

Politikë monetare – një analizë deskriptive mbi lehtësimin sasior

Ilida MALILE¹

Abstrakt: *Qëllimi i këtij artikulli është të ofrojë një analizë deskriptive të lehtësimit sasior, duke u fokusuar në nevojën dhe kushtet që ndikuan, në ndërmarrjen e lehtësimit sasior dhe në kanalet e transmetimit të këtyre programeve në rritjen ekonomike, inflacion dhe normat e interesit. Gjithashtu, artikulli ofron një përshkrim të karakteristikave kryesore të lehtësimit sasior të ndërmarrë nga katër banka kryesore qendrore: Banka e Japonisë, Rezerva Federale, Banka e Anglisë, Banka Qendrore Europiane; si edhe Banka e Izraelit. Për secilin rast shpjegohet masa dhe frekuenca e ndodhjes së lehtësimit sasior, së bashku me asetet, në të cilat konsistonin blerjet në masë të bankave qendrore dhe efektet që këto programe kanë pasur në ekonomitë respektive. Së fundmi, ofrohen disa vërejtje përfundimtare lidhur me rritjen e pabarazisë së të ardhurave, për të cilën akuzohet lehtësimi sasior, si një prej shkaqeve kryesore dhe lidhur me presionet e moderuara inflacioniste, pavarësisht rritjes së ofertës së parasë në ekonomi.*

Fjalë kyç: *lehtësim sasior, kufiri i poshtëm zero, politikë monetare*

Abstract: *This article aims to provide a descriptive analysis on quantitative easing focusing on the need and circumstances, which triggered the launch of quantitative easing programmes, and on their channels of transmission to real economic growth, inflation and interest rates. Also, the article offers a comparative view of main features of quantitative easing undertaken from main central banks: Bank of Japan, Federal Reserve, Bank of England, European Central Bank, and Bank of Israel. For each case, the article describes the size and the frequency of quantitative easing coupled with an assets breakdown which*

¹ Ministria e Ekonomisë, E-mail: imalile@yahoo.com

massive purchases consisted in. The effects of quantitative easing on the main indicators of respective economies are briefly discussed. The article concludes with some remarks related to the increasing income inequality, which quantitative easing is held responsible for, among other factors. Another remark is related to subdued inflationary pressures regardless the increase of money supply in the economy.

Keywords: *quantitative easing, zero-lower bound, monetary policy*

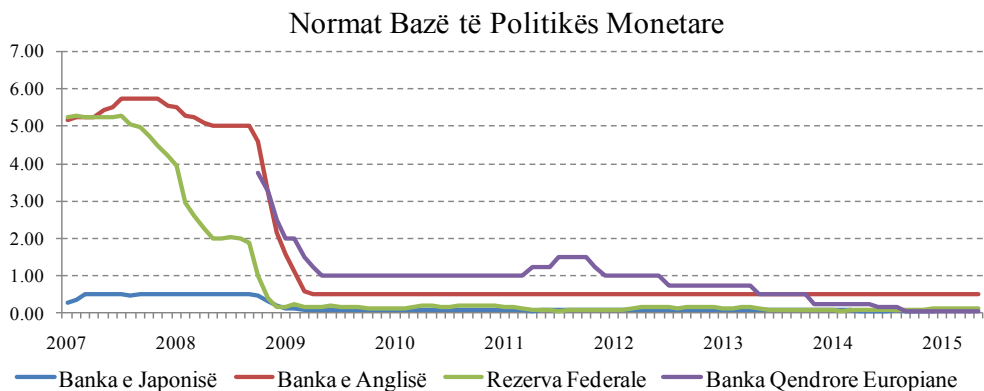
1. Si lindi nevoja për lehtësim sasior?

Instrumenti konvencional i politikës monetare të bankave qendrore, përgjegjëse për arritjen dhe ruajtjen e stabilitetit të çmimeve, në kushte normale është kontrolli i normës së interesit nominal afat-shkurtër. Duke qenë se pritshmëritë e inflacionit nuk ndryshojnë në raport të drejtë me ndryshimin në normën nominale të politikës monetare, atëherë bankat qendrore janë në gjendje të kontrollojnë normat reale të interesit, të cilat priten të ndikojnë vendimet e konsumit dhe të investimeve nga individët apo bizneset dhe, rrjedhimisht, nivelin e aktivitetit ekonomik apo të punësimit. Kjo ishte mënyra tradicionale (konvencionale) e funksionimit të politikës monetare të bankave qendrore, para se të shfaqej kriza globale financiare, në vitin 2007.

Me dështimin e Lehman Brothers, në vitin 2008, besimi në ekonominë globale shënoi rënie të ndjeshme, tregjet financiare pothuajse u paralizuan dhe kushtet e kreditimit u shtrënguan në masë të konsiderueshme (Swedberg, 2010). Bankat kryesore qendrore (Rezerva Federale, Banka e Anglisë, Banka e Japonisë apo Banka Qendrore Europiane) lehtësuan në mënyrë të njëpasnjëshme politikat e tyre monetare, fillimisht për të kthyer normalitetin e tregjeve financiare, por shumë shpejt shqetësimi dhe objektivi i tyre u fokusua në stimulimin e rritjes ekonomike dhe në frenimin e presioneve disinflacioniste.

Në shtator të vitit 2007, Banka Qendrore e Anglisë ndoqi një politikë monetare, duke e ulur normën bazë nga 5.7% në 0.50% në një hark kohor prej një viti e gjysmë. Ngjashëm ishte edhe ecuria e normës së Rezervës Federale, e cila u ul me rreth 3 pikë përqindje gjatë një periudhë një vjeçare (shtator '07- '08), për të vazhduar uljen e mëtejshme në vitet në vazhdim, duke shënuar mesatarisht vlerën 0.1% gjatë vitit 2014. Banka Qendrore Europiane (BQE), gjithashtu, ka ndjekur politikë monetare lehtësuese, ndonëse në një kohë të mëvonshme krahasuar me Bankën e Anglisë dhe Rezervën Federale, dhe me ritme të moderuara. BQE-ja e uli normën bazë nga 3.75% në shtator të vitit 2008, në 1% në maj të vitit 2009 dhe e mbajti të pandryshuar normën deri në tremujorin e parë të vitit 2011. Ndryshe nga tendenca e përgjithshme e politikave monetare të vendeve të tjera në atë periudhë, Banka Qendrore Europiane e rriti normën bazë si përgjigje ndaj presioneve rritëse të inflacionit në atë periudhë, e cila, faktikisht ishte një goditje e ofertës dhe rrjedhimisht e përkohshme. Në fund të vitit 2011, politika monetare e BQE-së ndërroi kah, duke e ulur normën në mënyrë të njëpasnjëshme nga 1.5% deri në 0.5% në vitin 2015. Ndërsa Banka e Japonisë e kishte ndërmarrë politikën monetare lehtësuese që në fund të viteve '90, duke mbajtur norma interesi shumë afër zeros. Edhe gjatë periudhës në shqyrtim, kjo politikë monetare lehtësuese vazhdoi me ritme të ngadalësuara, nga 0.5% në shtator 2007, në 0.06% në prill 2015.

