botërore
<b>BE</b>	Bashkimi Evropian
<b>BKT</b>	Banka Kombëtare Tregtare
<b>BQE</b>	Banka Qendrore Evropiane
<b>BSH</b>	Banka e Shqipërisë
<b>EUR</b>	Monedha e Bashkimit Evropian
<b>FMN</b>	Fondi Monetar Ndërkombëtar
<b>KMM</b>	Koha Mesatare në Maturim
<b>KMR</b>	Koha Mesatare në Rifiksim
<b>NPL</b>	Non Performing Loans (Kredi me performancë jo të mirë)
<b>PBB</b>	Prodhimi i Brendshëm Bruto
<b>PBG</b>	Policy Based Guarantee
<b>pb</b>	Pikë bazë
<b>pp</b>	Pikë përqindje
<b>SAMB</b>	Strategjia Afatmesme e Menaxhimit të Borxhit
<b>USD</b>	Monedha kombëtare e Shteteve të Bashkuara të Amerikës
<b>YEN</b>	Monedha kombëtare e Japonisë
<b>YMP</b>	Yieldi Mesatar i Ponderuar

## Fjalor teknik

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

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

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

Nga ku:

$t$  – data e maturimit;

$T$  – bashkësia e të gjitha datave të maturimit;

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

**KMR** (*Koha mesatare në rifiksion*) – Tregues i riskut të normave të interesit për borxhin. Jep informacion lidhur me ekspozimin e portofolit të borxhit kundrejt ndryshimit të normave të interesit. KMR interpretohet si koha mesatare (në vite) që i duhet portofolit të borxhit për të ripërcaktuar normën e interesit. Sa më e madhe të jetë sasia e instrumenteve afatshkurtër dhe sasia e instrumenteve me norma interesi të ndryshueshëm në portofolin e borxhit, aq më i madh është risku i normave të interesit dhe aq më i vogël ky tregues dhe anasjelltas. Ky tregues u prezantua për herë të parë në vitin 2005 për të zëvendësuar duration, i cili është një indikator që jep informacion për riskun e ri-financimit dhe të normave të interesit në të njëjtën kohë. KMR për instrumentet financiarë të borxhit përllogaritet sipas formulës së mëposhtme:

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

Nga ku:

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

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

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

$N_t$  – vlera nominale e instrumentit me norma interesi fiks;

$R$  – bashkësia e të gjitha datave të maturimit për instrumente me norma interesi të lëvizshme;

$T$  – bashkësia e të gjitha datave të maturimit për instrumente me norma interesi fiks.

**PBG** (*Policy base guarantee*) – Është një garanci e cila emtohet nga Banka Botërore dhe garanton pjesërisht një hua që planifikon të marrë shteti Shqiptar me qëllim mundësimin e një kostoje më të favorshme se tregu.

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

**Risku i kreditit** – Risku që njëra nga palët që është pjesë e një transaksioni do të dështojë në përmbushjen e plotë ose të pjesshme të detyrimeve. Në këndvështrimin e menaxhimit të borxhit

një risk i tillë zakonisht është prezent gjatë transaksioneve SWAP, kur shteti është mbajtës i instrumenteve financiarë ose kur ka depozita në bankat e nivelit të dytë.

**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.

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

**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 të ndryshueshme në të ardhmen.

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

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

**Transaksion SWAP** – Marrëveshje shkëmbimi ndërmjet dy palëve, të cilat bien dakord që të shkëmbejnë flukset monetare të një instrumenti (fiks) me flukset monetare të një instrumenti tjetër me terma dhe kushte të përcaktuara në avancë. SWAP përfshihet në grupin e instrumenteve të quajtura derivativë financiarë.

**Tregu primar** – Tregu në të cilin emetohen për herë të parë instrumentet financiarë shtetërorë.

## 1 Parathënie

Strategjia Afatmesme e Menaxhimit të Borxhit (SAMB) orienton planet e Qeverisë për financimin e borxhit në vitet e ardhshme; në rastin konkret për periudhën 2015-2017. Objektivi kyç i strategjisë është që të sigurojë realizimin e nevojave të Qeverisë për financim, si edhe nevojat për të shërbyer borxhin aktual me koston më ulët të mundshme kundrejt një shkalle të pranueshme risku. Gjithashtu, strategjia synon ruajtjen dhe zhvillimin e mëtejshëm të tregut primar dhe sekondar të instrumenteve financiarë shtetërorë.

Strategjia prezanton objektivat strategjike afatmesëm të menaxhimit të borxhit dhe instrumentet që duhen përdorur për ta implementuar, duke marrë në konsideratë zhvillimin makroekonomik dhe financiarë të tregjeve.

Në linjë me dispozitat ligjore në fuqi dhe me qëllim rritjen e transparencës dhe parashikueshmërisë, Strategjia e Menaxhimit të Borxhit përditësohet dhe publikohet çdo vit nga Ministria e Financave së bashku me objektivat e saj afatmesme dhe detajet lidhur me planin e financimit të vitit korrent.

Strategjia e Menaxhimit të Borxhit Publik 2015-2017 është kryesisht një vazhdimësi e strategjisë paraardhëse 2014-2016.

Një menaxhim i kujdesshëm dhe eficient i borxhit duhet të marrë në konsideratë profilin e maturimeve të instrumenteve të borxhit, si edhe faktorët e riskut me qëllim që të kontribuojë në qëndrueshmërinë e buxhetit dhe kuadrit makroekonomik.

Gjithashtu, implementimi i një strategjie të mirëfilltë kërkon kordinim me politikat makro-fiskale, politikat monetare, si edhe dialog ndër-institucional me institucionet qeveritare, të cilat kanë role mbikëqyrëse.

Konsolidimi fiskal gjatë periudhës afatmesme 2015-2017 do të ishte një faktor shumë i rëndësishëm, për sa i përket realizimit me sukses të objektivave të kësaj strategjie.

SAMB (2015-2017) është në linjë me kuadrin makro-fiskal 2015-2018 duke marrë në konsideratë të ardhurat dhe shpenzimet e projektura për këtë periudhë dhe angazhimet ndaj marrëveshjeve me partnerët ndërkombëtarë (FMN, BB, BE).

Në vitet në vijim SAMB, së bashku me reformat e tjera që janë ndërmarrë dhe do të ndërmerren nga Qeveria, do të kontribuojë në realizimin e objektivit kryesor të Qeverisë për reduktimin e nivelit të borxhit nën 60% në raport me PBB deri në fund të vitit 2019. Gjithashtu, SAMB nëpërmjet strategjive të financimit, do të synojë përmirësimin e strukturës së borxhit, indikatorëve të riskut, si edhe rritjen e qëndrueshmërisë së borxhit. Kjo do të mund të realizohet duke i dhënë frymëmarrje tregut vendas nëpërmjet shfrytëzimit të oportuniteteve që ofrojnë tregjet e huaja. Në këtë kontekst, gjatë vitit 2015 do të synohet që financimi të plotësohet në tregjet e huaja nëpërmjet instrumenteve me afat të gjatë maturimi, duke i dhënë mundësi sektorit bankar të ristrukturojë portofolin në kuadër të uljes së ekspozimit ndaj borxhit sovran dhe në të njëjtën kohë të zgjatet maturiteti i borxhit. Gjithashtu, do të menaxhohet që në tregun e brendshëm çdo vit të emetohen shuma të konsiderueshme kryesisht drejt instrumenteve financiarë afatgjatë me qëllim krijimin e benchmarkeve dhe tregtimin e tyre edhe në tregjet sekondare.

SAMB për periudhën 2015-2017 krahas Strategjisë Bazë, ka hartuar edhe tre strategji alternative me qëllim marrjen në konsideratë të çdo eventualiteti të mundshëm, kryesisht në tregjet ndërkombëtare.

## **2 Objektivat e Menaxhimit të Borxhit**

Objektivat e përgjithshme të menaxhimit të borxhit të Qeverisë janë si më poshtë:

1. Gjatë periudhës afatmesme dhe afatgjatë të sigurojë nevojat për financim dhe obligimet e tjera financiare me koston më të ulët të mundshme kundrejt një shkalle risku të pranueshëm.
2. Të krijojë një profil të qëndrueshëm të shërbimit të borxhit, në përputhje me kapacitet shlyese të Qeverisë.
3. Të promovojë dhe të zhvillojë tregun primar dhe sekondar të instrumenteve financiarë shtetërorë.
4. Të zgjerojë bazën e investitorëve dhe të diversifikojë burimet e financimit.

### **2.1 Qëllimi i SAMB**

Qëllimi i SAMB është që të formulojë një politikë të qartë të menaxhimit të borxhit, të paraqesë objektiva sasiorë dhe gjithashtu të zhvillojë mjete analitike për të identifikuar, monitoruar dhe zbutur risqet e portofolit.

SAMB ofron një kuadër politikash për ndërmarrjen e operacioneve të menaxhimit të detyrimeve me qëllim minimizimin e koston së shërbimit të borxhit kundrejt një shkalle të pranueshme risku.

### 3 Zhvillimet e Borxhit Publik

#### 3.1 Ecuria e stokut të borxhit dhe realizimi i huamarrjes

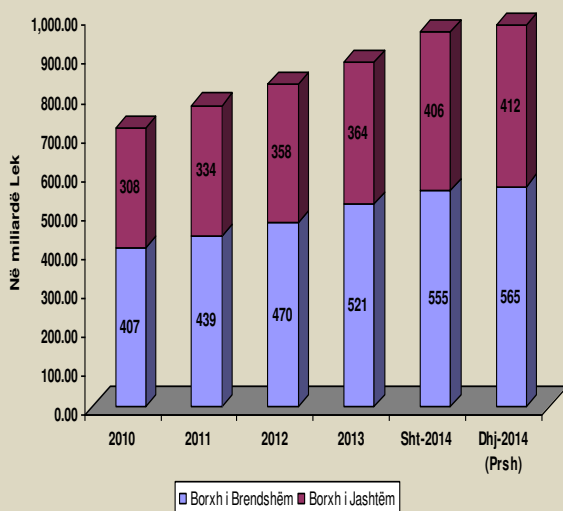
Borxhi publik i Qeverisë Qendrore në fund të muajit shtator 2014 vlerësohet të jetë 960,801 milionë LEK ose 67.95% e PBB.

Borxhi i brendshëm dhe i jashtëm janë vlerësuar përkatësisht 39.25% dhe 28.70% e PBB. Ndërkohë, borxhi deri në fund të vitit 2014 pritet që të arrijë në nivelin 69.06% ose 71.64% në raport me PBB-në, duke marrë në konsideratë edhe detyrimet e prapambetura. Peshën më të madhe për sa i përket rritjes do ta ketë borxhi i jashtëm.

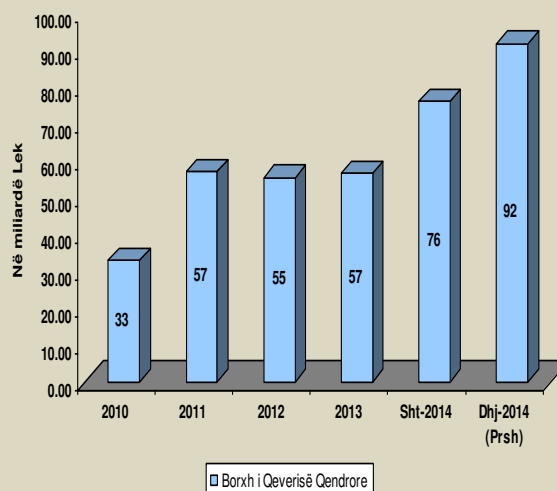
Tabela 1: Ecuria e Stokut të Borxhit

Në milion LEK	2010	2011	2012	2013	Shtator 2014	Dhjetor 2014 (Vlerësim)
<b>Stoku Borxhit</b>	<b>715,371.01</b>	<b>772,516.93</b>	<b>827,980.79</b>	<b>884,692.28</b>	<b>960,801.24</b>	<b>976,472.00</b>
<b>I. Stoku Borxhit Brendshëm</b>	<b>407,371.80</b>	<b>438,582.00</b>	<b>470,358.47</b>	<b>520,786.36</b>	<b>554,934.19</b>	<b>564,674.00</b>
-shtetëror	401,821.00	429,924.80	454,695.37	500,868.36	533,820.35	538,641.00
-garantuar	5,550.80	8,657.20	15,663.10	19,918.00	21,113.84	26,033.00
<b>II. Stoku Borxhit Jashtëm</b>	<b>307,999.21</b>	<b>333,934.93</b>	<b>357,622.32</b>	<b>363,905.92</b>	<b>405,867.05</b>	<b>411,798.00</b>
-shtetëror	268,124.46	294,275.97	319,832.52	332,499.72	376,267.73	383,291.00
-garantuar	39,874.75	39,658.96	37,789.80	31,406.20	29,599.33	28,507.00
<b>PBB</b>	<b>1,239,645</b>	<b>1,300,624</b>	<b>1,335,488</b>	<b>1,364,782</b>	<b>1,413,931</b>	<b>1,413,931</b>
Stoku Borxhit Gjithsej/PBB	57.71%	59.40%	62.00%	64.82%	67.95%	69.06%
Stoku Borxhit Brendshëm/PBB	32.86%	33.72%	35.22%	38.16%	39.25%	39.94%
Stoku Borxhit Jashtëm/PBB	24.85%	25.67%	26.78%	26.66%	28.70%	29.12%
Stoku Borxhit Gjithsej + Arrears/PBB				<b>70.06%</b>	<b>71.18%</b>	<b>71.64%</b>

Borxhi Qeverisjes Qendrore në vlerë nominale



Shtesa në borxhin e Qeverisjes Qendrore



Nga grafikët e mësipërm vërehet se borxhi gjatë vitit 2014 ka pësuar një rritje të konsiderueshme krahasuar me vitet e mëparshme. Nga 76 miliardë LEK shtesë në fund të shtatorit 2014, rreth 41 miliardë i atribuohen mbulimit të deficitit buxhetor, ndërkohë pjesa tjetër e shtesës ka ardhur si rezultat i mbështetjes buxhetore nga FMN dhe Banka Botërore në kuadër të marrëveshjes për shlyerjen e detyrimeve të prapambetura.



