

**NDIKIMI EUROIZIMIT NE POLITIKEN MONETARE TE BANKES QEDNRORE –
RASTI I SHQIPERISE**

Altin Zefi

Dorëzuar
Universitetit European të Tiranës
Shkollës Doktorale

Në përmbushje të detyrimeve të programit të Doktoratës në
Shkenca Ekonomike, profili Financë, për marrjen e gradës shkencore “Doktor”

Udhëheqës Shkencor: **Prof. Asoc. Dr. Ermela Kripa**

Numri i fjalëve: 52,000

Tiranë, Janar 2021

Unë, Altin Zefi, deklaroj me përgjegjësi dhe dijeni te pasojave ligjore që ka një deklaram i rreme se i gjithë dokumentacioni akademik është vepër dhe krijimtari e imja dhe nuk është as pjesërisht as plotësisht plagjiature ose kopje e ndonjë autori tjetër. Deklaroj se procesi i mbledhjes, regjistrimit dhe përpunimit të të dhënave si parësore dhe dytësore është pronësi e imja.

ABSTRAKT

Euroizimi i larte dobëson mekanizmat e transmetimit te politikës monetare. Banka e Shqipërisë ka synim ligjor stabilitetin e çmimeve ne nivelin e $+3\%$ dhe për te arritur këtë objektiv ajo përdor objektiva te ndërmjetëm siç është shenjestrimit i masës monetare apo i normës baze te interesit. Euroizimi ndikon ne fuqinë dhe efektivitetin e këtyre instrumenteve. Ky studim synon te mase nga ana sasore efektet e euroizimit ne politiken monetare dhe te gjeje zgjidhje qe do ti përgjigjeshin me mire këtij realiteti. Baza teorike e këtij studimi është Monetarizmi. Se pari ngremë pyetjen se a ndikon euroizimi ne instrumentin e shenjestrimit te masës monetare ne baze te QTM. Duke qene si ky instrument i ndërmjetëm i PM është zëvendësuar nga shenjestrimit i normës se interesit ngremë pyetjen tjetër: Çfarë efekti ka euroizimi ne instrumentin e shenjestrimit te normës se interesit? Përgjigjen e bazojmë ne një nga instrumentet standard te politikës monetare siç është “Rregulla e Taylor”(Taylor Rule). Një indikator i politikës Monetare është edhe kursi i këmbimit te Lekut kryesisht ndaj monedhës euro. Çfarë sinjalesh marrim nga kërkesa dhe oferta e Lekut? Ne këtë studim përpiqemi te zbulojmë nëse euroizimi shkakton një shtrëngim te Politikës Monetare dhe nëse për te ju përgjigjur realitetit te vendeve te euroizuara duhet qe BQ te përdorin një politike me akomoduese. Nëse po çfarë rregullash drejtojnë këtë politike lehtësuese monetare? Ne gjejmë qe një rregull i formës Taylor e përshtatur për te marre ne konsiderate normën e interesit te vendit te huaj, Eurozones, dhe kursin e këmbimit te Euro/ALL përformon me mire për te na dhënë një norme interesi baze te BQ.

Ky punim është bazuar ne Modelet Ekuilibrit te Përgjithshëm te tipit New Kensyan (New Kensyan General Equilibrium Models). Këto modele përdoren gjerësisht nga BQ për te parashikuar se si duhet te jete norma baze e interesit nen luhatje te ndryshme.

Shumica e literaturës i studion këto modele ne vende qe kane një monedhe. Ne studiojmë ketë modele për te pare se si duhen përshtatur për vende te dollarizuara si Shqipëria ne te cilin kemi praktikisht dy monedha.

Te dhënat për këtë studim janë sekondare. Ato bazohen kryesisht ne periudhën 1999 deri 2018. Jan marre si variabla te pavarura prodhimi potencial, prodhimi aktual, norma nominale e interesit, norma natyrore e interesit, kursi i këmbimit te Lek kundrejt Euro dhe Dollare, oferta monetare M3 dhe variabla te tjerë te cilët janë konsideruar ne analizat e ndryshme te regresionit.

Analiza e te dhënave dhe modeleve rezultojnë ne disa konkluzione te rëndësishme për PM. Se pari, ne rastet e përdorimi te instrumentin te kontrollit sasior te parasë shtimi vjetor i masës monetare duhet te marre ne konsiderate nivelin e euroizimit.

Se dyti, ne rastet e përdorimit te normës se interesit si instrument te ndërmjetëm te PM ne konkludojmë ne një model optimal te PM bazuar ne rregullin e Taylor te përshtatur për Shqipërinë me diferencialin e normës se interesi politike te BSH dhe BQE dhe diferencialit te kursit te këmbimit mes lek dhe euro.

Fjalë kyçe: Politika Monetare, Rregulli i Taylor, euroizim, dollarizim, norma natyrore e interesit, hendeku i prodhimit, kursi i këmbimit, monetarizmi.

ABSTRACT

Euroization weakens the mechanism of the transmission of the MP. Bank of Albania has as its sole legal purpose price stabilization at the level of $\pm 3\%$ and to achieve this objective it uses intermediate objectives such as controlling money supply or policy interest rate. Dollarization effects these instruments of MP. This study aims to measure quantitatively the effects of dollarization on the MP and propose solutions that would more adequately address this reality. The basic theoretical framework for this study is Monetarism. Firstly we ask if dollarization effect the money supply instrument of MP based on the QTM theory. Since the instrument of controlling money supply has been substituted by the interest rate instrument we ask secondly: What is the effect of dollarization on the interest rate instrument? Our answer is based on a standard theoretical framework on MP such as the Taylor Rule. An indicator of MP is movement of exchange rate of ALL in international markets, but primarily against EUR. What signals do we receive from the demand and supply of ALL? In this study we try to answer whether dollarization causes a tightening of MP and if dollarized countries should follow a more accommodative MP. If this is the case than we ask based on what rules of MP should this policy be based on? We find that a policy rule of the Taylor Rule form adjusted with components that account the policy interest rate of Eurozone and the exchange rate of EUR/ALL performs better to give us a policy interest rate to be used as a policy instrument by the central bank.

This work is based on New Keynesian General Equilibrium Model. Models based on such a framework are widely used by central banks to formulate policy interest rate and respond to different shocks. Most of these models are proposed for countries with single

currency. We adjust and propose a model that formulated a policy that works for countries with single currency, such as Albania.

Data for this study are secondary. This study considers the period between 1999 and 2017. The independent variables are indicators such as potential output, actual output, output gap, nominal rate of interest, natural rate of interest, exchange rate of ALL versus EUR and USD, money supply, M2, and other indicators that have been considered in our regression analyses.

Our regression analyses and models result in some important conclusions for the MP. Firstly, when Central banks use the control of money supply as instrument of MP than then yearly growth of money supply must consider dollarization levels.

Secondly, when Central banks use the base interest rate as intermediary instrument of MP we conclude in a model that optimizes MP based on Taylor Rule.

Key words: Monetary Policy, Taylor Rule, euroization, dollarization, natural interest rate, output gap, exchange rate, monetarsim.

DEDIKIMI

Dëshiroj qe këtë punim të ja dedikoj prindërve të mij. Së pari babait tim, mësuesit të dekoruar Tomë Zefi që u nda nga jeta me 1 Janar 2018. Njeri i letrave, i dashuruar pas dijes të drejtës, sakrificës për të tjerët dhe familjen. Falënderoj nënën time, Marijen, për sakrificën dhe mbështetjen e vazhdueshme. Gjithashtu falënderoj vëllezërit, Artanin, Nardin dhe Edmondin, për mbështetjen në shkollimin tim.

Gjithashtu ja dedikoj bashkëshortes time, Dianes, qe me ka nxitur dhe mbështetur që nga dita e parë e punës për këtë punim shkencor.

FALENDERIME

Falënderoj Prof. Asoc. Dr. Ermela Kripa për nxitjen, mendimet dhe këshillat në këtë proces doktoral. Gjithashtu falënderoj Prof. Dr. Selami Xhepa për mendimet dhe sugjerimet e tij.

Falënderoj dhe stafin e Departamentit të Financës & Ekonomiks, Dr. Sokola Ndoka, Prof. Dr. Elvin Meka, për këshillat dhe kontributin e tyre në realizimin e këtij studimi.

PËRMBAJTJA

HYRJE.....	1
1.1 Parathënie.....	1
1.2 Shtrimi i problemit.....	7
1.3 Pyetjet kërkimore dhe hipotezat bazë.....	21
1.4 Debati aktual mbi problematikën e zgjedhur.....	22
1.5 Përmbledhje e shkurtër e literaturës, avantazhet dhe kufizimet e saj.....	23
1.6 Përshkrim i shkurtër i metodologjisë dhe metodave të hulumtimit.....	24
1.7 Shpjegim i shkurtër i strukturës së punimit.....	25
1.8 Përmbledhje e kapitullit.....	27
KAPITULLI II: KUADRI TEORIK.....	29
KAPITULLI II: TEORITË BAZE MBI TE CILAT BAZOHET POLITIKA MONETARE.....	29
2.1. Hyrje e shkurtër ne historikun e BQ ne Shqipëri.....	29
2.1.2 Fazat e zhvillimit te Politikes Monetare	31
2.2 Kuadri Teorik I Politikes Monetare.....	39
2.2.1. Diskutim mbi përdorimin e instrumenteve të ndërmjetëm në PM.....	39
2.2.2 Oferta e parasë në politiken e një BQ.....	40
2.2.3 Monetarizmi dhe QE.....	42
2.2.4 “Triniteti i Pamundur” i Politikes Monetare.....	48
2.2.5 Oferta e parasë ne PM te BSH.....	49
2.2.6 Kursi i këmbimit.....	52
2.2.7 Efektiviteti i PM dhe pavarësia e BQ.....	57
2.3. PM ne Modelin Keynesian dhe Kurba e Filipsit: Hyrje ne Modelin Keynesian.....	58
2.4. Shenjëstrimi i kursit te këmbimit.....	63
2.5 Monetarizmi dhe shenjëstrimi i sasisë se parasë.....	64
2.6. Konsensusi i Madh Neo-klasik dhe Neo-Keynesian.....	65
2.7. Ndikimi i politikës monetare ne ekonominë reale.....	71
2.8 Euroizimi matja dhe efekti i euroizimit.....	80
2.8.1. Llojet dhe dimensionet e euroizimit.....	80
2.8.2. Avantazhet e kalimin në Euro si monedhë e vetme.....	84

2.8.3. Disavantazhet e adoptimit të euros si monedhë të vetme.....	85
2.9. Literatura mbi euroizimin dhe stabilitetin e ofertës monetare.....	88
2.9.1 Efektet e euroizimit në ritmet e rritjes ekonomike.....	89
2.9.2 Një analizë e shkurtër e masave anti-deflacioniste.....	90
2.9.3 Trendet e inflacionit dhe euroizimi në Shqipëri.....	94
2.10 Rishikimi i literaturës mbi kursin e këmbimit.....	98
2.11 Norma Natyrore e Interesit (NNI): Funkzioni dhe rëndësia.....	100
2.12 Përmbledhje e kapitullit.....	103
KAPITULLI III: Eksperienca e disa vendeve ne aplikimin e Rregullit te Taylor ne PM.....	104
3.1 Shenjëstrimi i inflacionit ne USA.....	104
3.2. Eksperienca nga Peru.....	106
3.3 Përmbledhje e kapitullit.....	107
PJESA E DYTË: STUDIMI EMPIRIK.....	108
KAPITULLI IV: METODOLOGJIA E KËRKIMIT.....	108
4.1 Shfrytëzimi i kuadrit teorik në funksion të realizimit të studimit empirik.....	108
4.1.1 Rregulli i Taylor.....	108
4.1.2 TR me të dhëna të shkuarës dhe të së ardhmes.....	109
4.2. Prezantim i modelit Makroekonomik për analizën empirike.....	110
4.2.1 Karakteristika e GAP.....	111
4.2.2 Modeli GAP.....	114
4.2.3 Rregulli i PM i propozuar.....	116
4.3 Burimet e informacionit.....	118
4.4 Popullata e synuar.....	118
4.5 Metodologjia, metodat dhe instrumentet bazë të hulumtimit.....	118
4.6 Mbledhja e të dhënave dhe përpunimi i tyre.....	119
4.6 Qasja teorike e Modelit Ekonometrik.....	119
4.7 Kufizimet e punimit.....	120
4.8 Përmbledhje e kapitullit.....	121
KAPITULLI V: ANALIZA E TË DHËNAVE EMPIRIKE.....	122
5.1 Kuadri strategjik mbi të cilin bazohet PM e BSH.....	122

5.2 Banka e Shqipërisë dhe Politika Makroprudenciale.....	124
5.3. Rëndësia e Stabilitetit të Ofertës monetare në dritën e euroizimit: Një qasje sipas QTM.....	125
5.4 Menaxhimi i kursit të këmbimit dhe efektet e euroizimit.....	139
5.4.1 Hyrje.. ..	139
5.4.2 Shtrimi i Problemit.....	141
5.4.3 Fondamentet Politike kundrejt atyre Ekonomike.....	146
5.4.4 Fondamentet Ekonomik.....	148
5.4.5 Faktorët që e bëjnë përgjigjen e kësaj pyetje të rëndësishme:.....	150
5.4.6 Modelet e analizës së të dhënave empirike.....	157
5.4.7 Rezultatet Empirike të Studimit.....	162
5.5. Matja e prodhimit potencial dhe hendekut të prodhimit.....	168
5.5.1 Hyrje.....	168
5.5.2 Metodologjitë për matjen e prodhimit potencial dhe hendekut të prodhimit....	169
5.5.3 Metodatat univariate të matjes e hendekut të prodhimit.....	171
5.5.4 Metodatat multivariate.....	172
5.5.5 Matja e prodhimit potencial të Shqipërisë.....	173
5.5.6 Te dhënat.....	178
5.5.7 Analiza e të dhënave të prodhimit potencial dhe hendeku i prodhimit në Shqipëri.....	179
5.6 Norma Natyrore e Interesit dhe matja e saj.....	180
5.6.1 Hyrje në konceptin e NNI.....	180
5.6.2 Përse nevojitet studimi i normës natyrore të interesit (NNI).....	180
5.6.3 Modelet e llogaritjes së normës natyrore të interesit.....	187
5.6.4 Te dhënat për metodën univariate të matjes së normës natyrore të interesit.....	191
5.6.5 Konkluzione mbi studimin e NNI.....	195
5.7. Rregulli i Taylor për një vend të euroizimit të lartë Rasti i Shqipërisë.....	198
5.7.1 Modeli i propozuar.....	198
5.7.2 Struktura bazë e modelit DSGE.....	198
5.7.3 ANALIZA EMPIRIKE – MODELI MAKRO-EKONOMIK.....	200

5.7.4 Rregulli i Taylor i PM-se.....	209
5.7.5 PM e Shenjëstrimin te Inflacionit përmes normës se interesit.....	215
5.7.6 Instrumentet operacional te PM dhe mekanizmi I transmetimit.....	216
5.7.7 Euroizimi dhe PM e BQ.....	220
5.7.8 Modeli i PM i propozuar.....	224
5.7.9 Zgjidhja e Ekuacioneve te modelit DSGE me parametra te kalibruara dhe interpretime.....	225
5.8 Përmbledhje e kapitullit 5.....	227

KAPITULLI VI: DISKUTIME, KONKLUSIONE DHE

REKOMANDIME.....	229
6.1 Konkluzionet e studimit.....	229
6.2 Konkluzione nga Literatura.....	233
6.3 Rekomandimet përkatëse te studimit.....	236
LISTA E REFERENCAVE / BIBLIOGRAFIA.....	240

LISTA E TABELAVE, GRAFIKËVE DHE FIGURAVE

Lista e Tabelave

Lista e Grafikeve

Grafiku 1: Oferta e Parasë M3 e Shqipërisë.....	16
Grafiku 2 Norma Baze e Interesit te Shqipërisë 2016 - 2017.....	19
Grafiku 3 Oferta monetare M3 e Shqipërisë – 1992 – 2018	38
Grafiku 4. Normat negative te interesit nga BQE.....	47
Grafiku 5 Luhatjet e Kursit te Këmbimit Lek, EUR, USD 2011 – 2018.....	54
Grafiku 6 Raporti i remitancave ndaj PBB 2002 – 2012.....	56
Grafiku 7 : Kurba e Filips për SBHA1961 – 1973.....	62
Grafiku 8: Rritja e PBB për Shqipërinë ne përqindje 1996-2020*.....	72
Grafiku 9: Sipërfaqja e lejeve te reja te ndërtimit Shqipëri 2016-2019.....	73

Grafiku 10: Rritja e PBB ne përqindje, Shqipëria dhe disa vende.....	74
Grafiku 11: ED dhe K për Shqipërinë 1998 – 2015.....	82
Grafiku 12: Trendi i ofertës monetare ne SHBA gjate Depresionit te Madh 1926-1935.....	92
Grafiku 13: Baza Monetare e SHBA 2002-2014.....	93
Grafiku 14 Inflacioni ne Shqipëri krahasuar me objektivin 2016 – 2019.....	95
Grafiku 15: Lulatja e inflacionit ne Shqipëri per periudhën 2000-2018.....	95
Grafiku 16 Euroizimi i Depozitave ne Vende te Ndryshme te Evropës Qendrore dhe Juglindore 1996 – 2012.....	96
Grafiku 17: IÇK dhe përqindja e shtimit te ofertës monetare te Shqipërisë 1995 – 2014.....	98
Grafiku 18: Përcaktimi i NNI.....	101
Grafiku 19: Kursimet dhe Konsumi ne Ekonominë Amerikane 2008 – 2018.....	104
Grafiku 20: Euroizimi i depozitave dhe kredive në Shqipëri, 1998 - 2015.....	130
Grafiku 21: Indeksi i peshuar me tregtinë i US Dollar 1970 – 2015.....	144
Grafiku 22 – Kursi i këmbimit te lek kundrejt euro 1999 – 2017.....	148
Grafiku 23: Norma baze e interesit te BQE 1999 – 2019.....	150
Grafiku 24: Ndryshimet mes USD dhe EUR minuta pas njoftimeve te BQE 2015 – 2018.....	151
Grafiku 25. Euroizimi i kredive dhe depozitave Shqipëri 1999 – 2015.....	152
Grafiku 26. Kursi i këmbimit te Euro kund. Lek ne log.....	162
Grafiku 27. Produkti brendshme relativ mes BE dhe Shqipërisë.....	163
Grafiku 28. Oferta monetare, M3, e BE dhe Shqipërisë ne formën log.....	163
Grafiku 29. Rezervat ne valute te huaj nga BSH.....	165
Grafiku 30: Remitancat in Shqipëri 2004-2013.....	166
Grafiku 31 Rritja PBB e Shqipërisë ne përqindje vjetore nga një vit me pare.....	173
Grafiku 32: IÇK ne % ne vit 2001 – 2017.....	175
Grafiku 33 PBB aktuale dhe potenciale e Shqipërisë 1981 – 2017.....	177

Grafiku 34: Kulmet dhe guvat ne hendekun e prodhimit sipas funksionit te prodhimit.....	178
Grafiku 35: Hendeku i prodhimit sipas tre metodave lineare dhe funksionit te prodhimit 1997 – 2006.....	179
Grafiku 36: Ecuria e Normës REPO e Shqipërisë 2010 – 2018.....	184
Grafiku 37: Ndryshimi i PBB të Shqipërisë në % nga viti paraardhës 2010 – 2017.....	185
Grafiku 38: Stoku i investimeve kapitale në disa ekonomi 2008 – 2017.....	185
Grafiku 39: Norma real e REPO 2001-2019.....	188
Grafiku 40: Norma natyrore e interesit për U.S.A 1985-2016.....	190
Grafiku 41: Norma reale e interesit (REPO) e Shqipërisë 2001 – 2019.....	191
Grafiku 42: Norma nominale e REPO 2000 – 2019.....	192
Grafiku 43: Norma Reale afatshkurtër e REPO - Metoda Univariate – Mesatarja lëvizëse 5 vjeçare.....	193
Grafiku 44: NNI përmes Filtrit HP 2001 – 2019.....	193
Grafiku 45: Komponenti ciklik i NNI – Shqipëria.....	194
Grafiku 46: Krahasim i 3 metodave te llogaritjes se NNI.....	194
Grafiku 47: PBB e Shqipërisë dhe PBB potencial per 1981 – 2017.....	196
Grafiku 48: Mekanizmi i përcaktimit te normës se interesit.....	217
Grafiku 49: Norma mesatare e interesit për kreditë e reja.....	219
Grafiku 50: Spread-i i normave te interesit për Kredi – Depozita.....	220
Grafiku 51: Remitancat, ndihma e huaj dhe FDI ne % te GDP.....	222
Grafiku 52: Variablat e vëzhguar %PBB, ICK dhe Repo 2009 – 2018.....	226
Grafiku 53: Norma e interesit sipas Taylor Rule me normën baze te interesit te vendit te huaj krahasuar me normën baze te interesit te BSH.....	227
Grafiku 54: Popullsia e Shqipërisë Viti 2001 – 2020.....	231

Lista e Tabelave

Tabela 1: KREDI HIPOTEKORE - EURO / NominaleNdryshueshme (Euribor + shifrën në %).	5
--	---

Tabela 2: KREDI HIPOTEKORE - LEKË / NominaleNdryshueshme (BTH + shifrën në %)	6
Tabelë 3: Vende nën regjimin e Shenjëstrimit të Inflacionit dhe veçoritë përkatëse	11
Tabela 4: Objektivi për rritjen vjetore të agregatit monetar (M3) dhe për inflacionin vjetor kundrejt vlerave faktike përkatëse	14
Tabela 5 Korrelacioni i kursit të këmbimit Lek, EUR, USD	55
Tabela 6: Shqipëria, disa Indikatorë ekonomik, 2015–2020	74
Tabela 7: Norma e Dollarizimit të disa vendeve	80
Tabela 8: Norma Baze e interesit për FED, ecuria e ekonomisë dhe ngjarjet madhore të krahasuara 2006 2021*	105
Tabela 7: Tabela 7: Te dhënat e regresionit OLS, “Kerkesa Agregate dhe euroizimi” 1998-2014	134
Tabela 8: Rezultatet e regresionit “Inflacioni dhe Euroizimi” 1998-2014	135
Tabela 9 : OLS, vëzhgimet nga 1999-2016 (T = 18) Variabli i varur: LogExch	164
Tabela 10: Koeficientet e zgjedhur për të kalibruar sistemin	226

Lista e Figurave

Figura 1 - Forcimi i Kursit Këmbimi Lek vs Euro&USD 2016/2017	20
Figura 2: Pavarësia e Bankës Qendrore dhe Inflacioni në 1993	58
Figura 3: Diagrame të thjeshtësuara të ndërvarësisë së variablave në Modelin Makroekonomik të Shqipërisë	64
Figura 4: Monedhat me performancën më të mirë dhe më të keqe	146

Figure 5. Matja e prodhimit potencial duke përdor funksionin e prodhimit Cobb-Douglas..	172
Figura 6. Sektorët kontribuues ne rritjen ekonomike – Shqipëria 2011 – 2018.....	176
Figura 7: Ndryshimet vjetore ne investimet kapitale për disa vende 2012 – 2018.....	183
Figura 8: Struktura baze e modeleve DSGE.....	199
Figura 9: Cikli i presioneve deflacioniste.....	232

LISTA E SHKURTIMEVE DHE E FJALORIT

OG – Hendeku I Prodhimit

PM – Politika Monetare

BSH – Banka e Shqiperise

BQ – Banka Qendrore

NNI – Norma natyrore e Interesit

KK – Kursi I Kembimit

NI – Norma e interest

TR – Rregulli I Taylor (Taylor Rule)

DSGE – Modelet Stokastike, Dinamike dhe Ekuiliber te Përgjithshëm

FMN – Fondi Monetar NDerkombetar

REPO – Marreveshjet e Ribleres.

PBQ – Pavaresia e Bankes Qendrore

FDI – Investimet e Huaja Direkte

BQE – Banka Qendrore Europiane

FED – Banka Federale e SHBA

SGE – Stokastike me ekuliber te pergjithshem

FFR – Norma e Fondeve Federale

PBB – Prodhimi i Brendshem Bruto

IÇK – Indeksi i Çmimit te Konsumit

Eop – Fundi I periudhes

Avg – Mesatare

KK – Kursi I kembimit

SOE – Vend i vogël i hapur (small, open economy)

PD – Dollarrizim I pjesshem

UIP - paritetit te interesit te pambuluar

BE – Bashkimi European

ED – Euroizim I Depozitave

EK – Euroizim I Kredive

QE – Lehtesirat Sasiore

EA – Euroizim I Aseteve

KAPITULLI I: HYRJE

1.1 Parathënie

Një çështje themelore makroekonomike është ushtrimi i politikës monetare (PM) në një ekonomi. Kjo çështje është e rëndësishme për çdo ekonomi në përgjithësi dhe sidomos për ato ekonomi që janë shumë të dollarizuara (nga këtu e tutje do të përdorim termin euroizuar). Euroizimi ndodh kur krahas monedhës kombëtare kemi përdorim të gjerë të monedhës së një vendi tjetër në vendosjen e çmimeve, kursimeve, kredive individuale apo kredive të biznesit. Ky studim merr të mirëqenë vlefshmërinë e përdorimit të PM si një mekanizëm stabilizues. Efekti i ndërhyrjeve të autoriteteve monetare në stabilizimin e ekonomisë ishte një nga debatet më të zjarra në periudhën e pas Luftës së Dytë Botërore. Këto debate vazhdojnë akoma me interpretime të ndryshme të shkaqeve të Depresionit të Madh të Luftës së Dytë Botërore, stanjacionit të vitit 1974 dhe efektit të përpjekjeve stabilizuese që paraprinë stanjacionin, Mandatin e Dyfishtë ligjor të një BQ dhe instrumentet më të mira për të arritur objektivin kryesor. Analiza e ndërhyrjes së autoriteteve monetare për të stabilizuar ekonominë na çon në një analizë të literaturës për efektet e kësaj politike ekonomike në përgjithësi dhe historikun e PM të Shqipërisë në veçanti, si dhe në një analizë empirike dhe induktive për të nxjerrë mësim praktik për një ushtrim më efektiv të PM.

Banka Qendrore (BQ) duhet që në PM të marrë vendim se çfarë instrumentesh të përdorë. Përdorimi i instrumenteve të PM varet nga informacioni empirik, statistikor, i përftuar nga indikatorë të tillë, si kursi i këmbimit, bilanci i pagesave apo inflacioni dhe hendeku i prodhimit, të cilët japin shumë informacion për shëndetin dhe ecurinë ekonomike të një vendi. Niveli i lartë i euroizimit në Shqipëri ngre pikëpyetjen mbi

efektshmërinë e instrumenteve të PM, siç është përdorimi i normës së interesit. Informacioni i ri që përftojmë nga studimet empirike të vendeve të euroizuara dhe lidhjet shkakësore mes instrumenteve të PM dhe indikatorëve ekonomikë, na ndihmon së tepërmi në projektimin e PM të suksesshme.

Shumë kërkime janë fokusuar në dhënien e përgjigjes përmes ndërtimit të modeleve të tipit Dinamike, Stokastike të Ekuilibrit të Përgjithshëm, DSGE. Megjithatë, këto modele janë studiuar dhe paraqitur për raste kur ekonomia ka një monedhë dhe nuk ka shumë modele për ekonomitë me euroizim. Kjo tezë i kontribuon literaturës mbi politikën monetare në vendet e vogla në zhvillim, me euroizim të lartë në tri drejtime. Së pari, ne zhvillojmë një model të shenjëstrimit sasior të parasë sipas Teorisë Sasiore të Parasë, duke e përshtatur për vendet me euroizim. Edhe pse BSH nuk shënjestron sasinë e parasë në qarkullim, M3, ajo monitorohet dhe na jep informacion të vlefshëm për ecurinë dhe performancën e PM. Së dyti ne zhvillojmë një model të ri Keynesian dhe vendosim politikën monetare të një vendi që shënjestron inflacionin si objektivi afatgjatë dhe normën e interesit si instrument të ndërmjetëm për të arritur në përfundime se çfarë politike është optimale për një vend me euroizim të lartë.

Studimi empirik bazohet mbi të dhënat dytësore, si norma natyrore e interesit, hendeku i prodhimit dhe norma reale e interesit. Rezultatet e matjeve të të dhënave empirike shërbejnë për studime të mëtejshme në fushën e politikës monetare.

Ekspertët e FMN-së erdhën në Shqipëri në 2017 për të asistuar BSH në hartimin e një plani masash në përgjigje të euroizimit të lartë. Puna e eksperteve të FMN-së, financuar nga Qeveria Zvicerane, prodhoi një studim nga Della Valle, Guido et al (2018). Analizën, gjetjet dhe konkluzionet e këtij studimi do t'i diskutojmë më poshtë. Por

mjafton të themi në këtë moment që gjetjet e tyre janë që niveli i euroizimit të ekonomisë shqiptare është në nivele që shkakton pasoja negative në ekonomi.

Shqipëria është një nga vendet me euroizimin më të lartë në rajon. Ky realitet ndërlikon ushtrimin e politikës monetare nga entiteti përgjegjës në Shqipëri, Banka e Shqipërisë. Kjo justifikon edhe këtë studim të thelluar në këtë fushë.

Së pari, niveli i euroizimit është rritur mbi nivelin optimal (shih Della Valle et al, 2018) dhe ky realitet kërkon vëmendje dhe studime për të gjetur instrumentet e përshtatshme të politikës monetare.