FIGURA 1. POLITIKA MONETARE E JAPONISË, ANGLISË, AMERIKËS DHE EUROZONËS²

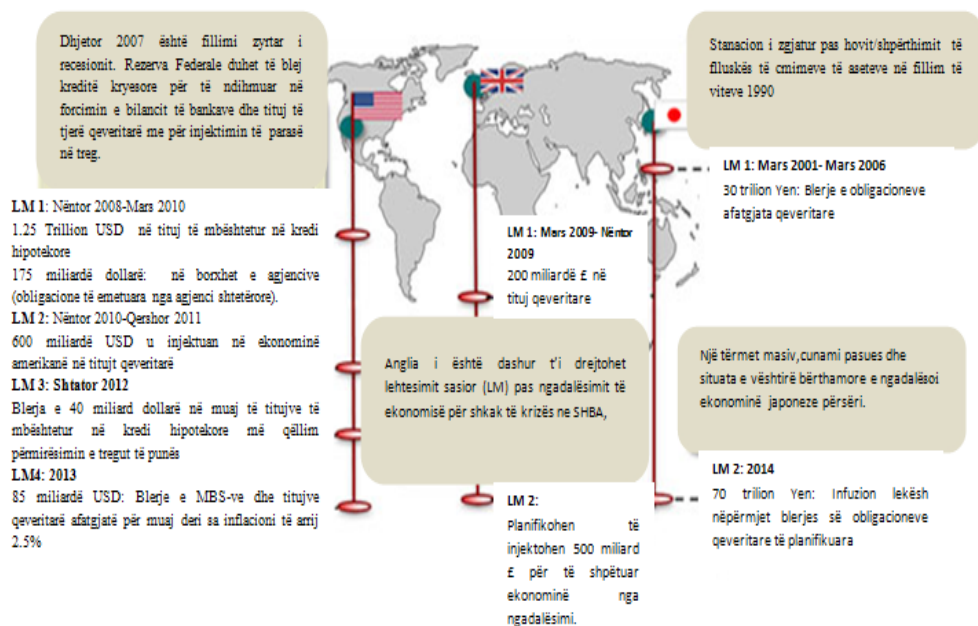


Pavarësisht uljes së normës bazë në nivelet afër zero, politika monetare e këtyre vendeve dështoi të ringjallte aktivitetin ekonomik. Në kushtet e normave bazë të politikës monetare shumë afër zeros, njerëzit do preferonin t’i mbanin paratë “poshtë-jastëkut”, sa t’i depozitonin në bankë me norma interesi shumë afër zeros, duke limituar kështu efektivitetin e politikës monetare konvencionale. Shqetësimet për pasojat e një politike monetare me norma interesi shumë afër zeros, janë shumë të hershme (Keynes, 1936). Shumë ekonomistë kanë argumentuar, se bankat qendrore në këto kushte janë të pashpresa (norma interesi afër zeros), kurse shumë të tjerë argumentojnë, se bankat qendrore mund të eksperimentojnë me mjete të tjera jokonvencionale, siç është injektimi i likuiditetit nëpërmjet blerjes në masë të aseteve afat-gjata, e cila njihet me termin “lehtësimi sasior”.

Banka e parë që ndërmori lehtësimin sasior ishte Banka e Japonisë, në vitet 2001-2006, dhe konsistonte në blerjen e obligacioneve qeveritare afatgjata. Nevoja për lançimin e lehtësimit sasior në Japoni, erdhi si rezultat i stanjacionit të tej zgjatur dhe shpërthimit të flluskës së çmimeve të aseteve, në fillim të viteve ’90. Shembulli i Japonisë u ndoq nga Rezerva Federale, e cila lançoi raundin e parë të lehtësimit sasior gjatë periudhës, nëntor 2008-mars 2010. Lehtësimi i parë sasior konsistonte në blerjen e \$25 trilionë në titujt hipotekarë dhe \$175 miliardë në obligacione të emetuara nga agjencitë qeveritare. Pas raundit të parë, Rezerva Federale ndërmori edhe tre programe të tjera të lehtësimit sasior, në periudhat nëntor 2010-qershor 2011, shtator 2012 dhe në vitin 2013. Banka e Anglisë, në mars të vitit 2009, ndërmori raundin e parë të lehtësimit sasior, i cili konsiston në blerjen e £200 miliardë në titujt qeveritarë. Kjo erdhi si rezultat i ngadalësimit të aktivitetit ekonomik, në Angli, për shkak të krizës financiare në Amerikë. Banka e fundit që ndërmori lehtësimin sasior ishte Banka Qendrore Europiane, në vitin 2015 (figura 2).

² Të dhënat mbi normat bazë janë marrë nga *website*-t e bankave qendrore respektive dhe janë transformuar në frekuencë mujore, duke aplikuar mesataren e thjeshtë.

FIGURA 2. KRONOLOGJIA E LEHTËSIMIT SASIOR NGA BANKAT KRYESORE QENDRORE



2. Kanalet e Lehtësimit Sasior

Qëllimi i ndërmarrjes së programeve të lehtësimit sasior është i njëjtë me politikën e uljes së normës bazë, pra, synon të ndikojë normat e tjera të interesit në ekonomi, të cilat do të përcaktojnë vendimet për konsum dhe investim të individëve apo firmave dhe, rrjedhimisht, do të reflektohen në ecurinë e aktivitetit ekonomik dhe të çmimeve.

Literatura e gjerë mbi lehtësimin sasior identifikon katër kanale kryesore, nëpërmjet të cilave lehtësimi sasior pritet të ketë ndikimin e sipërpërmendur, të cilat janë: efektet e sinjalizimit; bilanci i portofolave; besimi në tregje; dhe huadhënia bankare.