Menaxhimi i borxhit, gjatë vitit 2014 ka mundësuar plotësimin e nevojave për huamarrje në tregun vendas. Konkretisht, në fund të muajit shtator huamarrja e brendshme ka rezultuar në 32.95 miliardë LEK ose 72% të totalit të financimit me huamarrje të brendshme të planifikuar për vitin 2014. Ndërkohë, nëse i referohemi rishikimit të buxhetit për vitin 2014, ku nevojat për huamarrje të brendshme u rritën me 5.3 miliardë LEK, realizimi i financimit të brendshëm përlogaritet në nivelin e ri prej 65%.

Gjatë vitit 2014 rreth 78% e financimit është arritur të realizohet nëpërmjet emetimit të instrumenteve afatgjatë. Huamarrja nuk është realizuar plotësisht nëpërmjet instrumenteve afatgjatë, për shkak të vështirësive të hasura në treg si për shkak ristrukturimit të portofolit të bankave në kuadër të uljes së ekspozimit ndaj borxhit sovran dhe në veçanti ndaj borxhit me afat të gjatë maturimi.

**Tabela 2: Financimi i deficitit sipas instrumenteve të tregut të brendshëm**

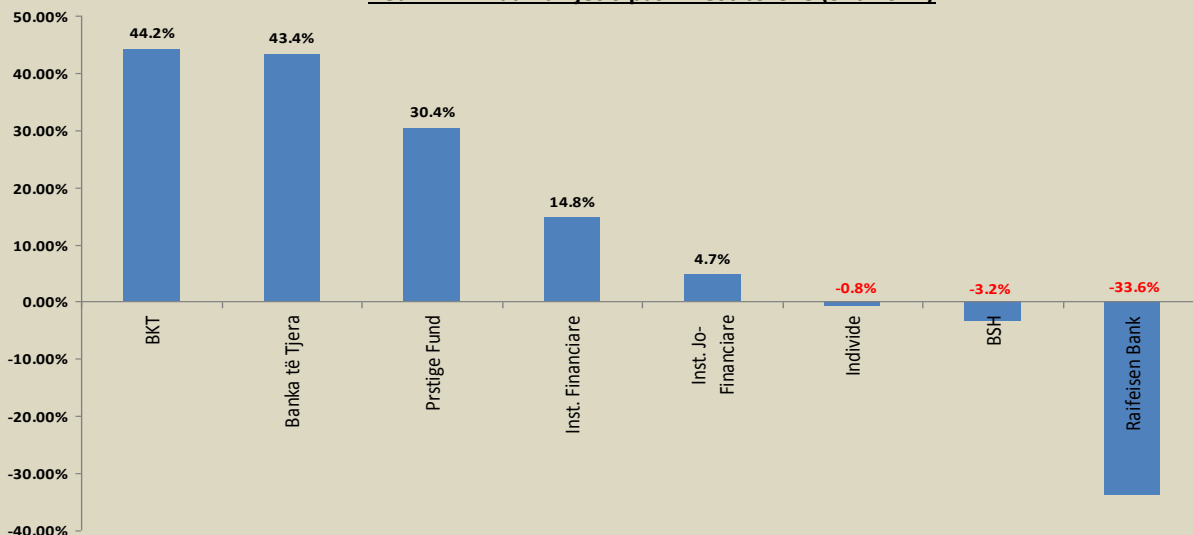
<i>Në milion LEK</i>	<b>Mars 2014</b>	<b>Qershor 2014</b>	<b>Shtator 2014</b>
<b>Financimi i Deficitit</b>	<b>8,659.80</b>	<b>21,419.10</b>	<b>32,952.71</b>
<b>Instrumenta Financiare Gjithsej</b>	<b>8,659.80</b>	<b>21,419.10</b>	<b>32,952.71</b>
<b>Bono Thesari Gjithsej</b>	<b>2,116.30</b>	<b>10,413.90</b>	<b>7,310.07</b>
-Bono Thesari Lekë	2,116.30	10,413.90	8,550.93
-Bono Thesari Euro	0.00	0.00	-1,240.86
<b>Obligacione Gjithsej</b>	<b>6,543.50</b>	<b>11,005.20</b>	<b>25,642.65</b>
<b>Obligacione Lëkë</b>	<b>6,543.50</b>	<b>11,005.20</b>	<b>20,311.85</b>
- Oblig.e qeverisë 2-vjeçare	1,118.90	1,846.00	-508.45
- Oblig.e qeverisë 3-vjeçare	-1,867.40	-1,170.50	-377.00
- Oblig.e qeverisë 5-vjeçare	1,329.00	-170.30	924.70
- Oblig.e qeverisë 7-vjeçare	3,963.00	6,897.70	10,562.40
- Oblig.e qeverisë 10-vjeçare	2,000.00	3,602.30	9,710.20
<b>Obligacione Euro</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>5,330.80</b>

Gjatë 2 viteve të fundit financimi i deficitit është realizuar kryesisht nëpërmjet instrumenteve afatgjatë duke kontribuar në përmirësimin e strukturës së borxhit dhe zgjatjes së jetëgjatësisë së tij. Gjithsesi, vlen të theksohet që portofoli mbetet ende i ekspozuar ndjeshëm ndaj riskut të ri-financimit dhe se struktura e tij kërkon përmirësime të mëtejshme në kuadër të zgjatjes së jetëgjatësisë së portofolit.

Për sa i përket financimit të huamarrjes neto sipas investitorëve, rol kryesor gjatë vitit 2014 ka luajtur Banka Kombëtare Tregtare, bankat e tjera, si edhe Fondi Prestigj, ndërkohë që është ulur ekspozimi ndaj instrumenteve shtetërorë nga ana e “Raiffeisen Bank”, BSH dhe Individët<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Realisht nuk kanë pësuar rënie, por kanë filluar të investojnë në instrumentet financiarë shtetërorë nëpërmjet fondeve të investimeve.

### Realizimi i huamarrjes sipas Investitorëve (Sht-2014)



Për sa i përket borxhit të garantuar, gjatë vitit 2014 janë emtuar dy garanci në tregun e brendshëm në favor të KESH sh.a përkatësisht në vlerat 1 miliard LEK dhe 6 milionë Euro. Ndërkohë, deri në fund të vitit pritet që garancitë e brendshme të rriten deri në nivelin e 10 miliardë LEK. Për sa i përket garancive të jashtme, gjatë vitit 2014 janë vlerësuar me ulje për shkak të nivelit të ulët të disbursimeve.

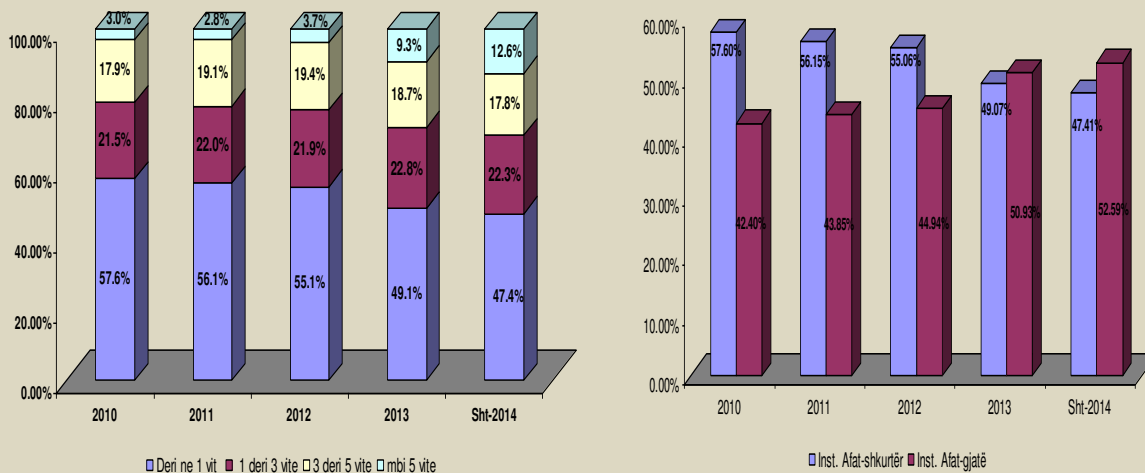
### 3.2 Kompozimi i portofolit të borxhit

Ky nënkapitull pasqyron mënyrën e kompozimit të borxhit të Qeverisë Qendrore në terma instrumentesh, maturiteti, valutash, si edhe ecurinë dhe zhvillimet kryesore të tregut të brendshëm dhe të jashtëm.

#### 3.2.1 Borxhi i brendshëm

##### Instrumentet Financiarë

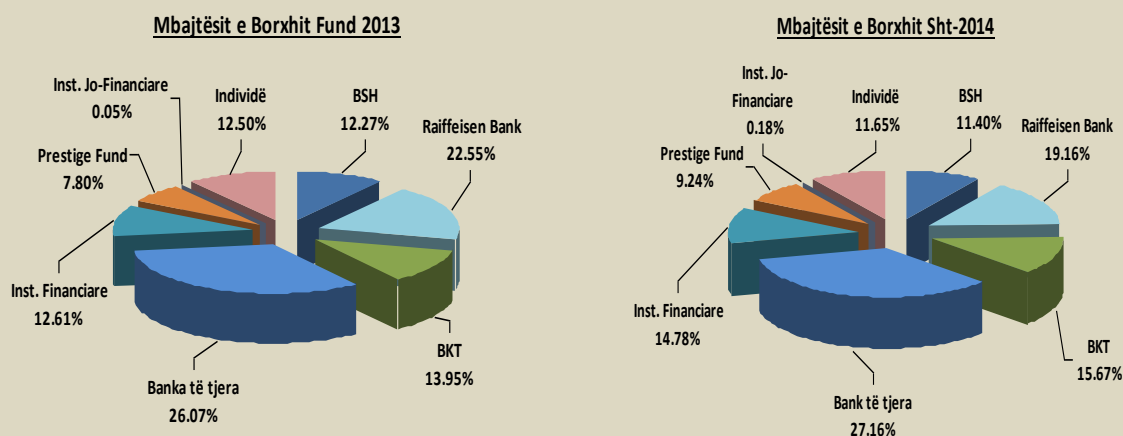
Në grafikët e mëposhtëm paraqitet kompozimi i portofolit të borxhit të brendshëm sipas jetëgjatësisë së instrumenteve.



Nga grafikët e mësipërm vërehet që gjatë viteve të fundit është menaxhuar që të ketë një rritje në volumin e emetimeve të titujve afatgjatë. Gjatë vitit 2014 vërehet kryesisht një rritje në instrumentet me maturitet mbi 5 vite. Kjo rritje në këtë kategori instrumentesh ka ardhur kryesisht si rezultat i emetimit të suksesshëm të obligacionit 10-vjeçar, ku vetëm deri në shtator të vitit 2014 ky instrument është emetuar në vlerën e 9.7 miliardë LEK. Gjithashtu, pesha e kësaj kategorie instrumentesh ka ardhur në rritje edhe për arsye të mungesës së maturimeve në shumën të konsiderueshme. Rritja e peshës së këtij instrumenti është realizuar nëpërmjet reduktimit të peshave në kategoritë e tjera të instrumenteve dhe kryesisht në kategorinë e instrumenteve me afat maturimi nën 1 vit. Orientimi gjatë viteve të fundit në drejtim të titujve qeveritar me afat të gjatë maturimi ka bërë që të ketë një përmirësim të dukshëm në strukturën e borxhit dhe njëkohësisht një reduktim në riskun e ri-financimit dhe likuiditetit.