Së dyti, 2009-a shënoi një ndryshim në lidhje me instrumentet operacionale të politikës monetare, kalimi nga shënjestrimi i masës monetare drejt shënjestrimit të normës afatshkurtër të interesit. Gjatë kësaj periudhe, 2009 – 2018, vihet re një rënie e kërkesës për para. Kjo matet nga lëvizjet e matësit të bazës monetare, i cili ka një rënie të rritjes. Monitorimi dhe informacioni i përftuar nga lëvizjet e ofertës dhe kërkesës për para, si dhe matësi i tij kryesor në Shqipëri M3, duhet të japin informacion të vlefshëm dhe të rëndësishëm në PM. Në mënyrë që të përftojme një Rregull të PM do të prezantojmë nocionin dhe rëndësinë e Normës Natyrore të Interesit (NNI), e përcaktuar si ajo normë interesi e PM që mban çmimet në ekuilibër. Ajo është një indikator i rëndësishëm për politikëbërësit e BQ. Teoria sugjeron që një norme interesi bazë e PM së një BQ poshtë NNI duhet të rezultojë në inflacion. Megjithëse kemi nivelet me të ulëta historike të normës rregullative në PM të BQ përsëri vërejmë që inflacioni është poshtë objektivave të BSH. Për të analizuar këtë problem, ne bëjmë matje të NNI-së për Shqipërinë dhe fusin rezultatet empirike në rregullën e PM.

Së treti, kemi një forcim gradual të lekut që nga kriza e madhe financiare

globale. Efektet e kësaj krize u përcollën me vonesë në Shqipëri, filluan të shfaqen në vitin 2012 dhe patën ndikim më të madh në vitin 2013, vit në të cilin rritja ekonomike shënoi nivelin më të ulët që nga 1997 prej 1%. Por dukuria që akoma nuk ka një shpjegim shkencor lidhet me faktorët që kanë shkaktuar forcimin e lekut edhe pse kemi një ekonomi Evropiane në krizë. Forcimi i lekut është tentuar të shpjegohet nga ekonomistët me anë të faktorëve të ndryshëm, të cilët do t'i analizojmë më poshtë. Por shpjegimet kanë më shumë karakterin e anekdotave dhe jo të matjeve dhe konkluzioneve me metoda ekonometrike.

Forcimi i lekut ka efekte të rëndësishme në ekonomi. Këto efekte mund të jenë negative, si dekurajimi i eksporteve, apo pozitive, siç është rritja e besueshmërisë në monedhën kombëtare. Forca rezultante e efekteve negative dhe pozitive duhet të llogaritet me kujdes për të parashikuar efektet në ekonomi. Forcimi i lekut, së pari, ka efekte negative, duke rritur çmimin e produkteve të eksportit dhe duke sjellë disavantazhet për prodhuesit vendas. Ajo, gjithashtu, sjell rritjen e pagave reale të shprehura në euro, e cila është monedha në të cilën shiten produktet e një pjese të mirë të industrisë fashione, turizmit dhe bujqësisë. Nga ana tjetër, Politika Monetare akomoduese e BE-së, përmes uljes së normës interesit të normave bazë, DepositFacility, MRO (MainFinancingOperations) dhe MarginalLendingFacility, ka bërë më pak tërheqëse depozitat në euro të familjeve, bizneseve dhe OJF-ve. Sistemi bankar shqiptar është shoqëruar nga një likuiditet i tepruar dhe efektet negative të uljes së normave të interesit të depozitave nuk janë ndjerë nga bankat e nivelit të dytë. Ato kanë vazhduar që të preferojnë të japin kredi në valutë.

BSH ka lëvizur në drejtim të një PM lehtësuese, të ngjashme me atë të BE-së dhe

të shumë vendeve të tjera, por ky reagim ka qenë tepër i vonuar. Pritja që presioni për sinkronizim të PM të BSH me atë të BQE të përcillet përmes lëvizjeve të kursit të këmbimit nuk është realizuar. Shkaqet janë të njohura në teori. Në rastin më të mirë kursi i këmbimit të PM të BQE krijon efekte me “lag” prej 12 – 18 dhe reagimi i PM të BSH, që logjikisht kërkon lehtësim të PM në rastin kur ka forcim të lekut, jep efekte në ekonomi 12 – 18 muaj. Në total, nga momenti i marrjes së vendimit për PM nga BQE mund të ndodhe që BSH të jetë me vonese deri në 3 vite.

Ky është një problem i madh dhe bën që PM e Shqipërisë të jetë anakronike për 3 vite.

Norma e interesit dhe kreditë bankare

Nga një vëzhgim i shpejtë shikohet se çmimi i kredive në euro, norma e interesit për investime apo kredi hipotekare për familje bazohet në normën e Euribor-it. Më shumë se 50% e kredive të lëshuara nga sistemi bankar në Shqipëri emetohen në euro. Edhe pse BSH, në bashkëpunim me MF, ka ndërmarrë masa për reduktimin e euroizimit, në mënyrë që të reduktojë ekspozimin ndaj riskut të euroizimit që vazhdon të jetë në nivele të larta.

Tabela më poshtë tregon normën e interesit për kredi bankare nga 12 bankat e nivelit të dytë në Shqipëri:

Tabela 1: KREDI HIPOTEKORE - EURO / Nominale Ndryshueshme (Euribor + shifrën në %)

KREDI PËR SHTËPI/PRONA												
Muaj	BA	BAI	BC	BBSH	BPI	BIS	BKT	OTP	BPC	BR	BT	BU
0-12				10'000.00								4
13-24			6	10'000.00	3.9							4

Hyrje

25-36			6	10'000.00	3.9							4
37-48	4	5.5	6	10'000.00	3.9							4
49-60	4	5.5	6	10'000.00	3.9	4						4
61-72	4	5.5	6	10'000.00	3.9	4		4	3.5			4
73-84	4	5.5	6	10'000.00	3.9	4		4	3.5			4
85-96	4	5.5	6	10'000.00	3.9	4		4	3.5			4
97-108	4	5.5	6	10'000.00	3.9	4		4	3.5			4
109-120	4	5.5	6	10'000.00	3.9	4	4	4	3.5			4
121-180	4	5.5	6	10'000.00	3.9	4	4.8	4	3.5			4
181-240	4	5.5	6		3.9	4		4	3.5			4
241-360	4	5.5			3.9	4		4		3	4	4

Burimi: Banka e Shqipërisë

https://www.bankofalbania.org/Mbikqyrja/Sistemi_financiar_normat_e_interesit_dhe_komisionet/Normat_nominale_dhe_NEI_per_individe/2020.

Kur këto të dhëna krahasohen me normën e interesit të kredive hipotekore në monedhën lek, është e lehtë të vihet re që çmimi i kredive në euro është më i lirë se çmimi i parasë për kredi në lekë.

Tabela 2: KREDI HIPOTEKORE - LEKË / Nominale Ndryshueshme (BTH + shifrën në %)

KREDI PËR SHTËPI/PRONA												
Muaj	BA	BAI	BC	BBSH	BPI	BIS	BKT	OTP	BPC	BR	BT	BU
0-12				1'000'000.00								4
13-24	4.3		7	1'000'000.00	4.9							4
25-36			7	1'000'000.00	4.9							4
37-48	4.3	5.5	7	1'000'000.00	4.9			1.5				4
49-60	4.3	5.5	7	1'000'000.00	4.9	4		1.5				4
61-72	4.3	5.5	7	1'000'000.00	4.9	4		1.5	4.1			4
73-84	4.3	5.5	7	1'000'000.00	4.9	4	5.1	1.5	4.1			4
85-96	4.3	5.5	7	1'000'000.00	4.9	4		1.5	4.1			4
97-108	4.3	5.5	7	1'000'000.00	4.9	4		1.5	4.1			4
109-120	4.3	5.5	7	1'000'000.00	4.9	4	3.4	1.5	4.1			4

Hyrje

121-180	4.3	5.5	7	1'000'000.00	4.9	4	3.6	1.5	4.1			4
181-240	4.3	5.5	7		4.9	4	4.1	1.5	4.1			4
241-360	4.3	5.5			4.9	4	3.5	1.8		5	4	4

Burimi: Banka e Shqipërisë

“Mbikeqyrja/Sistemi financiar_normat_e_interesit_dhe_komisionet/Normat_nominale_dhe_NEI_per_individe/ 2020.

Bankat përdorin baza të ndryshme për të përcaktuar çmimin e kredive në lek dhe në euro. Përkundrazi, primi i riskut që vjen nga asimetria e informacionit dhe risku i kredisë është i njëjtë për kreditë e lëshuara në euro dhe në lek. Logjikisht, çmimi i kredive do të jetë më i ulët në atë monedhë që ka kosto më të ulët për bankën. Në kushtet e tanishme, ku euribor-i është në nivele të ulëta historike, bankat do të japin norma preferenciale për klientë që marrin kredi në euro. BSH ka udhëzuar bankat e nivelit të dytë që të këshillojnë klientët të aplikojnë për kredi në monedhën në të cilën i kanë pagat, për të ulur riskun e kursit të këmbimit. Megjithatë, një pjesë e kredimarrësve janë këshilluar drejt një kredie në euro, me motivimin për një kredi me çmim më të ulët.

Politika Monetare e Shqipërisë nuk ka reaguar me shpejtësinë e duhur për të sinkronizuar politikën monetare me atë të Unionit Tregtar, BE, dhe, duke mos reflektuar zhvillimet ndërkombëtare, ka nxitur nivele më të larta të euroizimit.

1.2 Shtrimi i problemit

Realiteti i përshkruar më lart ngre një pyetje të rëndësishme: Si mund të zbatohet një politikë monetare efektive? Politika monetare është me rëndësi për çdo ekonomi. Shumë nga sukseset dhe krizat ekonomike të shekullit të kaluar dhe të këtij aktual mund t'i atribuohen politikës monetare.

Ekonomitë me dy monedha janë të njohura në literaturën ekonomike si ekonomi

të euroizuara. Ky term, euroizim, përdoret për të përshkruar ekonomitë në të cilat familjet, bankat dhe agjentët e tjerë ekonomikë përdorin një monedhë tjetër të huaj përveç asaj që emetohet nga autoritetet ligjore të emetimit të monedhës.

Shqipëria ka atë që quhet euroizim i pjesshëm. Euroizimi i pjesshëm ose jo-zyrtar ekziston kur kemi vetëm një mjet ligjor shkëmbimi që emetohet nga autoritetet monetare, por një monedhë tjetër përdoret gjerësisht nga publiku.

Që në momentet që Shqipëria pranoi regjimin e kursit të këmbimit fleksibël është shfaqur fenomeni i euroizimit. Monedha e huaj e përdorur gjerësisht në vitet e para të liberalizimit të ekonomisë ishte dollari amerikan, dhe më pas euroja evropiane ka shërbyer si mjet shkëmbimi dhe i ruajtjes së vlerës në masë të gjerë.

Problemi që po trajtohet në këtë studim ka të bëjë me kompleksitetin e shtuar që shoqërohet me euroizimin dhe si rezultat me efektivitetin e instrumenteve të PM në kushtet e euroizimit të niveleve të Shqipërisë apo të disa vendeve të rajonit dhe botës. Ne vërejmë, ashtu si autorë dhe studiues të tjerë, se ka evidenca që efektiviteti i PM i ndjekur nga BSH dobësohet dhe minohet nga shkalla e euroizimit në vend. Ky është kontribut nga ana teorike. Nga aspekti praktik, duam që të propozojmë PM që përfshijnë evidencat nga euroizimi drejt një PM më efektive.

Balino (et.al,1999), në një studim për FMN-në, shpreh sfidën e zgjedhjes së objektivit të ndërmjetëm për të arritur objektivin final, që është stabiliteti i çmimeve, në politikën monetare. Sipas Balino (et.al - 1999) euroizimi komplikon zgjedhjen e objektivave të ndërmjetëm të PM, sepse prezanton një komponent të ri në PM, atë të monedhës së huaj në ofertën e parasë. Duke qenë se më shumë se gjysma e transaksioneve financiare realizohen në monedhë të huaj, e cila është jashtë kontrollit të

PM të BSH, atëherë çdo PM e suksesshme duhet të marrë në konsideratë ofertën e monedhës së huaj në tregun e parasë. Ky gjykim mbi rëndësinë e përfshirjes së monedhës së huaj në objektivat e PM bazohet në një supozim të rëndësishëm që oferta monetare ka lidhje me prodhimin kombëtar dhe çmimet. Këtë supozim do analizojmë në kapitullin III.

Në studimin e tyre si pjesë e BQE, Basso et al. (2007, faqe 6) arrijnë në përfundimin që diferenciali i normës së interesit, ndryshimi mes normës bazë të interesit të eurozonës dhe BSH ka influencuar në euroizim. Kjo dukuri vihet re më tepër në periudhën gjatë dhe pas Recesionit të Madh, kohë në të cilën BQE përdori instrumentet e saj për të stabilizuar ekonominë. Ndërkohë, reagimi i PM të BSH ishte i ngadaltë dhe shkaktoi rritje të euroizimit.

Kjo sfide sjell në fokus edhe çështjen e shënjestrimit të normës afatshkurtër të interesit kundrejt masës monetare apo përdorimi i një sërë faktorësh me të gjerë.

Ajo që mund të themi në këtë fazë të studimit është se PM nuk ka qenë e efektshme në arritjen e objektivave. Është e vërtetë që është ruajtur stabiliteti makroekonomik me inflacion të ulët dhe rritje ekonomike pozitive. Por me çfarë kostoje?

Raporti i BB i vitit 2018 vlerëson që inflacioni mbetet larg atij të synuar në vendet e Ballkanit Perëndimor. Në raportin e vitit 2018, me titull: “Dobësia, rritja e ngadaltë” (kapitulli 5, faqe 15) për politiken monetare shprehet se qëndrojmë larg arritjeve të objektivave të rritjes ekonomike dhe objektivit të inflacionit.

Ky problem ka shoqëruar ekonominë shqiptare në 10 vitet e kaluara, kur inflacioni i synuar nuk është arritur.

Studimi i BB (2018) vazhdon të japë mendime mbi efektivitetin apo mungesën e efektivitetit të kanaleve të transmetimit të politikës monetare. Në vërejtjet e BB, edhe pse PM e BSH ishte në mbështetje të rritjes, “transmetimi përmes kanaleve të kreditit është e reduktuar” (BB – Raporti 2018).

Ky realitet ka bërë që indikatorët monetarë të Shqipërisë të shfaqin shenjat e një Politike Monetare joadekuate, në përgjigje të dinamikës së ekonomisë shqiptare. Disa nga këta indikatorë kanë qenë surprize për BSH dhe ekspertët e ekonomisë. Forcimi i lekut në tregun e këmbimit ka nxitur BSH dhe ekonomistë të njohur që të bëjnë deklaratë që i japin shpjegim këtij realiteti.

Të gjithë e pranojnë rolin e rëndësishëm që luan paraja në ekonomi. Këtë mendim shpreh ironia e Modigliani-t (1977, faqe 27) “Jemi të gjithë monetaristë” në përgjigje të shprehjes së Friedman-it: “Jemi të gjithë Keynesian” dhe të ngritjes së monetarizmit në nivelin e dogmës në vitet e stagflacionit amerikan të viteve ’70 dhe ’80.

Ky problem që parashtruam mbështetet në disa evidenca, të cilat do t’i trajtojmë më poshtë:

1.2.1. Ndikimi në treguesit e PM

Indikatorët kryesorë të politikës monetare kanë shfaqur simptomat e një politike monetare jo-adekuate. Politika monetare optimale synon stabilitetin e çmimeve, që përkufizohet si luhatje e çmimeve afër fashës ligjore të $\pm 3\%$. Disa nga indikatorët kryesorë ekonomikë, si prodhimi, i cili ka qenë nën potencial, inflacioni poshtë synimit të BSH, sugjerojnë që BSH duhet të kishte ndërmarrë masa më të guximshme për t’i sjellë këta tregues në nivelet optimale dhe për të inkurajuar ekonominë.

Ka disa shenja pozitive në drejtim të shtimit të kërkesës për para të gjerë. Paraja

e gjerë, M3 (sipas vlerësimit të stafit të FMN-së. BSH nuk i raporton të dhënat e M3 që nga viti 2009, kur hoqi dorë nga M3 si instrument i ndërmjetëm i PM) pritet të rritet me 6.4% në 2019 dhe pritet janë që ajo të rritet me 6.5% në 2020. Kjo vjen pas një rritje të dobët në vitin 2016 me vetëm 0.3% dhe reduktimi prej -0.2% në 2018. Kjo ka bërë që autoritetet monetare në Shqipëri të jenë optimiste për indikatorët kryesorë ekonomikë. Inflacioni është projektuar që të kthehet brenda objektivave në vitin 2020.

1. Inflacioni

Objektivi kryesor i politikës monetare të BSH është e caktuar me ligj dhe është ruajtja e inflacionit në nivelet e $\pm 3\%$. Ky objektivi i BSH është kritikuar së tepërmi nga ekspertët e ekonomisë, por edhe nga literatura ndërkombëtare. Nga këta ekonomistë propozohen edhe disa tregues të tjerë të matjes së efektivitetit të politikës monetare, siç janë niveli i papunësisë, kursi i këmbimit të monedhës kombëtare kundrejt atyre të huaja, kërkesa për para në tregun e parasë, apo faktorë të tjerë. Përmes instrumenteve të politikës monetare Banka e Shqipërisë synon arritjen e objektivave afatmesëm dhe afatgjatë.

Politikë të ngjashme kanë përdorur edhe shumë vende të tjera. Në tabelën 1.3 jepen një numër vendesh që kanë përdorur strategjinë e shënjestrimit të inflacionit.

Tabelë 3: Vende nën regjimin e Shënjestrimit të Inflacionit dhe veçoritë përkatëse

N	Vendet	Viti i fillimit të aplikimit të IT (implicit/eksplicit)	Institucioni që ka vendosur targetin (qeveria nënkupton ministri të caktuara si ajo e financave/ekonomisë; BQ – Banka Qendrore)	Indeksi i çmimeve mbi të cilin matet targeti	Targeti/Objektivi sasior	Lloji i targetit	Horizonti i arritjes së targetit
1	Armeni	2006	Qeveri dhe BQ	HCPI	4% \pm 1.5 pp	Pikë + Bandë	12 muaj

						Tolerance	
2	Australi	1993	Qeveri dhe BQ	HCPI	2%-3%	Interval	Afatmesëm
3	Brazil	1999	Qeveri dhe BQ	HCPI	4.5% ± 2 pp	Pikë + Bandë Tolerance	Vjetor
4	Kanada	1991	Qeveri dhe BQ	HCPI	2% ± 1 pp	Pikë + Bandë Tolerance	6-8 tremujorë
5	Kili	1999	BQ	HCPI	3% ± 1 pp	Pikë + Bandë Tolerance	Rreth 2 vite
6	Kolumbi	1999	BQ	HCPI	3% ± 1 pp	Pikë + Bandë Tolerance	Afatmesëm
7	Republika Çeke	1997	BQ	HCPI	2% ± 1 pp	Pikë + Bandë Tolerance	Afatmesëm, 12-18 muaj
8	Gana	2002 implct; 2007 zyrtariz	Qeveri dhe BQ	HCPI	9% ± 2 pp	Pikë + Bandë Tolerance	18-24 muaj
9	Guatemala	2005	BQ	HCPI	4% ± 1 pp	Pikë + Bandë Tolerance	Fund viti
10	Hungari	2001	BQ	HCPI	3%	Pikësor	Afatmesëm
11	Islandë	2001	Qeveri dhe BQ	HCPI	2½%	Pikësor	Nëmesatare
12	Indonezi	2005	Qeveri dhe BQ	HCPI	4% ± 1.5 pp	Pikë + Bandë Tolerance	Afatmesëm
13	Izrael	1992 implicit; 1997 fully fledged IT	Qeveri dhe BQ	HCPI	1%-3%	Interval	Brenda dyviteve
14	Meksikë	2001	BQ	HCPI	3% ± 1pp	Pikë + Bandë Tolerance	Afatmesëm
15	Zelandë e Re	1989	Qeveri dhe BQ	HCPI	1%-3%	Interval	Afatmesëm
16	Norvegji	2001	Qeveri	HCPI	0.025	Pikësor	Afatmesëm
17	Peru	2002	BQ	HCPI	2% ± 1 pp	Pikë + Bandë Tolerance	Gjithëkohës
18	Filipine	2002	Qeveri dhe BQ	HCPI	3% ± 1 pp	Pikë + Bandë	Afatmesëm

						Tolerance	
19	Poloni	1998	BQ	HCPI	2.5% ± 1 pp	Pikë + Bandë Tolerance	Afatmesëm
20	Rumani	2005	Qeveri dhe BQ	HCPI	2.5% ± 1 pp	Pikë + Bandë Tolerance	Afatmesëm
21	Serbi	2006 implicit; 2009 zyrtariz	Qeveri (me BQ)	HCPI	4% ± 1.5 pp	Pikë + Bandë Tolerance	Afatmesëm (2 vjet)
22	Afrikë e Jugut	2000	Qeveri	HCPI	3%-6%	Interval	Gjithë kohës
23	Kore e Jugut	1998	BQ (me qeverinë)	HCPI	2.5%-3.5%	Interval	Afatmesëm (3 vjet)
24	Suedi	1995	BQ	HCPI	0.02	Pikësor	Normalisht 2 vjet
25	Tailandë	2000	Qeveri dhe BQ	IÇK_Bazë	0.5%-3.0%	Interval	Duke e vrojtuar çdo vit
26	Turqi	2006	Qeveri dhe BQ	HCPI	5% ± 2pp	Pikë + Bandë Tolerance	Duke e vrojtuar në fund të vitit, për 3 vjet
27	UK	1992	Qeveri	HCPI	2%	Pikësor	Gjithë kohës

Burimi: GillHammond (2012) — State of the art of inflation targeting, Center for

Central Banking Studies, Banka e Anglisë.

Por BSH ka ndeshur në sfida për të arritur objektivin e politikës monetare. Ky shqetësim shprehet në raportin e BB të vitit 2018. Në këtë studim thuhet se PM e BSH vazhdon të jetë akomoduese. Inflacioni i ulët prej rreth 2% është larg objektivit prej 3% dhe, si rezultat, BSH do të vazhdojë të ruajë norma afatshkurtra interesi akomoduese prej 1.25%, që është në këtë nivel që në maj 2016. BB shikon sinjale që norma e interesit mund të rritet në fund të vitit 2018.

Nëse duam që të konkurrojmë në tregjet rajonale dhe evropiane, atëherë duhet të kuptojmë të gjithë faktorët që ndikojnë në mekanizmat e transmetimit të PM dhe të

konsiderohen kur hartohen dhe ekzekutohen këto politika.

2. Oferta e parasë

Deri në 2008 BSH ka pasur një objektiv sasior të parasë së gjerë M3, si instrument kryesor i politikës monetare. Sipas Themelit (2012) BSH, në konsultim me FMN-në, zhvilloi një plan të ekspansionit monetar në përputhje me pritjet për rritjen e PBB, si dhe nga pritjet e lëvizjes së indikatorit të shpejtësisë së lëvizjes së parasë. Si objektiv i ndërmjetëm u caktua rritja e parasë së gjerë, M3, brenda një intervali të caktuar.

Agregati monetar llogaritej

$$M = a_0 + a_1 M_0 \quad (1.1.)$$

ku:

M = vlera nominale e agregatit monetar

M₀ = vlera nominale e bazës monetare

a₁ = shpejtësia e qarkullimit të parasë apo shumëzuesi i bazës monetare
($\partial M / \partial M_0$)

a₀ = konstante

Instrumentet për ekzekutimin e politikës monetare kanë evoluar në përputhje me literaturën ndërkombëtare. Deri në vitin 2008, BSH kishte si instrument të ndërmjetëm të PM shënjestrimin e Masës Monetare, Rritjen e M3 me inflacionin e dëshiruar, i cili për BSH ishte $\pi = +3\%$ plus rritje ekonomike.

Tabela 4: Objektiv i për rritjen vjetore të agregatit monetar (M3) dhe për inflacionin vjetor kundrejt vlerave faktike përkatëse

Viti	v/v M3	Inflacioni vjetor
------	--------	-------------------

	Objektivi	Fakti	Objektivi	Fakti
1993	44.1	74.4	----	30.90
1994	29.0	41	24%	15.80
1995	23.0	51.8	10%	6.10
1996	22.0	43.8	10%-12%	17.40
1997	----	28.5	53%	44.60
1998	23.0	20.6	10%	8.70
1999	15.0	22.2	7%	-1.00
2000	12.1	12.8	2%-4%	4.20
2001	15.4	19.9	2%-4%	3.5
2002	6.2	5.1	3%(+/- 1 pp)	1.7
2003	9.5	8.3	3%(+/- 1 pp)	3.3
2004	10.6	13.5	3%(+/- 1 pp)	2.2
2005	8.3	15	3%(+/- 1 pp)	2.0
2006	14.5	16.7	3%(+/- 1 pp)	2.5
2007	Nuk ka më objektiv sasior për M3 - IT implicit		3%(+/- 1 pp)	3.0
2008	Nuk ka më objektiv sasior për M3 - IT implicit		3%(+/- 1 pp)	3.4
2009	Nuk ka më objektiv sasior për M3 - IT implicit		3%(+/- 1 pp)	2.3
2010	Nuk ka më objektiv sasior për M3 - IT implicit		3%(+/- 1 pp)	3.6
2011	Nuk ka më objektiv sasior për M3 - IT implicit		3%(+/- 1 pp)	3.5
2012	Nuk ka më objektiv sasior për M3 - IT implicit		3%(+/- 1 pp)	2.0
2013	Nuk ka më objektiv sasior për M3 - IT implicit		3%(+/- 1 pp)	1.9
2014	Nuk ka më objektiv sasior për M3 - IT implicit		3%(+/- 1 pp)	1.6
2015*	Nuk ka më objektiv sasior për M3 - IT eksplicit		3%	

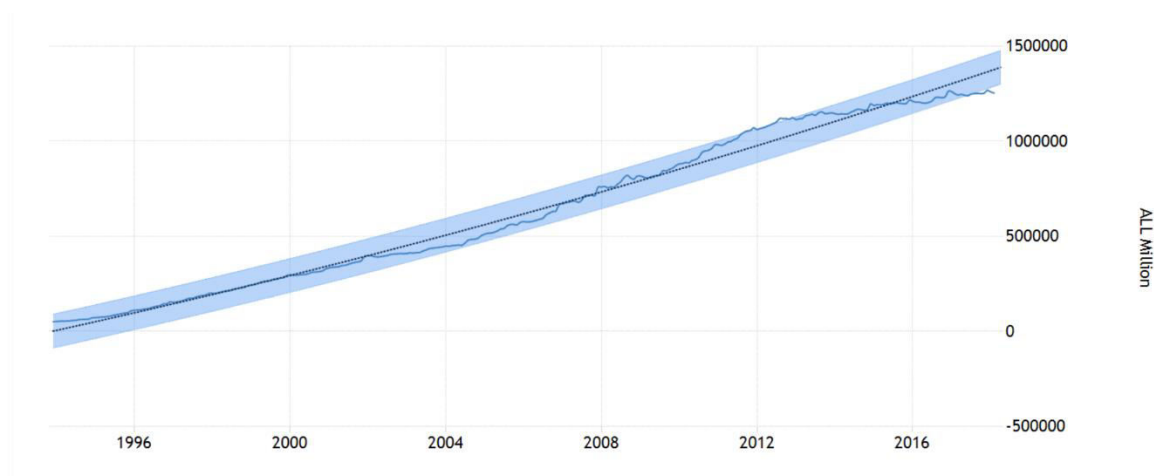
Burimi: Banka e Shqipërisë, raporte të ndryshme të Bankës së Shqipërisë dhe FMN-së (1993-2006); 2007-2015: BSH dhe INSTAT (inflacion); *2015, Dokumenti i politikës monetare, janar 2015 (BSH). Kodheli, Mimi, 2015, REGJIMI I SHËNJESTRIMIT TË INFLACIONIT, NJË PROPOZIM PËR SHQIPËRINË

Nga analiza e politikave monetare rezulton se objektivi i PM të BSH nuk është arritur. Në dokumentet e PM, zyrtarët e BSH shprehen optimistë për arritjen e

objektivave afatmesëm të PM, inflacioni afër zonës 3%, megjithatë akoma mbetet për t'u parë nëse kjo do të arrihet.

Një analize e ofertës së parasë në Shqipëri e bën të dukshme që në vitet e fundit ka ndodhur një shmangie e ofertës së parasë nga kursi i synuar. Edhe pse BSH ka ndjekur politika monetare akomoduese, ato nuk kanë mjaftuar për të rritur kërkesën për para nga publiku.

Grafiku 1: Oferta e parasë M3 e Shqipërisë.



: Banka e Shqipërisë

Shikohet qartë nga grafiku që ka një tendencë rënëse të ofertës monetare, M3, të Shqipërisë nga viti 2013 dhe 2014.

3. Norma bazë e interesit

Në fillim të historisë së saj moderne, 1993, BSH përdori instrumente direkte në politikën e saj monetare, siç është kontrolli i normës së interesit. Më pas, në 2001, kaloi në përdorimin e instrumenteve të ndërmjetme indirekte, atë të kontrollit të masës monetare, M3.