Efektet e sinjalizimit përfshijnë informacionin, që agjentët ekonomik përfitojnë nëpërmjet programeve të blerjeve në masë të aseteve afatgjata nga banka qendrore. Këto blerje përfaqësojnë një angazhim të besueshëm të bankave qendrore për të mbajtur normat e interesit të ulëta në të ardhmen, sepse, nëse do të vepronin ndryshe bankat qendrore do të përballeshin me humbje të mëdha në bilancet e tyre.

Së dyti, blerja në masë e aseteve nga banka qendrore do të rriste sasinë e parasë në duart e shitësve të këtyre aseteve, të cilat do të përpiqeshin të ri-balanconin portofolin e tyre, duke blerë asete të tjera ose zëvendësues të afërt të tyre. Kjo do të çonte në rritjen e çmimit të aseteve të blera nën programin e lehtësimit sasior dhe të aseteve zëvendësuese të tyre dhe, sikurse dikton edhe një nga parimet themelore të ekonomisë³, kthimi nga këto asete do të shënojë rënie. Nga njëra anë, yield-e më të ulëta do përkthehen në kosto më të ulëta të huamarrjes;

³ Çmimi dhe norma e interesit për një aset të caktuar kanë një marrëdhënie të zhdrejtë. Sa herë që çmimi i një asemi rritet, norma e tij e interesit reduktohet. Intuitivisht, nëse çmimi i një asemi (psh, një bono thesari) rritet do të thotë që diferenca ndërmjet tij dhe kuponit të premtuar zvogëlohet, pra yield-i i asemi është më i ulët se në momentin që asemi emetohet.

ndërsa nga ana tjetër çmime më të larta të aseteve do të rrisnin pasurinë neto të mbajtësve të aseteve. Të dyja këto do të vepronë në favor të stimulimit të shpenzimeve nga ana e individëve dhe firmave, të cilat do të shërbejnë në arritjen e objektivit të inflacionit, stimulimit të rritjes ekonomike dhe përmirësimit të situatës së punësimit.

Një kanal tjetër, nëpërmjet të cilit lehtësimit sasior pritej të funksiononte, ishte kanali i huadhënies bankare. Meqenëse, lehtësimit sasior përmirëson situatën e likuiditetit të sistemit bankar, bankat janë të predispozuara të japin më shumë hua të reja, se në rastin kur programet e lehtësimit sasior do të mungonin. Megjithatë, efekti i ardhur prej kanalit të huadhënies bankare ka qenë i limituar për shkak të dobësive që karakterizojnë sistemin bankar në fillim të krizës financiare. Pavarësisht përmirësimit të situatës së likuiditetit, bankat do të vazhdonin të mbanin këto rezerva të tepërta në bilancet e tyre si “jastëk”, në vend që ta përçonin këtë likuiditet në ekonominë reale, nëpërmjet huadhënies.

Së fundmi, “lehtësimit sasior” u lançua me objektivin për të përmirësuar situatën ekonomike dhe, rrjedhimisht, ka efekt pozitiv në përmirësimin e indeksit të besimit të konsumatorëve dhe bizneseve, duke i dhënë kështu nxitje, gatishmërisë së tyre për të konsumuar apo për të shpenzuar.

3. Raste Studimi të Lehtësimit Sasior

Kur flitet për lehtësimin sasior, kryesisht i referohet politikës së zgjerimit të bilancit të bankave nëpërmjet blerjes së aseteve, financuar me paratë e bankës qendrore. Detajet e programeve të lehtësimit sasior ndryshojnë nga një ekonomi në tjetrën, për shkak të karakteristikave të strukturave të ekonomive respektive dhe objektivave specifike të veprimeve të lehtësimit sasior. Blerja e aseteve konsistonte në dy lloje: blerja e bonove afatgjata qeveritare (Rezerva Federale dhe Banka e Anglisë), e cila u aplikua kryesisht në ekonominë ku tregjet primare luajnë një rol më të rëndësishëm se bankat; dhe blerja e aseteve private, kryesisht e titujve bazuar mbi kreditë hipotekare për të “qetësuar” tregjet afatshkurtra të huas (Banka Qendrore Europiane dhe Banka e Japonisë).

Në literaturë, termi “lehtësim sasior” ngatërrohet ose përdoret në të njëjtën mënyrë si për termin “lehtësim i kreditimit”, pavarësisht ndryshimeve nga njëra-tjetra (Fawley dhe Neely, 2013). Politikat e “lehtësimit të kreditimit” kanë si qëllim, të ulin normat e interesit dhe të rivendosin funksionimin normal të tregut; ndërsa lehtësimit sasior i referohet rritjes së magnitudës së detyrimeve të bankës qendrore, në kushtet kur norma bazë e interesit është afër nivelit zero. Lehtësimit i kreditimit e përfshin lehtësimin sasior, por, zakonisht targeton tregje apo norma interesi të caktuara. Kështu, Guvernatori i Rezervës Federale e quajti programin e blerjes në masë të aseteve “lehtësim të kreditimit”, sepse synonte të përmirësonte funksionimin e tregjeve të bonove afat-gjata e të ulte normat afatgjata të interesit, dhe jo thjesht të rriste bazën monetare. Ndërsa Banka e Anglisë, Banka e Japonisë dhe, së fundmi, Banka Qendrore Europiane i referohen programit të tyre të blerjes në masë të aseteve, si rritje të bilancit të tyre - lehtësim sasior. Këto banka qendrore kishin si target, rezervat dhe, rrjedhimisht, pranonin një gamë të gjerë të aseteve si kolateral.

Më poshtë do të gjeni një shpjegim më të detajuar të programit të “lehtësimit sasior” apo “lehtësimit të kreditimit” për katër banka kryesore qendrore.