## Mbajtësit

Nga pikëpamja e mbajtësve të borxhit, në harkun kohor të 9 muajve borxhi i brendshëm ka pësuar një diversifikim të konsiderueshëm dhe në të njëjtën kohë është shoqëruar me një rritje të pjesëmarrësve në tregun primar të instrumenteve financiarë shtetërorë.



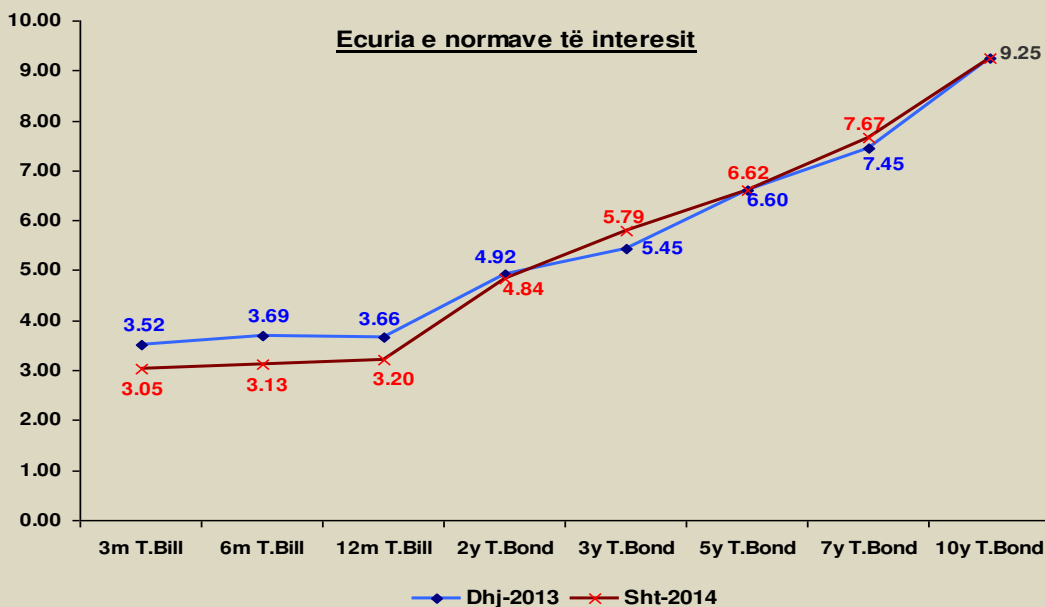
Eventet kryesore që kanë karakterizuar portofolin e borxhit të brendshëm, për sa i përket mbajtësve gjatë vitit 2014 janë:

- Ulja e peshës së mbajtur nga “Raiffeisen Bank” me rreth 3.4 pp, duke bërë të mundur uljen e varësisë për ri-financim nga ky investitor dhe shpërndarjen e peshës në investitorët e tjerë.
- Ulja e peshës së mbajtur nga BSH me rreth 0.86 pp duke i lënë hapësirë investitorëve të tjerë të tregut primar.
- Ulja e peshës së individëve në portofol me 0.85 pp. Realisht nuk ka pasur një rënie të interesit të individëve kundrejt instrumenteve financiarë shtetërorë, por rënia e peshës që përfaqësojnë individët, shpjegohet me faktin që individët kanë filluar që të përdorin si ndërmjetës fondet e investimit (Prestige Fund), të cilat ofrojnë norma më të favorshme për shkak të diversifikimit të portofolit të instrumenteve.

Diversifikimi i bazës së investitorëve ka ndikuar konsiderueshëm në zhvillimin e tregut primar vendas, por mbështetja e borxhit vendas në më shumë se 75% tek sistemi bankar dhe angazhimi i një pjese të konsiderueshme të aseteve të tij përbën risk të konsiderueshëm për ecurinë në terma afatgjatë.

## Normat e interesit

Në tregun primar, normat e interesit të instrumenteve të qeverisë me maturitet deri në 2 vite kanë pësuar rënie të konsiderueshme krahasuar me fundin e vitit 2013 duke kapur kështu edhe vlerat më të ulëta historike, ndërkohë që titujt me maturitet mbi 2 vite, (përfshirë obligacionet 10-vjeçare të cilat nuk kanë pësuar asnjë ndryshim) kanë pësuar rritje. Kjo tendencë ka nisur që prej muajit janar dhe është theksuar edhe në periudhën në vazhdim.



Kërkesa dhe likuiditeti i ofruar nga pjesëmarrësit në tregun primar të titujve qeveritarë afatshkurtër ka qenë më e lartë krahasuar me titujt afatgjatë. Ndërkohë, mosrealizimi i ankandëve të obligacioneve ka krijuar presione për rritjen e normave të interesit dhe ka bërë që kurba e normave të interesit të titujve afatgjatë të shfaqet e zhvendosur lart.

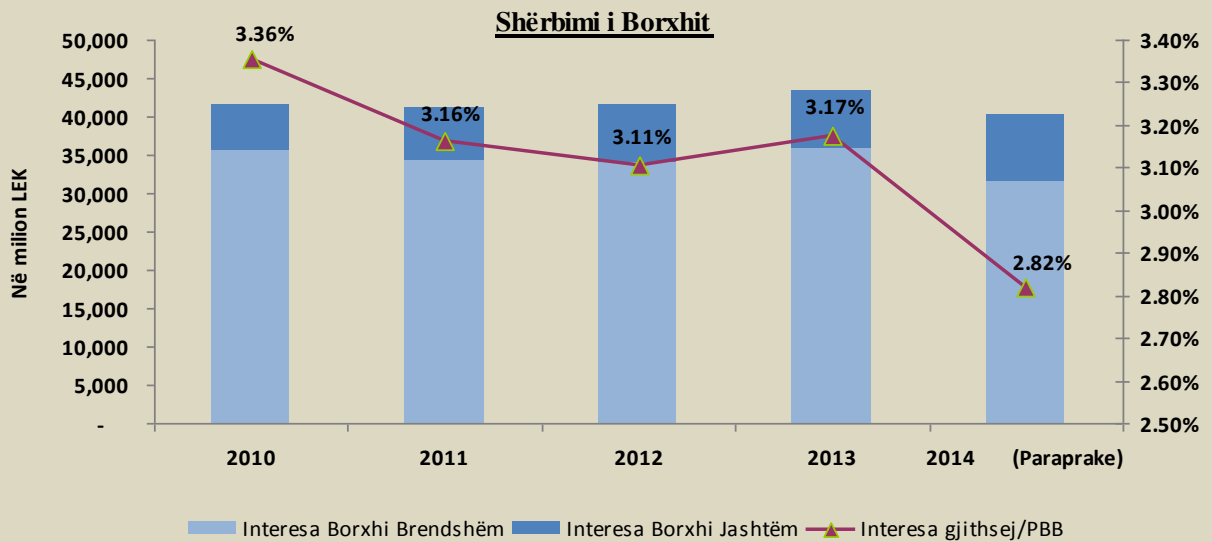
Gjatë këtij viti instrumentet që kanë pësuar rënie më të madhe të normave të interesit janë bonot e thesarit 3-mujore dhe 12-mujore, normat e të cilave janë ulur përkatësisht me 48 dhe 44 pb krahasuar me fundin e vitit 2013. Ndërkohë instrumentet, normat e të cilave kanë pësuar rritje, janë obligacionet 3 dhe 7-vjeçare, përkatësisht me një rritje prej 34 dhe 22 pb. Rënia e normave të interesit për bonot e thesarit është e lidhur me disa faktorë në tregun e instrumenteve financiarë, si p.sh:

- Shtimi i kërkesës për këto lloj instrumentesh dhe rritja e likuiditetit të sistemit bankar si rrjedhojë e ngurtësimit të kreditimit ndaj sektorit privat për shkak të rritjes së kredive që nuk performojnë mirë (NPL);
- Ulja e kërkesës së Qeverisë për huamarrje të brendshme neto krahasuar me një vit më parë;
- Ulja e normës bazë të interesit nga Banka e Shqipërisë nisur nga presionet e ulëta inflacioniste dhe vlerësimet për një kërkesë të brendshme të dobët.

## Shërbimi

Shërbimi i borxhit të brendshëm në fund të vitit 2014 vlerësohet në ulje me 4.2 miliardë LEK për shkak të efektit që jep kryesisht ulja e normave të interesit të instrumenteve afatshkurtër që janë emetuar gjatë 6-mujorit të dytë të vitit 2013 dhe në vazhdim gjatë vitit 2014. Ndërkohë, për sa i përket borxhit të jashtëm interesat e tij në shumë absolute vlerësohen me 1 miliard LEK rritje si rezultat i shtimit të disbursimeve dhe stokut të borxhit të jashtëm.

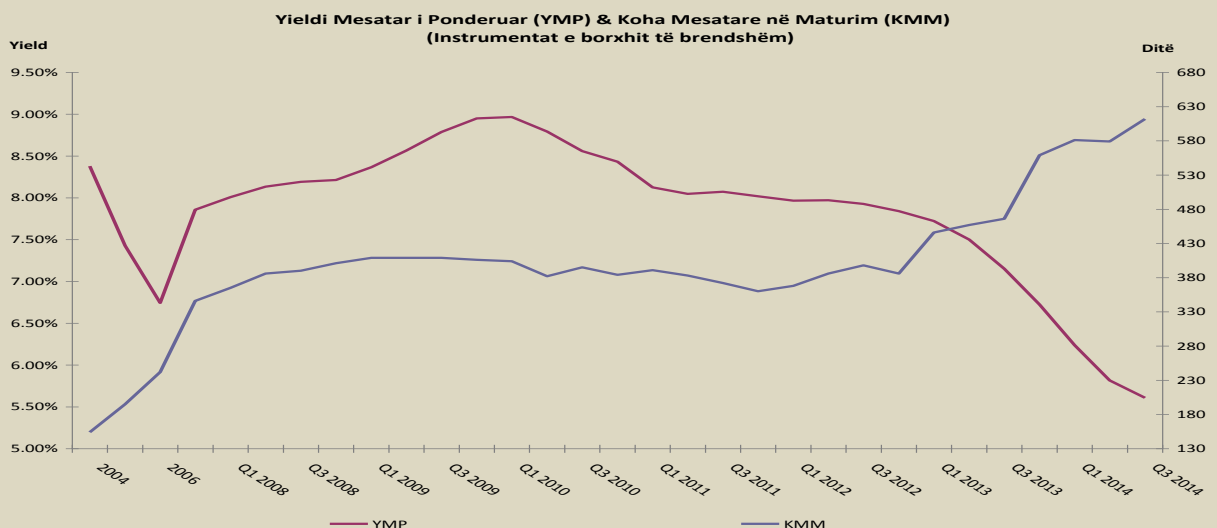
Sa më sipër edhe ri-pagesat e borxhit të jashtëm në fund të vitit 2014 vlerësohen në rritje me rreth 5.8 miliardë LEK.



Mbështetur në të dhënat e mësipërme dhe duke e parë edhe në vizionin afatgjatë është i rëndësishëm angazhimi për uljen e stokut të borxhit në mënyrë që të menaxhohen kostot që shoqërojnë huamarrjen.

### 3.3 Analiza e treguesve të riskut

Për sa i përket treguesve të riskut edhe gjatë vitit 2014 ato kanë vazhduar të kenë një trend pozitiv si rezultat i emetimit të instrumenteve afatgjatë dhe kryesisht si rezultat i emetimit të obligacionit 10-vjeçar, 3 herë brenda kësaj periudhe në një total që arrin 9.7 miliardë LEK, rreth 2.7 herë më shumë se një vit më parë.