Në vitin 2009, BSH i braktisi agregatet monetare në favor të normës së interesit

si objektiv i ndërmjetëm. Nga studimi i "Dokumenti i politikës monetare" të BSH për vitin 2009 – 2011, në Kreun VII, thuhet:

"Objektivi operacional i politikës monetare të Bankës së Shqipërisë do të jetë orientimi i normave afatshkurtra të interesit të tregut ndërbankar pranë normës bazë të interesit të Bankës së Shqipërisë, të vendosur nga Këshilli Mbikëqyrës i saj, si dhe kufizimi i luhatjeve të tyre. E njëjta gjë thuhet edhe në vitet 2012 deri në 2018.

Targetimi i normës së interesit si instrument i ndërmjetëm ekspozon mundësinë që oferta monetare, ose baza monetare, të mos reflektojë nevojën për një politikë akomoduese.

Por më e rëndësishme është pyetja: Çfarë roli luan norma e interesit të monedhës se huaj, norma e interesit të euros që vendos BQE në rastin tonë, në vendimin për përcaktimin e normës së interesit të monedhës kombëtare? Janë propozuar modele që marrin parasysh këtë faktor si ai i Basso et.al (Basso et.al. 2007) . Konkluzioni i këtij studimi është që diferenciali mes normës së interesit të BQE dhe vendeve të euroizuara ka shkaktuar rritjen e euroizimit, sidomos euroizimit të kredisë. Kjo për arsyen se bankat e nivelit të dytë kanë akses në kapital euro përmes bankave mëmë. Për shkak të një tregu investimesh jo shumë favorizues në BE, ku mjafton të vërejmë obligacionet 10-vjeçare të Qeverisë Gjermane në Maj 2020 janë në -0.505.

4. Kursi i këmbimit

Kursi i këmbimit është një çështje polemizuese në literaturën ekonomike, por edhe në politikë. SHBA-ja për shumë kohë ka akuzuar Kinën dhe BE-në si manipulatore të kursit të këmbimit. Situata është tensionuar aq shumë në mes të Presidentit të SHBA-së, Trump, dhe Presidentit të Bankës Federale të SHBA-së, Jerome Powell, sa i pari

ngre pyetjen se cili është armik më i madh i SHBA-së në mes të Presidentit të FED-së dhe atij të Kinës. Presidenti i BQE Mario Draghi tha në një fjalim se është i hapur për më tepër stimuj monetar për të ndihmuar ekonominë e dobët evropiane.

“Në mungesë të përmirësimeve që na vendosin në rrugë të qëndrueshme për të mbajtur inflacionin afër synimit, stimuj monetar shtesë janë të domosdoshëm” - tha Draghi në Portugali (Harowitz, 2019).

Sipas modeleve të kursit të këmbimit (si UIP apo modelit monetar) PM lehtësuese e një vendi zhvlerësojnë monedhën kombëtare krahasuar me monedha konkurruese.

Vlerësimi i një monedhe në dukje është një fenomen pozitiv, por ai vendos produktet e asaj ekonomie në një disavantazh në konkurrencën me produktet e ekonomive të tjera. Në tregjet globale, kur produktet janë lehtësisht të zëvendësueshme, familjet dhe bizneset do të zgjedhin ato produkte që kane kosto marginale më të ulët. Ky zëvendësim i produkteve më të shtrenjta me produkte më të lira dëmton ekonominë vendase kur kemi vlerësim të kursit të këmbimit.

Sipas Jane Foley (Harowitz, 2019), kur një ekonomi po vuan nga inflacioni i ulët për një kohe të gjatë, ata duhet të kenë synim një monedhë të dobët. Draghi, President i BQE, shprehet që BQE nuk ka objektiv kursin e këmbimit (Harowitz, 2019). Megjithatë, BQE, edhe pse ka rritur bilancin e saj me 2.6 trilion euro, është gati të rinisë një program të lehtësimit sasior, për të ndihmuar ekonominë dhe për të arritur objektivat e inflacionit.

Kursi i këmbimit nuk është një objektiv primar i BQE, por është një tregues i rëndësishëm i politikës monetare.

Vlerësimi i kursit të këmbimit të monedhës shqiptare Lek

Vlerësimi i kursit të këmbimit ndodh kur kemi flukse pozitive të lëvizjes së kapitalit të huaj. Ky përbën një problem dhe sfidë tjetër për Bankën Qendrore. Në këtë rast, sfida e Bankës Qendrore është të shmangë vlerësimin e shpejtë të kursit të këmbimit.

Vlerësimi i kursit të këmbimit ka kontribuar në mosarritjen e objektivave të inflacionit. Rreth 60% shportës së mallrave bazë, mbi të cilën bazohen matjet e IÇK-së, përbëhet nga produktet e importit. Vlerësimi i lekut kundrejt euros do të thotë që produktet e importit të shprehura në monedhën lek janë më të lira. BQ ndërhyr për stabilizimin e kursit të këmbimit në rastin e goditjeve me flukse neto pozitive të valutës përmes ndërhyrjes në treg, duke blerë monedhën e huaj. Praktikisht, aftësia e Bankës për të blerë monedhë të huaj është i pakufizuar, pasi nuk ka kufi teorik të sasisë së likuiditetit në monedhën kombëtare për Bankën Qendrore. Strategjia tjetër është ulja e normës bazë të interesit, e cila ushtron presion për kontrollin e kursit të këmbimit.

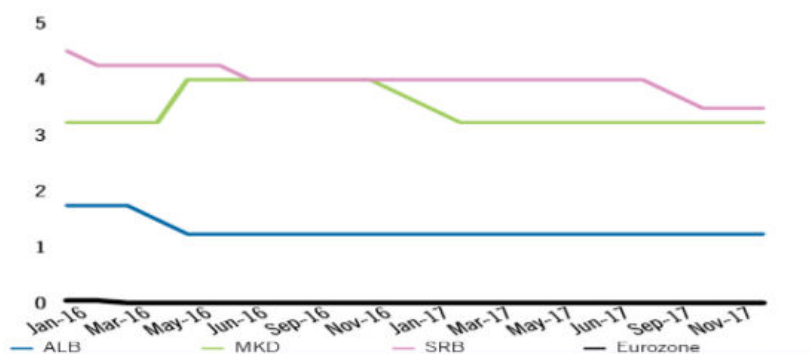
Strategjia e kontrollit të kursit të këmbimit përmes ndërhyrjes në treg ka kufizimin e saj në efektin që ushtron ndërhyrja mbi inflacionin. Ndërhyrja në treg, duke rritur rezervat valutore të Bankës Qendrore, ushtron presion të inflacionit përmes shtimit të ofertës së parasë. Megjithatë, siç pamë më lart, inflacioni i matur nga IÇK-ja është poshtë objektivave të BSH dhe kemi vlerësim të kursit të këmbimit. Banka Qendrore e Shqipërisë ka pasur hapësirë që të ndërhyjë në kursin e këmbimit, pa rrezikuar indikatorë të tjerë makroekonomikë.

Cila është arsyeja e forcimi të lekut krahasuar me euron dhe dollarin amerikan? Sipas Mohanty (2011), ekonomistët kanë debatuar gjatë mbi administrimin e vështirë të

kursit të këmbimit në ekonomitë me tregje në zhvillim. Sipas literaturës, arsyeja e parë për vështirësinë e administrimit të kursit të këmbimit është historiku i inflacionit të lartë në vendet në zhvillim, i cili ul besueshmërinë në politiken monetare dhe rrit luhatjet e kursit të këmbimit për produktet e konsumit. Së dyti, Mohanty përmend rolin që ka borxhi publik i lartë në monedhë të huaj. Ai bën që luhatjet e kursit të këmbimit të jenë më të ndjeshme dhe të rrezikshme për financat publike, dhe mund të kontribuojë në falimentimin ekonomik të një vendi.

Përkundrazi, në Shqipëri problemi nuk është ai i rënies të kursit të këmbimit të ALL kundrejt EUR, por ai i forcimit. Ky vëzhgim nuk i shpëton studimit të BB (Raporti i 2018). Në studim pohohet fakti që politika monetare e Shqipërisë ka qenë akomoduese, duke mbajtur në nivele të ulëta normën bazë të interesit.

Grafiku 2 Norma Bazë e Interesit të Shqipërisë 2016 - 2017

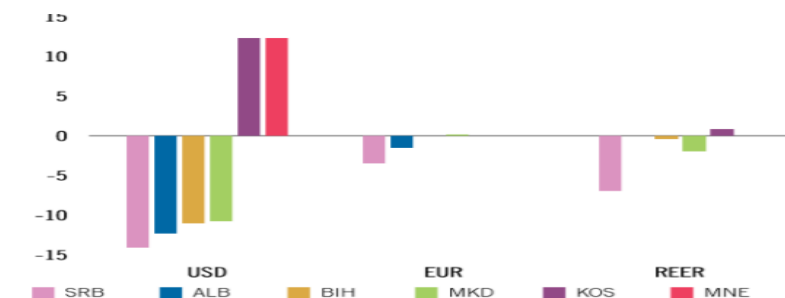


Burimi: Banka e Shqipërisë

BSH ka mbajtur një normë bazë interesi dukshëm më të ulët se institucionet homologe të rajonit (shih figurën 2), por dukshëm më të lartë se ajo e BE. Megjithatë, forcimi i monedhës kombëtare vërehet me një lloj zhgënjimi, pasi ai ka dhënë efektin e vet në mosarritjen e inflacionit të synuar. Forcimi i lekut me 1.7% kundrejt euros dhe rreth 13% kundrejt dollarit amerikan ka ulur çmimet e importeve, duke reduktuar

inflacionin dhe me efekte të rëndësishme në buxhetin e shtetit. BSH, përkundrazi, po konsideronte rritjen e normës bazë të interesit në fund të 2018.

Figura 1 - Forcimi i Kursit Këmbimit Lek vs Euro&USD 2016/2017



Burimi: BQE

1.3 Pyetjet kërkimore dhe hipotezat bazë

Më poshtë paraqiten pyetjet kërkimore dhe hipotezat bazë të punimit që do t'iu jepet përgjigje në kapitullin e analizës së të dhënave empirike.

Pyetjet kërkimore:

- 1. A ka euroizimi ndikim negativ në zhvillimin e ekonomisë reale të Shqipërisë?*
- 2. Çfarë ndikimi kanë pasur fondamentet makroekonomik në forcimin e kursit të këmbimit në periudhën 2001 - 2018?*

Hipotezat bazë:

- 1. Euroizimi ka efekte negative në rritjen e ekonomisë reale në Shqipëri.*
- 2. Fondamentet ekonomike shpjegojnë lëvizjet e kursit të këmbimit të Lek kundrejt Euro.*

Sipas literaturës dhe praktikës moderne të bankave qendrore synimi i PM është ruajtja e stabilitetit të çmimeve përmes kontrollit të normës së interesit. Rregulli i Taylor-it është një “benchmark” i rëndësishëm për të matur normën e interesit që kërkohet në një ekonomi të caktuar. Rregulli i Taylor është një rregull që bazohet në GAP dhe

përcaktohet nga hendeku i inflacionit, hendeku i prodhimit, hendeku i kursit të këmbimit. Euroizimi ka ndikim në këto fundamente. Ne duam të matim statistikisht këtë ndikimin e euroizimit, domethënien statistikore të tij dhe të japim rekomandime të përshtatshme për PM.

Euroizimi matet me euroizimin e depozitave dhe euroizimin e kredive. Norma e interesit bazë të PM të sugjeruar nga Rregulli i Taylor-it me informacion të normës së interesit bazë të vendit të huaj, BE, krahasohet me literaturën dhe studimet ekonometrike për të përcaktuar nëse është nivel optimal i PM.

1.4 Debati aktual mbi problematikën e zgjedhur

Është tashmë e përcaktuar qartë se cili duhet të jetë synimi kryesor i PM të një BQ. Gjithashtu, duket se ka një konsensus mbi përdorimin e normës së interesit si instrumenti kryesor i PM. Instrumentet e tjera përdoren krahas normës së interesit. Debati kryesor është se cila është norma e duhur e interesit bazë për ekonominë në një kohë të caktuar në kushtet specifike që paraqiten dhe në çfarë indikatorësh bazohet ajo. Për më tepër, euroizimi dhe efekti në ekonomi dhe transmetimin e PM është një sfidë e shtuar për një PM efektive. Rregulli i Taylor-it është një instrument gjerësisht i përdorur për të orientuar politikëbërësit e shumë bankave qendrore në vendimmarrjen e tyre për normën e interesit bazë. Diskutimi tjetër është për masën e koeficientëve që kontribuojnë në Rregullin e Taylor-it, si dhe nëse në këtë model duhet të përfshihet hendeku i kursit të këmbimit dhe normës së interesit të vendit të huaj.

Një diskutim tjetër qëndron nëse agregati monetar duhet të monitorohet. Shënjestrimi i agregateve monetare duket i vjetër dhe i pavlefshëm në politikën monetare. Në fillim të viteve 2000 (shih Mayer, 2001) FED-ja kërkoi që të mos

raportonte mbi arritjen e objektivave sasiore të agregateve monetare në raportet 6 – mujore, dhe u aprovua. Nga ana tjetër, BQE e shprehte politikën e saj monetare të mbështetur mbi dy shtylla, njëra prej tyre ishte arritja e objektivave sasiore të agregateve monetare.

Shënjestrimi i masës monetare është braktisur nga shumë banka qendrore. Megjithatë, BQE dhe ekonomistë të ndryshëm sugjerojnë që paraja ka një rol të rëndësishëm dhe duhet të monitorohet. Mayer (2001) sugjeron një integrim të tipit sasiore të shprehur nga QTM. Pikënisja sipas këtij propozimi mbetet ekuacioni i famshëm $MV = PY$, kur V është shpejtësia, M është oferta monetare, P është niveli i çmimeve dhe Y është niveli i prodhimit.

Nëse marrim shpejtësinë e rritjes së këtyre variablave atëherë arrijmë në formulën e mëposhtme: $m + v = p + y$. Nëse zgjedhim për shpejtësinë e rritjes së masës monetare, m , atëherë kemi: $m = p + y - v$.

Në mënyrë që të integrojmë elemente të agregateve sasiore të parasë në politikën monetare, duhet një përkufizim i qartë i ofertës monetare, i objektivave të inflacionit dhe i prodhimit potencial. Si konkluzion, Mayer (2001) argumenton se monitorimi i rritjes së parasë ka vlerë edhe për bankat që ndjekin politika monetare të shënjestrimit të normës së interesit.

1.5 Përmbledhje e shkurtër e literaturës, avantazhet dhe kufizimet e saj

Literatura ekzistuese për sa i përket ushtrimit të PM është e gjerë dhe e pasur. Studimet dhe testimet empirike përgjatë gjashtë dekadave të fundit kanë qenë të shumta. Konsensusi është që politika monetare ushtrohet në disa shtylla. Sipas Taylor-it (Taylor, 2001) dhe shumë studiuesve të tjerë, disa nga shtyllat e politikës monetare të një BQ

janë:

1. Kursi i këmbimit - Kjo quhet zgjedhja “bipolare”, sepse ka vetëm dy alternativa të mira, normë këmbimi fikse ose e luhatshme.
2. Një normë e synuar e inflacionit.
3. Roli i nivelit të punësimit. Disa BQ e përfshijnë nivelin e punësimit apo treguesin e papunësisë në objektivat e BQ.
4. Një politikë monetare bazuar në rregulla (Policy Rule). “Policy Rule” është një plan masash të BQ që shpalos mënyrën se si do të axhustohen instrumentet e politikës monetare që kryesisht kanë të bëjnë me:
 - a. Normën bazë të interesit të synuar.
 - b. Agregatet monetare dhe vendimet për përshtatjen e tyre.

Sfida e hartimit të një politike monetare adekuate bëhet edhe më e madhe kur konsiderojmë integrimin financiar global. Kriza e vitit 2008 nuk preku direkt vendet në zhvillim, por efektet e saj u transmetuan nga mekanizmat e integritit global financiar, siç janë transferimi i kapitalit të kompanive shumëkombëshe, “deleverage” apo edhe remitanca (shih Aizenman, 2001).

Kufizimi i literaturës qëndron në faktin që shumica e studimeve dhe modeleve të PM bazohet në vende të zhvilluara me një monedhë. Studimet për vendet e euroizuara janë të kufizuara në numër. Ky studim synon të kontribuojë në literaturë, duke paraqitur një propozim për një Rregull të PM për një SME me nivel të lartë të euroizimit.

1.6 Përshkrim i shkurtër i metodologjisë dhe metodave të hulumtimit

Në këtë punim është synuar që të analizohet PM e BSH, kryesisht duke u fokusuar në etapën e fundit 2009 – 2018, ku është përdorur instrumenti i normës së

interesit për shënjestrimin e inflacionin. Të dhënat janë dytësore dhe fokusohemi në të dhënat e serive kohore për periudhën 2009 - 2018. Periudhat në studim janë të ndryshme, për shkak të gjendshmërisë së të dhënave. Së pari, në modelin e propozuar për PM ne analizojmë periudhën kohore 2009-2018, periudhë në të cilën BSH ka shënjestruar inflacionin përmes instrumentit të normës së interesit. Së dyti, në studimin e agregatit monetar kemi seri kohore nga 1993 deri në 2018. Në këtë regresion, të dhënat e serisë kohore për periudhën 1993 – 2008 janë marrë nga të dhënat e BSH, ndërsa për periudhën 2009-2018 janë bazuar në raportime të institucioneve ndërkombëtare, pasi mungojnë raportimet nga BSH. Regresioni i agregatit monetar përpiket të analizojë efektin që ka euroizimi në performancën e ekonomisë së Shqipërisë. Së treti, regresioni i kursit të këmbimit synon të analizojë faktorët që shpjegojnë lëvizjet e kursit të këmbimit. Me këtë regresion, përpiqemi të kuptojmë se çfarë efekti ka euroizimi në luhatjet e kursit të këmbimit. Informacioni që merret nga hendeku i kursit të këmbimit futet në Rregullin e Taylor-it. Por, a shpjegohet lëvizja e kursit të këmbimit nga faktorë endogjenë? Për këtë variabël të pavarur, kursi i këmbimit, përdorim Modelin Monetar me të dhëna të regresionit për periudhën 1999 – 2016. Së katërti, të dhënat për normën bazë të interesit të BQE i marrim nga BQE për periudhën 2009 – 2018.

Analiza e të dhënave empirike është realizuar në programin ekonometrik Gretle.

1.7 Shpjegim i shkurtër i strukturës së punimit

Ky punim ndahet në gjashtë kapituj. Në kapitullin e parë prezantojmë hyrjen në këtë punim. Pjesa e parë e këtij punimi gjendet në kapitujt e dytë dhe të tretë. Ndërsa pjesa e dytë e punimit përbën edhe kapitujt kryesorë të analizës së regresionit. Kjo pjesë përbëhet nga kapitulli i katërt, i pestë dhe i gjashtë. Në pjesën e parë, pasi shtrojmë

problemin e PM në kushtet e euroizimit, ngremë pyetjen kërkimore për efektet që ai ka në ekonominë e Shqipërisë. Në pjesën e dytë analizojmë me modele ekonometrike ndikimin që ka euroizimi në ekonominë reale të vendit tonë, por edhe instrumentet e PM. Variablat janë indikatorë si euroizimi i depozitave dhe kredive, të cilët janë të vëzhgueshëm. Informacioni për modelet e regresionit bazohet në periudha të ndryshme, në varësi të gjendshmërisë së informacionit. Grumbullimi, analiza dhe interpretimi i të dhënave përbën pjesën e dytë të studimit.

Kapitulli i parë përbëhet nga parathënia dhe shtrimi i problemit. Më pas ngremë pyetjen kërkimore dhe hipotezën bazë. Në vijim bëjmë një analizë të shkurtër të debateve në lidhje me PM në kushtet e euroizimit, avantazhet e saj dhe të kufizimeve të saj. Mbase caktojmë disa objektiva, bëjmë një përshkrim të shkurtër të metodologjisë dhe metodave të hulumtimit.

Në kapitullin e dytë bëjmë një përmbledhje të literaturës në lidhje me PM dhe modelet e ndryshme kryesore të ndjekura që nga periudha e pas Luftës së Dytë Botërore. Teoritë e trajtuara janë ajo e Kurbës së Filipsit, më pas futemi në epokën e Monetarizmit me shënjestrimin e agregatit monetar. Një nënkapitull ia dedikojmë edhe PM bazuar në kontrollin e kursit të këmbimit, sidomos në periudhën pas dështimit të institucioneve të Breton Woods. Në vitet '80 dhe '90 hyjmë në epokën e shënjestrimin të inflacionit me instrumente të ndryshme. Në këtë pjesë analizojmë sidomos hyrjen në epokën e shënjestrimin të inflacionit përmes kontrollit të normës afatshkurtër të interesit. Në këtë epokë, rol kyç kishte John Taylor përmes propozimit të asaj që u quajt Rregulli i Taylor-it. Gjithashtu, në kapitullin e dytë do të diskutojmë debatet për mandatin e një BQ, si dhe do të diskutojmë rreth efektit të PM në ekonominë reale.

Në kapitullin e trete analizojmë eksperiencën e disa vendeve në shënjestrimin e inflacionit. Në këtë pjesë marrim në shqyrtim suksesin e dy vendeve që kanë shfaqur karakteristika të ngjashme me Shqipërinë për sa i përket dollarizimit dhe më pas diskutojmë edhe në lidhje me instrumentin më të përshtatshëm në shënjestrimin e inflacionit.

Në kapitullin e katërt shpjegojmë metodologjinë e studimit. Këtu parashtrojmë burimet e informacionit, instrumentet kërkimore të zgjedhura. Këtu shpjegojmë edhe qasjen teorike të modeleve ekonometrike të përdorura, si dhe bazën teorike të propozimit final për një model të PM bazuar në Rregullin e Taylor-it të modeluar për një vend me euroizim të lartë. Periudha e marrë në studim në modelin final të propozuar është ajo mes 2009 – 2018. Në fund shpjegojmë faktorët që kanë vështirësuar mbledhjen e dhënave për këtë studim. Gjithashtu, në këtë kapitull paraqesim edhe disa nga kufizimet e punimit.

Në kapitullin e peste bëjmë analizën e modeleve të regresionit për ndikimin e euroizimit në performancën ekonomike të Shqipërisë. Në këtë analizë përpiqemi të paraqesim dukuritë ekonomike që ndodhin në të njëjtën kohë me lëvizjet e euroizimit dhe të shpjegojmë lidhjet shkakësore. Gjithashtu, ndërtojmë një model të shpjegimit të kursit të këmbimit dhe analizojmë nga ana ekonometrike, nëse të dhënat post-ante të modelit monetar shpjegojnë lëvizjen e kursit të këmbimit. Më pas, për të arritur në një propozim të një Rregulli Taylor me elementë të kursit të këmbimit dhe normës së interesit të vendit të huaj, duhet të matim variablat e pashpjegueshëm të normës natyrore të interesit dhe OG.

Kapitulli i gjashtë, që është edhe kapitulli i fundit, bën diskutimin e rezultateve të

studimit. Në këtë pjesë bëjmë interpretimin e rezultateve të modeleve të regresionit të marra në studim në lidhje me ndikimin e euroizimit në PM. Gjithashtu, interpretojmë rëndësinë e modelit të propozuar. Pjesa e dytë e kapitullit fokusohet në rekomandime për një model të PM bazuar në Rregullin e Taylor-it me informacion nga KK dhe NI e vendit të huaj. Gjithashtu, bëjmë rekomandime për studimet të mëtejshme dhe raportime të të dhënave. Këtu përmendim edhe kufizimet e studimit.

1.8 Përmbledhje e kapitullit

Në këtë kapitull paraqitëm një përmbledhje të shkurtër të qëllimit të studimit, problematikën e zgjedhur dhe objektivat e punimit. Gjithashtu, parashtruam pyetjet kërkimore dhe hipotezat bazë. Pasi prezantojmë disa nga debatet kryesore në lidhje me PM në kushtet e euroizimit, diskutojmë mbi rëndësinë që ka PM në ekonominë reale. Gjithashtu, në këtë kapitull prezantuam edhe një përmbledhje të shkurtër të literaturës së PM, që fokusohet në kushtet e euroizimit. Më pas prezantuam një përmbledhje të metodologjisë së hulumtimit.

PJESA E PARË: KUADRI TEORIK

KAPITULLI II: TEORITË BAZE MBI TE CILAT BAZOHET POLITIKA MONETARE

2.1. Hyrje e shkurtër në historikun e BQ në Shqipëri

Aktiviteti bankar në territoret Shqiptare pjesë e Perandorisë Osmane kishin filluar që nga viti 1839. Me 4 Shkurt 1963 u themelua Banka Perandorake Osmane si banke e Perandorisë Osmane.

Kjo banke zhvilloi veprimtari në territoret shqiptare dhe pastaj hapi degë të saj duke filluar me Shkupin dhe Manastirin në 1903, dhe Shkodrën në 1911. Këto banka u mbyllën në 1914, me përjashtim të asaj të Janinës, si rezultat i fillimit të luftës së dytë botërore.

Një nga arkitektet e Rilindjes Kombëtare, Sami Frasheri, hodhi themelet teorike të formimit të shtetit të ri Shqiptar në veprën e tij të vitit 1889, "Shqiperia, q ka qene, q është dhe q do të behet":

Sami Frasheri thotë:

Një banke komberishte do ngrehure që kreit në Sh i ••

Gjith' ata njerës, që kane të holla e s'dine ku e qysh t'i ruaiv'''

humbasine jo vetem uzurene po shume here edhe krereted 6

të lene të hollat' e tyre pa frike në kete banke të vertetuare e tg

zotuarë prej qeverise. Edhe pagesate që do të mbledhe

qeverija, nuke do t'i mbanje neper arka, po do t'ia ape në east

bankëse. Banka do të kete në qdo gastre e në ca.nenegastra të

trekta dega të sajte. Keshtu kjo banke do të jete gati neper tere

Shqiperit edhe njeri dp të mos kete nevoje të. mbanje të holla në gjit e në kuletet; banka do të jete arketor i gjithe botese. Kjo gjithe të holla të, që do të marre nga bota e nga qeverija, do t'i punonje e të sjelle begati e bukuri në memedhet edhe në vendit t'atyre do të nxjerre monelle të kartet (banknot) edhe keto do të perdorene me tepre në botet per të mos mbeture ari e ergjendi pa punuare e pa uzure.

Frashëri parashikon që të ngrihet kjo bankë kombëtare dhe që do të kishte funksionet baze të një banke.

Së pari kjo banke do të funksiononte si ruajtëse e vlerës. Duke ruajtur vlerën në një bankë Frashëri parashikon që populli do të përfitonte “uzurene”, interesin nga depozitimi i kursimeve të tyre në një banke. Gjithashtu do të mund të ruheshin fizikisht nga humbja, vjedhja apo prishja e parave. Sipas Frashërit kjo banke do të ishte e vërtetuar dhe e garantuar (“zotuar”) nga qeveria.

Së dyti publiku që ka vlera monetare ose sasi të arit të kursyera mund ti vendosin në banke duke përfituar një interes. Frashëri kishte vizion perëndimor të një ekonomie ku fajdetë, brenda normave të arsyeshme, ishin të domosdoshme për zhvillimin e ekonomisë. Duhet të kujtojmë që nuk ishte shume kohë më pare kur Evropa dhe më gjerë e konsideronte fajdenë, apo interesin, si një aberracion.

Së treti kjo banke shërben që të japë hua investitorëve apo publikut që do të investojë në aktivitete fitimprurëse. Mungesa e kreditit në ekonominë shqiptare si rezultat i mungesës se vëmendjes nga Perandoria Osmane për një province si Shqipëria

por edhe luftërat e vazhdueshme kishin shkaktuar vështirësi në shkëmbime tregtare dhe në investime.

Frashëri parashikon që banka do të sjellë “begati dhe bukuri mëmëdheut”. Likuiditeti në ekonomi është gjaku që ushqen degët e ekonomisë. Ky mësim vlen edhe për bankierët modern të cilët duhet të kuptojnë rolin e tyre në furnizimin e ekonomisë me likuiditet të mjaftueshëm .

Së katërti duket se Frashëri thotë që banka kombëtare duhet të printoje monedha prej letre në mënyrë që shkëmbimi të lehtësohet, vlera të ruhet dhe të përfitohet interes si dhe të investohet nga sipërmarrësit.

Ismail Qemali ndërmori masa të menjëhershme për të filluar bankat e para. Në Dhjetor të vitit 1912 ai filloi përpjekjet për themelimin e bankës së parë shqiptare me kapital Italian.

2.1.2 Fazat e zhvillimit të Politikës Monetare

Në ditët e sotme ka një konsensus të gjërë që inflacioni është një problem monetar (Friedman etj) dhe që politika monetare është efektive në mbajtjen nën kontroll të inflacionit. Ky reflektim në akademi dhe në politikë-berje ka kaluar përmes një zhvillimi rreth 100 vjecar. Politika Monetare e BSH ka reflektuar zhvillimet akademike të perëndimit por zakonisht me një vonesë që shpesh ka qënë edhe disa dekada. Mund të vëzhgohen disa faza në zhvillimin e Politikës Monetare të BQ në Shqipëri.

Faza e Parë – 1913 – 1925

Ismail Qemali mori vendim për hapjen e bankës së parë kombëtare në 1913 por ky vendim nuk u zbatua asnjëherë për shkak të jetës së shkurtër të qeverisë së tij.