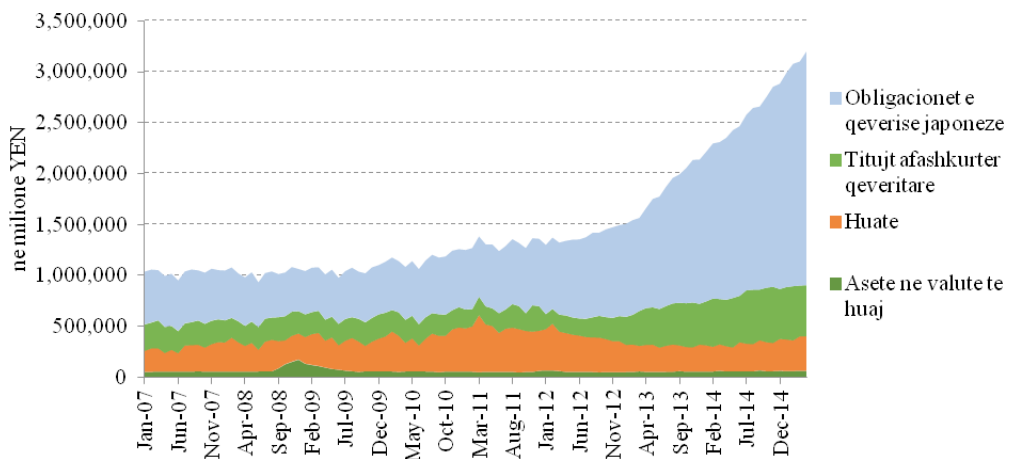
Banka e Japonisë

Banka e Japonisë ka qenë banka e parë qendrore, e cila ka ndërmarrë programe të lehtësimit sasior, më konkretisht në vitin 2001, si përgjigje ndaj një periudhe të tejjzgjatuar të ngadalësimit

ekonomik dhe të deflacionit. Në kombinim me ndryshimin e instrumentit (nga norma e interesit e pakolateralizuar, me maturitet një ditor, në tepricën e llogarive rrjedhëse), Banka e Japonisë gjithashtu rriti objektivin për rezervat bankare nga 4 në 5 trilion Yen (dhe gradualisht në 30-35 trilion Yen deri në vitin 2004), duke blerë në të njëjtën kohë, borxh, nga sektori publik dhe privat. Programi i lehtësimit sasior përfundoi në vitin 2006, pavarësisht, se nuk rezultoi shumë i suksesshëm në luftën e fenomenit të deflacionit, për shkak të menaxhimit jo shumë të mirë të pritshmërisë së tregjeve. Rrjedhimisht, rasti i Japonisë në fillim të viteve 2000 nuk mund të ofronte përfundime apo mësim për lehtësimet sasiore, që do të ndërmerreshin nga bankat e tjera qendrore, në kushtet e shfaqjes së krizës globale financiare.

Në vitin 2013 (figura 3), Banka e Japonisë e ri-lançoi programin e lehtësimit në një shkallë të lartë, me rreth 1.4 trilion USD, e cila përbënte një nga tre shtyllat kryesore të programit të implementuar nga kryeministri japonez, Abenomics. Banka e Japonisë bleu rreth 70 miliardë bono qeveritare çdo muaj, shumë e cila është e krahasueshme me programin e Rezervës Federale, edhe pse ekonomia e Japonisë është sa një e treta e ekonomisë amerikane. Efekti i programit lehtësues në Japoni ka qenë i limituar. Ka pasur një përmirësim të aktivitetit ekonomik, që prej ndërmarrjes së programit të lehtësimit sasior, por niveli i lartë i borxhit dhe rritja reale negative e parasë janë duke i zbehur efektet e lehtësimit sasior.

FIGURA 3. BILANCI I BANKËS SË JAPONISË



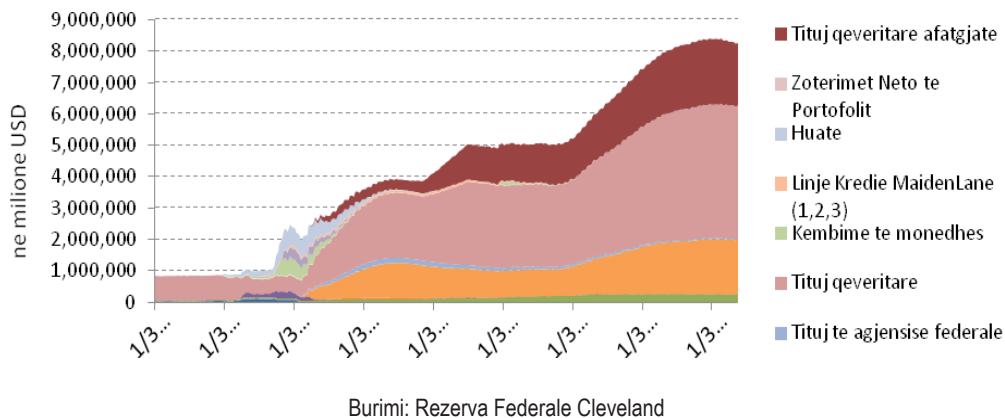
Burimi: Banka e Japonisë

Rezerva Federale

Rasti më i mirë për të studiuar politikat jo-konvencionale është Rezerva Federale, ku u diskutuan dhe u implementuan intensivisht këto politika. Ekonomistë të shquar e kishin menduar dhe kishin studiuar paraprakisht efektivitetin e këtyre politikave, në rast se do lindte nevoja për zbatimin e tyre. Me shfaqjen e krizës financiare, në vitin 2008, Rezerva Federale prezantoi një sërë instrumentesh, që ndryshuan masën dhe përbërjen e bilancit të saj. Qëllimi kryesor i këtyre mjeteve ishte të mbështeste funksionimin normal të tregjeve financiare dhe të ofronte lehtësim shtesë, në kushtet kur norma bazë e politikës monetare ishte shumë afër nivelit zero.

Në figurën e mëposhtme (figura 4) gjeni ecurinë në kohë të bilancit të Rezervës Federale (FED) gjatë periudhës, mars 2007- mars 2015.

FIGURA 4. BILANCI I REZERVËS FEDERALE



Rezerva Federale nëpërmjet programeve të lehtësimit sasior synonte të injektonte likuiditet në ekonomi, duke pranuar si kolateral një gamë shumë më të gjerë produktesh krahasuar me periudhën para krizës. Gjithashtu, duke pasur parasysh, që aktiviteti kreditues në Shtetet e Bashkuara të Amerikës është i drejtuar gjithnjë e më shumë nga tregjet financiare, Rezerva Federale përdori instrumente që synonin kreditimin direkt të institucioneve financiare. Këto instrumente konsistojnë në pranimin si kolateral për financim: bono kompanish, kredi për blerje makine, apo kredi studentore. Programet e lehtësimit sasior të viteve 2008 dhe 2009 synonin të rigjallëronin gjithë ekonominë, ndonëse prioriteti kryesor i tyre ishin tregjet e kredisë hipotekore, të cilat ishin goditur ndjeshëm nga rënia e çmimeve të pasurive të paluajtshme, në periudhën 2006-2008.