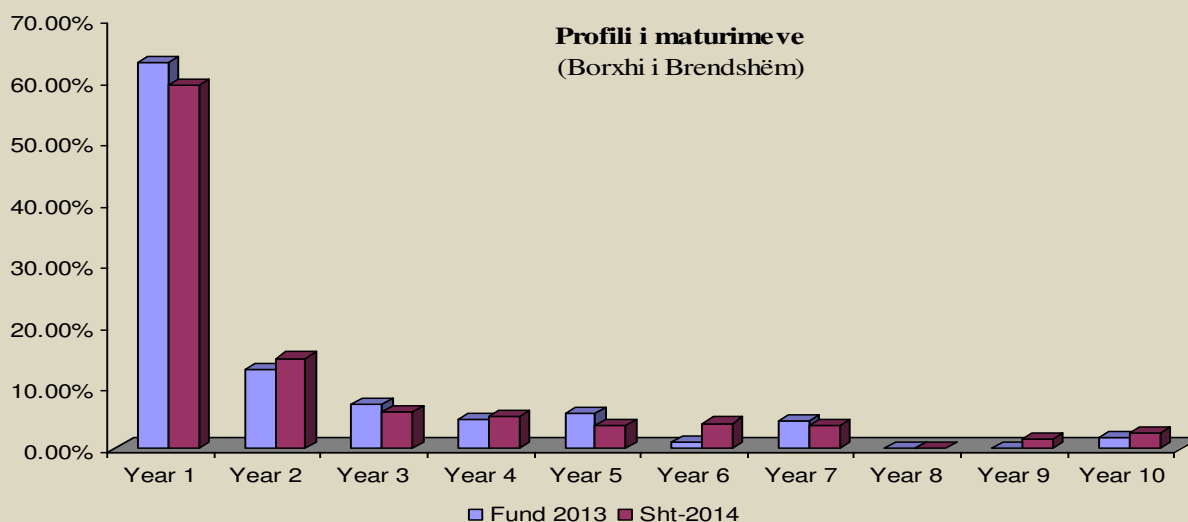


Ditët mesatare në maturim (jetëgjatësia mesatare e portofolit të borxhit të brendshëm) kanë pasur një përmirësim të dukshëm gjatë këtij viti duke kapur nivelin prej 612 ditë, krahasuar me 559 ditë në fundin e vitit 2013. Kjo rritje vjen kryesisht nga emetimi i vazhdueshëm dhe rritja e peshës specifike të instrumenteve afatgjatë në totalin e portofolit të borxhit të brendshëm (kryesisht obligacionet 10 dhe 7-vjeçare). Yieldi mesatar i ponderuar (YMP- kosto mesatare e portofolit të borxhit të brendshëm) gjithashtu ka pasur një përmirësim gjatë vitit 2014. Ky tregues ka ardhur duke u ulur nga 6.72% në fund të vitit 2013 në 5.61% në fund të muajit shtator 2014, duke përmirësuar në këtë mënyrë koston mesatare të portofolit të borxhit në tregun vendas.

Kjo ulje e Yieldit mesatar të ponderuar i atribuohet likuiditetit të lartë në tregun bankar si rezultat i pasigurive të sistemit për sa i përket kreditimit të ekonomisë për shkak të rritjes së NPL-ve, si edhe uljes së normës bazë të interesit nga Banka e Shqipërisë si pjesë e politikave monetare të saj.

Pavarësisht uljes së normave të interesit, portofoli vazhdon të jetë i ndjeshëm ndaj luhatjeve të normave të interesit, për shkak të nivelit të lartë të instrumenteve të cilat duhen rifiksuar brenda një viti (rreth 72%<sup>2</sup>).

Portofoli i borxhit të brendshëm përveç ekspozimit kundrejt riskut të normave të interesit është gjithashtu i ekspozuar në masë të konsiderueshme edhe ndaj riskut të ri-financimit. Risku i ri-financimit është i asociuar me nivelin e lartë të instrumenteve të cilat maturohen brenda një viti. Megjithatë, ashtu sikur reflektohet edhe në treguesin e maturitetit mesatar të borxhit të brendshëm, krahasuar me një vit më parë risku i ri-financimit është relativisht më i ulët. Për ta ilustruar më qartë, më poshtë paraqitet profili i maturimeve krahasuar me fundin e vitit të kaluar.



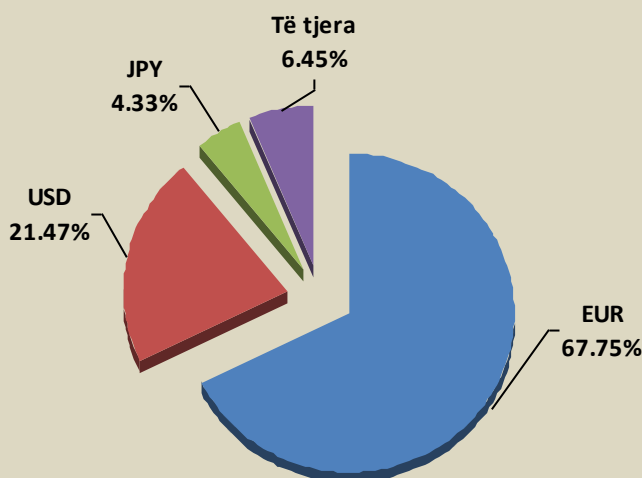
Për sa më sipër, vlen të theksohet se ecuria e treguesve ka qenë pozitive, por qëndrueshmëria në aspektin afatgjatë mbetet ende një sfidë për tregun e brendshëm dhe zhvillimet e tij.

<sup>2</sup> Përfshihen edhe instrumentet me afat të shkurtër maturimi pavarësisht faktit që janë me norma intersi fikse, pasi ato rifiksohen mesatarisht çdo 0.7 herë brenda një viti

### 3.2.2 Borxhi i jashtëm

Në muajin shtator 2014 borxhi i jashtëm vlerësohet të jetë në nivelin e 2,9 miliardë Euro, ku 2,7 miliardë Euro është stoku i borxhit shtetëror, ndërkohë që pjesa tjetër i përket borxhit të garantuar. Për sa i përket monedhave që kompozojnë portofolin e borxhit të jashtëm, vihet re që në muajin shtator të vitit 2014 portofoli i borxhit të jashtëm është i kompozuar nga tre monedha kryesore (EUR, USD, YEN), ku peshën më të madhe e mban monedha EUR me 67.75% të portofolit. Krahasuar me fundin e vitit të kaluar peshat e monedhave EUR dhe USD në portofol kanë pasur një rënie përkatësisht prej 44 dhe 10 pb. Ndërkohë, kemi një rritje të peshës së monedhës YEN me 43 pikë bazë.

#### Kompozimi i borxhit të jashtëm sipas monedhave



Përqindja e lartë e stokut të borxhit në Euro bën që portofoli të jetë i ekspozuar ndaj riskut të kursit të këmbimit.

Në shtator të vitit 2014 efekti i shtesës në raportimin e borxhit të jashtëm (duke mbajtur si pikë referimi kursin e fundit të vitit 2013), që vjen si rezultat i ndryshimeve në kurset e këmbimit valutor ka qenë rreth 9.6 miliardë LEK, pasi monedha vendase është zhvlerësuar kundrejt të gjitha monedhave, me përjashtim të monedhës EUR ndaj së cilës është vlerësuar. Monedha vendase është zhvlerësuar më së shumti ndaj monedhës USD dhe ky zhvlerësim ka pasur një efekt që vlerësohet rreth 3.2 miliardë LEK. Ndërkohë, efekti vetëm ndaj monedhës EUR ka qenë rreth - 513 milionë LEK<sup>3</sup>,

Gjatë nëntë muajve të vitit 2014 janë disbursuar rreth 323.5 milionë Euro, nga të cilat 323 milionë i përkasin borxhit shtetëror. Krahasuar me vitet e tjera vërehet një rritje e konsiderueshme e disbursimeve, e cila i atribuohet mbështetjes buxhetore në një vlerë prej 218.7 milionë Euro, ndërkohë disbursimet e projekteve me financim të huaj janë në nivele relativisht të ulëta. Disbursimet e sektorit të Transportit zënë (13.4%), të Ujësjetës Kanalizimeve (9.00%) dhe Energjitikës (6%). Shuma e angazhuar dhe e padisbursuar është në nivele të larta rreth 800 milionë Euro (pa përfshirë mbështetjen buxhetore të padisbursuar). Ky

<sup>3</sup> Shenja negative i referohet pakësimit të stokut të borxhit të jashtëm kur raportohet në monedhën vendase për shkak të zhvlerësimit të monedhës EUR kundrejt LEK

tregues kërkon vëmendje nga ministrinë e linjës lidhur me kontraktimin e projekteve të reja dhe eficiencën e projekteve ekzistuese.

Në këtë kontekst dhe për të siguruar qëndrueshmërinë e borxhit në aspektin afatgjatë bëjmë me dije se hapësira për nënshkrimin e huave të reja me kreditorë të huaj është tepër e kufizuar dhe praktikisht përbën një risk real për uljen e nivelit të borxhit publik.

Nisur nga objektivi i uljes së stokut të borxhit vëmë në dukje se:

- Hapësirat e huamarrjes në tërësi vijnë duke u ulur në harkun kohor 2015-2017 dhe arrijnë nivele tepër të ulëta në periudhën afatgjatë 2018-2020.
- Hapësira për huamarrjen e jashtme, e cila është në përputhje me marrëveshjet e nënshkruara dhe ato në vijim, qëndron relativisht e lartë në periudhën 2014-2016 për shkak të mbështetjes buxhetore për shlyerjen e detyrimeve të prapambetura.
- Hapësirat për huamarrje të brendshme ulen ndjeshëm duke ndikuar në këtë mënyrë në më pak burime për financimin e investimeve të brendshme. Për vitet 2016-2017, hapësirat për huamarrje të brendshme vijnë duke u ulur në nivelin rreth 10 miliardë LEK, ndërkohë që në vitet në vijim ka vetëm maturim të instrumenteve të brendshëm në nivele të konsiderueshme.

Për sa më sipër Menaxhimi i Borxhit sugjeron përfshirjen në kuadrin makro të treguesve të borxhit të jashtëm për të gjithë ekonominë (duke përfshirë edhe Sektorin Energjetik) si dhe vlerësimin e angazhimeve të financimeve të projekteve të huaja për një huamarrje të huaj të kujdesshme dhe brenda parametrave të vendosura për këtë qëllim.

Gjatë vitit 2015 pritet që të ketë një qëndrueshmëri të normave të interesit për instrumentet financiarë shtetërorë me afat të shkurtër maturimi. Ndërkohë pritet që të ketë rritje në segmentin e instrumenteve afatgjatë, për shkak të ristrukturimit të portofolit të investitorëve (kryesisht sektori bankar) dhe orientimit drejt instrumenteve afatshkurtër, në kuadër të uljes së ekspozimit ndaj riskut dhe direktivave nga bankat mëma. Për sa i përket huazimit në monedhën EUR pritet që të jetë përafërsisht po aq i kushtueshëm sa edhe gjatë vitit 2014 pasi parashikimet flasin për një qëndrueshmëri ose ulje të normës bazë të interesit nga BQE me qëllim lehtësimin e kreditimit dhe rritjen e likuiditetit të sistemit bankar evropian.

Pavarësisht pritshmërive për vitin 2015, menaxhimi i borxhit publik në periudhën afatmesme me qëllim minimizimin e riskut të normave të interesit do të synoj ta orientoj borxhin më shumë drejt instrumenteve që ofrojnë norma të favorshme dhe njëkohësisht të ruaj të pacënuar objektivin për rritjen e jetëgjatësisë së borxhit. Gjithashtu, do të synohet që instrumentet afatgjatë me norma interesi të ndryshueshmë të qëndrojnë në nivelin e 15-17 % të portofolit të borxhit të brendshëm.

Për sa i përket riskut të kursit të këmbimit vihet re që portofoli i borxhit të jashtëm është vulnerabël ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit, veçanërisht kundrejt luhatjeve të monedhës EUR pasi më shumë se 65% e portofolit të borxhit të jashtëm është i denominuar në këtë monedhë. Zhvlerësimi i monedhës kombëtare kundrejt monedhës EUR dhe monedhave të tjera që zënë peshë të rëndësishme në portofolin e borxhit të jashtëm mund të ndikojë mbi buxhetin duke rritur koston e shërbimit të borxhit, por edhe duke rritur nivelin e tij.

Për sa më sipër, dhe për të menaxhuar ekspozimin ndaj këtij risku menaxhimi i borxhit publik, ka menduar që në periudhën afatmesme ta mbaj nivelin e borxhit të jashtëm në nivele jo më të larta se 45%.



## 4 Objektivat dhe supozimet e Strategjisë Afatmesme të Menaxhimit të Borxhit

### 4.1 Objektiva dhe udhëzime lidhur me huamarrjen

Strategjia e Menaxhimit të Borxhit me qëllim uljen e risqeve të portofolit të borxhit në periudhën afatmesme dhe afatgjatë ka vendosur disa objektiva dhe udhëzime lidhur me huamarrjen, të cilat janë:

- ***Në tregun vendas:***
  - Me qëllim mbajtjen nën kontroll dhe përmirësimin e profilit të maturimeve, synohet që sigurimi i huamarrjes së re të realizohet nëpërmjet instrumenteve afatgjatë dhe në rastet kur financimi i brendshëm është në vlera të ulëta të ketë zëvendësim të instrumenteve afatshkurtër me ato afatgjata.
  - Rishpërndarja e peshave të instrumenteve të brendshme në mënyrë të njëtrajtshme, qoftë edhe brenda të njëjtit tip instrumenti, duke maturuar në ankandet ku vlerat janë të larta dhe duke shtuar emetimin atje ku vlerat janë të ulëta.<sup>4</sup>
  - Politika të emetimit të instrumenteve me qëllim krijimin e benchmark-ve për instrumentet afatgjatë.
  - Realizimi i reformave të nevojshme për zhvillimin, rritjen e likuiditetit në tregut sekondar, si edhe zgjerimin e bazës së investitorëve.
  