Një masë e rëndësishme monetare, në vitin 1921, ishte vendimi i datës 25 Qershor 1921, me të cilin qeveria cakton kurset e monedhave të tjera ndaj frangut ar. Me këtë vendim Sterlina angleze do të këmbehej me 25 fr.ar, lira turke me 22 fr.ar, dollari amerikan me 6 fr.ar dhe marka gjermane me 1.15 fr.ar.

Në këtë mënyre mund të thuhet se qeveria shqiptare, në 1921, ende pa pasur bankën dhe monedhën e saj kombëtare, filloi të ndërhyjë në rregullimin e kurseve të këmbimit, duke u bazuar në frangun ar të Bashkimit Monetar Latin. (shih Sistemi Monetar i Standardit të Arit në Shqipëri, 1912 – 1938, Aristotel Pano, 2012)

Faza e dyte - 1925 - 1944 – periudha e menaxhimit Italian të BSH

Në këtë periudhë Banka Kombëtare e Shqipërisë ndoqi një politikë monetare klasike. U ndoq një politikë monetare e standardit të Arit.

Depresioni i viteve 1930 u mbart në Shqipëri përmes një politike të gabuar të Bankës Kombëtare. Në këtë kohë Banka Kombëtare ishte me pronësi Italiane dhe përdori një politikë Monetare shtrënguese.

Depresioni i Madh shkaktoi shume turbullime në tregjet financiare dhe të ekonomisë reale. Pas rënies ekonomike të 1920 ekonomia Amerikane po zgjerohej me hapa të shpejtë. Sipas Rothbard (Rothbard, 1972) Ishte e pritshme një korrigjim i ekonomisë. Në Qershor të 1929 ekonomia ndaloi së zgjeruari por askush nuk i parashikoi ngjarjet që pasuan. Tregu i aksioneve ndihej i rrezikuar dhe ndërsa spekulatorët e kthyer nga pushimi në Shtator të 1929 rishikuan indikatorët fundamental të ekonomisë. Por nuk arritën që të lexonin se çfarë pritej të ndodhte. Me 19 Tetor, ditë pushimi për tregun e aksioneve, investitorët kishin filluar të dërgonin “margin calls”, shitje të aksioneve, depozitim në para në përpjekje për të mbuluar humbjet. Nga fillimi

i javës, me 21 Tetor 1929 brokerat filluan ta kuptonin që jo vetëm mund të humbnin paratë por edhe shtëpitë e tyre. Të Enjten, me 24 Tetor, tregu i aksioneve pati një rënie të fortë. Askush nuk po blinte dhe brokerat nuk ishin në gjendje ti përgjigjeshin “margin calls” nga klientët e tyre. Pastaj erdhi e Premtja e Zeze e 25 Tetorit 1929. Brokerat filluan të shisnin aksione me vlerë më të ulët në mënyre që të rikuperonin para që ishin shumë të nevojshme për likuiditet.

Në mbrëmjen e 24 Tetorit 11 tregtarë të njohur të Wall Street kishin kryer vetëvrasje. Me 13 Nëntor indeksi i WJ kishte rënë nga 542 në 224 pike. Rënie drastike kishin pësuar kompanitë me të mira në bote si GM, New York Times dhe US Steel.

Kriza e tregut u mbart në ekonominë reale. Prodhimi industrial ra më shumë se 50%, ndërtimi ra me 84%, prodhimi i të mirave të forta ra me 77% dhe papunësia u rrit nga 3.2% në 1929 në 24,9% në 1933.

Kjo është një rënie e thelle dhe e fortë në të cilën dukej se tregjet “Laizze faire” kishin dështuar.

Pasojat e krizës globale u ndjenë edhe në Shqipëri. Banka Kombëtare, e drejtuar nga aksioner Italian, kufizuan likuiditetin duke përsëritur të njëjtin gabim të bërë nga homologet e FED dhe bankave të tjera. Kjo politike rezultoi një për zgjatje dhe thellim të krizës edhe në Shqipëri.

Faza e trete – 1944 - 1991 – Periudha e menaxhimit komunist të BSH

Në periudhën komuniste të menaxhimit të bankës së Shqipërisë u vazhduan politika e menaxhimit praktikisht sipas modelit të arit. Në fillim, në vitin 1944, u anulua marrëveshja e bërë me grupin Italian dhe u shpronësuan për interesa publike 495,000

aksione të zakonshme dhe 100,000 aksione themeltare të Bankës Kombëtare të Shqipërisë.

Humbja e luftës dhe veprimet pasuese të qeverisë komuniste shkaktuan inflacion të Frangut Shqiptar për shkak të zgjedhjes se arit si mjet për të ruajtur vlerë. Për të parandaluar inflacionin edhe me të madh, shteti i sapo formuar komunist mori disa masa.

Kryesia e Këshillit Antifashist Nacionalçlirimtar miraton ligjin nr.20, datë 15.12.1944, i cili ndalon eksportimin e arit, të argjendit, të platinit dhe të gurëve të çmuar. Synon frenimin e inflacionit të mëtejshëm të frangut shqiptar, goditjen e kontrabandës së arit në tregun e brendshëm dhe moslejimin e daljes së tij jashtë kufijve të vendit. Ndalimi i daljes se arit nga vendi synonte që të pengonte zhvlerësimin e mëtejshëm të Frangut shqiptar dhe ndaljen e inflacionit të shprehur në Franga.

Faza e Katërt 1991 – 2008 – Periudha e Menaxhimit Post – Komunist

Shekulli i XXI po dëshmon që është një shekull me risi në fushën e politikës monetare. Kjo vërehet në risinë e mjeteve (non-conventional tools) të përdorura nga Bankat Qendrore për t'iu përgjigjur sfidave të ekonomisë. Këto metoda jo-konvencionale, si “quantitative easing” dhe politika e normave negative të Interesit, reflektojnë debatin e nxehtë në politikën monetare në mes të studiuesve.

Në studimin tonë nuk do të fokusohemi në arsyet e euroizimit por në efektet që ka euroizimi në performancën e ekonomisë reale, kursin e këmbimit dhe përlllogaritjen dhe efikasitetin e instrumentit baze të politikës monetare.

Zhvillimi i Kuadrit ligjor i Politikës Monetare të BSH

Pas daljes nga komunizmi sistemi bankar i organizuar si një sistem bankar me dy nivele dhe BSH mori mandatin e saj për stabilitetin e çmimeve dhe si një bankë e pavarur me instrumentet dhe politikat e saj.

Vitin 1991 solli në Shqipëri përmbysjen e ëndrrës utopike komuniste dhe zgjimin në realitetin e ekonomisë së tregut. Banka e Shqipërisë u formua me 22 Prill 1992 duke kaluar në një sistem bankar me dy nivele dhe me mandat ligjor “ruajtja e vlerës së brendshme dhe të jashtme të monedhës vendase”. Ligji Nr. 7559, “Për Bankën e Shqipërisë”, Prill 1992. Siç e bën të qartë Themeli (2012) ky mandat i BSH nuk përcaktonte qartë nëse mandati i BSH ishte stabiliteti i çmimeve apo ishte ruajtja e kursit të këmbimit apo një kombinim i të dyjave.

Ligji Nr. 8076, “Për Bankën e Shqipërisë” shënoi një përmirësim të dukshëm në kuadrin ligjor të BSH. Ligji i ri mbyllte paqartësitë për objektivin parësor të bankës së Shqipërisë duke përcaktuar që ai është stabiliteti i çmimeve. I njëjti objektivi parësor u ruajt dhe u përforcua në Ligjin e ri të miratua me 1997 dhe atë të ndryshuar në 2002. Ligji i 1997, i ndryshuar në 2002 forcon edhe pavarësinë e BSH duke përcaktuar mënyrën e përzgjedhjes së anëtarëve të Bordit si dhe duke kufizuar financimin deficit buxhetor të Qeverisë. Gjithashtu në këto ligje përcaktohet liria që ka BSH për të vendosur objektiva teknike për arritjen e synimit të saj ligjor, “arritjen dhe ruajtjen e stabilitetit të çmimeve”.

Banka e Shqipërisë ka përcaktuar si objektivi teknik ruajtjen e inflacionit vjetor brenda $\pm 3\%$.

Strategjia e ndërmjetme e Politikës Monetare

Kuadri Ligjor i BSH i jep autoritet BSH për të përzgjedhur instrumentet e ndërmjetëm dhe strategjinë për të arritur objektivin e ruajtjes së stabilitetit të çmimeve.

Me konsultimin nga FMN në dekadën e parë u ndjek një politikë në shërbim të tre objektivave:

Së pari u synua liberalizimi ekonomik nëpërmjet liberalizimit të çmimeve dhe të sistemit të tregtisë.

Së dyti u synua stabiliteti i çmimeve përmes një politike të shtrënguar monetare dhe fiskale.

Së treti u synua krijimi i institucioneve të tregut të lire.

Përdorimi i instrumenteve të kontrollit sasior të parasë

Sipas Themeli (2012) BSH, në konsultim me FMN, zhvilloi një plan të ekspansionit Monetar në përputhje me pritjet për rritjen e PBB si dhe nga pritjet e lëvizjes së indikatorit të shpejtësisë së lëvizjes së parasë. Si objektivi i ndërmjetëm u caktua rritja e parasë së gjerë, M3, brenda një intervali të caktuar. Marrëveshjet me FMN përgjatë periudhës 1992 – 2008 kushtëzoheshin me monitorim rigoroz të kriterëve sasiorë nga ana e BSH. Sipas Themeli (2012) tre nga këto kriteret sasiorë ishin:

Së pari Rezervat Valutore Neto të BSH. Kjo rezervë konsiderohej si një mbrojtës nga goditjet e jashtme dhe si e tillë u vendos një kufi, dysheme për të ruajtur pozicionin e jashtëm të vendit.

Së dyti Mjetet e Brendshme Neto të BSH-se. Ky tregues monetar kontrollon zgjerimin e bazës monetare dhe likuiditetit të brendshëm. BSH e kontrollon këtë tregues duke marrë parasysh rritjen e PBB, treguesin e shumëfishimit të parasë përmes shpejtësisë së qarkullimit të parasë me shpresën që të ndikojë inflacionin.

Së treti Kredia e Brendshme Neto për Qeverinë. Ky parametër synonte të kontrollonte zgjerimin fiskal nga Qeveria duke kontrolluar huamarrjen e Qeverise në tregun e brendshëm.

Faza e peste 2009 - vazhdim – Menaxhimi në bazë të shenjëstrimin të normës së Interesit.

Në vitin 2009 BSH ndryshoi instrumentin e ndërmjetëm të PM duke kaluar nga kontrolli i ofertës monetare, përmes modelit QTM në atë të shenjëstrimin të normës së interesit. Edhe pse BSH nuk deklarohet për modelin ekonometrik që përdor për të përcaktuar normën objektive të interesit ajo dhe pothuajse të gjitha BQ përdorin një variant të Rregullit të Taylor. Këtë etape të re në menaxhimin e PM e pretendojnë të dy shkollat kryesore të mendimit ekonomik, ajo e Ekonomiksit të Ri të Keynes (New Keynesian Economics) dhe ato Neo-Klasik të tipit të Monetaristeve të John Taylor. Kjo tregon se sa shumë janë afruar këto dy shkolla mendimi dhe sa shumë progres është bërë në gjysmë shekullin e fundit.

Instrumenti kryesor në PM të shenjëstrimin të normës së interesit janë Repo, “repurchase agreement” – marrëveshjet e riblerjes. Repo është instrumenti kryesor i politikës monetare të BSH. Repo 7 ditore janë letra me vlera të qeverise që bankat i shesin njëra tjetrës në mënyrë që të plotësojnë nevojat e tyre për likuiditet. Ato shiten me premtimin që do të blihen pas 7 ditëve, periudhë që përbën edhe bazën e Repo-ve 7

ditore. Riblerja e Repo-ve në fund të afatit bëhet me një çmim me të lartë dhe si rezultat krijohet norma e interesit të Repo-ve.

Norma e Repo-ve është instrumenti kryesorë i normës nominale të interesit të BSH. Në 2009 BSH kaloi nga Shenjëstrimi i agregateve monetar në atë të normës bazë të interesit. Këtë ndryshim e kishin bërë më herët shumë banka të tjera qendrore.

Sipas Themeli (2012) kërkesa për para dhe shumëfishuesi i parasë nuk rezultoi i qëndrueshëm për të realizuar një politikë monetare të qëndrueshme.

Friedman kishte postuluar një pozicion tjetër që në vitin 1970. (Jagdish Handa, 2009, "Monetary Economics, 2nd Edition – faqe 301)

Friedman kishte argumentuar se ekzistonin mekanizma direkte dhe indirekte të transmetimit të efekteve nga oferta për para te kërkesa agregate prandaj kontrolli sasior i parasë ishte më mirë se sa norma e interesit. Ndikuar nga studimet e Friedman shumica e vendeve të zhvilluar në mesin e viteve '70 kaluan në një regjim të kontrollit sasior të parasë, përfshirë Amerikën, Kanadanë dhe Anglinë. Agregati monetar i sugjeruar ishte M1, M2 ose edhe agregat më të gjere.

Megjithatë kjo strategji rezultoi problematike për shkak të paqëndrueshmërisë së shpejtësisë së qarkullimit të parasë dhe u braktis në mesin e vite '80.

Në Shqipëri kjo strategji vazhdoi të përdorej deri në vitin 2008 (shih Themeli, 2012). Sipas analizës se BSH inflacioni në afatshkurtër dhe afat të mesëm ndikohet nga shumë variabla ekonomie, edhe pse në afat të gjatë konsensusi është se inflacioni është një fenomen monetar. Përpjekjet për të braktisur këtë regjim të politikës monetare kishin filluar në vitin 2000 por vetëm në 2008 u arrit që të kalohej në një regjim të shenjëstrimi të normës së interesit.

Politika Monetare është e rëndësishme për shëndetin e ekonomisë së një vendi. Politika monetare të gabuara kanë sjellë kriza globale.

Mjeti që publiku përdor për ruajtjen e vlerës dhe shkëmbimit të mallrave është përcaktuar nga kërkesa dhe oferta për këto mjete. Agjentët ekonomik kanë preferuar që të ruajnë vlerën e tyre në ato mjete të cilat janë perceptuar që mbartin një vlerë të ardhshme më të lartë. Në periudha stabiliteti ekonomik dhe besueshmërie ndaj politikave të Qeverisë dhe BQ vlera dhe kërkesa për monedhën vendase ka qenë e qëndrueshme. Në periudha krize ekonomike apo politike apo në mungese të besueshmërisë së politikave monetare të BQ njerëzit kanë preferuar të mbajnë kursimet në atë monedhe që publiku ka vlerësuar me vlerë reale më të madhe.

Në Shqipëri është shënuar një rritje e euroizimit në vitet 1997 deri në 2010. Kjo rritje duhej të shoqërohej me inflacion. Kjo nuk ka ndodhur. Në vend të saj kemi vëzhguar inflacion brenda objektivave të BSH. Gjithashtu duhej të vërenim një zhvlerësim të ALL në raport me euron por që nga viti 2011 kemi vërejtur të kundërtën.

Ka shume faktorë por ne do të fokusohemi në efektin e politikës monetare dhe si duhet të jetë kjo politikë që ti përgjigjet më mirë realitetit të euroizimit.

2.2. KUADRI TEORIK I POLITIKES MONETARE

2.2.1. Diskutim mbi përdorimin e instrumenteve të ndërmjetëm në PM

Disa ekonomistë sugjerojnë që modelet monetariste dhe neo-monetariste nuk kanë vend në politiken monetare moderne. Krugman (2016). Friedman në modelin e tij bënte dallim në mes të variabla që duhet të jene pjese e objektivave të politike bërësve të politikës monetare, inflacioni dhe hendeku i prodhimit, dhe variablave që politika

monetare duhet të shenjëstronte, paraja dhe rritja e bazës monetare. Kundërshtimi i Friedman për të përdorur objektiva të ndërmjetëm që bazoheshin në objektivat përfundimtar, si inflacioni dhe hendeku i prodhimit, vinte nga skepticizmi në përdorimin e modeleve të strukturuar për të përdorur një politike monetare aktiviste. Në analizën e ekonomisteve (shih Nelson, 2008) kundërshtimi i Friedman ndaj përdorimit të objektivit përfundimtar si inflacioni për një rol aktiv në politiken monetare do të bënte që politika monetare të ishte duke luftuar gjithmonë luftën e kaluar. Sipas Friedman shenjëstrimi i inflacionit të pritshëm kërkonte që politika monetare të varej tepër mbi vlerësimin e lidhjes së politikës monetare dhe inflacionit.

Vlerësim të ngjashëm ka pasur edhe nga ekonomistë të tjerë. Bernanke et al. (1999, f. 298) kritikon politiken monetare e cila reagon ndaj inflacionit vetëm pasi inflacioni është bërë problem. Në ndryshim nga Friedman këta autorë sugjerojnë që politika monetare të bazohet në inflacionin e pritshëm.

Sipas analizës së ekonomisteve të Bankës së Rezervës Federale të Saint Louis (shih Nelson, 2008) përjashtimi i variablave reale si hendeku i prodhimit nga lista e shenjëstrimit në politiken monetare bazohet në hipotezën e normës natyrore. Sipas Friedman variablat reale tentonin drejt vlerave natyrore pavarësisht nga politika monetare. Megjithatë Friedman shikonte te variablat reale informacion të vlefshëm për politiken monetare. Por ai e kundërshtoi me force reagimin e politikës monetare ndaj variablave reale si hendeku i prodhimit, papunësia apo norma e interesit. Sipas Friedman në mënyrë që politika monetare të reagojë ndaj këtyre variablave duhet që të vlerësohen normat e pa vëzhguara të prodhimit potencial, norma natyrore e interesit dhe

norma natyrore e papunësisë. Vlerësimet e këtyre normave të pa vëzhguara varen shumë nga vlerësimi subjektiv i ekonomistëve.

Për arsyet e mësipërme monetaristët argumentojnë përdorimin e agregateve sasiore monetare si M2 (në Shqipëri është përdorur M3) si objektiv i ndërmjetëm i politikës monetare.

2.2.2 Oferta e parasë në politiken e një BQ

Paraja nuk kishte rol të rëndësishëm në formulimin e PM të Amerikës deri në fund të viteve '60. (shih Meulendyke, 1998; Mayer, 2001). Megjithatë nga fundi i viteve '60 me dështimin e politikës monetare të asaj kohe dhe të modelit të kurbës së Filps, ku u vëzhguan stagflacion, që do të thotë njëkohësisht inflacion dhe rënie ekonomike të cilat ishin të pamenduara që mund të ndodhnin së bashku, filloi të kushtohej me shumë vëmendje parasë në PM. Ky trend u vu re në organizimin e konferencës së parë në Qershor 1969 me titull “Kontrollimi i agregateve monetare”. Sipas Mayer (2001) FOMC mori hapat e parë në këtë drejtim në vitin 1970 ku në dokumentin e PM u shpreh për herë të parë dëshira për të kontrolluar rritjen e sasisë së parasë dhe të kreditit.

Në fillim të viteve '70 PM e FED zbatohet duke vendosur normën afatshkurtër të fondeve federale, FFR. FED reagoi për të përfshirë kontrollin e agregateve monetare në PM. Si fillim ata vendosën objektiva 2 mujore të rritjes së ofertës monetare. Më vonë FFR u vendos në nivele që ishin në konsistencë me arritjen e objektivave të rritjes sasiore të parasë. Kongresi kaloi në veprim duke vendosur legjislacion ku në 1975 i kërkonte FED që të vendoste objektiva për ofertën monetare. Si rezultat të veprimeve të

kongresit në 1975 për here të pare FED vendosi objektiva vjetor të ofertës monetare dhe i lajmëroi ato publikisht.

Sipas historianëve të politikave monetare (shih Mayer 2001) rritja e stokut të parasë mori një rol edhe më të rëndësishëm në vitin 1978 në përpjekjet e Volker për të kontrolluar inflacionin. Politika monetare ushtrohej përmes caktimit të bazës monetare të nevojshme për të arritur rritjen e ofertës monetare. Në këtë proces norma e fondeve federale, FFR, u la e lire që të lëvizte në mënyre që të arrihej ky objektivi. Rritja e ofertës monetare konsiderohej si një objektivi i ndërmjetëm me objektivi final kontrollin e inflacionit. Në fillim FED vendosi objektiva për rritjen e M1 dhe M2 por me fokus M1. Por me rënien e shpejtësisë së qarkullimit të parasë, v , FED lëvizi në vendosjen e objektivave për M2 dhe M3 por kryesisht duke u fokusuar në M2.

Në fillim të viteve '80 pati inovacion në sistemin bankar i cili pati ndikim në shpejtësinë e v , duke e bërë atë të vështirë për tu parashikuar. Si rezultat në fund të vitit 1982 FED filloi të lëvizte në drejtim të kontrollit të normës federale të fondeve, FFR. Në 1982 qëllimi i caktimit të objektivave të agregateve monetare shprehej që “vendosen me qëllim ngadalësimin e zgjerimit të parasë drejt normave që përputheshin me potencialin e prodhimit të ekonomisë dhe me stabilitet të çmimeve” (Mayer 2001).

Në 1995 FED pati një zhvillim të rëndësishëm në gjuhen që përdorte në shprehjen e PM. Deri në atë kohe objektivat e agregatit monetare shpreheshin për periudhën pasuese. Në 1995 gjuha e përdorur për të shprehur synimin e objektivave monetare ishte arritja e stabilitetit në një periudhe të ndërmjetme dhe hipotetike ku arrihej stabiliteti dhe shpejtësia do të ishte “normale” (Mayer 2001, f. 8-9). Pra M2 vendosej si një indikator i sasisë së parasë që do të vëzhgohej në kushte normale të

stabilitetit të çmimeve dhe shpejtësisë, v, në nivele historike. E njëjta gjuhë u përdor deri sa në fillim të viteve 2000 kur kongresi hoqi kërkesën që FED të bënte publike objektivat e agregateve monetare.

Ekonomistët argumentojnë se ky ndryshim ndodhi për dy arsye;

E para kishte të bënte me luhatjet dhe vështirësitë për të parashikuar lëvizjet e v.

E dyta kishte të bënte me faktin se në situatën e inflacionit të ulët të viteve '90 metoda e dytë, ajo e kontrollit të FFR, ishte më e përshtatshme.

2.2.3 Monetarizmi dhe QE

Ka diskutime se ku bazohen BQ, si FED apo BQE, për të ofruar programet e tyre të QE në përgjigje të krizës financiare. Sipas Bernkanke (2012) dhe Nelson(2011) FED dhe BQ e vendeve të tjera u bazuan në modelin e Friedman në përgjigjen e tyre ndaj krizës së 2008.

Si përputhet QE me modelin Monetarist?

Shume autorë (Olivio, 2015; Bernanke, 2012; Nelson, 2011) bien dakord që QE ishte një përgjigje Monetariste ndaj krizës. Por studiuesit nuk bien dakord për mekanizmat e transmetimit të QE. Fatkeqësisht Friedman vdiq para se të kishte mundësinë që të shprehej për kursin më të mirë në përgjigje të krizës financiare të 2008. Megjithatë kemi mundësi që të kuptojmë nga qëndrimi i Friedman.

Së pari shohim sugjerimet që i dha Bankës Qendrore të Japonisë në përgjigje të krizës së vitit 1991. Sipas Friedman Banka e Japonisë duhet të ndiqte një politikë monetare zgjeruese.

Së dyti debati në mes të akademikëve nuk është nëse Friedman do të kishte mbështetur QE si politikë monetare në përgjigje të krizës financiare të vitit 2008. Çështja në diskutim mes akademikëve është modeli teorik i Friedman mbi të cilin bazohet dhe mbështetet politika QE në përgjigje të krizave.

Bernanke (2012) dhe Nelson (2011) e bazojnë argumentin e tyre se Friedman do të kishte mbështetur një politikë monetare lehtësuese, që ishte përgjigjja e shumë bankave qendrore në përgjigje të krizës financiare – përfshirë krizën financiare që përfshiu Shqipërinë si pasojë e asaj në BE – në bazë të teorisë së balancës së portofolëve të zhvilluar nga Friedman në vitet '60. Teoria e balancës së portofolëve thotë që politika monetare ndikon strukturën në kohë të normës së interesit. Ideja është që shtimi i ofertës monetare ndikon normën afatshkurtër të interesit dhe si rezultat ndikon normën e interesit afatmesëm dhe atë afatgjatë. Bernanke (2012) dhe Nelson(2011) besojnë se QE vepron përmes Efektit të balanceve të portofolit (Portfolio Balance Effects).

Në të kundërt autore të tjerë (Olivo, 2015) argumentojnë që lidhja e QE me modelin teorik monetarist, të zhvilluar nga Friedman dhe Shwartz, bëhet përmes efektit monetar të politikës monetare. Në periudhat e krizës ekonomike, recesion apo depresion ekonomik, përmes efektit monetar një bankë qendrore rrit bazën monetare në mënyrë që M2 (ose në rastin e Shqipërisë përdoret M3) të rritet me shpejtësi të njëjtë me atë në periudha stabiliteti.

Në Shqipëri shihet qartë, ne grafikun 4, se ka një rënie të shpejtësisë se rritjes se kërkesës për para, M3 dhe politika monetare ka qene jo e mjaftueshme për të inkurajuar rritje të kërkesës për para në nivele normale.

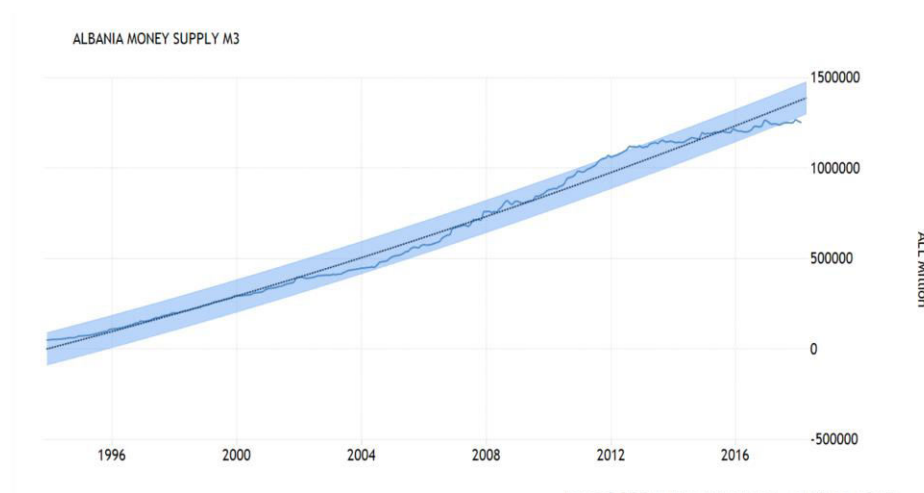
Siç shihet nga grafiku Nr. 3 viti 2013 shënon fazën në të cilën ka një rënie të shpejtësisë së rritjes së M3.

Nga vëzhgimi i grafikut Nr. 3 vihen re tre periudha të rënies së ofertës për para M3.

Së pari është në vitin 1997 në periudhën e krizës sociale dhe ekonomike të '97.

Së dyti ka ndodhur në 2002 – 2004. Shkaqet qe lidhen me këtë rënie duhet te studiohen nga ekonomiste. Megjithatë mund te vëmë re që kjo periudhe lidhet me euroizimin e vendit dhe de-dollarizimin.

Grafiku 3 Oferta monetare M3 e Shqipërisë – 1992 - 2018



Burimi: Banka e Shqipërisë

Së treti rënia e shpejtësisë së rritjes fillon në 2013. Kjo vjen pas një rritje të shpejte nga viti 2009, kohë në të cilën filloi kriza financiare globale. Efektet e kësaj krize u ndjen në Shqipëri në mënyre indirekte kryesisht përmes rënies së eksporteve, përkeqësim të bilancit të pagesave si dhe rënies së remitancave. Në të njëjtën kohë Banka e Shqipërisë filloi uljen e normës bazë të interesit duke arritur nivele të ulëta historike. Por rritja e ofertës monetare, M3, akoma nuk është rikuperuar. Edhe pse Banka e Shqipërisë ka një norme të REPO-ve në nivele të ulëta historike indikatorët monetare tregojnë që politika monetare në këtë periudhe krize nuk ka qene e mjaftueshme dhe akoma nuk është rikuperuar.

BQ dhe QE në teorinë e balancës se portofolëve

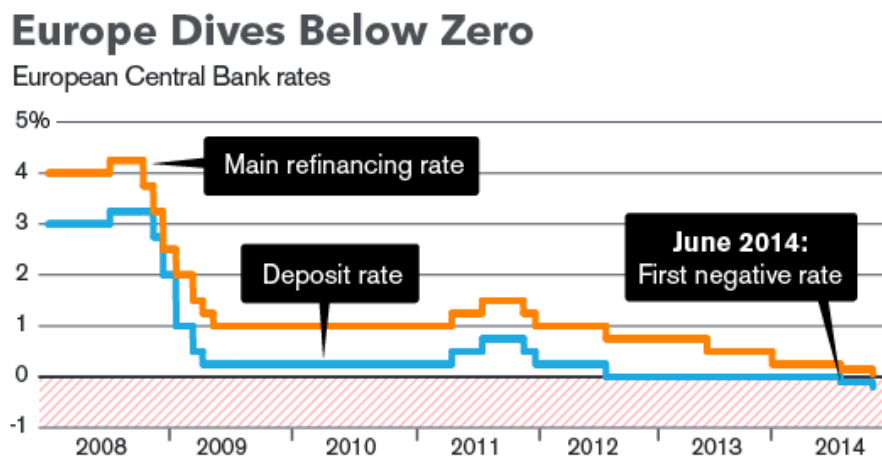
Sipas Victor Ilivo (Friedman, Monetarism and Quantitative Easing Victor, 2015) programi i lehtësimit sasior, ose QE, është një përpjekje e bankës qendrore për të rritur bilancin e saj përmes rritjes së bazës monetare ose blerjes së aksioneve ose obligacioneve të qeverise apo kompanive. Banka qendrore operon për të arritur këtë synim përmes operacioneve të tregut të hapur, në Shqipëri arrihet përmes REPO-ve 7 ditore, me qëllim uljen e normave të interesit në tregun ndër bankar me qëllim uljen e normave afatgjata të interesit. Së dyti përmes uljes së rezervës së detyruar. Përveç masave sasiorë banka qendrore mund të përdorë edhe masa cilësore në përpjekjet e saj për QE. Këto masa cilësore kanë të bëjnë me zgjatjen e afateve të maturimit të programeve huadhënës të BQ.