Pas vitit 2009, veprimtaria e Rezervës Federale u përqendrua kryesisht në bonot afatgjata dhe në titujt e mbështetur në kredi hipotekore (mortgage-based securities⁴). Këto instrumente synonin reduktimin e normave të interesit afatgjata dhe rritjen e normës së inflacionit, në nivele që ishte më konsistente me mandatin e Rezervës Federale. Ndryshe nga raundi i parë i lehtësimit sasior, tregjet financiare e prisnin një rinovim të këtyre programeve dhe, rrjedhimisht, çmimet e aseteve ishin axhustuar ndaj këtyre pritshmërive dhe nuk ndryshuan shumë kur erdhi njoftimi nga Rezerva Federale.

Blerja e bonove afatgjata qeveritare, synonte të ulte normat e të gjithë maturiteteve të kurbës së yield-eve, duke ndikuar më shumë në pritshmëritë jo vetëm afatshkurtra, por edhe afatgjata të investitorëve. Në këtë mënyrë, Rezerva Federale nëpërmjet komunikatave të saj të qarta u përpoq të bindte agjentët, se normat do qëndronin të ulura për një periudhë të tej zgjatur. Kjo strategji komunikimi njihet me termin “udhëzime nga e ardhmja” (forward guidance), dhe ka rezultuar të jetë e efektshme, ndonëse është e vështirë të kuantifikohet. Blerja e aseteve të mbështetura në kredi hipotekore (MBS), përtej këtij kanali, gjithashtu, ishte e rëndësishëm për të ruajtur vlerën e banesave nga një

⁴ Mortgage-based securities (MBS) janë asete të blera nga Rezerva Federale dhe ishin të mbështetura në kredi hipotekore të lëshuara apo të siguruar nga agjensi publike, duke bërë që rreziku i tyre të ishte mjaft i ulët.

ulje drastike, një fenomen ky që do sillte probleme të mëtejshme në bilancet e individëve dhe bankave.

Që prej vitit 2008 e deri më sot, Rezerva Federale ka ndërmarrë katër runde të lehtësimit sasior, të cilat rezultuan të suksesshme në disa drejtime. Programi i lehtësimit sasior arriti të hiqte kreditë hipotekare “toksike” nga bilancet e bankave duke kthyer besimin dhe normalitetin në veprimtarinë operacionale të tyre. Pas raundit të katërt të lehtësimit sasior (QE4), ekonomia amerikane shënoi rimëkëmbje të lehtë, duke shënuar rritje vjetore prej 2-3%, papunësia u ul ndjeshëm në 7% dhe normat e interesit qëndruan mjaftueshëm të ulëta për të rigjallëruar tregun e banesave. Megjithatë, pavarësisht trilionatë dollarëve të injektuar në ekonomi, si rezultat i katër rundeve të lehtësimit sasior, Rezerva Federale nuk arriti të gjeneronte presione inflacioniste mjaftueshëm të larta për të arritur objektivin e vet të inflacionit rreth 2%. Por, rezultati i lehtësimeve sasiorë arriti të hidhte poshtë parashikimet dhe vlerësimet e kritikëve të shumtë të Rezervës Federale, sipas të cilëve programet e injektimit të likuiditetit në ekonomi do të gjeneronin hiperinflacion. Në dhjetor të vitit 2013, Rezerva Federale njoftoi se do të ngadalësonte ritmin e programeve të lehtësimit sasior dhe do të fillonte të ndiqte një politikë monetare shtrënguese në mes të vitit 2015, nëse kushtet ekonomike do të vazhdonin të përmirësoheshin.

Paul Krugman, fitues i çmimit Nobel në Ekonomi, e kritikoi ashpër vendimin e Rezervës Federale për të njoftuar ngadalësim të ritmit të lehtësimit sasior, në kushtet kur performanca e ekonomisë amerikane ishte ende e brishtë. Ky njoftim i Ben Bernanke, (ish-guvernatori i Rezervës Federale), shkaktoi panik në tregjet e bonove dhe shkaktoi një rritje të papritur të nivelit të tyre.

Banka e Anglisë

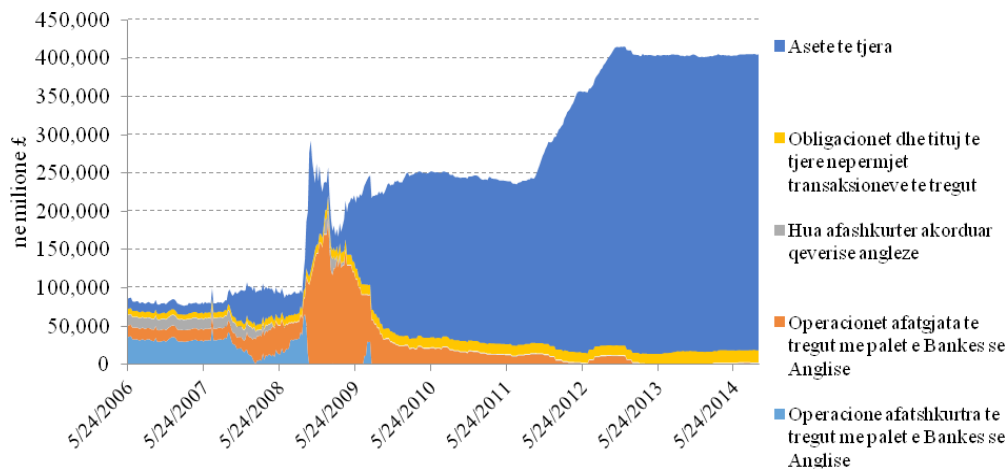
Një ekonomi tjetër e zhvilluar që ka ndërmarrë masa të ngjashme me politika monetare jokonvencionale është Banka e Anglisë. Siç tregon figura 5, Banka e Anglisë ka ndjekur strategjinë të ngjashme me atë të Rezervës Federale, duke injektuar fillimisht likuiditet në ekonomi, duke pranuar si kolateral një gamë të gjerë produktesh e asetesh financiare. Ngjashëm me Rezervën Federale, më pas Banka e Anglisë i ka reduktuar këto veprime dhe është orientuar, po ashtu si Rezerva Federale, drejt asetëve të bazuar në kredi hipotekare dhe bonot afatgjatë të qeverisë britanike. Studime të fundit nga Banka e Anglisë tregojnë, se blerja e bonove afatgjata qeveritare nga institucione financiare (si p.sh. fonde pensioni) solli një zhvendosje të investimeve të tyre drejt asetëve të tjera në ekonomi, duke ulur kostot e kreditimit. Gjithashtu, Banka e Anglisë ka mbështetur veprimtarinë e saj nëpërmjet komunikimit të vazhdueshëm, duke përsëritur në mënyrë të vazhdueshme, se normat e ulëta do të qëndrojnë për një periudhë të zgjatur.