- ***Në tregun e huaj:***
  - Sigurimi i fondeve të nevojshme për rifinancimin e Eurobondit në vlerën prej 300 milionë EUR me kosto sa më të favorshme.
  - Emetimi i garancisë pjesore (PBG) me qëllim uljen e huamarrjes së brendshme për të lehtësuar kreditimin e sektorit privat.
  - Sigurimi i huamarrjes së huaj duke u bazuar në financimet e pritshme të projekteve dhe duke u plotësuar me sigurimin e financimit nga jashtë në përputhje të marrëveshjes me FMN-në dhe Bankën Botërore.

### 4.2 Objektiva në kuadër të mbajtjes nën kontroll të risqeve të portofolit

- **Objektiv i përgjithshëm**
  - Reduktimi i kostove për njësi të shërbimit të borxhit publik duke ruajtur raporte të pranueshme të riskut.
  
- **Objektiva operacionale**

#### 4.2.1 Në kuadër të menaxhimit të riskut të ri-financimit

- Realizimi i financimit të brendshëm në jo më pak se 70% me instrumente afatgjatë, për periudhat kur financimi është në vlera të konsiderueshme (mbi 25 miliardë ALL) dhe 100% me instrumente afatgjata (dhe maturim të

---

<sup>4</sup>Një menaxhim portofoli i kësaj natyre mund të sjellë përfitime duke ushtruar presion për rënien e normave të interesit dhe njëkohësisht të ul riskun e likuiditetit.

instrumenteve afatshkurtra, nëse është e mundur) kur financimi i brendshëm është në vlera të ulëta.

#### **4.2.2 Në kuadër të menaxhimit të riskut të normave të interesit**

- Reduktimi i instrumenteve afatshkurtër në portofolin e borxhit të brendshëm deri në 43% të totalit në fund të vitit 2017 dhe deri në 40% në fund të vitit 2019.
- Reduktimi i instrumenteve me norma interesi variabël në portofolin e borxhit deri në 52.5% të totalit në fund të vitit 2017 dhe deri në 51.5 % në fund të vitit 2019. (Ky raport synohet të arrihet duke e kufizuar shumën e emetimit të obligacioneve me norma interesi variabël në tregun e brendshëm në jo më shumë se 30% të shumës totale të emetimit. Ndërkohë, në tregun e jashtëm përveç kredisë pjesërisht të garantuar nga BB dhe Eurobondit, të cilat janë planifikuar të jenë me norma interesi të fiksuara pjesa tjetër e huave të reja është presupozuar të jetë me norma interesi tregtare dhe të lëvizshme).

#### **4.2.3 Në kuadër të menaxhimit të riskut të kursit të këmbimit**

- Mbajtja nën kontroll e borxhit të jashtëm, duke mos tejkaluar 45% e totalit të portofolit të borxhit në fund të periudhës afatmesme 2015-2017.
- Diversifikimi i monedhave në portofolin e borxhit të jashtëm dhe ulja e peshës specifike të monedhës EUR, nëpërmjet financimit të projekteve me monedha të përbëra.
- Shtimi i rezervës valutore, kryesisht në monedhën EUR.

#### **4.2.4 Në kuadër të menaxhimit të riskut të likuiditetit**

- Ulja e vlerës së emetimit dhe rishpërndarja e peshave të emetimit, kryesisht në ankandet e bonove të thesarit. (bonove të thesarit 12-mujore të gjysmës së parë të vitit dhe bonove 6-mujore të muajit janar dhe korrik).;
- Aplikimi i transaksioneve SWAP dhe Buyback;
- Mbajtja e depozitave me interes në monedhë vendase dhe valutë në Bankën e Shqipërisë.

#### **4.2.5 Në kuadër të menaxhimit të riskut operacional**

- Përditësimi i sistemit të regjistrimit të të dhënave (DMFAS);
- Kompozimi ose adaptimi nga Banka Botërore dhe FMN i mjeteve analitike për analizimin e të dhënave të borxhit dhe parashikimin e indikatorëve të riskut;
- Hartimi dhe implementimi i një manuali të detajuar për Drejtorinë e Drejtimit të Borxhit Publik;
- Krijimi i një baze të dhënash e integruar që të përfshijë borxhin e brendshëm dhe të jashtëm;
- Shtimi i kapaciteteve njerëzore nëpërmjet trajnimeve specifike.
- Përmirësime institucionale të Drejtorisë së Borxhit, të cilat mundësojnë rritjen e profilit institucional dhe të profesionalizmit të njësisë teknike të administrimit të borxhit.

### 4.3 Instrumentet financiarë të vlerësuar në periudhën afatmesme 2015-2019

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

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

Ndërkohë, edhe me tregun e jashtëm është mbajtur vazhdimisht kontakt me qëllim evidentimin e kushteve kundrejt të cilave investitorët e huaj janë të gatshëm të kreditojnë vendin tonë. Në këtë aspekt, dhe me qëllim ndërmjetësimin ndërmjet investitorëve të huaj dhe shtetit Shqiptar, një rol të rëndësishëm kanë luajtur edhe partnerët tanë ndërkombëtarë si: Banka Botërore dhe FMN.

Për sa më sipër, SAMB vlerëson së në periudhën afatmesme 2015-2019 shteti Shqiptar do të jetë në gjendje që shfrytëzojë alternativat e financimit si më poshtë:

- ***Në tregun vendas***

- Bono thesari;
- Obligacione;

Në tregun vendas, likuiditeti i sistemit bankar në nivele të kënaqshme, si edhe perceptimi jo i lartë i riskut të kreditit nga ana e investitorëve, i jep mundësinë shtetit Shqiptar të ri-financojë borxhin aktual dhe deficitin e brendshëm nëpërmjet instrumenteve të sipër renditura.

Gjithsesi, gjatë vitit 2015 investitorët kryesorë (sistemi bankar) për shkak të orientimit të bankave mëma, si dhe në kuadër të kufizimeve lidhur me raportet e likuiditetit, barrës së kapitalit dhe ekspozimit ndaj borxhit sovran do të tentojnë më së shumti të orientohen drejt bonove të thesarit.

- ***Në tregjet ndërkombëtare***

- Eurobond
- Garanci Pjesore e lëshuar nga Banka Botërore (PBG)  
Konsiston në garantimin e pjesshëm nga ana e BB-së të një kredie tregtare nga tregjet ndërkombëtare dhe që mundëson një kosto më të favorshme rreth 1 pikë përqindje nën atë të tregut.
- Credit Line/Kredi Sindikale  
Është një linjë kredie, e cila është vënë në dispozicion të shtetit Shqiptar nga ana e disa bankave ndërkombëtare si alternativë në rast dështimi të Eurobondit.
- Kredi për financim projektësh  
Në këtë grup futen të gjitha huatë në formën e kredive që përdoren për financimin e projekteve, të cilat janë përcaktuar si prioritare nga ana e Qeverisë, me qëllim zhvillimin e mëtejshëm ekonomik të vendit. Kryesisht do të jenë të disponueshme kredi me norma interesi jo-koncensionale.

## 4.4 Kompozimi i strategjive

Strategjia Afatmesme e Menaxhimit të Borxhit (SAMB) duke marrë në konsideratë objektivat e vendosura, alternativat e financimit në dispozicion të vendit, si edhe çdo eventualitet të mundshëm<sup>5</sup> në tregun e brendshëm dhe ndërkombëtarë, ka kompozuar Strategjinë Bazë dhe 3 strategji alternative.

### 4.4.1 Strategjia 1 (Bazë)<sup>6</sup>

Për vitin 2015, **Strategjia Bazë** e menaxhimit të borxhit publik, ka marrë në konsideratë faktin që investitorët kryesorë të titujve qeveritarë brenda vendit, që vitin e kaluar kanë dhënë shenja të qarta tërheqje. Gjatë vitit 2015 nga një informacion paraprak prej bankave, mbeten të pambuluara gati 30 mld LEK financim i brendshëm. Duke vlerësuar këtë fakt, si dhe treguesit e rrezikut të rinovimit të shpeshtë të borxhit (rreth 320 mld. LEK rinovohen çdo vit), në vitin 2015 synohet zgjerimi i huamarrjes në tregun ndërkombëtar për të mbuluar nevojat shtesë për financim dhe nëse krijohet hapësira për të zëvendësuar dhe një pjesë të borxhit afatshkurtër të brendshëm. Gjithashtu, ulja e financimit të brendshëm i shoqëruar me iniciativën e Qeverisë për likuidimin tërësor të detyrimeve të prapambetura do t'i jap mundësinë sektorit bankar për të ristrukturuar portofolin e huasë në përputhje të provigjioneve të vendosura nga Konventa Basel III dhe gjithashtu të rrisë dhe mundësinë e kreditimit të sektorit privat.

Kjo do të arrihet nëpërmjet përdorimit të huasë së garantuar pjesërisht nga Banka Botërore (Policy Based Guarantee - PBG) në një vlerë prej 300 milionë USD (250 milionë EUR).

Sipas Strategjisë Bazë një objektiv i rëndësishëm është edhe ri-financimi i Eurobondit të emetuar në vitin 2010 në vlerën prej 300 milionë EUR, nëpërmjet daljes dhe shfrytëzimit të oportuniteteve në tregun ndërkombëtar të instrumenteve financiare. Emetimi i këtij instrumenti me sukses do të ishte një garanci më shumë për sa i përket përmirësimit të strukturës së borxhit dhe në të njëjtën kohë ri-afirmimit të Shqipërisë në tregjet ndërkombëtare të kapitalit.

Financimi i huaj do të realizohet nëpërmjet huave në formën e kredive për realizimin e projekteve prioritare të qeverisë dhe financimit shtesë të akorduar nga FMN dhe Banka Botërore sipas marrëveshjes për shlyerjen e detyrimeve të prapambetura. Vlera e financimit të huaj do të jetë në përputhje me vlerën e përcaktuar në kuadrin makro-fiskal 2015-2017.

**Tabela 3.** *Financimi i bruto në vlerë relative sipas instrumenteve të financimit*

Financimi	Instrumente të Financimit	2015	2016	2017
I Brendshëm	Bono thesari	60.0%	70%	70.0%
	Obligacione	17.0%	21%	24.0%
	<b>Total</b>	<b>77.0%</b>	<b>91.0%</b>	<b>94.0%</b>
I Huaj	Eurobond	8.5%		
	PBG	6.5%		
	Financim i Huaj	8.0%	9.0%	6.0%
	<b>Total</b>	<b>23.0%</b>	<b>9.0%</b>	<b>6.0%</b>

Vlerësojmë se skenari bazë ka një probabilitet të lartë ndodhjeje. Gjithsesi, SAMB merr parasysh edhe risqet negative të mosndodhjes së skenarit bazë, të materializuara në strategjitë alternative si më poshtë:

<sup>5</sup> Ngjarje në tregun vendas ose të huaj që mund të shkaktojnë mosrealizimin e njërës prej alternativave të financimit të përmendura në seksionin 4.3

<sup>6</sup> Është përzgjedhur si Strategji **Bazë** pasi janë analizuar kostot /risqet dhe është krahasuar me strategjitë alternative në seksionet pasardhëse

#### 4.4.2 Strategjitë alternative

##### Strategjia 2

Është konceptuar si skenar alternativ i Strategjisë Bazë dhe merr në konsideratë dështimin e daljes në tregjet ndërkombëtare të kapitalit për arsye nga më të ndryshmet <sup>7</sup>. Në një skenar të tillë është parashikuar që ri-financimi i Eurobondit ekzistent të realizohet nëpërmjet një linje krediti. Linja e kreditit parashikon një kredi në vlerën e 200-250 milionë EUR, me afat maturimi 5 vjet, por në dallim nga Eurobondi supozohet që të jetë me norma më të larta. Pjesa e mbetur për të ri-financuar Eurobondin do të financohet nëpërmjet huasë pjesërisht të garantuar nga Banka Botërore.

Një skenar i kësaj natyre do të rriste kostot e shërbimit të borxhit dhe në të njëjtën kohë do të ushtronte më shumë presion në tregun e brendshëm për shkak të rritjes së financimit 7 deri në 14 miliardë LEK.