QE në praktiken e BQE

Ndërsa ky studim po shkruhet BQE lajmëroi rinisjen e programit të saj të QE. Megjithatë ndikimi i QE është vënë në diskutim nga disa studiues (si Krugman). Shkrimet e fundit në akademinë ekonomike janë fokusuar në mënyrën e daljes nga situata e politikës monetare me interesa “afër-zero” dhe uljen apo eliminimin e QË. Politika tradicionale e transmetimit të politikës monetare me anë të normës së rezervës nuk është funksionale pasi rezervat bankare janë me të mëdha se rezervat e kërkuara.

Shekulli i XXI po dëshmon që është një shekull me risi në fushën e politikës ekonomike. Kjo vërehet në risinë e mjeteve (non-conventional tools) të përdorura nga Qeveritë dhe Bankat Qendore për t’iu përgjigjur sfidave të ekonomisë. Këto metoda jo-konvencionale janë dy, QE (quantitative easing) dhe politika e normave negative të Interesit.

Grafiku 4. Normat negative të interesit nga BQE



BURIMI: BQE

Literatura dhe modelet teorike rreth rolit të borxhit kombëtar mbi zhvillimin ekonomik nuk është e plotë (Catherine Pattillo, Helene Poirson, and Luca Ricci, 2002)

por ka pasur vëmendje të shtuar ndaj kësaj marrëdhënie për shkak të shtimit të madh të borxhit publik.

Sipas http://www.economist.com/content/global_debt_clock borxhi publik i qeverive të gjithë planetit në 2015 qëndron në nivelin e mbi \$ 56 trilion krahasuar me \$25.6 Trilion në vitin 2002. Rritja më e madhe ka ardhur si rezultat i politikave monetare stimuluese të ndjekura nga Qeveritë si përgjigje ndaj recesionit të madh të vitit 2008.

Borxhi Publik i Shqipërisë

Në Shqipëri deri në 2013 është deklaruar zyrtarisht një nivel borxhi prej \$9,1 miliard ose rreth 59% e GDP (Burimi: Banka e Shqipërisë). Por ky nivel borxhi nuk merrte në konsideratë shpenzimet për punë publike të kontraktuara dhe konsumuara por që nuk ishin paguar.

Qeveria Berisha në vitet 2005 zyrtarisht ka ruajtur një nivel proporcional të borxhit ndaj GDP në vitet 2005 – 2013 por në fakt borxhi real ka qenë shumë më i lartë si ai i deklaruar.

Në planin afatmesëm Qeveria Rama ka planifikuar uljen e borxhit publik në nivelet e 60% në përputhje me marrëveshjen me FMN.

Por sa të efektshme kanë qenë këto politika? Dhe çfarë roli ka struktura e borxhit publik në rritjen ekonomike?

2.2.4 “Triniteti i Pamundur” i Politikës Monetare

Duke operuar në një treg global të integruar Shqipëria ka zgjedhur që të mos e ankorojë (peg) Lek-un me një monedhë tjetër, siç ka bërë Maqedonia, Bosnja dhe Hercegovina, Bulgaria apo vende të tjera, as me një “board” monedhash por e ka lënë Lek-un që të konkurrojë në tregjet financiare me monedha të tjera.

Zgjidhja që sugjerohet nga literatura për një vend të vogël me lëvizje të lirë të kapitalit është arritja e Trinitetit të pamundur.

Sipas modelit të Fleming-Mundell kjo zgjedhje e BSH, që duhet thënë që është e arsyeshme, kushtëzon BSH që të zgjedhë edhe një nga dy instrumentet e tjerë të treshes që quhet “triniteti i pamundur”. Modeli i “Trinitetit të Pamundur” shpreh se është e pamundur arritja e 3 objektivave të mëposhtëm në të njëjtën kohë:

E para kurs këmbimi i fiksuar, pavarësi në vendosjen e normës bazë të interesit dhe integrim financiar me tregjet globale. Në pikën e dytë është e thjeshtë të shohim se si kontrolli i lëvizjes së kapitalit (capital control) nuk funksionon në një ekonomi globale kur Investimet e Huaja Direkte (FDI) janë një nga faktorët kryesorë të zhvillimit ekonomik. Borenstein et.al (1995) arrijnë në përfundimin se FDI ndikojnë rritjen ekonomike me tepër se investimet e brendshme.

Edhe në pikën e parë Shqipëria ka zgjedhur kursin fleksibel të këmbimit në atë që quhet “zgjedhja bipolare” ku opsioni tjetër është një kurs fiks këmbimi.

2.2.5 Oferta e parasë në PM të BSH

Shqipëria ndoqi literaturën ndërkombëtare në PM, megjithëse me një periudhë vonese të madhe. Vonesa lidhet me kushtet e një banke qendrore të re, me kuadër ligjor dhe teknik jo të formuar, me krizat sociale të Shqipërisë, si dhe me tranzicionin në

ekonominë e tregut. Në vitet 90 PM bazohej në kontrollin direkt të normave të interesit dhe ishte vetëm në fillim të viteve 2000 që kaloi nga kontrolli direkt drejt instrumente indirekt të PM.

Dokumentet e PM shprehin se BSH nuk e ka instrument parësor ofertën e parasë, M3, ajo megjithatë e monitoron atë.

Sipas Handa (2009) ka një tendence që BQ të konsiderojnë normën bazë të interesit si një instrumente më të mirë të kontrollit të agregateve monetare. Kontrolli i agregatit monetar, M, nuk është më i preferuar.

Këtë lëvizje ka bërë edhe BSH. Në "Dokumenti i Politikës Monetare" të 2008 dhe vite me parë në Kreun III (faqe7) thuhet:

“Objektivi i ndërmjetëm për vitin 2008 është rritja vjetore e ofertës së parasë (M3). Përcaktimi i rritjes vjetore të M3 si objektiv i ndërmjetëm mbështetet në argumentin se inflacioni, duke qenë në përgjithësi fenomen monetar, ndikohet nga rritja në ofertën e parasë. Për këtë arsye, Banka e Shqipërisë synon të kontrollojë rritjen e mjeteve monetare në ekonomi, në mënyrë që oferta për to të korrespondojë me nevojën e ekonomisë për mjete monetare reale. Duke u nisur nga parashikimi i rritjes ekonomike për vitin 2008, nga objektivi i Bankës së Shqipërisë për nivelin e inflacionit, si dhe nga tendencat e fundit të zhvillimeve monetare, Banka e Shqipërisë do të synojë të kontrollojë rritjen e ofertës monetare në nivelin 14.2 për qind për vitin 2008.”

BSH synonte rritjen e ofertës së parasë me 14.2% në mënyrë që ti përgjigjet rritjes ekonomike dhe inflacionit.

Ky instrument i PM është braktisur në vitet e fundit në favor të normës bazë të interesit. Megjithëse BSH thotë që akoma e monitoron këtë instrument, duket qarte se

instrumentet e përdorur nuk kanë rezultuar në agregat monetar M në përputhje me objektivat, inflacionin dhe rritjen ekonomike.

Në përgjithësi si parim bankat qendrore kanë braktisur agregatet monetare si instrument të ndërmjetëm për shkak se kërkesa për para është treguar e paqëndrueshëm. Si rezultat shume BQ në vende të zhvilluara kanë braktisur përpjekjet për të kontrolluar kërkesën për para në favor të normave të interesit. Si rezultat ekonomistët e politikave monetare kanë braktisur, që nga vitet 1990, efektet e sasisë së parasë dhe kontrollin e saj si fushë të studimeve të tyre. Sipas Handa (Handa, 2009) studimet e fundit janë larguar nga modelet e komplikuar të agregimit monetar në favor të modeleve më të thjeshta të cilat janë më të lehta për tu kuptuar nga politik bërësit dhe publiku.

Edhe pse agregatet monetare nuk përdoren si instrumente të PM ato vazhdojnë të japin informacion mbi ecurinë e kërkesës për para. Në këtë pike mund të bëjmë dy vëzhgime të shkurtra për sinjalet që marrim nga agregatet monetar.

E para ka të beje me rritjen e ofertës M3. Rritja e M3 ka qenë e dobët dhe ka rezultuar në inflacion në ekonomi poshtë objektivave të bankës. E dyta ka të bëjë me kursin e këmbimit i cili është çmimi i monedhës Lek e shprehur në monedha të tjera. Krahasuar me monedhën e përbashkët Evropiane Lek është vlerësuar duke treguar një kërkesë relative më të fortë. Ashtu si shprehemi më poshtë forcimi i Lek nuk shpjegohet vetëm nga faktorë fundamental.

Një rënie e vazhdueshme e ofertës monetare, siç shihet nga të dhënat e grafikut të M3 rënia ka zgjatur për një periudhë 3 vjeçare, duhet të jete sinjal që norma bazë e interesit është e lartë që të sigurojë likuiditetin e duhur në ekonomi.

Siç vëzhgojnë edhe ekonomistë të tjerë, (shih “David Altig”,2006; Has Monetarism Been Abandoned?) norma bazë e interesit është një tregues implicit me anë të së cilit banka qendrore tregon nëse po përpiqet të përshpejtojë rritjen e ofertës monetare apo ta shtrëngoje atë. Inflacioni mbetet një fenomen monetar dhe një norme e ulet interesi mundet që në afat të shkurtër të nxisë investimet dhe konsumin duke shkaktuar presione inflacioniste.

2.2.6 Kursi i këmbimit

Zhvlerësimi i kursit të këmbimit

Banka Qendrore nuk mund të kontrollojë pafundësisht kursin e këmbimit nëse synon të kontrollojë normën e interesit në një ambient ekonomik global. Prandaj nëse integrimi financiar global është i pashmangshëm ajo duhet të zgjedhë në mes të kontrollit të kursit të këmbimit dhe normës bazë të interesit.

Kontrulli i kursit të këmbimit dhe normës së interesit është i kufizuar. Në rastin e një goditje ekzogjene ku kemi zhvlerësim të kursit të këmbimit banka qendrore mund të ndërhyjë duke shitur rezervat e saja valutore. Por kjo lëvizje ka një limit të poshtëm, dhe ky limit është boshatisja e rezervave valutore të Bankës Qendrore. Në momentin kur rezervat valutore të jene zbratur Banka Qendrore duhet të rrisë normën e interesit për të rezistuar zhvlerësimin e kursit të këmbimit.

Vlerësimi i kursit të këmbimit

Vlerësimi i kursit të këmbimit ndodh kur kemi flukse pozitive të lëvizjes së kapitalit të huaj. Ky përbën një problem dhe sfidë tjetër për Bankën Qendrore. Në këtë rast sfida e Bankës Qendrore është të shmange vlerësimin e shpejte të kursit të këmbimit.

Kërcënimi i vlerëimit të kursit të këmbimit qëndron në mundësinë që ka që të destabilizojë treguesit makro-ekonomik si inflacioni. Banka Qendrore ndërhyr për stabilizimin e kursit të këmbimit në rastin e goditjeve me flukse neto pozitive të valutës përmes ndërhyrjes në treg duke blerë monedhën e huaj. Praktikisht aftësia e bankës për të blerë monedhe të huaj është i pakufizuar pasi nuk ka kufi teorik të sasisë së likuiditetit në monedhën kombëtare për bankën qendrore. Strategjia tjetër është ulja e normës baze të interesit e cila ushtron presion për kontrollin e kursit të këmbimit.

Ka një kufi i cili ka të beje me presionet inflacioniste. Ndërhyrja në treg duke rritur rezervat valutore të bankës qendrore ushtron presion të inflacioni përmes shtimit të ofertës së parasë.

Banka Qendrore e Shqipërisë ka qenë e ngurtë që të ndërhyjë në forcimin e kursit të këmbimit. Ndërkohë që inflacioni nuk është arritur. Në këtë punim synojmë që ti përgjigjemi këtij fenomeni.

Disa shpjegime të propozuara për vlerësimin e kursit të këmbimit të Lek

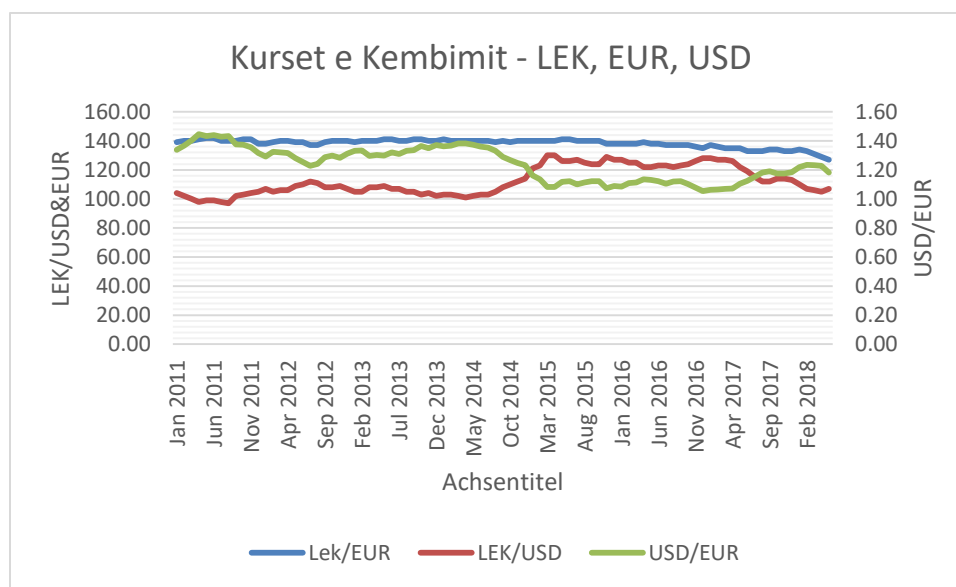
Faktorët fundamentale

Çfarë roli kanë pasur faktorët fundamentale në forcimin e Lek dhe cilët faktorë fundamentale kanë çuar në forcim të kursit të këmbimit të lekut?

BSH dhe Presidenti i saj, Genti Sejko, ia ka faturuar këtë forcim “faktorëve fundamentale ekonomike”. Pyetjet që shtrohen në lidhje me deklaratën e Z. Sejko janë:

A janë faktorët fundamentale që kanë shkaktuar një forcim të tillë të monedhës Lek? Nëse ka lidhje me faktorët fundamentale atëherë cilët prej këtyre faktorëve kanë ndikuar dhe sa është pesha e secilit në forcimin e monedhës Lek? Sigurisht që kemi nevojë për studime shkencore me fakte sasiore, qoftë ato edhe të stilizuara, që vërtetojnë peshën e secilit nga faktorët në mënyrë që të bëhet analizë shkencore dhe përgjigje adekuate ndaj këtij fenomeni të rëndësishëm. Këto pyetje dhe më gjerë do ti diskutojmë në kapitullin për “Kursi i këmbimit dhe faktorët që kanë ndihmuar në forcimin e LEK”.

Grafiku 5 Luhatjet e Kursit të Këmbimit Lek, EUR, USD 2011 - 2018



Burimi: Banka e Shqipërisë, FRED Snt. Louis dhe llogaritjet e autorit

Nga viti 2011 Euro ka humbur 10% të vlerës së saj në krahasim me lekun. A e shpjegojnë faktorët fundamental forcimin e lekut kundrejt Euros dhe Dollarit në këtë masë?

Në këtë moment do të mjaftohemi duke thënë se nëse kanë qenë faktorët fundamentale që kanë sjellë këtë ndryshim ato duhet të kenë qenë të brendshëm dhe jo

të jashtëm. Këtë mund ta shohim në Grafikon 1 në marrëdhënien mes Lek kundrejt Euros dhe Lek kundrejt USD. Çifti LEK/USD dhe USD/EUR ka marrëdhënie identike me korrelacion pothuajse -1. Të gjithë lëvizjet e USD/EUR janë reflektuar në marrëdhënien me LEK/USD, me korrelacion pothuajse perfekt, -1, ndërsa nuk është reflektuar në marrëdhëniet LEK/EUR.

Analiza e korrelacionit mes 3 monedhave

Këtë konkluzion e shohim më qartë kur shohim korrelacionin në mes të këtyre 3 çifteve dhe të bëjmë matjet statistike.

Tabela 5 Korrelacioni i kursit të këmbimit Lek, EUR, USD

	<i>Lek/EUR</i>	<i>LEK/USD</i>	<i>USD/EUR</i>
Lek/EUR	1		
LEK/USD	-0.07344	1	
USD/EUR	0.188655	-0.98962	1

Burimi: BSH, FRED dhe llogaritjet e autorit

Për periudhën Janar 2011 deri Tetor 2015 koeficienti i korrelacionit për çiftin LEK/USD kundrejt çiftit Lek/EUR është -0.07, një korrelacion mjaft i dobët duke reflektuar faktin se çifti LEK/USD ka lëvizje Stokastike i ndikuar nga tregjet ndërkombëtare (më shumë për këtë në kapitullin për kursin e këmbimit). Ajo që bën përshtypje është korrelacioni mes çiftit USD/EUR kundrejt çiftit LEK/USD i cili është në -0.99 dhe me domethënie statistike të lartë.

Nga të dhënat më lart shohim që ka një korrelacion të fortë mes çiftit USD/EUR dhe çiftit LEK/USD me $N = 58$, $r(56) = -0.99$ dhe me $p < 0,001$. Por ka një korrelacion

të dobët në mes të çiftit USD/EUR dhe LEK/EUR kur $r(56) = 0.19$ por me $p = 0.16$, pra statistikisht jo i rëndësishëm.

Kjo do të thotë që tregu i brendshëm ka reflektuar tregun ndërkombëtar në kursin e këmbimit të USD kundrejt LEK por jo në atë të LEK kundrejt EUR.

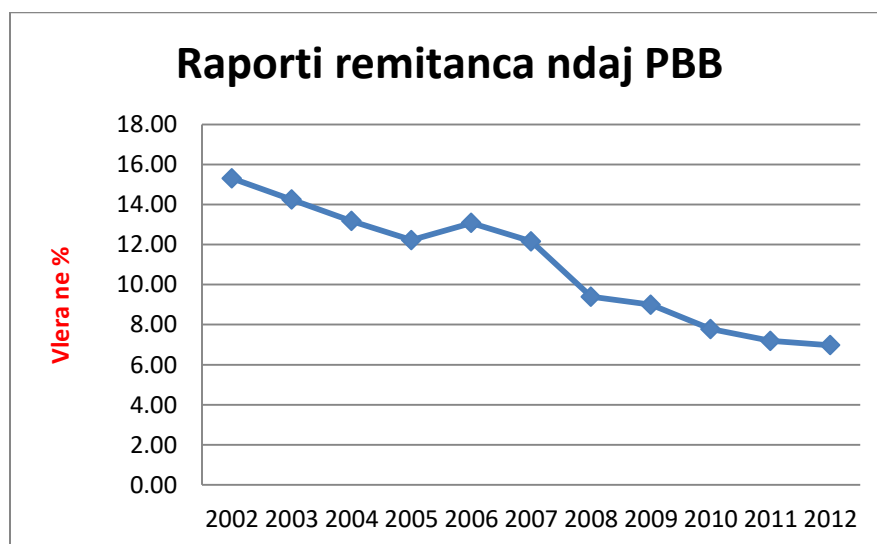
Faktorët fundamentale të brendshëm kane pasur një peshë më të fortë në lëvizjet e fundit të Lek kundrejt EUR krahasuar me faktorët fundamentale ndërkombëtar.

Remitancat

Remitancat pësuan një rënie të fortë gjatë dhe pas “Krizës së Madhe Financiare”. Rënia ishte si në terma absolute po ashtu edhe si raport mbi PBB.

Grafiku më poshtë shpjegon përqindjen e remitancave kundrejt PBB në periudhën 2002 – 2012.

Grafiku 6 Raporti i remitancave ndaj PBB 2002 - 2012



Burimi BSH - Llogaritjet e Autorit

Shihet qartë një rënie nga mbi 15% në vitin 2002 në rreth 7% në vitin 2012.

Analiza e faktorëve të cilët kanë çuar në rënien e remitancave është jashtë fokusit të

studimit. Rënia e remitancave rezulton në rënien e ofertës në valutë, kryesisht euro, dhe si rezultat do të prisnim një dobësim të Lek ndaj Euros.

Pra vërejmë që faktorë të tjerë të fuqishëm kane anuluar efektin e rënies së remitancave në atë masë që kanë çuar në forcimin e Lek-ut. Lulatjet e remitancave pra nuk shpjegojnë kursin e këmbimit apo inflacionin poshtë objektivave të synuara.

Të hyrat në valutë nga trafiqet e paligjshme

Ekonomistë të tjerë e lidhin këtë me “faktorë të brendshëm”, të tjerë thonë që forcimi i lek-ut vjen për shkak të remitancave të emigrantëve, të tjerë për shkak të rritjes së prurjeve në valutë nga turizmi. Edhe pse këto faktorë kanë ndikim në kursin e këmbimit, një sferë e ndikimit megjithatë mbetet me interes, ajo e ndikimit nga trafiku i drogës dhe trafikeve të tjera të paligjshme.

Shqipëria është burim dhe kanal i qindra milion euro nga trafiqe të paligjshme. Këto para pastrohen në Shqipëri përmes skemave të pastrimit të parave. Me gjithë deficitin e llogarisë korrente prej rreth 700 milion euro dhe ndërhyrjen e BSH për të blerë në treg me qindra milion euro në përpjekjet e saj për de-euroizim, Shqipëria vazhdon të ketë një monedhe kombëtare të fortë. Teoria sugjeron që në këto kushte do të kishim një dobësim të Lek në mënyrë që të finançohej deficitin e llogarisë korrente. Por ne vëzhgojmë që e kundërta ndodh. Kjo shpjegohet nga hyrja e qindra milion eurove nga trafiqet e paligjshme. Të të njëjtit mendim janë edhe analistë të tjerë (shih Erebara, artikull në BIRN).

Lëvizjet e flukseve hyrëse të Euros nuk kanë ndonjë zhvillim të pazakontë, nuk ka flukse shtesë hyrëse të Euros në sistemin financiar të Shqipërisë, prandaj faktorët fundamentale nuk shpjegojnë një forcim të Lek-ut (shih Sejko, 2019).

Politika Monetare ka efekte të rëndësishme në ekonominë e Shqipërisë. Efektet e rëndësishme shihen në tregtinë dhe deficitin tregtar. Kursi i këmbimit i bën produktet e importit me të lira në tregun tone dhe nuk favorizon eksportet.

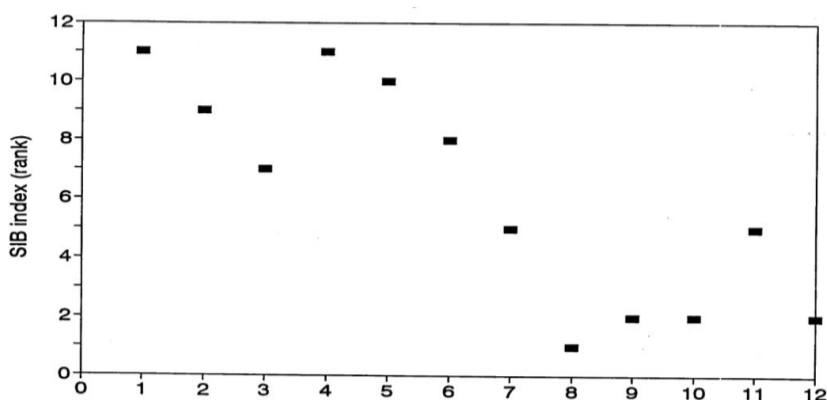
2.2.7 Efektiviteti i PM dhe pavarësia e BQ

Një debat i rëndësishëm është edhe pavarësia e BQ në ndjekjen e PM. Ashtu siç kemi vënë re më sipër BQ ka një rol të rëndësishëm. Prandaj aktorët politikë tentojnë të dëshirojnë që të përdorim BQ si një instrument si p.sh për financimin e borxhit publik, nivelin e normave të interesit etj.

Grilli, et.al , e ndajnë pavarësinë e bankës qendrore në “pavarësi politike dhe “pavarësi ekonomike”. Studimi i tyre tregon që një banke qendrore e pavarur prodhon rezultate më të mira në afatgjatë për ekonominë se sa një bankë qendrore e kontrolluar nga qeveria politikisht apo ekonomikisht.

Loungani dhe Sheets (1995) konkludojnë në studimin e tyre se nga pikëpamja shkakësore mjafton që të rritet pavarësia e BQ që të kemi përmirësimi të stabilitetit të çmimeve

Figura 2: Pavarësia e BQ dhe Inflacioni në vitin 1993



Burimi FMN: <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1995/519/ifdp519.pdf>

2.3. PM në Modelin Keynesian dhe Kurba e Filipsit: Hyrje në Modelin Keynesian

Parimi bazë I politikës së Keynes është se ndërhyrja e Qeverisë mund të stabilizojë ekonominë. Sipas Keynes Qeveria duhet të ndërhyjë në tregje për të rregulluar disa të meta të kapitalizmit “leizzes faire”.

Së pari Qeveria duhet të ndërhyjë për të rregulluar konsumin dhe kursimin dhe kursimin e publikut në mënyrë që kursimi të sigurojë mjete të mjaftueshme për investime.

Ndërkohe që keynesianet e shikojnë bazën e problemeve në strukturën e ekonomisë dhe zgjidhjen të ndërhyrja e qeverisë në të kundërt monetaristët dhe neo-klasikët nuk duan që qeveria të ndërhyjë por të krijojë një makinë që funksionon me rregulla të përcaktuara.

Së dyti Qeveria duhet të ndërhyjë për të përcaktuar normën e interesit.

Keynes e shikon shumë të metë sistemin klasik të përcaktimit të kërkesë-ofertë të normës së interesit. Ai i shpreh me shumë ngjyra parimet bazë të teorisë klasike për interesin:

“Sigurisht njeriu i zakonshëm – bankieri, punonjësi i administratës ose politikani – i edukuar në teorinë tradicionale, si dhe ekonomisti i edukuar, ka mbartur idenë që kurdo që një individ kursen ai ka bërë diçka që në mënyrë automatike e ul normën e interesit, që në mënyrë automatike stimulon rritjen e kapitalit për investime dhe që rënia e normave të interesit është e domosdoshme për të nxitur rritjen e kapitalin në masën që është e barabartë me rritjen e kursimeve; për më tepër që ky është një proces vetërregullues i cili ndodh pa ndërhyrjen e veçante dhe të nevojshme të kujdesit atëror nga ana e autoriteteve monetare. Në mënyrë të ngjashme – dhe kjo është një bindje edhe më e përhapur edhe sot – secili akt shtese investimi do të rrisë në mënyrë të domosdoshme normën e interesit nëse nuk është “offset” nga një ndryshim në gatishmërinë për të kursyer” (Keynes – General Theory of Employment, Interest and Money Faqe 101)

Keynes pranon që ai ka qenë dakord me këtë teori madje ua ka mësuar të tjerëve por tani ka ngritur pyetje për vlefshmërinë e kësaj tradite madje e hedh poshtë.

Keynes madje pranon pohimin klasik që nëse supozojmë një nivel të caktuar të ardhurave atëherë ekuilibri i kursimeve dhe investimeve gjendet në pikën e prerjes së dy kurbave, atë të kursimit dhe investimit në lidhje me normën e interesit.

Keynes shikon një gabim formal (Keynes General.. faqe 102) që është në supozimin se me zhvendosjen e kurbave nga faktorë ekzogjenë, që kane efekte mbi kursimin apo investimin, të ardhurat nuk ndikohen. Sipas Keynes kur kemi zhvendosje të kurbes se kursimit apo investimit kemi ndikim edhe mbi të ardhurat, mbi të cilat publiku kursen.

Duke u nisur nga konkluzionet e publikimit të Cassel's Nature and Necessity of Interest, (1903) Keynes konkludon që ne nuk kemi informacion të mjaftueshëm për të supozuar një ekuilibër, madje duhet që ekuilibri të gjendet bazuar në faktorë jashtë ekuilibrit të kursimit dhe investimeve.

Keynes bazohet në argumentet e tij për të nxjerre teorinë e normave të interesit bazuar në kuben IS – LM. Nga njëra anë Keynes thotë që është e vërtetë që kursimet varen nga norma e interesit dhe një normë më e lartë interesi rezulton në kursime më të larta. Por gjithashtu kursimet varen edhe nga investimet, dhe investimet janë më të larta kur norma e interesit është e ulët. (Keynes Genral.. Page 226).

Keynes promovon një ndërhyrje të qeverise për të caktuar një normë të ulët interesit. Duke qenë se kapitali nuk është një komoditet me kufizime të natyrshme, siç p.sh. është toka, atëherë Qeveria duhet ta shtojë atë në mënyrë që të ulët norma e interesit dhe të rritet punësimi. Sipas Keynes norma e interesit duhet të ulët deri në atë

prike që ajo të korrespondojë me produktin marxhinal të kapitalit dhe që të ketë punësim të plote.