Në konkluzionet e një studimi të Bankës së Anglisë (2012) vlerësohet, se nëse nuk do të ndodhte blerja në masë e asetëve në periudhën Mars 2009- Janar 2010, në fazën e parë të lehtësimit sasior, PBB-ja reale do të shënonte rënie më të madhe gjatë vitit 2009 dhe inflacioni do të arrinte nivele shumë të ulëta dhe negative. Sipas autorëve të këtij studimi, lehtësimi sasior ka pasur efektin më të madh në PBB-në reale, në masën prej 1.5%, dhe një efekt maksimal në inflacionin vjetor prej 1.25 pikë përqindje.

Për sa i përket të ardhmes, probabiliteti i lehtësimit të politikës monetare është më i madh se shtrëngimi i saj. Me një normë interesi bazë në nivelin më të ulët historik, prej 0.5%, ka pasur spekulime ndërmjet investitorëve, nëse një rritje e normës së interesit do të ndodhte së shpejti, me argumentin që nuk ishte më e nevojshme për krijimin e “kushteve lehtësuese” në politikën monetare. Anglia është përballur me një rënie të theksuar të çmimeve të naftës, e cila ka bërë

që presionet inflacioniste të jenë të ulëta. Me një inflacion shumë të ulët, rreth 0.5% dhe një objektiv prej 2% dhe me një probabilitet të madh që çmimet e naftës do vazhdojnë të jenë të ulëta, nuk ka shumë hapësirë për Bankën e Anglisë për të rritur normat e interesit.

FIGURA 5. BILANCI I BANKËS SË ANGLISË



Burimi: Banka e Anglisë

Banka Qendrore Europiane

Banka Qendrore Europiane ndodhet në një pozitë më delikate. Në krahasim me dy rastet e sipërpërmendura, Banka Qendrore Europiane ka pasur më pak hapësirë për të manovruar gjatë krizës, për shkak të statusit të saj ligjor të veçantë si bankë qendrore e disa shteteve të ndryshme, me politika buxhetore të pavarura.

Banka Qendrore Europiane ka qëndruar mënjanë zhvillimeve të lehtësimeve sasiore për një kohë më të gjatë. Ndërhyrjet e saj kanë qenë kryesisht të limituar me blerjen e bonove qeveritare të të ashtuquajturave vende “periferike”, gjatë krizës së Euro-s, në periudhën 2011-12, për të qetësuar tregjet financiare dhe për të provuar se një lender of last resort ekzistonte në Eurozonë. Instrumenti kryesor, në të cilën është mbështetur ECB-ja, ka qenë komunikimi dhe jo veprime konkrete që do të sillnin zgjerimin e bilancit të saj.

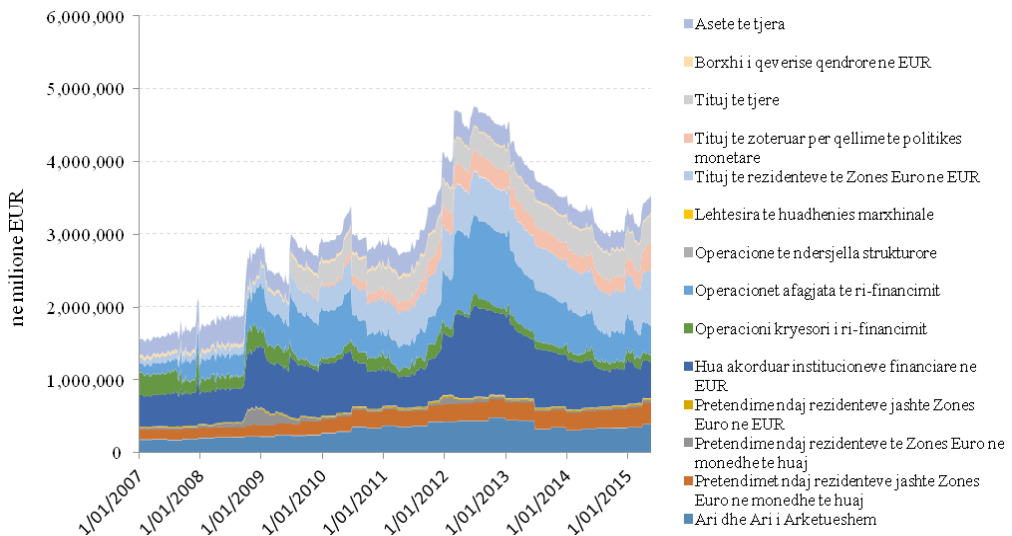
Por, zhvillimet e fundit ekonomike ku kanë dominuar presione mjaft të ulëta inflacioniste (0.5% për muajin mars sipas raporteve paraprake), po detyrojnë ECB-në të mendojë seriozisht për të ndërmarrë programe të ngjashme me ato të bankave qendrore në Britani, SHBA apo Japoni. Ndryshe nga Shtetet e Bashkuara të Amerikës, ku kreditimi varet nga tregjet financiare, në Eurozonë kreditimi është i mbështetur nga sektori bankar tradicional dhe jo nga tregjet financiare. Si rrjedhojë, blerja e asetëve të ndryshme financiare mund të mos jetë zgjidhja optimale për ECB-në.

Në vitin 2015 (7 vjet pasi Rezerva Federale lançoi për herë të parë programin e lehtësimit sasiore), Banka Qendrore Europiane adoptoi një program të mirëfillt të lehtësimit sasiore, duke blerë rreth 60 miliardë bono qeveritare të denominuara në Euro. Shumë ekonomistë kanë shprehur pikëpamje të ndryshme, në lidhje me lehtësimin sasiore të ndërmarrë nga Banka

Qendrore Europiane. Sekretari i Përgjithshëm i Thesarit, Larry Summers është shprehur në mbështetje të këtij programi, duke argumentuar, se rreziqet e të mos bërit asgjë janë shumë më të mëdha se rreziqet që mund të vijnë nga ndërmarrja e lehtësimit sasior, pavarësisht se kjo e fundit nuk mund të konsiderohet si kura e vetme dhe e mjaftueshme në Europë. Sipas Larry Summers, lehtësimi sasior pritet të jetë më pak i efektshëm në Europë sesa në Amerikë, për tre arsye kryesore. Së pari, lehtësimi sasior në Amerikë u lançua në një kohë kur yield-et e titujve qeveritarë ishin të lartë dhe mund të uleshin për shkak të këtyre programeve. Së dyti, lehtësimi sasior në Amerikë ishte i papritur dhe rrjedhimisht ishte një surprizë për ekonominë. Së treti, lehtësimi sasior në Amerikë u realizua nëpërmjet tregjeve kapitale, ndërsa në Europë u realizua nëpërmjet bankave, ku paraja rrjedh jo shumë lirshëm.