##### Strategjia 3

Është konceptuar si rasti i skenarit më të keq të mundshëm dhe supozon dështimin e daljes në tregjet ndërkombëtare të kapitalit për ri-financimin e Eurobondit. Njëkohësisht presupozon edhe mos realizimin e huasë pjesërisht të garantuar nga Banka Botërore.

Në këtë rast është menduar që ri-financimi i Eurobondit të realizohet nëpërmjet linjës së kreditit në vlerën e 300 milionë EUR, ndërkohë që do të kemi një rritje të konsiderueshme në huamarrjen e brendshme në më shumë se 35 miliardë LEK.

Presioni i ushtruar nga rritja e huamarrjes në tregun e brendshëm, si edhe fakti që tregu i brendshëm gjatë vitit 2015 do të jetë më tepër i orientuar drejt instrumenteve afatshkurta bën që kjo strategji të ketë një risk ri-financimi dhe likuiditeti të lartë dhe në të njëjtën kohë të ushtrojë presion rritës mbi normat e interesit të tregut vendas.

Ky skenar vlerësohet të ketë një probabilitet tejet të ulët ndodhjeje, por gjithsesi, SAMB merr parasysh dhe është e parapërgatitur edhe në rastet e ndodhjes së skenarëve të tillë ekstrem.

##### Strategjia 4

Është konceptuar si skenar alternativ i Strategjisë Bazë dhe merr në konsideratë rastin e mos sigurimit të huasë së garantuar pjesërisht nga BB. Në këtë rast me qëllim përmbushjen e objektivit për uljen e presionit të financimit të brendshëm dhe lehtësimin e kreditimit të sektorit privat, është parashikuar që emetimi i Eurobondit të realizohet në vlerën e 500 milionë EUR. Kjo është një strategji e cila nga pikëpamja e kostove dhe risqeve është e krahasueshme me strategjinë 2.

#### 4.4.3 Supozimet makroekonomike në periudhën afatmesme

Në këtë nënkapitull paraqiten supozimet kryesore makroekonomike të Strategjisë.

Këto supozime janë faktorë kyç dhe ndryshimi i tyre mund të ketë ndikim mbi realizimin e objektivave, mbi kostot dhe kryesisht mbi risqet e strategjisë. Në këtë kontekst, është shumë e rëndësishme që bilanci primar të qëndroj në të njëjtat nivele, ekonomia të stimulohet nëpërmjet konsolidimit të politikave fiskale, uljes së informalitetit, etj; qëndrueshmëria e monedhës të garantohet nëpërmjet politikave monetare të shëndosha dhe rritjes së eksporteve.

Pjesë e supozimeve krahas atyre të ilustruara në tabelën e mëposhtme janë edhe normat e interesit të instrumenteve të tregut të brendshëm dhe atyre të tregut të jashtëm. Projektionet e normave të interesit për tregun vendas janë realizuar duke marrë në konsideratë politikat

---

<sup>7</sup>Arsyet e dështimit të Emetimit të Eurobondit mund të jenë të ndryshme, si p.sh mosshfaqje interesi nga investitorët, mbyllje e përkohshme e tregjeve si pasojë e ndonjë krize globale, etj.

monetare të Bankës së Shqipërisë dhe riskun e perceptuar nga ana e investitorëve kundrejt instrumenteve financiarë vendas. Ndërkohë, për sa i përket normave të interesit të tregjeve ndërkombëtare janë marrë në konsideratë parashikimet e institucioneve financiarë si: Banka Qendrore Europiane, BB. etj.

Tabela 4. Supozimet makroekonomike

Treguesi	2015	2016	2017	2018
<b>Bilanci Primar</b> (në mln. lekë)	(9,028)	8,881	29,416	37,611
<b>PBB</b> (në milion lekë)	1,491,990	1,595,966	1,717,932	1,848,854
<b>EUR/ALL</b>	142.01	143.85	145.68	145.68

#### 4.5 Analiza kosto-risk dhe përzgjedhja e Strategjisë Bazë

Pas kompozimit të strategjive të mësipërme, të gjitha strategjitë i janë nënshtruar analizës kosto-risk me qëllim evidentimin e kostove dhe risqeve që mbart secila prej tyre.

Në skenarin bazë<sup>8</sup> Strategjia 1 (bazë) ka rezultuar si strategjia me koston më të ulët për sa i përket shërbimit të borxhit dhe rrjedhimisht edhe nivelit të borxhit të pritshëm në fund të periudhës afatmesme 2015-2019.

Ndërkohë për të evidentuar risqet e asociuara me normat e interesit në tregun vendas dhe të huaj, si dhe riskun e kursit të këmbimit, secila prej strategjive i është nënshtruar skenarëve të stresit.

**Skenar stresi 1:** 15 % shock mbi kursin e këmbimit<sup>9</sup>;

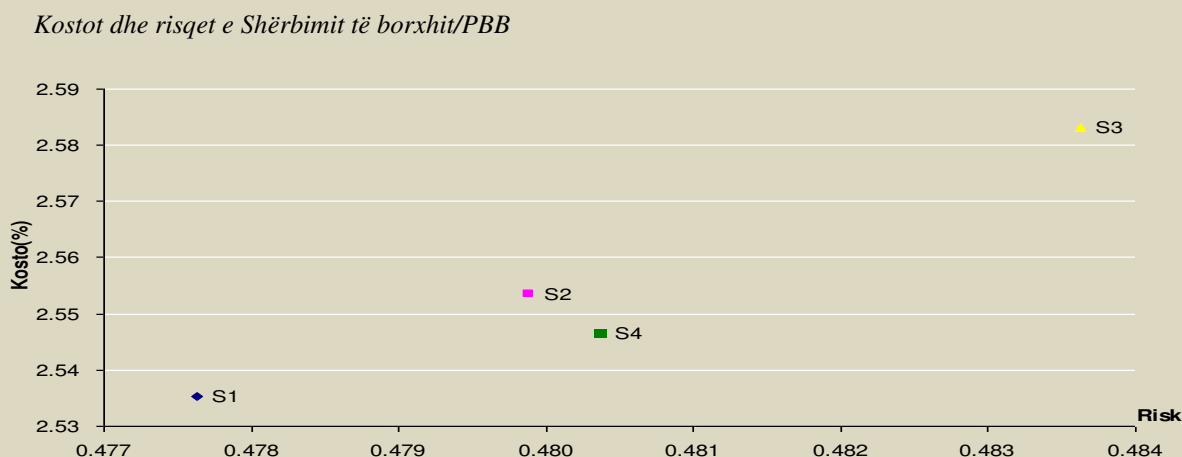
**Skenar stresi 2:** 25% shock mbi normat e interesit të tregut vendas;

**Skenar stresi 3:** 25% shock mbi normat e interesit të tregjeve të huaja;

**Skenar stresi 4<sup>10</sup>:** 10% shock mbi kursin e këmbimit, 25% shock mbi normat e tregut vendas dhe të huaj.

Nga testimi i skenarëve të stresit Strategjia 1 (bazë) ka rezultuar më pak e ekspozuar në kuadër të shërbimit të borxhit dhe më shumë e ekspozuar, për sa i përket nivelit të borxhit në raport me PBB. Gjithsesi edhe pse mbart risk të konsiderueshëm, për sa i përket nivelit të borxhit, Strategjia Bazë mbetet më e pranueshme pasi i ofron më shumë hapësirë borxhit vendas për t'u ristrukturuar dhe për të reduktuar risqet që mbart portofoli.

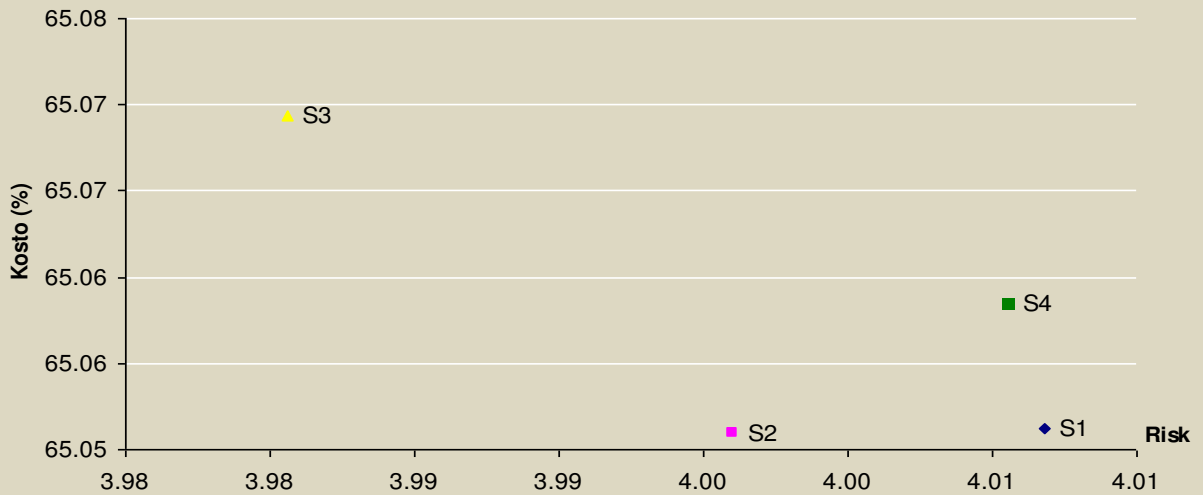
Më poshtë paraqiten grafiki rezultatet e analizës kosto-risk për secilën nga strategjitë.



<sup>8</sup> I referohet skenarit ku strategjitë janë testuar me supozimet e nënkapitullit 4.4.5.

<sup>9</sup> Zhvlerësim i monedhës vendase ndaj monedhave të huaja me 15%

<sup>10</sup> Skenar stresi i kombinuar

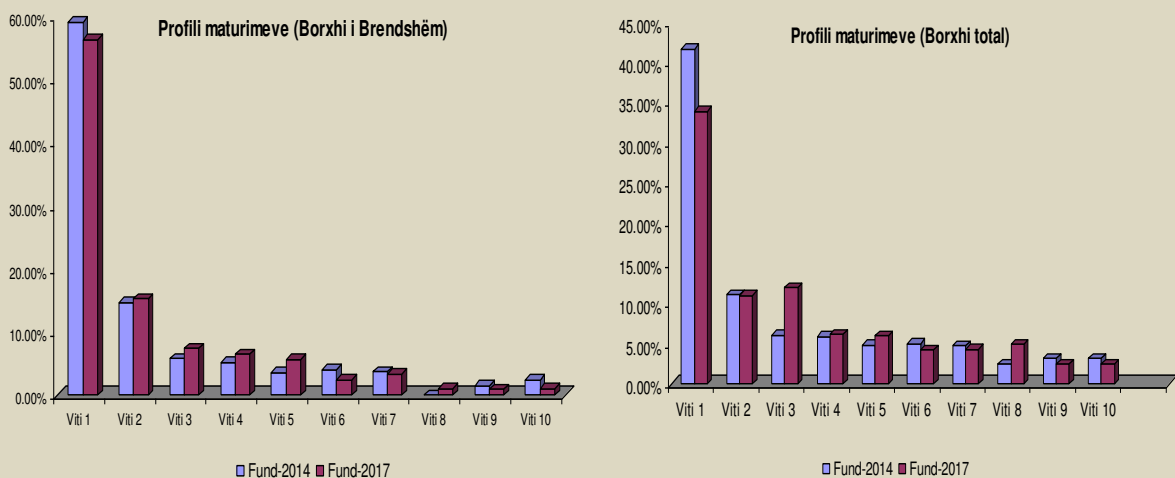


Për sa më sipër dhe duke marrë në konsideratë instrumentet e financimit në dispozicion të vendit, Strategjia Bazë është një strategji e cila vjen në përputhje me objektivat kryesore të menaxhimit për përmirësimin e strukturës së borxhit dhe në veçanti të borxhit të brendshëm i cili mbart edhe riskun më të lartë.