Në këtë mënyrë Keynes parashikon që roli i Qeverisë në përcaktimin e normave të ulëta të interesit është me qëllim që të bëjë që kredi dhënësit e kapitalit të “asgjësohen”. Ai e shpreh në një gjuhë tepër eksplicite kur thotë:

“...kjo do të nënkuptonte asgjësimin (euthanasia – vetëvrasjen) e huadhënësve, dhe si rezultat asgjësimi i fuqisë shtypëse të kapitalistëve për të shfrytëzuar kapitalin e kufizuar. Interesi sot nuk shpërblen asnjë sakrificë të vërtetë...” (Keynes: Teoria e Përgjithshme e Punësimit)

Duket se Keynes e shikon si të padrejtë dhe nuk shikon që kapitalisti merr përsipër risk kur jep kapitalin që të investohet në ndërmarrje fitimprurëse dhe me rrezik.

Ajo që është më domethënëse për Monetaristët dhe që u dëshmuua se dështoi nga teoria e Keynes ishte pikëpamja e tij e gabuar për ndryshimin në mes të sasisë së kufizuar të tokës me sasinë e pakufizuar të kapitalit.

“Ndërsa mund të ketë arsye të qenësishme për sasinë e kufizuar të tokës, nuk ka asnjë arsye të qenësishme për sasinë e kufizuar të kapitalit” (Keynes: Teoria e Përgjithshme e Punësimit)

Keynes favorizon rritjen artificiale të kapitalit, apo hedhjen në treg të sasive të mëdha të kapitalit, në këtë rast të parasë, në mënyrë që të përjashtojë nga roli i kredis dhënies bankat.

Ai dëshiron që të rrisim sasinë e kapitalit, parasë *fiat*, sasia e të cilit nuk ka kufizime dhe i cili pranohet si një mjet ligjor këmbimi, në volume të tilla sa që të mos

jete me i kufizuar me qellim që investitorët dhe kapitalistet të mos marrin shpërblim nga investimi.

Kjo mund të duket qesharake sot por këtë politike tentuan që ta zbatojnë ekonomistet keynsian në vitet 60 dhe 70 por korren si fryt vetëm stagflacion, një situatë me papunësi, rënie ekonomike dhe inflacion të larte. Ata dështuan që të parashikojnë efektet e rritjes artificiale të kapitalit, apo politikës monetare tepër liberale mbi inflacionin. Kurba e Filips rezultoi që të ishte e gabuar duke mos përmbushur premtimin për punësim me të madh në kurriz të inflacionit. Pikërisht më poshtë po prezantojmë Kurben e Filipsit dhe dështimin e saj.

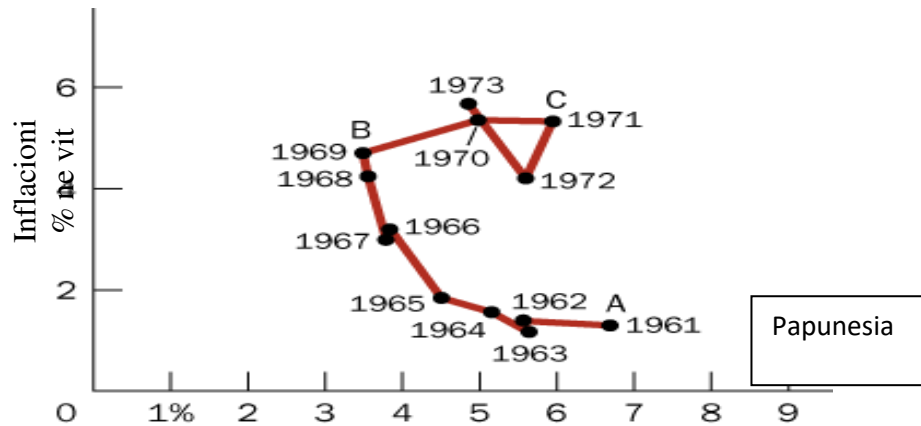
Kurba Filips

A.W. Filips (Philips) botoi në 1958 një artikull ku pasqyronte lidhjen negative mes rritjes nominale të pagave dhe papunësisë. Artikulli i tij merrte në konsiderate periudhën nga 1861 deri në 1957 në Britani. Kjo do të thotë që me rritjen e pagave nominale binte inflacioni.

Ekonomistët kane mbajtur një sërë pozicionesh rolin e PM në stabilizimin financiar dhe ekonomik. Përgjigjja unanime në vitet pas luftës së Dytë Botërore ishte ajo e një PM aktiviste bazuar në kurbën e Filipsit, e cila thotë që inflacioni është rruga për të arritur punësim të plote. Kjo pikëpamje aktiviste stabilizuese e PM filloi me Keynes dhe kaloi pa u sfiduar për dekada me radhe (shih Miller, Nelson, Supel, 78, faqe 1). Modelet e propozuara mbi shfrytëzimin e kurbes se Filipsit duket se ofronin një bazë të pa kontestueshme të PM. Kishte zëra nga akademikë që e sfidonin propozimin aktivist, bazuar në kurben e Filipsit por nuk dukeshin serioze.

Kurba e Filips tregon lidhjen që ekziston në mes të papunësisë dhe inflacionit. Ajo tregon që ekziston një lidhje negative mes normës së papunësisë së një vendi dhe inflacionit.

Grafiku 7 : Kurba e Filips për SBHA1961 - 1973



Burimi: Mankiw, “Parimet e Ekonomiksit”, Botimi i 4rt.

Kurba e Filips u popullarizua nga Samuelson i cili e rekomandoi atë si një “trade-off” në mes të inflacionit dhe papunësisë. Nga ana teorike argumentohej që rritja e ofertës monetare do të sillte rritjen e çmimeve, rritja e çmimeve nga ana e saj do të nxiste kërkesën për punëtorë për shkak të nxitjes së prodhimit. Në dekadën e viteve '60 u duk se kjo PM ishte e suksesshme në uljen e papunësisë. Samuelson dhe Solow (1960) sugjeruan që për të ulur papunësinë në 3% duhej që inflacioni të ishte në nivelet e 4-5%. PM bazë në këtë periudhe ishte mbajtja e inflacionit në nivele të larta me qëllim rritjen e punësimit. Por kostoja ishte më e lartë se sa ishte menduar, çmimet u rriten në nivele shqetësuese, dhe suksesi nuk dukej i sigurt. Vitet '70 shënuan një periudhe që është quajtur “staglacion”, një periudhe me inflacion të lartë dhe papunësi të lartë.

2.4. Shenjëstrimi i kursit të këmbimit

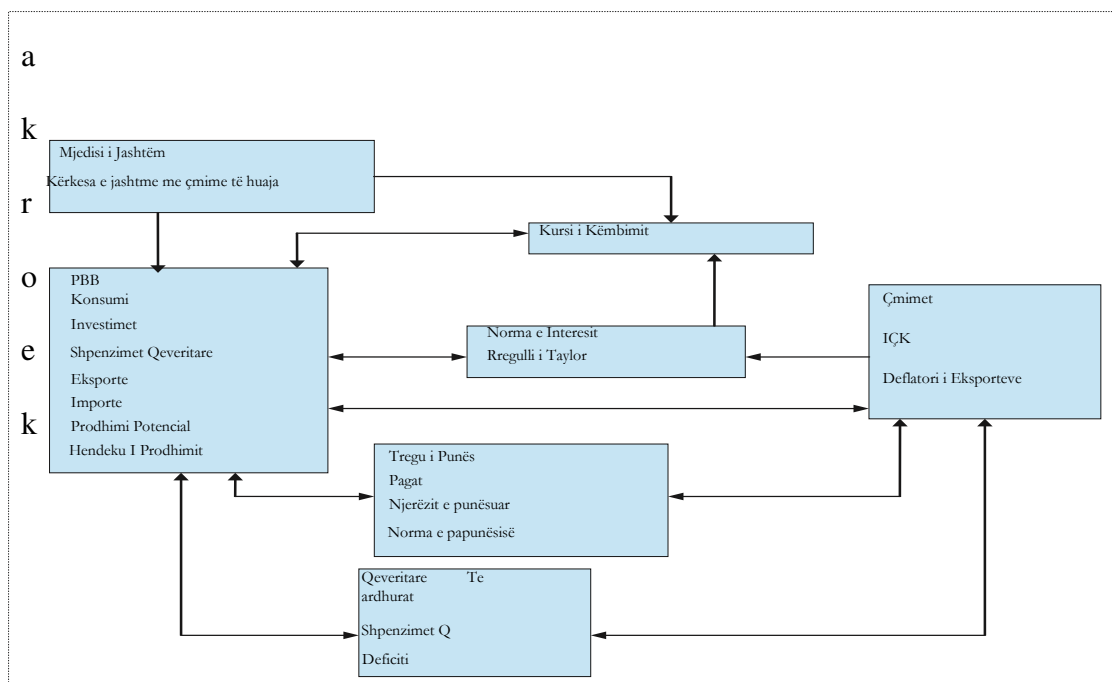
Kurba e Filips sugjeronte një fokus më të madh në aktivitetin ekonomik dhe një tolerance më të madhe për inflacionin. Në këto kushte ju dha më shumë vëmendje mbajtjes nën kontroll të kursit të këmbimit, kjo edhe në dritën e dështimeve të sistemit të Breton Woods. Kursi i këmbimit është një instrument i rëndësishëm në transmetimin e PM. Sipas Istrefi (2007), Kota e Dushku (2010) koeficienti afatgjatë i ndikimit të kursit të këmbimit në IÇK është 0.75.

Figura Nr. 3 me poshtë paraqet mekanizmit e ndikimit të kursit të këmbimit në variablat ekonomik dhe politiken monetare.

Pavarësisht se kursi i këmbimit është një indikator tepër i rëndësishëm në PM, monitorohet dhe informon Rregullin e Taylor apo strategjitë e tjera të PM, përdorimi i tij si strategji kryesore ishte jetëshkurtër dhe i kufizuar.

Figura 3. Diagrame e thjeshtësuar e ndërvarësisë së variablave në Modelin

M



onomik të Shqipërisë

Burimi: Kota e Dushku (2010) “Macro econometric model of Albania: A follow up” faqe: 10.

2.5 Monetarizmi dhe shenjestrime i sasisë se parasë

Kundër kurbës se Filips dhe në modelin monetar u shquan Monetaristet me veprën monumentale të Milton Friedman dhe Anna Schwartz me veprën e tyre “Një Histori Monetare e SHBA” (1963, Princeton University Press). Në këtë vepër argumentohet përmes serive kohore dhe analizës që lëvizjet e ofertës monetare kanë ndikuar thellësisht ekonominë e SBHA. Për tu shquar është rënia me rreth 30% e ofertës monetare gjatë Depresionit të Madh. Kritika nënkuptonte që modeli Keynesian i kubës se Filips do të prodhonte vetëm inflacioni.

Kritikes se Friedman i dha një shpjegim përfundimtar Robert Lucas me të ashtuquajturin “Revolucionin Racionalist”.. Robert Lukas zhvilloi një model në të cilin ciklet e biznesit dhe luhatjet në punësim janë të pashmangshme në modelet Stokastike me ekuilibër të përgjithshëm (SGE). Në esencë Lukas (1972) kishte ofruar një model në të cilin politikat stabilizues aktiviste të cilat synojnë që tu kundërpërgjigjen në mënyrë sistematike luhatjeve të kërkesës agregate mund të parashikohen nga publiku dhe të bëhen jo-efektive. (shih Sargent, Wallace,1975)

2.6. Konsensusi i Madh Neo-klasik dhe Neo-Keynesian: Si i harmonizon NCM të dy modelet?

Revolucioni i pritjeve racionale (rational expectations) të Lukas (1973) pushoi përfundimisht hamendësimet se për të rritur prodhimin dhe për të ulur papunësinë duhet

të sakrifikojmë inflacionin. Shtimi i masës monetare nuk ndikon, në afatgjatën, në prodhimin apo punësimin. Recesioni i Madh i vitit 2008 shkaktoi rritje të madhe të papunësisë, pothuajse rritje me 300% të niveleve para recesionit, por inflacioni qëndroi i moderuar.

Konsensusi i Ri në Makroekonomi dhe PM

Konsensusi i Ri në Makroekonomi (NCM – New Consensus in Macroeconomics) është Modeli më influencues në politikë-bërjen në dy dekadat e fundit. Kurba e Filipsit kishte premtuar papunësi të ulët por me kosto të larta, inflacionin. Ky premtim u copëtua së pari nga stagflacioni i viteve '70. Rritja e çmimeve nuk uli papunësinë dhe nuk zhvilloi ekonominë. Paraja nuk është neutrale, siç ishte menduar, por rritje e masës monetare përkthehet në inflacion.

Së dyti Lukas dhe Revolucioni i Pritjeve Racionale e shpjegoi se çmimet nuk janë të ngurta, një supozim bazë i Keynes, pasi njerëzit janë qenie racionale dhe i bazojnë vendimet e tyre mbi informacionin që kanë në dispozicion dhe eksperiencat e se shkuarës.

Friedman u bë i njohuri si udhëheqës i Monetarizmit me propozimin e tij për një rritje të ofertës monetare fikse. Inflacioni është një fenomen monetar por eksperiencia tregoi gjithashtu që matja dhe kontrolli i ofertës monetare sidomos duke faktorizuar shpejtësinë e lëvizjes së parasë, v, është i vështirë në praktikë.

A krijoi kjo situatë kushtet për krijimin e një konsensusi? Konsensusi nënkupton integrimin në një sistem të vetëm të elementeve nga disa sisteme.

Së pari ka një dakordësi që inflacioni është një fenomen monetar dhe në afatgjatë paraja nuk rrit prodhimin. Kjo është një fitore për Klasiket dhe Neoklasiket të

cilët kanë kundërshtuar këtë nocion. Kjo ide është vërtetuar në mënyrë empirike nga eksperiencia e suksesshme e kontrollit të inflacionit që nga vitet '90. Në këtë konkluzion arrijnë edhe shumë ekonomistë të tjerë (shih Woodford 2009, Goodfriend, 2007).

Së dyti duket se ekziston një ngurtësi për rritje të çmimeve në afat shkurtër dhe kjo ngurtësi mund të bëjë që rritja e ofertës monetare të rezultojë në afatshkurtër në rritje të prodhimit. Kjo i jep një fitore Keynesianeve të cilët kanë argumentuar me Kurben e Philips që rritja e ofertës monetare nuk shkakton inflacion por prodhim.

Së treti politika monetare e shumë vendeve është që të kontrollojë inflacionin përmes shenjëstrimit të normës së interesit. Matja e masës monetare dhe variablat e saj, sidomos në botën digjitale, e ka bërë pothuajse të pamundur drejtimin e politikës monetare bazuar në një rritje konstante të bazës monetare. Prandaj kjo i ka hapur rrugë shenjëstrimit të normës së interesit si një instrument i ndërmjetëm. Shenjëstrimi i normës së interesit lejon që sasia e nevojshme e parave të përcaktohet nga publiku – individë, biznese dhe bankat – nga kërkesa dhe oferta e tyre për para.

Shenjëstrimi i normës së interesit prezanton problemin e çmimit të duhur të parasë. A mundet që një bankë qendrore të përcaktojë në mënyrë arbitrare çmimin që publiku, bizneset, bankat dhe individët duhet të paguajnë për përdorimin e parasë? Cili është çmimi i duhur i parasë, apo norma e interesit, në kushte të dhëna të ekonomisë? Për ti dhëne përgjigje teoricienët dhe bankieret bazohen në atë që quhet “norma natyrore e interesit”. Kjo është norma e interesit që rezulton me një ekonomi që prodhon në kapacitet, pra nuk ka hendek të prodhimit, si dhe çmimet janë stabël.

Norma natyrore e interesit është bërë një element kyç në përcaktimin e normës së interesit bazë nga një bankë qendrore. Në të shkuarën mendohej që norma natyrore e

interesit ishte konstante, si në rastin e Clarida, Gali, Gertler (1998,2000) dhe Henderson & McKibbin (1993).

Në të kundërt Friedman(1968) por edhe në vitin e largët të 1898, Wicksell, kishin paraparë që norma e interesit që siguronte stabilitet të çmimeve dhe prodhim në potencial ishte variabël. Për këtë arsye ekonomistë të ndryshëm, Woodford (2003), Clarida, Gali, Gertler (2002) sugjeruan që variabiliteti i r^* (norma natyrore e interesit) duhet të reflektohen në vendimet e normës baze të interesit.

Matjet e Holston, Laubach, Williams (2017) dhe Hamilton, et.al. (2015) që r^* ka pësuar rënie nga nivelet përpara krizës financiare të madhe janë marrë në konsideratë në vendimet e politikës monetare të bankave qendrore të shumë vendeve si USA (shih Yellen, 2017).

Në këtë studim analizojmë normën natyrore të interesit, r^* , për Shqipërinë dhe implikimet në politiken monetare. Edhe pse BSH ka ulur normën bazë të interesit, normën e REPO 7-ditore, në nivele me të ulëta historike ngrihet pyetja nëse kjo normë interesi i përgjigjet normës natyrore.

Një implikim i r^* në nivele të ulëta është që; në mënyrë që BQ të arrijë objektivat e inflacionit, kur ekzistojnë presione deflacioniste, norma bazë e interesit, norma e politikës monetare të një BQ, mundet edhe që të arrijë në nivelet e poshtme afër zeros, madje edhe poshtë zeros.

BQE në luftën e saj për të arritur objektivat e inflacionit ka prezantuar normat negative të interesit për të stimuluar ekonominë dhe e informuar nga norma natyrore e interesit.

Disa ekonomistë mendojnë që pavarësisht ndasive të thella për shumë çështje ka një konsensus më të gjerë për disa nga ndasitë fundamentale të së shkuarës. (shih Woodrod, 2003, 2009). Woodford shkon deri aty sa ta quaj konsensusin e ri një “sistem neo-Wiscksellian” (Woodford 2003).

Elementi më i rëndësishëm i këtij konsensusi u bë të menduarit e politikës monetare nga Banka Qendrore si një politikë e normës së interesit. Banka Qendrore mund dhe duhet të kontrollojë inflacionin dhe modeli teorik për të arritur këtë synim u bë shenjëstrimi i normës së interesit. Kontribut për këtë zhvillim dha John Taylor në 1993 dhe në vazhdim. Teza e tij, e cila është një nga mënyrat standarde e të menduarit të politikës monetare, u bë e njohur si “Taylor Rule”, ose Rregulli i Taylor. Disa ekonomistë mendojnë se TR është bërë modeli më i përdorur në modelimin e politikës monetare (Goodfriend, 2007 cit., f59, dhe Orphanides, 2007).

TR siç është propozuar nga Taylor (1993) i ka elementet e saj të bazuar në GAP, hendeku i inflacionit dhe hendeku i prodhimit – të cilët përcaktojnë normën e interesit të ndjekur nga banka qendrore – me vështrim nga e shkuara.

Shumë modele janë propozuar bazuar në TR por me vështrim nga e ardhmja (shiko Clarida et.al., 1999, 2002).

Një element i dytë (shih Woodford, 2008) shënoi edhe një fitore për Lukas (1976) dhe për Neo-klasiket është futja në modele e pritjeve si një element endogjen. Kjo nuk do të thotë që politikat e stabilizimit nuk kanë asnjë efekt me ekonominë reale. Megjithatë në modelet DSGE me çmime dhe paga të ngurta implikimet janë të rëndësishme për marrëdhënien mes inflacionit dhe aktivitetit ekonomik.

Një element i tretë ka të bëjë me kohëzgjatjen e modelimeve. Modelet e propozuara nga Keynesianet fokusoheshin nga modelimet e luhatjeve afatshkurtra dhe rregullimet. Ndërsa modelet Neo-klasiket këmbëngulën në prezantimin e modeleve koherente në nivel makro të cilët shërbenin për afate të gjata kohe, (intertemporal) dhe strukturin të gjithë ekonominë. Në këtë kuptim qëndrimi Neo-Klasik është bërë kuadri konceptual më i përhapur. Modelimet e luhatjeve afatshkurtra të kërkesës nuk janë braktisur, të propozuara nga teoricienët Keynesian, por konsensusi është që këto modele duhet të integrohen në modele DSGE.

Përgjigja ndaj Recesionit të Madh ekonomik të 2008

Përgjigja ndaj krizës së 2008 u luhat në të dy anët e lavjerrësit, atë të modelit Kenesyan dhe modelit Neo-klasik. Përgjigja fillestare ishte që masat e austeritetit – kufizimi i shpenzimeve qeveritare – u shoqërua me rritje të ofertës monetare përmes QE. Shumica e qeverive iu përgjigjen krizës duke “printuar para” përmes politikave lehtësuese monetare, ulja e normave të interesit dhe disa shkuan më tej duke ofruar programe të lehtësirave sasiore (Quantitative Easing – QE). QE u përdor në fillim nga FED në 2009 dhe pastaj nga ECB në 2015. Kjo pikëpamje monetariste e përgjigjes ndaj krizave nuk do të ishte kritikuar nga neo-keynesianet. Friedman kishte sugjeruar që politika monetare të përdorej në afatshkurtër për të rritur likuiditetin në mënyrë që rritja e ofertës së parasë të ishte me të njëjtat nivele si në atë të para krizës.

Megjithatë neo-keynesianet (si Paul Krugman) kundërshtuan ashpër masat e austeritetit të ndjekura nga disa qeveri. Një pjesë e qeverive u angazhuan në plane austeriteti duke ndjekur një model kryesisht Neo-Klasik të përgjigjes ndaj krizës. Ata lejjuan zhvlerësimin e brendshëm të uljes së pagave dhe shpenzimeve qeveritare. Ky

proces ka rezultuar në pasoja të rënda duke rezultuar në greva dhe rrëzime të qeverive si në rastin e Greqisë.

Kjo politike, e kushtëzuar nga FMN, ECB dhe Bashkimi Evropian, apo siç njihet ndryshe si “Trojka” ndjek parimet Neo-klasike të FMN dhe konsensusit të Uashingtonit.

Ndryshimi në këto dy politika mund të përmblihet:

Neo Keynesiane:

- Krizë ekonomike që pasohet nga rënia e kërkesës dhe e punësimit
- Padurim politik për të lejuar axhustimet e çmimeve dhe pagave të ndodhin
- Ndërhyrje me anë të rritjes së shpenzimeve qeveritare dhe politikës

monetare.

Me fjalë të tjera nëse Keynes do të ishte duke ngarë makinën drejt greminës ai do të shtonte gazin me shpresë që të fluturonte në anën tjetër të greminës.

Neo-Klasiket

- Krizë ekonomike, si pasojë kemi rënie të kërkesës dhe të punësimit
- Pritet që populli të kuptojë dhe të pranojë kushtet e reja ekonomike duke paguar më shumë taksa, pranuar uljen e pagave dhe rritjen e papunësisë.

- Kjo situatë prodhon kosto politike për Qeveritë dhe presioni popullor i krijuar akumulohet me anë të zgjedhjeve të shpeshta.

- Si rezultat kemi rënie të të ardhurave në arkën e shtetit prandaj Qeveria përgjigjet duke ulur shpenzimet dhe duke ulur nivelin e borxhit.

Me fjalë të tjera nëse Smith apo Lucas do të ishin duke ngarë makinën drejt greminës ata do të frenonin me shpresën që të ndalojë para greminës dhe të ndryshojë kurs.

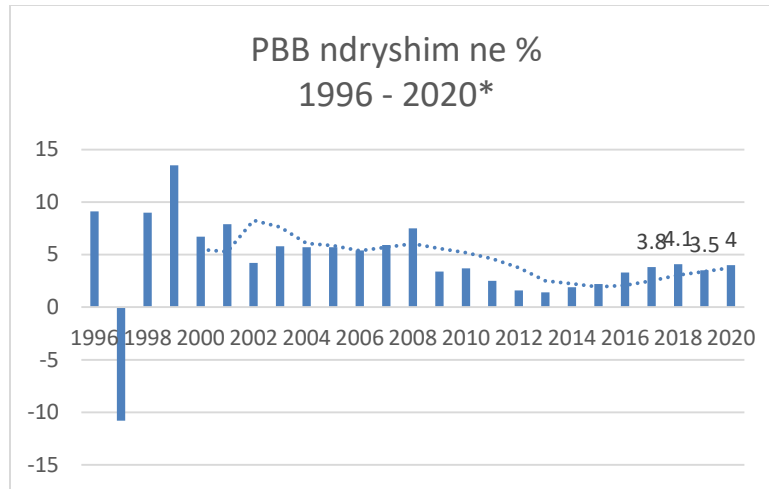
2.7. Ndikimi i politikës monetare në ekonominë reale

Instat raportoi të dhëna me sinjale të përziera për ecurinë e ekonomisë. Sipas Instat rritja në tremujorin e parë të vitit 2019 ishte 2.2%. Efekti i tërmetit shkaktoi ulje të rritjes reale përgjatë vitit 2019 në 2.2%. BSH ja faturon ngadalësimin e rritjes ekonomike gjatë vitit 2019 goditjes që erdhi si pasojë e tërmetit të vitit 2019 dhe rënies së prodhimit të energjisë si rezultat i kushteve të pafavorshme klimaterike gjatë atij vit. Ky faktor vlerësohet nga BSH të ketë pasur efekt me 1.6% në ngadalësimin e rritjes ekonomike.

Vlerësime të ngjashme kanë edhe të tjerë (shih FMN, 2019). Përveç ndikimit nga rënia e prodhimit të energjisë elektrike, mendohet që ekonomia e dobët e partnereve tregtarë kryesor të Shqipërisë ka pasur rol në këtë dobësim (ibid).

Prodhimi potencial vlerësohet të jetë në nivelet e 4%. Mesatarja lëvizëse 5 vjeçare e prodhimit potencial konvergjon me vlerësime të ndryshme të bëra për prodhimin potencial. Shmangia nga prodhimi potencial ka qenë -0.2 në 2017.

Grafiku 8: Rritja e PBB për Shqipërinë në përqindje 1996-2020*



Burimi: Instat

Sipas vlerësimeve në 2018 Ekonomia ka operuar mbi potencialin me 0.1%. Kontribut kryesor në këtë performancë të ekonomisë ka pasur prodhimi dhe eksporti i energjisë për shkak të kushteve të favorshme klimaterike. Shmangia nga prodhimi potencial në 2019 do të jete me -1.8. Kjo shifër pritet të ulet në 0% sipas parashikimeve (shih FMN, 2019 dhe 2020).

Ndërtimi

Sektori i ndërtimit pritet që të ketë ndikim pozitiv në ekonomi. Sipërfaqja e lejeve të ndërtimit të dhëna në 2018 kishte një rritje të madh dhe pritet që ndikimi i sektorit të ndërtimit të jepet në vitin 2019. Ky optimizëm shfaqet tek zyrtarët e Ministrisë së Financave të cilët besojnë që rënia e prodhimit të energjisë dhe eksporteve të energjisë si rezultat i kushteve atmosferike do të zëvendësohet nga sektori i ndërtimit si dhe të ardhurat nga sektori në rritje i turizmit

Grafiku 9: Sipërfaqja e lejeve të reja të ndërtimit Shqipëri 2016-2019



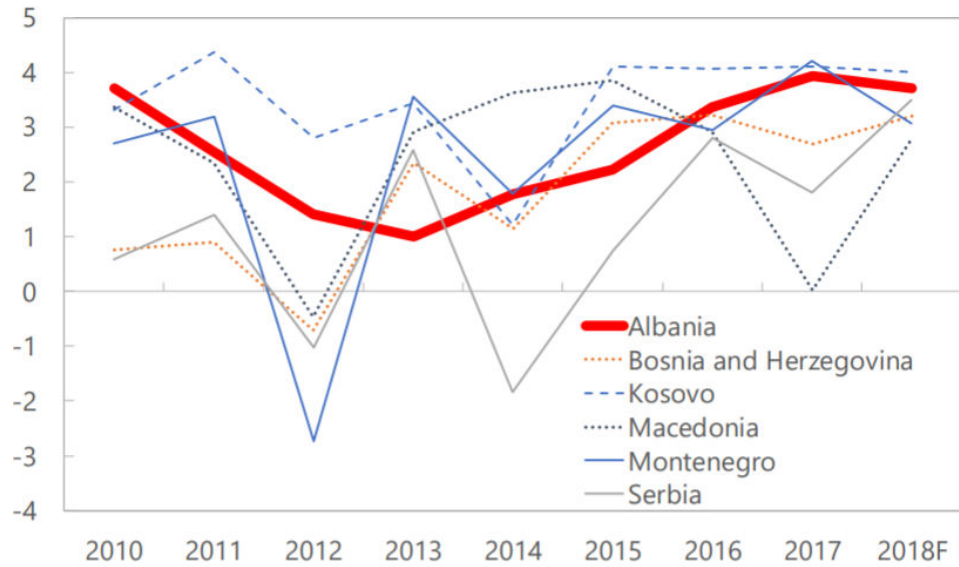
Burimi: BSH

Rritja ekonomike

Qeveria dhe autoritet monetare janë optimiste për rritjen e PBB. Shqipëria kishte në 2018 rritje prej 3.8% duke shënuar rritjen me nivele nga me të lartat krahasuar me vendet e rajonit. Por në 2019 ritmet e rritjes u ngadalësuan duke mos ruajtur trendin dhe duke u korrigjuar. Ngadalësimi vjen për shkak të goditjes nga tërmeti i 26 Nëntor 2019, kushteve klimaterike të thata dhe ndikimit në rënien e eksporteve të energjisë si dhe nga mbarimi i investimeve të huaja të mëdha. Por kjo kishte kundërpërgjigje nga rritja e turizmit me. Efekti neto që u krijua nga kontributi i turizmit, e zbuti rënien e rritjes ekonomie në 2019 duke përfunduar me performancë prej 2.2%. Kursi i këmbimit Lek/Euro shënoi një zhvlerësim të lehtë por mbetet në nivele shumë të ulëta krahasuar me kursin historik.