Lehtësimi sasior në Eurozonë ishte një proces tepër i kontestueshëm ndërmjet vendeve anëtare. Pavarësisht besimit të Mario Dragh-it, se lehtësimi sasior do të ishte thelbësor në nxjerrjen e ekonomisë së Eurozonës nga spiralla e deflacionit, Gjermania ishte shumë e shqetësuar, për shkak se injektimi i likuiditetit të tepërt në ekonomi do të shkaktonte fluska të aseteve dhe do të lehtësonte vendet vulnerabël nga presioni i zbatimit të reformave të domosdoshme.

FIGURA 4. BILANCI I BANKËS QENDRORE EUROPIANE



Burimi: Banka Qendrore Europiane

Banka e Izraelit

Një ekonomi tjetër që ndërmori lehtësimin sasior ishte ajo e Izraelit. Ndryshe nga katër vendet e përmendura më lartë, ekonomia e Izraelit përfaqëson një ekonomi të vogël të hapur, e cila e kaloi mjaft mirë krizën financiare, nën drejtimin e ish-gubernatorit Stanley Fischer. Falimentimi i Lehman Brothers la shenjë në ekonominë izraelite, e cila kryesisht u reflektua në rënien e çmimeve të aksioneve, rritjes së spread-eve në tregun e obligacioneve të korporatave dhe në frenimin e rritjes së kapitalit. Në përgjigje të këtyre zhvillimeve, Banka e Izraelit implementoi

një politikë agresive lehtësuese, duke e ulur normën bazë ndjeshëm, nga 4.25 % në vitin 2008, në 0.5% në vitin 2009. Gjithashtu, Banka e Izraelit implementoi një mjet jo-konvensional, i cili konsistonte në blerjen e bonove qeveritare, me qëllim uljen e normave afatgjata të interesit. Ndryshe nga bankat e tjera qendrore që aplikuan lehtësim sasior, Banka e Izraelit nuk bleu asete jo-qeveritare.

Një politikë tjetër e ndjekur nga Banka e Izraelit ishte blerja e valutës së huaj. Në periudhën para krizës financiare, ekonomia e Izraelit u rrit me ritëm të shpejtë, norma e interesit e politikës monetare ishte relativisht e lartë dhe risku i ekonomisë i ulët, të cilat të gjitha çuan në hyrje masive të kapitalit. Kjo shkaktoi mbiçmim të monedhës izraelite. Më qëllimin për të zbutur volatilitetin e kursit të këmbimit dhe me qëllimin e rritjes së rezervave valutore të Izraelit, Banka filloi të blinte valutë të huaj, pas një dhjetëvjeçari mosdërhyrje në tregun e valutës.

Në tremujorin e dytë të 2015-ës, Banka e Izraelit pritej të ulte normën e interesit dhe të ndërmerre një program tjetër të lehtësimit sasior, e cila konsistonte në blerje obligacionesh qeveritare, në masën NIS 24- 72 miliardë. Një skenar më agresiv është blerja në masë e titujve qeveritarë në masën ekuivalente me 7% të Prodhimit të Brendshëm Bruto, ose 14% të borxhit të tregtueshëm qeveritar. Njoftimi i ndërmarrjes së lehtësimit sasior pritet të ketë një ndikim negativ në monedhën vendase të ekonomisë izraelite, shekel, duke u vlerësuar rreth 4.3/\$ gjatë vitit 2015, krahasuar me një vlerësim të mëparshëm prej 4.10/\$. Politika e uljes së normës së interesit dhe ndërmarrja e programit të lehtësimit sasior së bashku me “virtytin” e ekonomisë izraelite për t’u mbështetur gjithnjë e më pak në financimin e jashtëm, e lë ekonominë Izraelite në një situatë mjaft të favorshme.

Konkluzione

Që prej momentit të ndërmarrjes së programeve të lehtësimit sasior në Amerikë, Japoni, Mbretëri e Bashkuar, përveç efekteve pozitive të moderuara që janë vënë re, kryesisht në rritjen ekonomike dhe punësim, rritja e pabarazisë të së ardhurave dhe inflacioni i ulët kanë vazhduar të jenë shqetësimet kryesore.

Kritika e rritjes së pabarazisë mori hov nga një studim i Bankës së Anglisë në vitin 2012, sipas të cilit benefitet e një politike monetare lehtësuese nuk janë shpërndarë njësoj ndërmjet individëve. Disa janë ndikuar negativisht nga efektet direkte të lehtësimit sasior, reflektuar në të ardhura më të ulëta interesi nga depozitat e tyre. Të tjerët janë ndikuar pozitivisht, ku blerja në masë e asetëve ka rritur vlerën e pasurisë financiare të individëve. Zotërimi i asetëve, sipas studimit të Bankës së Anglisë, është vlerësuar shumë i zhbaleancuar, ku 40% e tyre janë në pronësi të 5% të individëve.

Kritika, se bankat qendrore kanë qenë duke i çuar paratë drejt të pasurve ka hasur në reagime të forta dhe të ndryshme nga bankierët qendrore. Grupi i parë i reagimeve konsiston në pranimin e pasojave për shpërndarjen e të ardhurave në një ekonomi, si një armik i ndalimit të përkeqësimit të situatës ekonomike. Argumenti i bankierëve qendrore është se, nëse nuk do të ishin ndërmarrë politika monetare lehtësuese apo programe të lehtësimit sasior, pasojat për ekonominë do të ishin katastrofike (Paul Tucker, 2012; Janet Yellen, në fjalimin e mbajtur në seancën për t’u bërë guvernatore e Rezervës Federale). Disa bankierë të tjerë qendrorë ndërmarrin një përjasje më direkte, duke sugjeruar se politika alternative do të ishin me pasojat më negative për njerëzit me të ardhura normale dhe se rritja e çmimeve të kapitalit nuk është provë e mjaftueshme për “fajin” e programeve të lehtësimit sasior, në rritjen e pabarazisë, sepse vlerësimet e kapitalit janë më normale në kohën e ndërmarrjes së këtyre programeve, sesa në

periudhën para. Disa ekonomistë të tjerë ndjekin një përqasje më të thelluar, duke mbështetur idenë, se bankierët qendrorë nuk mund të fajësohen për problemet sociale të zgjerimit të hendekut të të ardhurave. Ekonomisti Richame Barwell i Bankës së Skocisë argumenton, se çdo politikë, e cila rezulton të jetë e suksesshme në nxjerrjen e ekonomisë nga një recesion, në fund do të çojë në rritjen e pabarazisë. Edhe nëse pagat do të rriteshin me të njëjtën masë, vetëm procesi i rritjes së pritshmërive për fitime të ardhshme, do të rriste çmimet e kapitalit dhe, rrjedhimisht, do t'i jepte para më shumë të pasurve.