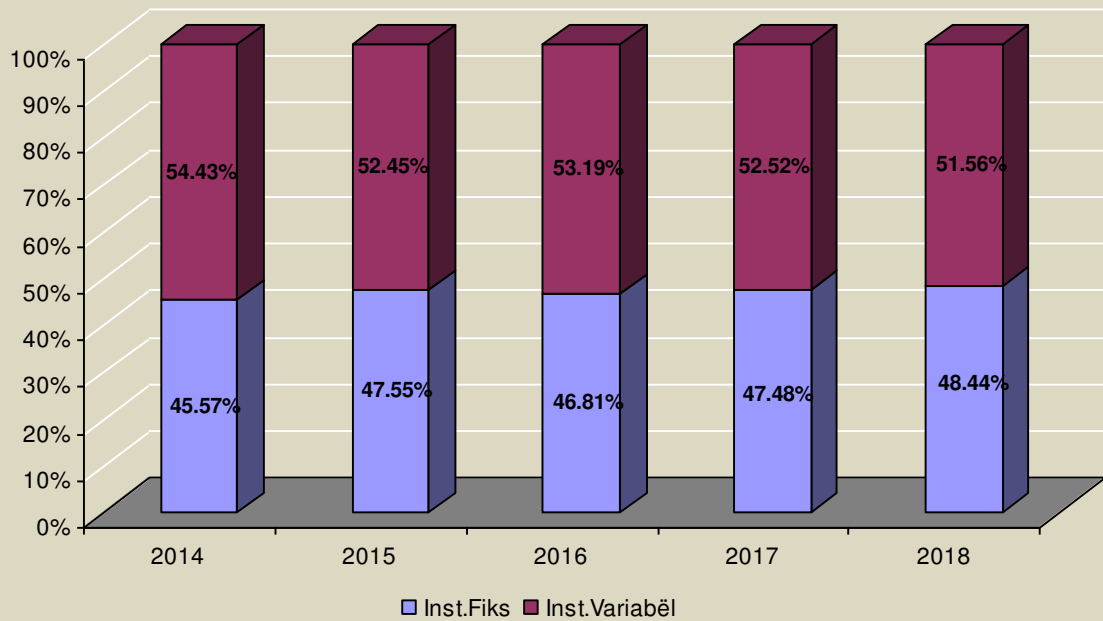
#### 4.5.1 Avantazhet e Strategjisë Bazë

- Aplikimi i sukseshëm i Strategjisë do të garantonte në fund të vitit 2017 një profil shlyerje që karakterizohet nga një risk ri-financimi më i ulët dhe gjithashtu një përmirësim të riskut të normave të interesit.

Krahasimi i profileve të maturimit Aktual VS Strategjia Bazë (10 vjet periudhë kohore)







- Ulja e financimit të brendshëm me rreth 35 miliardë LEK i jep mundësi portofolit të borxhit të brendshëm të ristrukturohet, të krijoj benchmarke të instrumenteve afatgjatë dhe në të njëjtën kohë t'i ofrojë mundësi sistemit bankar të ristrukturojë portofolin në kuadër të ekspozimit ndaj riskut sovran dhe të rrisë shanset e kreditimit të sektorit privat.

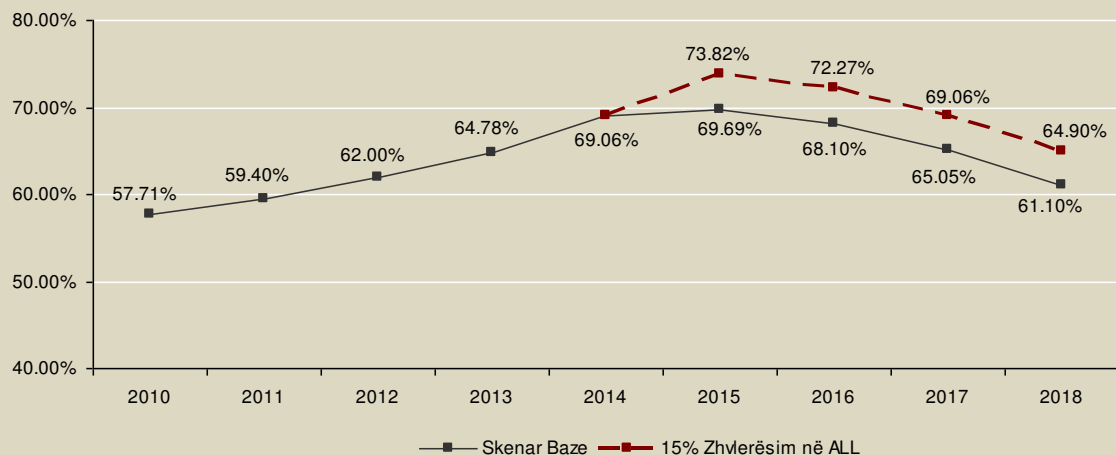
#### 4.5.2 Analiza e ndjeshmërisë ndaj risqeve

Rritja e stokut të borxhit të huaj deri në 45% e bën këtë strategji vulnerabël ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit.

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

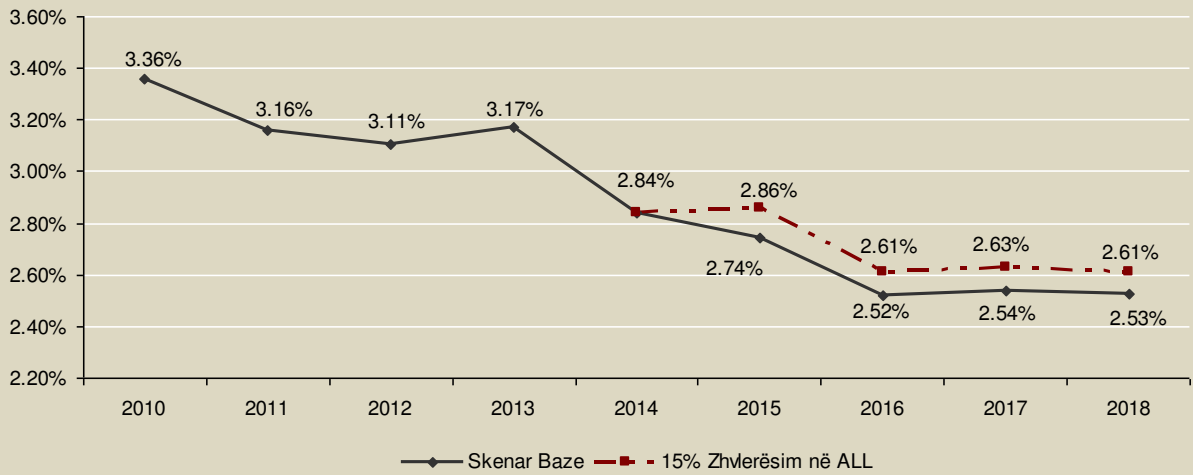
Më konkretisht, një zhvlerësim i monedhës vendase prej 15% ndaj të gjitha monedhave që kompozojnë portofolin e borxhit të jashtëm do e rriste nivelin e borxhit me rreth 4.1 pikë përqindje dhe në të njëjtën kohë shërbimin e borxhit deri në 12 pikë bazë.

Ndjeshmëria e nivelit të borxhit në raport me PBB ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit





*Ndjeshmëria e shërbimit të borxhit në raport me PBB ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit*

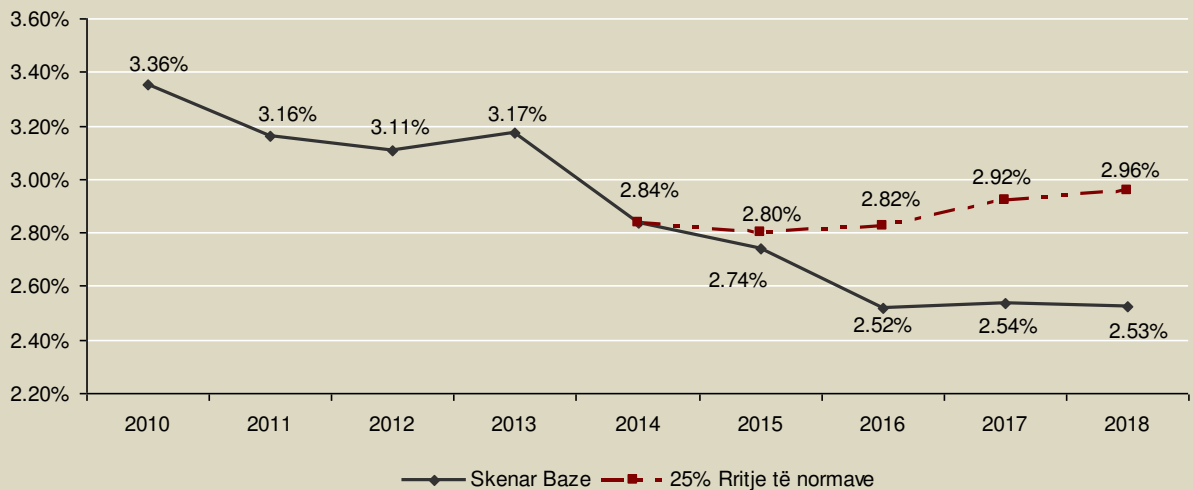


Nga ana tjetër, rritja e ekspozimit të borxhit ndaj monedhës së huaj mund të rrisë ndjeshmërinë ndaj faktorëve të jashtëm duke ndikuar në uljen e qëndrueshmërisë së borxhit dhe si rrjedhojë të shoqërohet me një ulje në vlerësimin e kreditit nga kompanitë e vlerësimit. Një ulje në vlerësim do të shkaktonte rritje të kostos së huamarrjes së jashtme dhe njëkohësisht rritje të nivelit të borxhit.

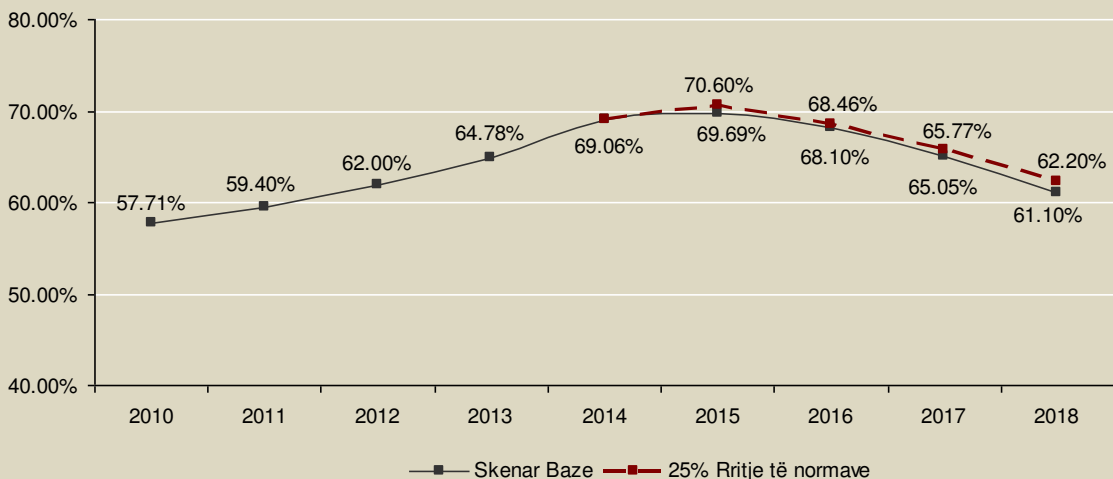
Një risk tjetër i cili ka efekte të konsiderueshme mbi nivelin dhe kryesisht mbi shërbimin e borxhit është edhe risku i normave të interesit të tregut të brendshëm dhe atij të huaj.

Rritja e normave të interesit në tregun vendas dhe atë të huaj me 25% do të kishte efektet të cilat ilustrohen grafikisht si më poshtë:

*Ndjeshmëria e shërbimit të borxhit në raport me PBB ndaj luhatjeve të normave të interesit*



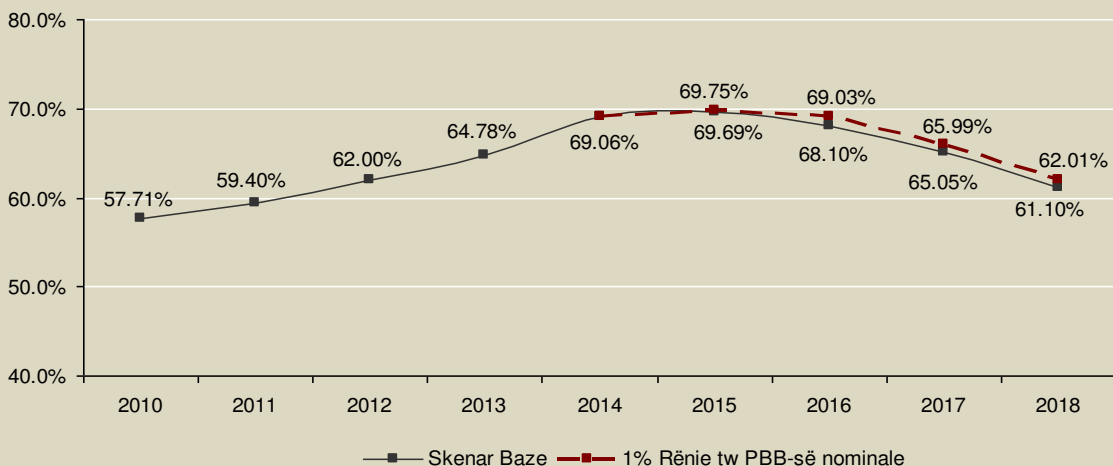
*Ndjeshmëria e nivelit të borxhit në raport me PBB ndaj luhatjeve të normave të interesit*



Strategjia Afatmesme e Menaxhimit të Borxhit duhet theksuar se gjithashtu ka një ndjeshmëri të konsiderueshme në përmbushjen e objektivave të saj edhe ndaj faktorit rritje ekonomike. Mosrealizimi i rritjes ekonomike sipas supozimeve afatmesme do të kishte efekte të konsiderueshme mbi nivelin e borxhit, i cili është dhe një nga objektivat primar jo vetëm të menaxhimit të borxhit, por edhe i qeverisë.