Më grafikun nr. 10 shohim nivelin e rritjes ekonomiek të Shqieprisë krahasuar me disa vende të rajonit. Gjate Recesionit te Madh ritmet e rritjes u ulen megjithatë jo me shpejtësinë e uljës së rritjes ekonomike të rajonit, kjo falë politikave fiskale të qeverise.

Grafiku 10: Rritja e PBB në përqindje, Shqipëria dhe disa vende te tjera



Burimi: FMN, databasë i WEO dhe vlerësime të FMN (2018)

Tabela 6 paraqet indikatorët kryesore të performances së ekonomisë reale të Shqipërisë për periudhën 2015-2020.

Tabela 6: Shqipëria, disa Indikatorë ekonomik, 2015–2020

Shqipëria: Disa Indikatorë ekonomik, 2015–2020						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
						Proj.
Sektori Real						

PBB real	2.2	3.3	3.8	4.1	3.5	4.0
Kontributi i kërkesës së brendshme	0.6	3.2	3.6	5.0	4.0	4.3
Konsumi	0.6	2.0	2.1	2.1	2.5	2.7
Investimet (përfshi. inventarët)	0.0	1.1	1.5	2.9	1.5	1.6
Kontributi i kërkesës së jashtme	1.6	0.2	0.2	-1.0	-0.5	-0.3
IÇK (eop)	2.0	2.2	1.8	1.8	2.2	2.6
IÇK (avg.)	1.9	1.3	2.0	2.0	2.0	2.4
PBB deflator	0.6	-0.6	1.5	0.7	2.0	2.4
Bilanci Kursime – Investime						

Kursime të huaja		8.6	7.6	7.5	6.8	6.6	6.4
Kursime kombëtare		15.8	16.8	17.0	17.3	17.6	17.8
Publike		0.7	1.2	2.4	2.7	1.5	1.9
Private		15.1	15.6	14.7	14.6	16.1	15.8
Investimet (incl. Inventories)		24.4	24.4	24.5	24.2	24.2	24.2
Publike		5.3	5.1	5.5	5.6	5.5	5.7
Private		19.2	19.3	19.0	18.6	18.6	18.5
Sektori Fiskal							
Të ardhurat totale dhe grantet		26.3	27.4	27.7	27.6	27.2	27.4
Të ardhurat nga taksat		23.7	24.9	25.7	25.8	25.0	25.2

Shpenzimet totale		30.9	29.6	29.7	29.3	29.7	29.4
Shpenzimet para interesit		28.2	27.2	27.7	27.0	27.7	27.3
Shpenzime Interesi		2.7	2.5	2.1	2.2	2.0	2.1
Bilanci i përgjithshëm 2/		-4.6	-2.3	-2.0	-1.6	-2.5	-2.0
Balanca primare		-1.9	0.2	0.1	0.6	-0.5	0.0
Financimi		4.6	2.3	2.0	1.6	2.5	2.0
<i>Nga e cila : E brendshme</i>		-1.3	0.9	-0.8	-1.3	1.2	0.2
<i>Nga e cila : E jashtme</i>		5.0	1.3	1.9	2.9	1.3	1.8
Stoku i Borxhit Kombëtar 1/		73.7	73.3	71.9	69.9	66.3	64.5
Borxhi i brendshëm		39.5	39.1	39.0	37.6	34.2	32.8

Borxhi i jashtëm		34.2	34.3	32.9	32.4	32.0	31.7
Indikatorët monetare							
Rritja e parasë së gjerë		1.8	3.9	0.3	-0.2	6.4	6.5
Rritja e kreditimit privat		-2.8	0.4	-0.8	-0.9	5.0	5.7
Shpejtësia V (nominal PBB/paranë e gjerë)		1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
Sektori i jashtëm							
Bilanci tregtar (të mirat dhe shërbimet)		-17.3	-16.9	-15.1	-14.0	-13.6	-12.8
Bilanci i llogarive korrente		-8.6	-7.6	-7.5	-6.8	-6.6	-6.4
Rezervat në valute (miliarda euro)		2.9	2.9	3.0	3.4	3.7	3.9

(Rezervat në valute e shprehur në muaj të importit të të mirave dhe shërbimeve		7.0	6.5	6.2	6.6	6.8	6.8
(Në Raport me borxhin e jashtëm)		2.6	3.6	3.5	3.1	3.8	3.1
(Si përqindje e parasë së gjerë)		32.5	31.5	31.4	33.2	34.0	33.8
<i>Memorandum items</i>							
Hendeku i Prodhimit (percent)		-1.8	-1.4	-0.7	-0.7	-0.5	-0.2
<p>1/ Stoku i borxhit të përgjithshëm qeveritar përfshin pagesat e vonuara të qeverisë dhe pushtetit lokal.</p> <p>2/ Bilanci fiskal përfshin garancitë për kredi të reja të sektorit të energjisë.</p>							

Burimi: Autoritetet Shqiptare, vlerësimet dhe projeksionet e stafit të FMN

2.8 Euroizimi: matja dhe efekti i tij në ekonominë reale dhe PM

Euroizimi dhe zëvendësimi i monedhës është bërë pjesë e rëndësishme e ekonomisë në shumicën e vendeve në zhvillim. Kjo ka hapur një fushë të re studimi, atë të stabilizimit të politikës monetare dhe institucioneve bankare në vendet me këtë situatë.

Euroizimi i referohet procesit ku një vend adopton si mjet ndërmjetësimi të pagesave monedhën e një vendi tjetër.

2.8.1. Llojet dhe dimensionet e euroizimit

Euroizimi mund të jete në disa dimensione të cilat i trajtojmë më poshtë.

1. Euroizimi Financiar

Euroizimi financiar mbahet si raporti mesatar mes depozitave në monedhë të huaj përmbi totalin e depozitave në sistemin bankar. Siç shikohet nga tabela euroizimi financiar është i rëndësishëm për shumë vende dhe është mbi 50% e depozitave.

Tabela e mëposhtme paraqet vetëm ato vende në të cilat euroizimi (ose dollarizimi në rastin e vendeve me monedhe të huaj dollarin) është më shumë se 10 përqindje.

Tabela 7: Norma e Dollarizimit të disa vendeve

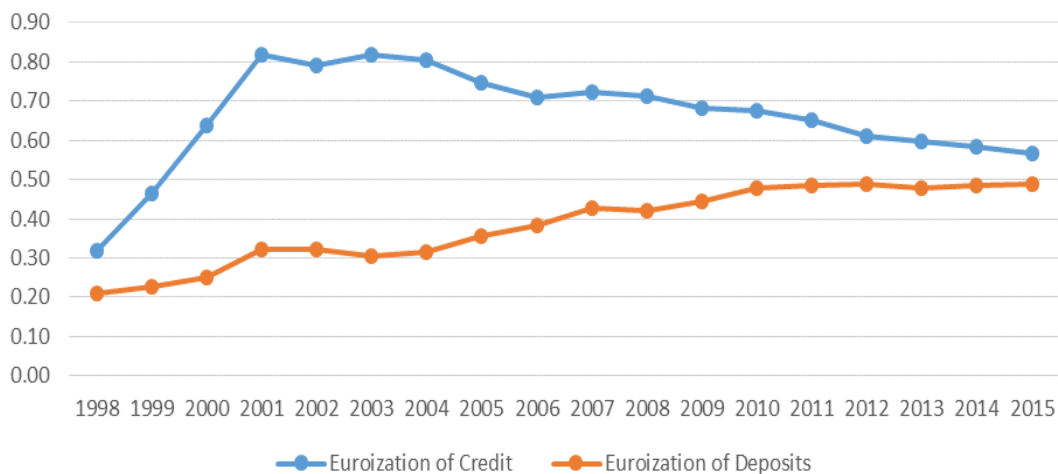
	Euroizimi Financiar			Inflacioni		
	Mesa	Maks	Trend	Mesat	Maks	Trendi

Angola	65.1	84.0	up	214.0	5000.0	down
Argentina	61.3	74.0	up	-0.3	171.7	down
Armenia	71.4	81.0	up	5.1	4940.8	down
Bela Rusia	51.1	69.0	up	132.0	2221.0	down
Bolivia	90.0	92.0	down	4.1	21.5	down
Bulgaria	50.5	57.0	up	219.4	1058.2	down
Costa Rica	41.4	48.0	up	5.8	28.7	down
Kroacia	70.4	68.9	up	50.5	1509.4	down
Ekvador	26.9	53.0	up	3.3	96.1	up
Egypt	24.8	32.0	up	6.4	19.8	down
Estonia	19.1	24.0	up	7.7	89.8	down
Gjeorgjia	64.6	82.0	up	13.1	162.6	down
Guinea-Bissau	46.0	56.0	up	4.4	69.5	down
Izrael	18.9	20.0	up	10.9	19.0	down
Kazakistan	35.2	60.0	up	19.1	1884.7	down
Kyrgyz Republic	51.9	66.0	up	56.0	35.9	down
Lao People s	73.0	90.0	up	4.1	128.4	down
Dem.Rep	47.5	52.0	down	3.4	243.0	down
Latvia	40.6	44.0	up	2.5	410.3	down
Lituania	55.4	65.0	up	6.7	126.6	up
Maqedonia, FYR	48.3	55.0	up	10.5	63.2	up
Mozambiku	67.4	71.0	up	8.3	2944.	down
Nikaragua	55.4	67.0	up	5.0	24.2	up

Paraguai	65.7	68.0	up	9.9	409.6	down
Peru	21.0	27.0	down	67.9	76.7	down
Poland	37.7	49.0	up	34.1	256.0	down
Romania	34.0	44.0	up	68.9	900.0	up
Rusia	49.0	58.0	up	9.1	106.7	down
Turqia	80.0	84.0	up	2.8	102.0	down
Uruguai	67.8	70.0	up	2.5	6.5	up
Vanuatu	37.5	43.0	up	6.7	7.3	down
Vietnam	49.6	53.0	up		55.1	up

Euroizimi financiar i shqiperise me Euro është në nivelet e mbi 50%.

Grafiku 11: ED dhe K për Shqipërinë 1998 - 2015



Burimi: Banka e Shqipërisë dhe përpunimi i autorit

Euroizimi mund të jetë i pjesshëm ose i plotë. Në rastin e euroizimit financiar Shqipëria ka një euroizim të pjesshëm, pasi monedha kombëtare përdoret krahas asaj të huaj, euro.

Euroizimi matet me anë të disa indikatorëve të cilët shprehin dimensionet e ndryshme të agregateve ekonomike që janë të euroizuara. Më poshtë parashtrojmë disa nga mënyrat e tjera me anë të cilat matet euroizimi i një ekonomie.

2. Euroizimi i asetëve

BSH e ndan euroizimin e ekonomisë në tre grupe.

Së pari me euroizimin e asetëve (EA), i cili matet si raporti i depozitave në monedhë të huaj mbi totalin e depozitave. Në Shqipëri EA qëndron në nivelin e 48% të totalit të depozitave.

3. Euroizimi i Detyrimeve (ED)

Së dyti kemi euroizimin e detyrimeve e cila matet si raport i kredive në monedhë të huaj përmbi totalin e kredive që jepen në Shqipëri. Ky indikator ka treguesit më të lartë në favor të euroizimit dhe qëndron në nivelin e 67.5% të totalit të kredive.

4. Euroizimi i Transaksioneve (ET)

Së treti është DT e cila matet si numri total i transaksioneve në monedhe të huaj përmbi numrin total të transaksioneve në ekonomi. Ky është treguesi më i vështirë për tu vëzhguar dhe matur për shkak se nuk është e mundur që të transaksionet e gjithë ekonomisë në një ekonomi ku transaksionet janë të bazuara kryesisht me para në dore dhe prandaj mundet vetëm që të gjeneralizojmë.

2.8.2. Avantazhet e kalimin në Euro si monedhë e vetme

Opiniononi dominues në katedrat akademike si dhe partitë politike është se ka avantazhe të forta që ekonomia të euroizohet sidomos në një vend të zhvilluar si i yni ku ka aspirata të forta për tu bashkuar me BE dhe partneri tregtar më i madh është BE. Megjithatë në rast se Shqipëria vendos që unilateralisht ose me marrëveshje bilaterale të adoptojë Euron si monedhë të vetme, humbjet e disa nga instrumenteve të rëndësishme të adxhustimeve do të eliminoheshin. Le të shohim disa nga avantazhet dhe disavantazhet e adoptimit të Euros si monedhë të vetme:

1. Reduktimi i kostove të transaksioneve

Këto kosto edhe pse do të përbënin një humbje të ardhurash për sistemin bankar i ndikojnë tepër vendet me ekonomi të orientuar nga importet dhe investimet e huaja direkte (FDI). Një monedhe e përbashkët me BE redukton koston e këmbimit e cila vjen nga luhatjet e kursit të këmbimit, vlerësim dhe zhvlerësim. Kjo krijon pasiguri në investime dhe kontrata të produkteve për çmimin që do të materializohet.

2. Ulja e normave të interesit

Përdorimi i një monedhe kaq stabël, siç është Euro, do të ulte normat e interesit në ekonomi.

Ulja e shpejtë dhe e konsiderueshme e normës së interesit e kombinuar me mungesën e kostove të transaksioneve do të sillte rritjen e investimeve të huaja dhe do të kishte efekte pozitive në politikat fiskale dhe të punësimit.

3. Eliminimi i kostove që kanë të bëjnë me luhatjet e kursit të këmbimit

Bashkimi Monetar do të eliminonte presionet e mundshme të kursit të këmbimit dhe si pasojë inflacioni do të ishte më i stabilizuar. Duke qene se euro operon në një tregu të gjere, si ai i BE, ajo nuk do të ndikohej nga parametrat makroekonomik të brendshëm.

4. Efektet e inflacionit

Ka një konsensus mbi efektin e euroizimit të inflacioni. Shumica e studimeve gjejnë që euroizimi i pjesshëm e redukton në mënyrë domethënëse inflacionin (shiko Castilo, 2006). Konkluzione të ngjashme kanë dalë nga studimi i Eduardo dhe Magedzo (2001) të cilët thonë:

“Gjetjet tona sugjerojnë që inflacioni është reduktuar ndjeshëm në vendet e dollarizuara krahasuar me ato jo të dollarizuara”. (Eduardo dhe Magendzo, 2001).

Megjithatë euroizimi i pjesshëm mund të jetë i rrezikshëm për një vend. Vende si Rusia dhe Turqia kanë parë një zhvlerësim të madh të monedhave të tyre të shoqëruar me inflacion. Ky zhvlerësim i monedhave të tyre u shkaktua për shkak të transferimit të kapitalit jashtë këtyre vendeve, braktisjes së monedhës kombëtare të tyre dhe pritjeve racionale për inflacion më të lartë. Pritjet për inflacion më të lartë kanë kontribuar në rritjen e euroizimit duke shtuar efektin e riskut të kursit të këmbimit përmes braktisjes së monedhës kombëtare.

2.8.3. Disavantazhet e adoptimit të euros si monedhë të vetme

Kur analizojmë euroizimin si fenomen është e nevojshme që të ekzaminojmë kostot që ai zhvillim mbart për ekonominë dhe sistemin monetar të vendit tonë.

1. Goditjet e ofertës monetare

Një efekt negativ i fortë konsiderohet të jete mungesat e mundshme të rezervave të monedhës së huaj, euro. Euroizimi është një proces që shoqërohet me një kosto të madhe për vendin dhe ekonominë. Në një zëvendësim të mundshëm rezervat valutore mund të jene të pa mjaftueshme.

2. Eliminimi i rolit të BQ

Nëse hiqet dorë nga monedha kombëtare atëherë instrumentet më të rëndësishme të politikës monetare të BQ humbasin, duke i lënë BQ-së instrumente të kufizuara në dispozicion. Instrumente që akoma mbeten në dispozicion janë ato të rezervave të detyruara nga bankat e nivelit të dytë dhe norma e interesit, por aftësia për të kontrolluar këtë të fundit varet nga rezervat e kufizuara valutore. Një BQ ka rezerva valutore të monedhës kombëtare në nivel virtualisht të pakufizuar.

3. Kostot e Seigniorage

Që nga kohët e feudalizmit ishte e drejta e sunduesit, i quajtur “Seigneur” që të emetojë monedha. Prandaj ky proces dhe përfitimi nga emetimi i monedhave të reja quhet “seigniorage”. Signiorage përkufizohet si diferenca në mes të vlerës nominale të parave të reja të emetuara dhe kostos së printimit të saj. Kostoja e printimit të parasë është e pa rëndësishme krahasuar me vlerën e saj nominale. Prandaj diferenca e

gjeneruar ndërmjet kostos së printimit dhe vlerës nominale është e ardhur e konsiderueshme për qeverinë. Për shkak të euroizimit sasia e ofertës monetare në Lek është më e vogël dhe krijon humbje për buxhetin e shtetit. Në rast të euroizimit të plotë vlerësohet që humbja për buxhetin e shtetit do të ishte në nivelin e rreth 5% . Prandaj në diskutimet e euroizimit duhet konsideruar kjo kosto e cila është e konsiderueshme.

Disa studime në Shqipëri (si Duraj, 2008) gjejnë që kostoja e euroizimit dhe humbja nga seigniorage në periudhën 2002 – 2008 është afërsisht 1.73% të PBB. Në këtë studim (Duraj, 2008) vërehet që ka një trend rënës nga të ardhurat e seigniorage përgjatë disa viteve. Kjo e ardhur për Shqipërinë ishte në periudhën 2000 – 2008 mesatarisht vetëm 0.44% e PBB dhe në vitin 2008 përbënte 1.92% të të ardhurave buxhetore. Në termat e kostove të humbura oportune euroizimi mbart një kosto të konsiderueshme ku humbjet nga seigniorage ishin në nivelin e 1.85% e PBB.

4. Huadhënësi i fundit (Lender-of-last-resort)

Banka qendrore vepron si huadhënës për bankat e nivelit të dyte. Në rast të euroizimit të plotë kjo aftësi do të kufizohej së tepërmi duke u varur në rezervat valutore

5. Kostot strukturore

Një kosto e rëndësishme për tu konsideruar në diskutimet për adoptimin e monedhës së përbashkëta janë edhe strukturat e nevojshme dhe mekanizmat e formuara për menaxhimin e regjimit monetar në euroizim të plotë. Një proces i tillë do të shoqërohej me shumë të panjohura dhe përmban kosto të njohura dhe të fshehura.

6. Efektet negative të euroizimit të pjesshëm të bankat dhe bizneset

Efektet negative të euroizimit të pjesshëm kanë të bëjnë me ekspozimin e aseteve dhe detyrimeve ndaj riskut të kursit të këmbimit (shih Ndoka, 2018; Kokenyne, 2009). Bizneset përballen me të njëjtin problem. Një pjesë e konsiderueshme e transaksioneve, blerjeve, faturimit dhe shitjeve, bëhet në monedhë të huaj, ndërsa taksat dhe bilancet e kontabilitetit duhet të përgatiten në monedhën Lek.

2.9 Literatura mbi euroizimin dhe stabilitetin e ofertës monetare

Literatura e ka konsideruar euroizimin (termi teknik është “dollarizim”) si një fenomen të zëvendësimit të monedhës (Quispe dhe Agnoli, 2002). Ka dy nivele të euroizimit: euroizim i pjesshëm dhe i plotë.

Euroizim i Plotë,

Euroizim i plotë ekziston kur një bankë qendrore adopton në mënyrë unilaterale një monedhë të huaj dhe eliminon monedhën kombëtare. Ky fenomen është më i përhapur në vendet e Amerikës Latine (shih Quispe dhe Agnoli, 2002). Në rajonin tonë, Mali i Zi dhe Kosova kanë adoptuar euron në mënyrë unilaterale, pra, pa një marrëveshje me BQE-në, duke patur euroizim të plotë.

Euroizim Pjesshëm

Euroizim i pjesshëm ekziston atëherë kur një pjesë e depozitave, kredive apo transaksioneve tregtare të një vendi kryhen me monedhën e një vendi tjetër. Në këtë

rast agjentët ekonomikë marrin masa racionale për të mbrojtur fuqinë blerëse të pasurisë së tyre dhe e diversifikojnë duke e investuar atë në monedha të huaja. Gjithashtu euroizimi apo euroizimi i pjesshëm mund të klasifikohet në disa kategori në varësi të rolit që kryen monedha e huaj. Bardalez (2007) i klasifikon rolet që mund të luajë zëvendësimi i monedhës në ekonomi në tre grupe: së pari kemi euroizimin financiar (**FD**), kur monedha e huaj luan rolin e rezervës së vlerave. Së dyti kemi euroizimin e çmimeve apo të pagesave (**CS**), ku monedha e huaj ka zëvendësuar monedhën kombëtare në transaksionet e ekonomisë. Dhe, së treti, euroizimin e çmimeve (**PD**), ku monedha e huaj shërben si njësi e mbajtjes së llogarive.

Arsyet e euroizimit janë të ndryshme dhe janë jashtë fokusit të këtij studimi. Ato janë studiuar nga Manjani (2014). Ajo që vëmë re në është që ka ndodhur një rritje e nivelit të euroizimit pas viteve 2000, vite kur Shqipëria ka përjetuar një fazë stabiliteti politik dhe rritjeje ekonomike.

2.9.1 Efektet e euroizimit në ritmet e rritjes ekonomike

Në duam të dimë nëse euroizimi shkakton tkurrje të ofertës monetare, e cila frenon zhvillimin e aktivitetit ekonomik. Studime të tjera (shih Eduards dhe Magendzo, 2001) kanë arritur në përfundimin se euroizimi i një ekonomie lidhet negativisht me rritjen ekonomike dhe që vendet me euroizim të ulët, në përgjithësi, kanë rritje të PBB-së me të vogël se vendet me euroizim të lartë. Në përfundim të kundërt kanë arritur ekonomistë të tjerë (si Castillo, 2006), të cilët gjejnë që rritja ekonomike është e lidhur me euroizimin në mënyrë pozitive. Në gjetjet e Castillo-s (2006) euroizimi ka efekt të fortë normalizues mbi inflacionin dhe, si rezultat, ndikon

stabilitetin ekonomik. Gjetjet e studimit të tij sugjerojnë që euroizimi redukton në mënyrë domethënëse inflacionin.

Cili është ndikimi që ka euroizimi në rritjen ekonomike të Shqipërisë dhe inflacionin dhe çfarë politike duhet të ndjekë BQ-ja?

Qëndrimi i BSH-së ka qenë kundërshtues i niveleve të euroizimit duke ndërmarrë disa masa me ndikim në perceptimin publik, por edhe ndërhyrje në treg me qëllim uljen e nivelit të euroizimit.

2.9.2 Një analizë e shkurtër e masave anti-deflacioniste

Banka Qendrore në gjithë botën kanë injektuar në ekonomitë e tyre rreth 8 trilion USD që nga fillimi i krizës financiare (Të dhënat e 2015-s nga Banka Botërore).

Qëllimi i kësaj rritjeje masive të ofertës monetare është shmangia e spirales së deflacionit, rritja e konsumit dhe arritja e objektivave të inflacionit për Shqipërinë duke qenë 2-4%. Në historinë ekonomike ky objektiv ka pasur shmangie të fortë nga lart, inflacion të lartë, por në epokën moderne të inflacionit, që kur BQ-të kanë filluar të shenjëstrojnë inflacionin si objektiv parësor të PM-së duke filluar me Zelandën e Re më 1989-n, problemi është kthyer te presionet deflacioniste. (Kjo me përjashtim të disa vendeve të Amerikës Latine si Venezuela dhe Argjentina, që kanë përjetuar hiperinflacion. Kësaj liste i është shtuar edhe Turqia, Irani dhe Rusia kryesisht si rezultat i përplasjes politike me Perëndimin).

Në vitet 70 inflacioni në SHBA ishte mbi 10%, por pas Recesionit të Madh Financiar të 2008-s, edhe me shtimin masiv të parasë në qarkullim, inflacioni ka qëndruar në nivele minimale.

Disa ekonomistë si Krugman (1998) bazohen në parimin “Hicks” (Bazuar në Hicks më 1937) për të shpjeguar këtë fenomen në bazë të asaj që quhet ‘kurthi i likuiditetit’. Kjo bazohet në modelet Keynesiane të tregjeve të parasë. Krugman, një laureat i çmimit Nobël më 2008-n, e shpjegon kurthin e likuiditetit si:

“Kushti i çuditshëm në të cilin politika monetare e humbet efektin sepse edhe pse norma nominale e interesit është në esencë zero sasia e parasë në qarkullim bëhet e parëndësishme” (Krugman, 1998).

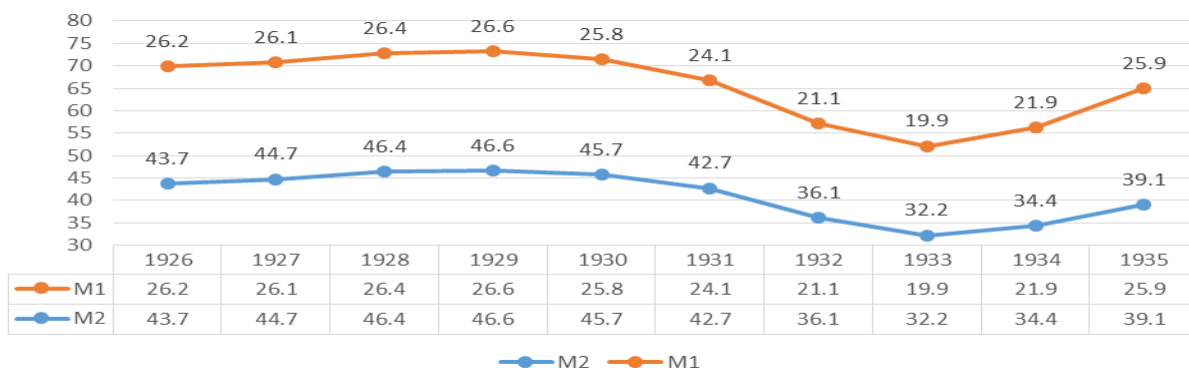
Edhe me rritjen masive të ofertës monetare deflacioni vazhdon të jetë një rrezik për një nga ekonomitë me të mëdha të botës, BE-në. Amerika duket se po e shikon Recesionin e Madh si diçka të së shkuarës me masat liberale të implementuara nga administrata e re e 2016-s. Inflacioni i BE-së pritet që të jetë rreth 1.2% në fund të 4-mujorit, dhe arriti minimumin më 2009-n kur ishte -0.6%.

Eksperienca nga Depresioni i Madh.

Depresion i Madh që filloi më 1929-n dhe Recesionin i Madh i 2008-s kanë një gjë të përbashkët, të dy kishin potenciale shkatërruese për ekonominë e botës. Por ka një ndryshim thelbësor; ekonomistët kuptonin shumë më tepër mekanizmin e funksionimit të ekonomisë dhe politikës monetare. Teoricienët monetaristë besojnë se arsyeja e tejzgjatjes së krizës në SHBA dhe botë ishte rënia e fortë e ofertës monetare. Oferta monetare ra me më shumë se 30%. Praktikiht politika monetare e FED-it frenoi

ekonominë në një kohë kur më shumë kishte nevojë për shtyrje. Ekonomia reale u kontraktua me afërsisht 40%, deflacioni ishte në nivelin e 25%, pothuajse në të njëjtin nivel me rënien e ofertës monetare, dhe papunësia u ngrit në nivelin e 24.5%.

Grafiku 12: Trendi i ofertës monetare në SHBA gjatë Depresionit të Madh 1926-1935



Burimi: Banka Federal e St. Luois

Milton Friedman e konsideron kontraktimin e ofertës monetare një tragjedi dhe dëshmi të rëndësisë së politikës monetare.

“Masa të ndryshme dhe të matura nga autoritetet monetare mund të kishin parandaluar rënien në stokun e parasë, e cila do të kishte reduktuar thellësinë e kontraktimit dhe sigurisht kohëzgjatjen.” (Friedman, Schwartz 1963, f. 300-01).

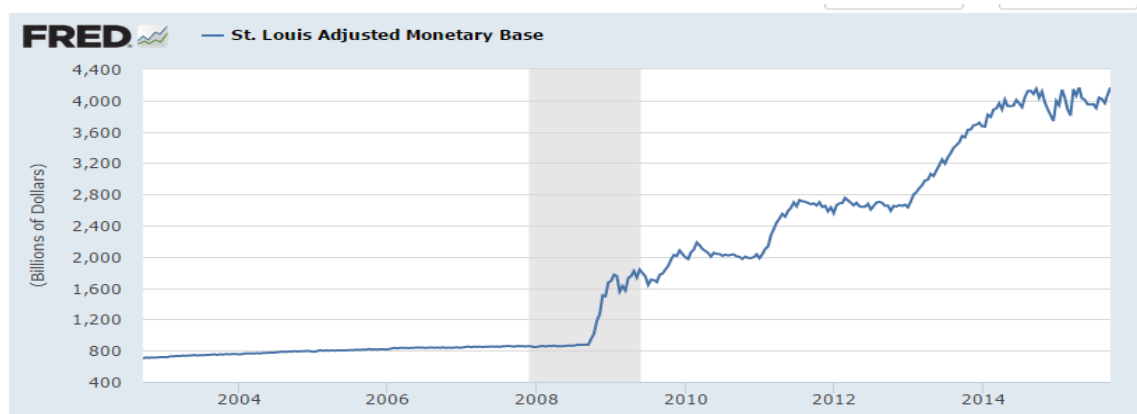
Oferta monetare e ushtron presionin e saj në ekonominë reale përmes çmimeve. Monetaristët besojnë se gjatë Depresionit të Madh çmimet u reduktuan, por jo në të njëjtin proporcion me rënien e ofertës monetare dhe ngurtësimi i çmimeve solli si rezultat reduktim të mëtejshëm të ofertës monetare.