Kritika e dytë është, se lehtësimi sasior nuk krijoi presione të larta inflacioniste dhe nuk realizoi plotësisht qëllimin e bankave qendrore për të përmbushur objektivin e inflacionit, ashtu siç pritej. Kjo ndodhi sepse në ndërmarrjen e lehtësimit sasior, bankat qendrore "krijonin" para dhe nuk e printonin atë. Kur banka qendrore krijon para, në mënyrë dixhitale, ajo rrit balancat e llogarive të rezervave që mbahen në bankën qendrore. Paraja e re e krijuar nuk e rrit sasinë e parasë në ekonomi, por rrit madhësinë e bilancit të bankës dhe, rrjedhimisht, impakti në ekonomi lidhet me përbërjen e ofertës së parasë. Për shembull, kur Rezerva Federale krijon dhe jep \$85 miliardë në rezervë bankave të sistemit, ajo heq rreth \$85 miliardë asete nga bilanci i atyre bankave, duke mos krijuar kështu asete të reja financiare që hyjnë në ekonomi. Pra, procesi i lehtësimit sasior nuk është një lëvizje e një-kahëshme e parasë në ekonomi, siç mund të interpretohet nga disa. Është një proces nëpërmjet të cilit instrumente të likuiditetit të ulët (titujt qeveritarë) zëvendësohen me rezervat e cash-it të likuiditetit të lartë, të cilat vihen në dispozicion të bankave për huadhënie.

Programet e lehtësimit sasior kanë implikime për inflacionin, por, gjithsesi këto implikime nuk vijnë direkt prej tyre. Presionet rritëse mbi inflacionin do të jenë rezultat i rritjes së ofertës totale të parasë që vjen prej huamarrjes bankare. Lehtësimi sasior i mundëson bankave të japin më shumë hua, por është pikërisht huadhënia bankare që rrit ofertën e parasë në ekonomi. Duke qenë se huadhënia bankare ka qenë e plogësht, oferta e parasë nuk është rritur ashtu si pritej dhe, rrjedhimisht, efektet në inflacion janë të vogla.

Bibliografia

- Allen, K. (2015, Janar 22). Quantitative easing around the world: lessons nga Japan, UK and US. The Guardian. Marrë më Qershor 27, 2015, nga <http://www.theguardian.com/business/2015/jan/22/quantitative-easing-around-the-world-lessons-from-japan-uk-and-us>
- Bank of England. (2012). The Distributional Effects of Asset Purchases. *Quarterly Bulletin*, 52(3), 254-267. Marrë më Qershor 25, 2015, nga <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/news/2012/nr073.pdf>
- Bank of Israel. (2014, Janar). Monetary Policy Report July- December 2013. Marrë më Qershor 25, 2015, nga [bankisrael.gov.il: http://www.bankisrael.gov.il/en/NewsAndPublications/RegularPublications/Research%20Department%20Publications/MonetaryPolicyReport/INF2013-02e.pdf](http://www.bankisrael.gov.il/en/NewsAndPublications/RegularPublications/Research%20Department%20Publications/MonetaryPolicyReport/INF2013-02e.pdf)
- Bank on England. (2015). Interest & exchange rates data. Marrë më Qershor 21, 2015, nga <http://www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/Index.asp?first=yes&SectionRequired=I&HideNums=-1&ExtraInfo=true&Travel=Nlx>
- De Grauwe, P. (2015, Janar 21). The sad consequences of the fear of QE. *The Economist*. Marrë më Qershor 25, 2015, nga <http://www.economist.com/blogs/freexchange/2015/01/quantitative-easing-and-euro-zone>
- Fawley, B. W., & Neely, C. J. (2013, Janar 4). Four Stories of Quantitative Easing. *Review*, 95(1), 51-88.
- Hausken, K., & Ncube, M. (2013). *Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe* (1 ed.). New York: Springer-Verlag New York. doi:10.1007/978-1-4614-9646-5
- IMF. (2013, Prill 18). Unconventional Monetary Policies, Recent experience and prospects. Marrë më

- Qershor 24, 2015, nga imf.org: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813.pdf>
- Joyce, M., Tong, M., & Woods, R. (2011). The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact. *Quarterly Bulletin*, 51(3), 200- 212.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Palgrave Macmillan.
- Kling, M. (2013, Shtator 17). Krugman: Please Don't Taper. Marrë më Qershor 25, 2015, nga newsmax.com: <http://www.newsmax.com/Finance/FinanceNews/Krugman-Fed-taper-err/2013/09/17/id/526091/>
- R, A. (2015, Mars 9). What is quantitative easing? *The Economist*. Marrë më Qershor 27, 2015, nga <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/03/economist-explains-5>
- Schiff, P. (2012, Shtator 4). Fed Is Killing The Recovery With Quantitative Easing. *Forbes Magazine*. Marrë më Qershor 25, 2015, nga <http://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2012/09/04/fed-is-killing-the-recovery-with-quantitative-easing/>
- Swedberg, R. (2010). The structure of confidence and the collapse of Lehman Brothers. In *Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis: Part A (Vol. 30, pp. 71-114)*. Emerald Group Publishing Limited.
- Wieland, V. (2009, Dhjetor). Quantitative Easing: A Rationale and Some Evidence nga Japan. NBER Working Papers(15565). Marrë më Qershor 23, 2015, nga <http://www.nber.org/papers/w15565.pdf>
- Bank of Japan. Uncollateralized overnight call rate. Marrë nga: http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/html/nme_R031.21709.20150526212806.02.txt
- European Central Bank. Statistical Data Warehouse. Consolidated Financial System of the Eurosystem. Marrë nga: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn129>
- European Central Bank. Statistical Data Warehouse. Key ECB interest rates. Marrë nga: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn131>
- Federal Reserve Bank of Cleveland. Marrë nga: http://www.clevelandfed.org/research/data/credit_easing/index.cfm
- Federal Reserve Bank of St. Louis. Effective Federal Funds Rate. Marrë nga: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/FEDFUNDS>