Në analizë është supozuar impakti i një rënie të PBB nominale me 1%.

*Ndjeshmëria e nivelit të borxhit në raport me PBB ndaj luhatjes së PBB*



Nga analiza rezulton se rënia e PBB nominale me 1% ka efekt të moderuar mbi nivelin e borxhit. Gjithsesi, duhet marrë në konsideratë se në realitet rënia ekonomike shoqërohet me rënie të të ardhurave në buxhetin e shtetit, si edhe jep ndikim edhe mbi tregues të tjerë makro-fiskal, të cilët kanë efekt në zgjerimin e deficitit primar duke bërë që të rritet nevoja për huamarrje. Për sa më sipër, impakti i një rënie të PBB është i një shkalle më të konsiderueshme nga ajo që paraqitet grafikisht.

### 4.5.3 Qëndrueshmëria e borxhit në periudhën afatmesme

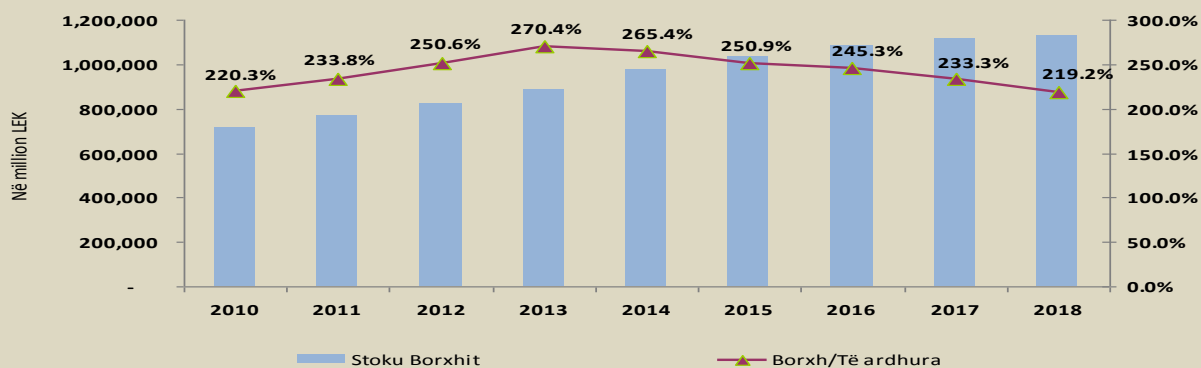
Qëndrueshmëria e borxhit publik në periudhën afatmesme është një element shumë i rëndësishëm, i cili është i lidhur ngushtë me përmirësimin e politikave të menaxhimit të borxhit dhe likuiditetit. Nga ana tjetër, qëndrueshmëria e borxhit do parë jo vetëm në këndvështrimin e menaxhimit të detyrimeve, por edhe në menaxhimin e aseteve në mënyrë që të ketë një harmonizim ndërmjet jetëgjatësisë së aseteve dhe detyrimeve.

Është shumë e rëndësishme që nga ana e Qeverisë të ndërmerren reforma me qëllim rritjen e aseteve dhe konsolidimin e treguesve makroekonomik me qëllim uljen e ndjeshmërisë së tyre ndaj risqeve. Në këtë kontekst, Strategjia e Menaxhimit të Borxhit sugjeron marrjen e masave të mëposhtme:

- Në kuadër të rritjes së të ardhurave
  - Konsolidimi makro-fiskal;
  - Reforma në kuadër të luftës kundër informalitetit;
  - Reforma e pensioneve;
  - Reforma në fushën e drejtësisë dhe në kuadër të luftës kundër korrupsionit.
- Në kuadër të përmirësimit të treguesve makroekonomik dhe ndjeshmërisë nga jashtë
  - Rritja e rezervës valutore;
  - Rritja e eksporteve dhe përmirësimi i bilancit tregtar nëpërmjet politikave të stimulimit të sektorëve që kanë avantazhe konkurruese dhe krahasuese.

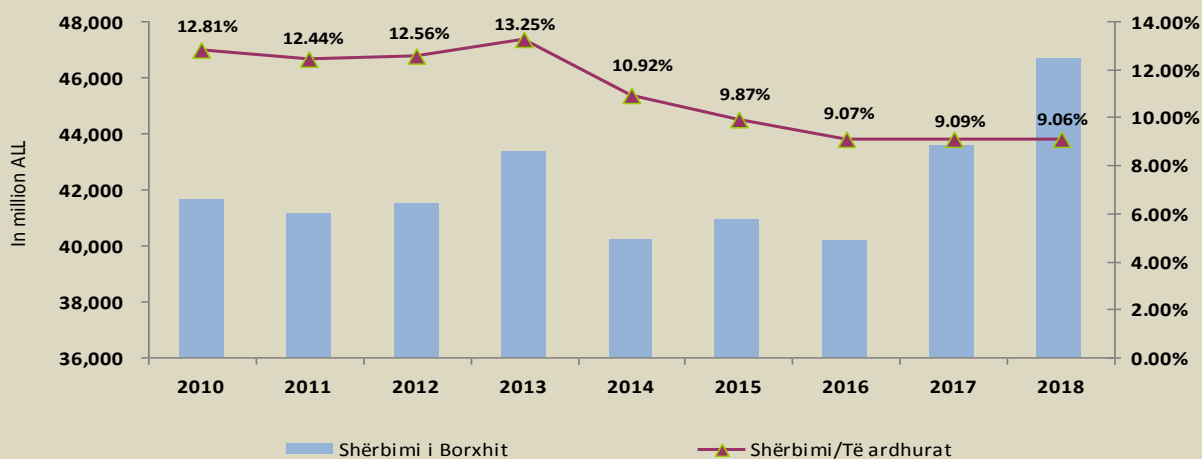
### Treguesit e qëndrueshmërisë së borxhit

- Ndër treguesit kryesorë të qëndrueshmërisë së borxhit është treguesi i **raportit të borxhit në raport me të ardhurat**<sup>11</sup>, i cili shpreh aftësinë ri-paguese të Qeverisë.

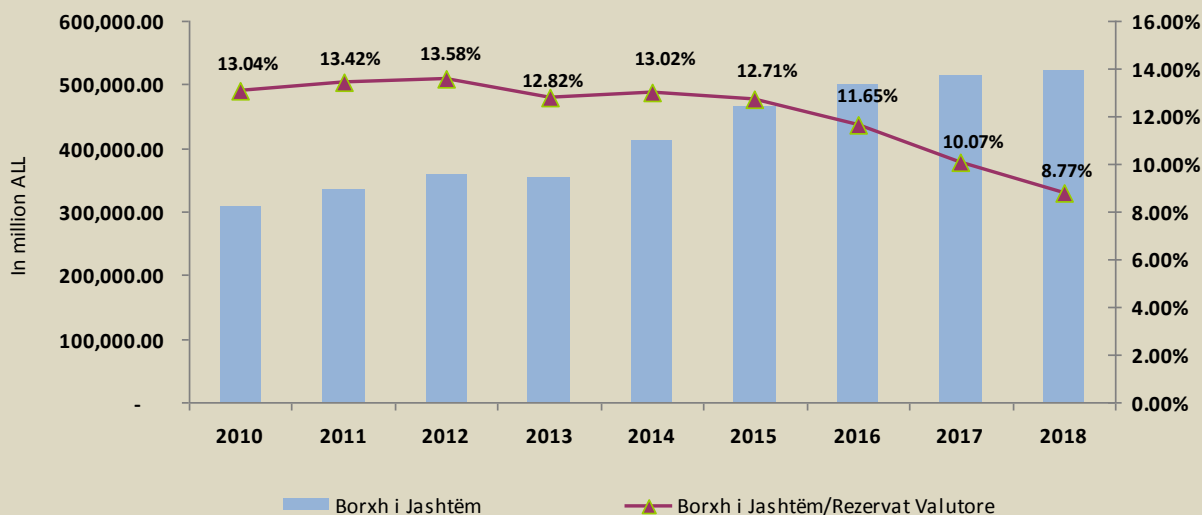
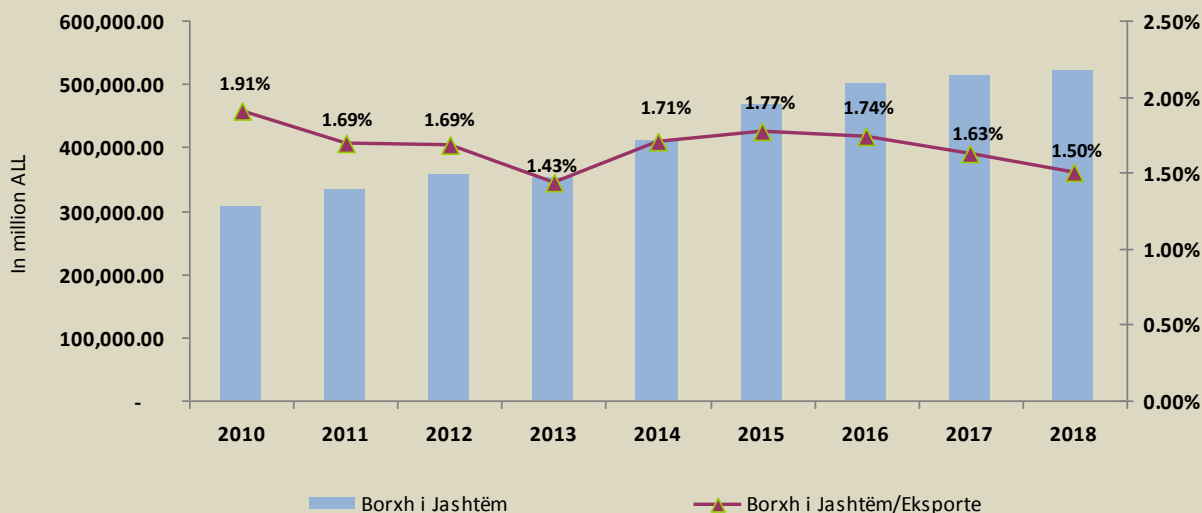


<sup>11</sup> Për vendet në zhvillim, ky tregues preferohet të jetë nën 250%

Brenda të njëjtit kontekst është edhe treguesi i shërbimit të borxhit në raport me të ardhurat.



### - Borxhi i jashtëm në raport me eksportet dhe rezervat valutore



#### 4.5.4 Parashikimi i treguesve të riskut

Implementimi i Strategjisë Bazë në përputhje me supozimet e bëra në skenarin bazë, në fund të vitit 2017 do të rezultonte me treguesit e mëposhtëm të riskut:

Objektivat e Riskut	Treguesi	Vlera			Rëndësia e Objektivit
		2014	2015	2017	
<b>Risku i refinancimit</b>	<b>DMM (në vite)</b>				E lartë
	Borxhi Brendshëm	1.80	1.78	1.76	
	Borxhi Jashtëm	7.52	7.91	7.38	
	Borxhi Total	4.11	4.5	4.28	
	<b>Maturime brenda 1 viti</b>				E lartë
	Borxhi Brendshëm	59.18%	59.40%	56.40%	
Borxhi Jashtëm	16.92%	5.45%	5.98%		
Borxhi Total	41.74%	35.36%	33.92%		
<b>Risku i normave të interesit</b>	<b>KMR</b>				E lartë
	Borxhi Brendshëm	1.62	1.63	1.68	
	Borxhi Jashtëm	4.48	4.61	3.47	
	Borxhi Total	2.80	2.95	2.47	
	<b>Borxhi rifiksuar në 1 vit</b>				E lartë
	Borxhi Brendshëm	72.11%	70.81%	65.30%	
	Borxhi Jashtëm	56.75%	46.68%	54.20%	
	Borxhi Total	65.80%	60.05%	60.36%	
	<b>Instrumenta Fiks/Total</b>				E lartë
Borxhi Brendshëm	37.70%	40.90%	46.40%		
Borxhi Jashtëm	56.77%	55.80%	48.80%		
Borxhi Total	45.57%	47.55%	47.50%		
<b>Risku i kursit të këmbimit</b>	Borxhi në valut/Totalit	41.26%	44.55%	44.60%	E lartë