FED-i, banka qendrore amerikane, e mori mësimin. Ben Bernanke, President i FED-it në periudhën 2006 – 2014, periudhe që përkon me Recesionin e Madh ekonomik të 2009, do të thoshte në ditëlindjen e 90 të Friedman:

“Do të doja t’i thoja Friedman-it dhe Anës: Në lidhje me Depresionin e Madh: Ju kishit të drejtë, ne e shkaktuam atë. Na vjen vërtet keq. Por falë jush nuk do ta përsëritim gabimin”. (Bernanke, 2002)

Prandaj reagimi i FED-it në përgjigje të Recesionit të Madh ishte i fortë siç mund të shihet nga Figura 4 e mëposhtme. I njëjti reagim u ndoq edhe në përgjigje të krizës së virusit Covid-19 nën drejtimin e Jerome Powell.

Grafiku 13: Baza Monetare e SHBA-së 2002-2014



Burimi: Rezerva Federale

Monetarizmi apo Keynesianizmi?

Mund të thuhet që vitet 40, 50 dhe 60 ishin vitet Keynesiane. Keynesianizmi ishte aq standard, saqë citohet (Friedman, 1965) se presidenti i SHBA-së kishte thënë “ne jemi të gjithë Keynesianë”.

Vitet 70 dhe 80 ishin vitet e ringritjes së shkollës neo-klasike të mendimit e udhëhequr nga Friedman dhe QTM-ja. Një rol të rëndësishëm luajti George Lukas, laureat i Çmimit Nobël për punën e tij me Pritjet Racionale. Sipas Lukas-it kurba e Filipsit rezulton me rritje të punësimit vetëm kur inflacioni është i papritur. Nëse agjentë ekonomikë racionalë e presin inflacionin ata do t'i përshtatin çmimet dhe kontratat e pagave dhe oferta e rritur monetare në afatgjatë rezulton me rritje të çmimeve dhe në disa raste edhe me rritje të papunësisë.

Propozimi i Friedman-it ishte që rritja e ofertës monetare të bëhej me një normë fikse çdo vit. Thëniet e famshme të Friedman-it janë që inflacioni është gjithmonë një problem monetar dhe që:

“Ne nuk kemi nevojë për një FED, kam qenë gjithmonë në favor që të zëvendësojmë FED-in me një kompjuter, i cili do të printojë një sasi të caktuar parash letre për të rritur ofertën monetare, të njëjtën sasi muaj pas muaji, javë pas javë dhe vit pas viti (Murdock, 1999).

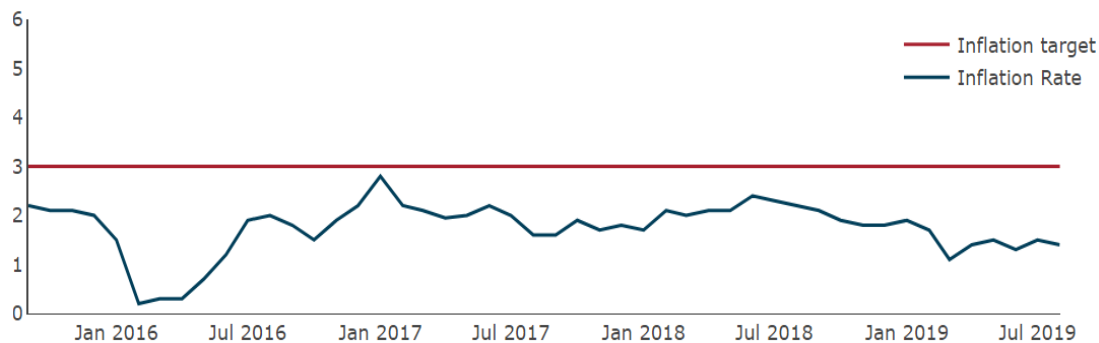
Vitet 90 dhe 2000 e zbehën dominimin e monetarizmit për shkak të paqëndrueshmërisë së shpejtësisë së qarkullimit të parasë. Kjo situatë ngriti pikëpyetje mbi marrëdhënien e ofertës monetare me inflacionin. Siç do të shohim në vijim, në Shqipëri oferta monetare ndikon në inflacion edhe pse, për shkak të euroizimit, oferta monetare nuk ka pasur ndikimin e plotë në inflacion. Kjo përmbledhje shërben si një prolog në diskutimin në kapitullin vijues për Shqipërinë.

2.9.3 Trendet e inflacionit dhe euroizimi në Shqipëri

Trende te ngjashme me shume vende të tjera paraqiten edhe në Shqipëri.

Inflacioni më 2017-n dhe 2018-n ishte rreth 2% dhe trendi për 6 mujorin e parë të vitit 2019 është me drejtim poshtë.

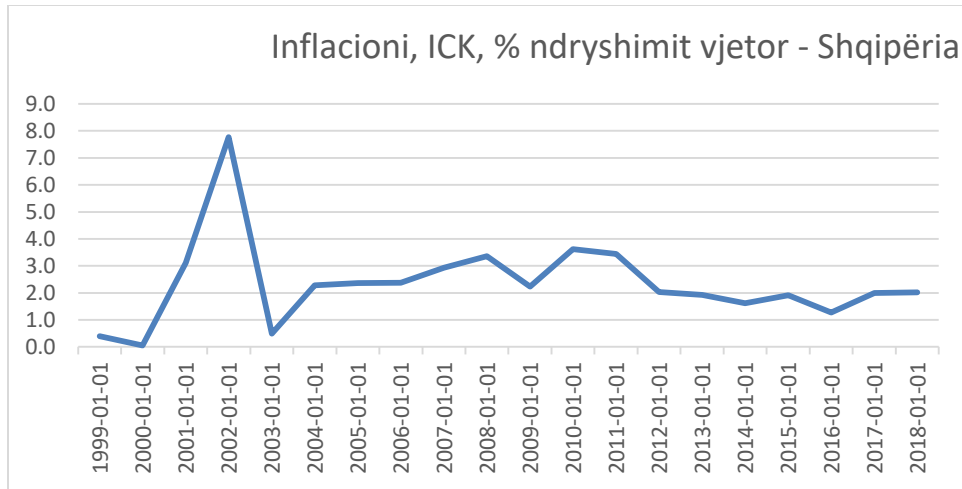
Grafiku 14: Inflacioni në Shqipëri krahasuar me objektivin 2016 - 2019



Burimi: Banka e Shqipërisë

Kjo figurë nxjerr në pah trendin më afatgjatë të inflacionit. Përveç vitit 2003 ku u shënua nivel rekord i inflacionit poshtë 1%, Shqipëria po operon në nivele të ulëta historike.

Grafiku 15: Lulatja e inflacionit në Shqipëri për periudhën 2000-2018



Burimi: Banka e Shqipërisë

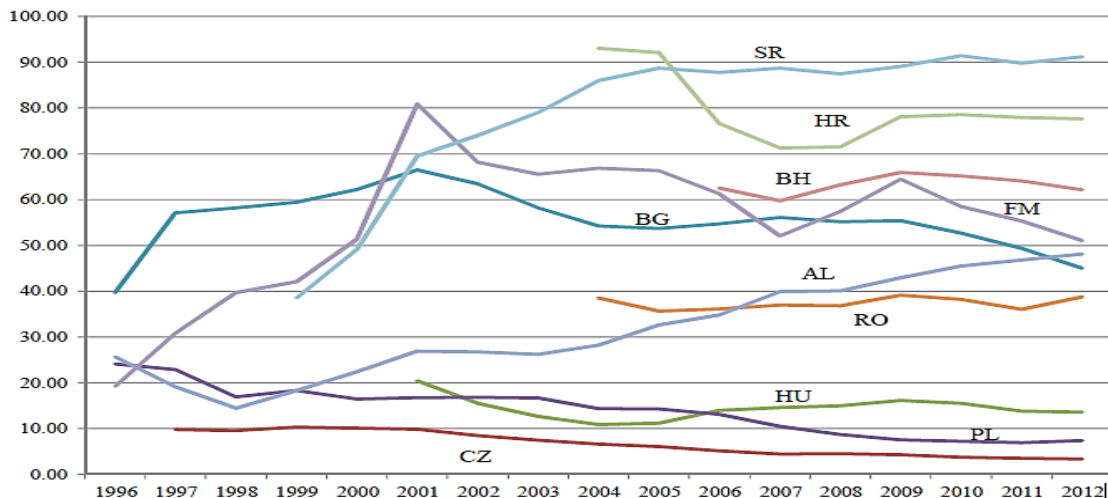
Periodha 2007 – 2013, periudhë në të cilën inflacioni arriti nivelet e objektivave të BSH-së me një mesatare 3.1%, u shoqërua me një ekspansion fiskal të mbështetur nga nivele të ulëta të stokut të borxhit në periudhat e mëparshme. Në Raportin Ekonomik (2011) BSH-ja shprehet me entuziazëm për ecurinë e ekonomisë.

Edhe FMN-ja (2012) pati të njëjtin vlerësim. Sipas saj Shqipëria kishte arritur të mbante nivele pozitive të prodhimit si rezultat i stimujve fiskalë në ekonomi.

Vitet që pasuan, 2012 dhe 2013, kur në fakt u arrit niveli maksimal ligjor i borxhit publik, qeveria ishte pa një nga veglat e saj për të rritur kërkesën që është rritja e shpenzimeve qeveritare.

Grafiku 16: Euroizimi i Depozitave në Vende të Ndryshme të Evropës Qendrore dhe Juglindore 1996 - 2012

The figure shows aggregate shares of deposits in foreign currency (in %) for private households (and non-profit organizations) in the 10 countries covered by the OeNB Euro-Survey over the period 1996-2012. Source: National central banks.



Burimi: OeNB Euro Survey, (2012)

Niveli i kredive në euro është gjithashtu në nivele të larta. Rreth 65% e kredive që jepen në Shqipëri lëvrohen në euro. Ky nivel nxitet nga depozitat e larta në euro.

Depozitat janë një formë investimi dhe teoria ekonomike thotë se agjentët ekonomikë ndërtojnë portofolet e tyre për të ruajtur vlerën.

Një studim i BSH-së (Shijaku, 2016, f. 6) shpjegon dhe përmbledh arsyet e kredi dhënies në valute. Se pari është “hedgi” ndaj rrezikut të kursit të këmbimit. Duke qenë se kursimet e klientët i mbajnë në Euro detyron edhe bankat që të japin hua në valutë. Se dyti është ekzistenca e spread-eve pozitive ndërmjet normave të interesit të brendshme, norma e interesit që bankat e nivelit të dytë kërkojnë, dhe normave të jashtme, norma e interesit që bankat mund të marrin hua apo transferime kapitalesh nga bankat mëmë. Se treti është bindja që vlera e euros është e qëndrueshme dhe ka besueshmëri më të madhe si mjet ruajtjes së vlerës në periudhe afatmesëm dhe afatgjatë krahasuar me atë lek. [OeNB Euro Survey, (2012)]

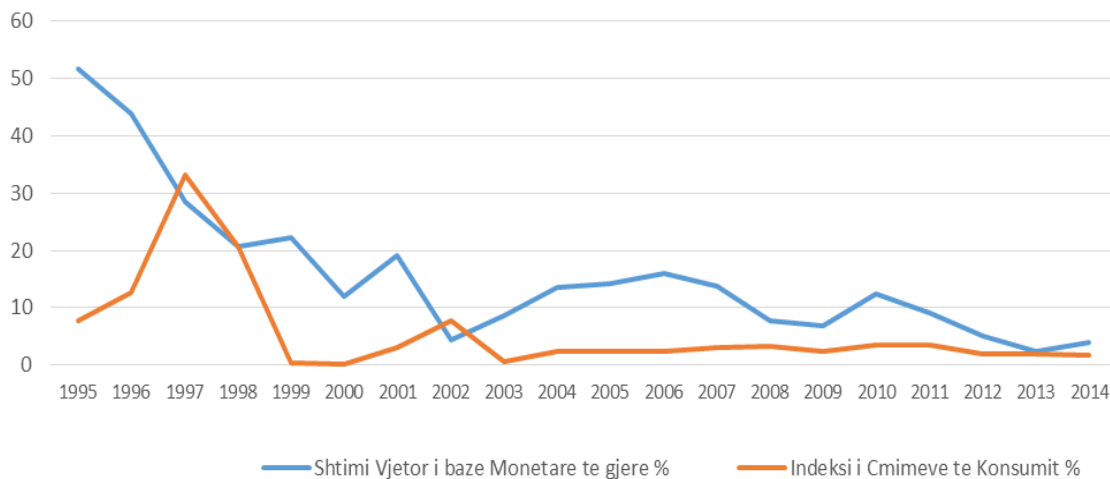
Kjo do të thotë që norma e interesit për kredi në lek është më e lartë se norma e interesit për kredi në euro. Kredia në lek, me çmim më të lartë, është lehtësisht e zëvendësueshme me kredi në euro me çmim më të lirë.

Prandaj politika monetare e BSH-së, duke qenë më e shtrënguar se ajo e BQE-së, ka bërë që të rritet euroizimi në vend, specifikisht euroizimi i kredive. Duhet thënë që edhe depozitat në euro kanë kthim më të vogël se depozitat në lek, por vlera e investimit në euro dhe risku më i ulët i perceptuar nga agjentët ekonomikë për vlerën e ruajtur në euro kanë përballuar këtë çmim.

Rritja e euroizimit në Shqipëri është shoqëruar me inflacion mesatar për periudhën 2010 – 2014 në nivel rreth 2% me një trend zbritës. Trendet zbritëse të inflacionit, shoqëruar edhe me rënien e ofertës monetare.

Siç shihet në grafikun e mëposhtëm, rënia e IÇK-së është shoqëruar me trendin e rënies së ofertës monetare M3, agregati monetar që BSH-ja monitoron.

Grafiku 17: IÇK dhe përqindja e shtimit të ofertës monetare të Shqipërisë 1995 - 2014



Burimi: Banka e Shqipërisë

2.10 Rishikimi i literaturës mbi kursin e këmbimit

Tani duam t'i kthehemi literaturës që studion lidhjen mes kursit të këmbimit dhe politikës monetare. Modelet më të mira e konsiderojnë politikën monetare si një komponent ekzogjen në kursin e këmbimit. (Si në rastin e Frankel dhe Rose, 1995). Studiues të tjerë, gjithashtu, e konsiderojnë ofertën monetare si ekzogjene në studimet e tyre. Sipas studimeve të testuara me fakte të stilizuara, modeli më i mirë është konsiderimi i politikës monetare në bazë të normës së interesit, duke e konsideruar

kursin e këmbimit si një indikator (shih Taylor, 2002, Clarida, 1998, dhe Meridith dhe Ma, 2002).

Ne do të konsiderojmë modelin monetar të kursit të këmbimit, pastaj do të sugjerojmë që politika monetare me Rregull të normës së interesit, që përfshin variablin e kursit të këmbimit, performon më mirë. Por më parë të shohim disa drejtime në të cilat është fokusuar trupa e kërkimeve në këtë fushë.

Studiuesit kanë identifikuar katër fusha, në të cilat është fokusuar analiza e kursit real ose nominal të këmbimit (shih Engel dhe West (2002). Së pari janë studimet që fokusohen në integrimin e kursit të këmbimit në llogaritjen e normës bazë të interesit. Këto politika të normës së interesit studiohen në modelet VAR (shih Kim, 2002). Fusha tjetër në të cilën janë fokusuar studimet është ajo e ndikimit që kanë barazia e normave të interesit në vende të ndryshme në përcaktimin e kursit të këmbimit. Campell dhe Clarida (1997) përpiqen që të ndajnë komponentët e kursit të këmbimit që janë ndikuar nga normat e interesit nga ata komponentë që nuk janë ndikuar. Rezultatet e Campell dhe Clarida (1997) gjejnë një lidhje të fortë në mes të normave të interesit dhe kursit të këmbimit.

Të njëjtin zhvillim e gjejmë edhe në të dhënat e stilizuara të Shqipërisë. Norma bazë e interesit për Shqipërinë, edhe pse është në nivele historikisht të ulëta, 1.25%, dhe ka ndjekur një trend të ngjashëm me atë të BQE dhe vendeve të tjera të rajonit, vazhdon të mbetet e lartë. Duke filluar me krizën ekonomike globale dhe reagimin e politikës monetare të BQE është vënë re një forcim i Lekut kundrejt Euros.

Një fushë tjetër e studimit të kursit të këmbimit është ajo që e konsideron kursin e këmbimit në termat e vlerës prezente. Në këtë model përdoren metoda ekonometrike

tradicionale për të matur vlerën prezente të monedhës. Shembuj të studimeve në këtë fushë janë Frankel dhe Meese (1987), West (1987) dhe Engel dhe West (2002).

Një drejtim i katërt, ku sipas studiuesve është fokusuar literatura e kurseve të këmbimit, është ajo në të cilin zhvillohen modele të përgjithshme ekuilibri me çmime të ngurta dhe përdoret kalibrimi për të gjetur konstantet më të përshtatshme.

Ky është modeli që do të zhvillojmë në këtë studim, integrimi i informacionit të kursit të këmbimit në një model DSGE dhe kalibruar për faktet e stilizuara të Shqipërisë. Shembuj të këtyre modeleve janë Benigno dhe Benigno (2006). Sipas literaturës (shih Engel dhe West, 2002), shumë studime kanë përfshirë në Rregullën standarde të Taylor një komponent të kursit të këmbimit. Pasi të shqyrtojmë modelin monetar të shpjegimit të kursit të këmbimit, ne adoptojmë një model të ngjashëm me Benigno, 1999, Benigno dhe Benigno, 2006, Clarida dhe Gali dhe Gertler, 1998, ku shtojmë në modelin standard të Rregullit të Taylor, informacionin e kursit të këmbimit.

2.11 Kërkimi i literaturës mbi NNI

Sipas Lubik dhe Mathes (2015) NNI është një koncept kyç në ekonomisin monetar sepse u lejon udhëheqësve të bankës qendrore që të vlerësojnë nëse politika monetare që po ndjekin do të ngadalësojë aktivitetin ekonomik apo do ta përshpejtojë atë. NNI ndihmon në interpretimin dhe analizimin e lidhjes së PM me aktivitetin ekonomik.

Përdorimi i NNI ka filluar me Knut Wicksell i cili në vitin e largët 1898 e përkufizoi atë si një normë interesi që na jep inflacion stabil. Sipas Lubik et al.(2015) përdorimi i NNI në kohet moderne i atribuohet profesorit të Universitetit të Kolombias

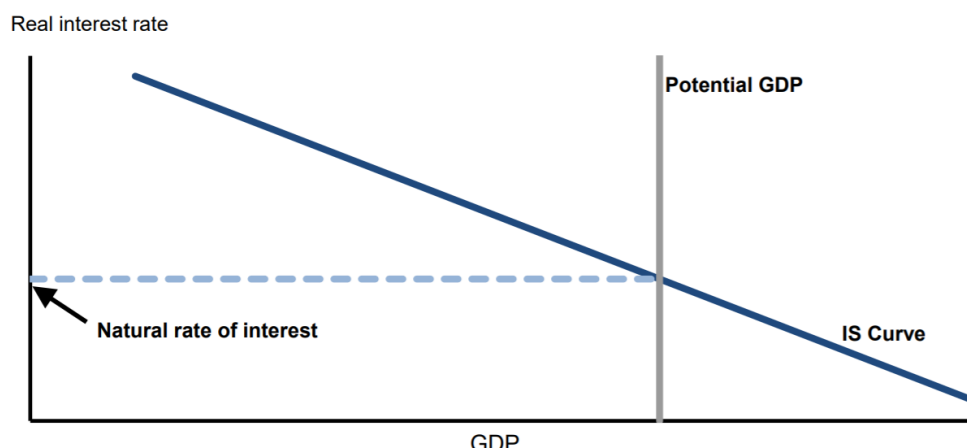
Michael Woodford. Woodford në 2003 lidhi NNI me mendimin modern makroekonomik. Woodford (2003) thotë që një banke qendrore me objektiv parësor shenjëstrimin e inflacionit mund të drejtoje ekonominë në drejtimin e një NNI dhe stabiliteti çmimesh duke aplikuar një PM sipas Rregullit të Taylor. Ky rregull lidh normën baze të interesit me aktivitetin ekonomik dhe çmimet.

Për këtë arsye bankat qendrore janë të interesuara që të matin këtë variabël të pa vëzhgueshëm siç është NNI dhe ta përdorin informacionin për të aplikuar një politike monetare që ka kursin drejt çmimeve stabël dhe prodhimit në potencial.

Grafiku nr. 38 me poshtë tregon procesin e përcaktimit të normës natyrore të interesit. Kurba IS ka një pjerrësi me drejtim poshtë ndërsa norma reale e interesit dekurajon investimet. PBB potencial është e pandryshueshme në afat shkurtër.

Norma reale e interesi në ekuilibër që mbështet prodhim në potencial dhe NNI.

Grafiku 18: Përcaktimi i NNI



Burimi: Laubach&Williams (2015)

Duke marre shtysë nga NNI janë propozuar edhe koncepte të ngjashme. Mosler and Forstater (2004) vëzhgojnë që indikatorë të tjerë natyrore janë propozuar siç është norma natyrore e papunësisë dhe rritja ekonomike.

Ekonomiste të tjerë (si Marshall) nuk e pëlqenin fjalën “natyrore” sepse nënkupton një ligj të natyrës (shih Eatwell, 1987) dhe sugjeronte që të përdorej fjala “normale” në vend të saj. Sipas Mosler et al.(2004) fjala “natyror” i referohet kushteve të vlerave që janë të vërteta në përgjithësi, dhe jo në raste specifike.

Studiues të tjerë argumentojnë se norma natyrore e interesit tenton të shkojë drejt zeros në kushtet e deficitit buxhetor dhe kurse këmbimi fleksibel.

Kjo argumentohet nga Mosler dhe Forestater (2005) në studimit e tyre me titull: “Norma natyrore e Interesit është Zero”.

Mosler and Forstater (2005) thonë:

“Në një sistem monetar të kontrolluar nga qeveria me kurs këmbimi fleksibel dhe me deficit buxhetor – me fjale të tjera në kushte “normale” ose veprimtarinë e kontekstit institucional të përshkruar me lart – pa ndërhyrje të qeverisë për të paguar interes për rezervat shtesë ose për të hequr rezervat e tepërta me qellim mbështetjen e një norme interesi jo zero pozitive, norma natyrale ose normale e interesit në një sistem të tilla do të jete zero”.

Mbështetja e këtij pohimi mund të jetë e vështirë por realiteti global përfshirë edhe eksperiencën e Shqipërisë është që NNI ka shkuar drejt zeros. Agimi i krizës së

madhe financiare në 2008 dhe deficitet e mëdha qeveritare kanë reduktuar në mënyrë domethënëse NNI.

Në përfundim të ngjashme vjen edhe ish Presidentja e FED Janet Yellen në analizën e saj në 2015.

Laubach dhe Williams popullarizuan idenë që në afat të shkurtër NNI është një komponent i rëndësishëm i PM sepse lidh normën baze të interesit, që vendoset nga banka qendrore me atë të NNI. Ky informacion ndihmon në stabilizimin e ekonomisë gjatë cikleve të biznesit.

2.12 Përmbledhje e kapitullit.

Literatura mbi politiken monetare është shume e gjerë dhe e pasur. Debatet mbi kursin më me të mirë për të ushtruar atë kanë qenë të forta dhe artikuluara nga përfaqësuesit e të dy krahëve kryesore.

Ky kapitulli parashtroi rëndësinë e PM në ekonominë e një vendi dhe historikun e saj të shkurtër. Me pas diskutuam strategjinë e PM dhe përdorimin e instrumenteve për zbatimin me sukses dhe arritjen e objektivave. Në pjesën më të madhe diskutuam për instrumentet e përdorur për arritjen e objektivit final, stabilitetin e çmimeve. Këtu trajtuam Monetarizmin dhe Konsensusin e Madh. Rregulli i Taylor është kthyer në standard në menaxhimin modern të Bankave Qendrore. Por literatura ka trajtuar fenomenin e dollarizimit, apo të euroizimit për vende si Shqipëria si dhe strategjinë dhe përgjigjet ndaj këtij fenomeni. Në kapitullin 2.8 shpjeguam llojet e euroizimit dhe efektin në dobësimin e kanaleve të transmetimit të PM. Kursi i këmbimit është një indikatorë i rëndësishëm në PM dhe informacioni i përftuar është i rëndësishëm në

vendimmarrje. Prandaj ne Kap. 2:10 shpjegojmë rolin e kursit të këmbimit në PM. Për te arritur në një propozim për Rregullin e Taylor trajtojmë një përmbledhje të literaturës mbi variabëlin e pavarur dhe të pa vëzhguar, atë të Normës Natyrore te Interesit, NNI.

KAPITULLI III: EKSPERIENCA E DISA VENDEVE NE APLIKIMIN E RREGULLIT TE TAYLOR NE PM

3.1 Shenjestrime i inflacionit ne USA

Modelet e politikës monetare të ndjekura nga BSH dhe efektet mbi ekonominë reale kanë ndikim të madh. Është tashmë gjerësisht e pranuar që inflacioni është një fenomen monetar. Ndërsa oferta monetare shtohet njerëzit rrisin kërkesën e tyre.

Ne ekonominë me të madhe në botë mund të ilustrimet lehtë kur shohim konsumin dhe kursimet. Amerika është një ekonomi dinamike me burime të mëdha natyrore, teknologji, forca e trajnuar e punës. Si rezultat i politikave liberalizuese, një ambienti të përshtatshëm për biznes por sidomos për shkak të politikës monetare shumë akomoduese ekonomia reale është kthyer në trende shumë pozitive.

Grafiku 19: Kursimet dhe Konsumi në Ekonominë Amerikane 2008 - 2018



Burimi: Byroja Amerikane e Analizes Ekonomike, <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=oFSU>

Arritja e objektivave të inflacionit mbetet një sfida edhe në SHBA. Në tabelën më poshtë shohim një përmbledhje të ecurisë së normës baze të interesit të Rezerves Federal Amerikane (FED) nga 2006 – 2012.

Tabela 8: Norma Baze e interesit për FED, ecuria e ekonomisë dhe ngjarjet madhore të krahasuara 2006-2021*

Viti	Inflacioni YOY	Norma e Fed	Cikli i Biznesit (GDP)	Ngjarjet që ndikuan inflacionin
2006	2.5%	5.25%	Zgjerim (2.9%)	Bernanke bëhet kryetar i FED
2007	4.1%	4.25%	Zgjerim (1.9%)	Kriza Bankare
2008	0.1%	0%	Rënie (-0.1%)	Kriza Financiare
2009	2.7%	0%	Rënie (-2.5%)	ARRA
2010	1.5%	0%	Zgjerim (2.6%)	ACA, Dodd-Frank
2011	3.0%	0%	Zgjerim (1.6%)	Kriza e limitit të borxhit
2012	1.7%	0%	Zgjerim (2.2%)	
2013	1.5%	0%	Zgjerim (1.8%)	Mbyllja e Qeverisë.
2014	0.8%	0%	Zgjerim (2.5%)	Përfundimi i QE
2015	0.7%	0.25%	Zgjerim (2.9%)	Deflacioni i naftës dhe gazit
2016	2.1%	0.75%	Zgjerim (1.6%)	
2017	2.1%	1.5%	Zgjerim (2.4%)	
2018	1.9%	2.5%	Zgjerim (2.9%)	Inflacioni baze 1.9 %.
2019	1.5%	2.25%	Zgjerim (2.1%)	Parashikimi. Inflacioni baze 1.8%
2020	1.9%	2.0%	Zgjerim (2.0%)	Parashikimi. Inflacioni baze 2.9%
2021	2.0%	2.5%	Zgjerim (1.8%)	Parashikimi. Inflacioni baze 2.0%

Burimi: Byroja Amerikane e Ekonomisë dhe Analizave

Situata ekonomike në Amerikë është pozitive. Megjithatë mund të shikohet paqëndrueshmëria. Inflacioni për vitin 2019 pritet të jetë 1.5%. Kjo ka vendosur në lëvizje FED të cilët ulen në Korrik normën e fondeve Federale me 0.25%.

Ekonomistët po ndjekin me shqetësim kurben e “yield” për obligacionet afatshkurtër kundrejt atyre afatgjatë. Frika nga përmbysja e kësaj kurbe, që ndodh në rastet kur është me shtrenjtte huamarrja në afatshkurtër, zakonisht duke ju referuar obligacioneve me afat 1 vjeçar, kundrejt atyre me afat të gjatë, obligacione me afat 10 vjeçar, ka rritur frikën e një recesioni. Kjo ndodh kur investitorët presin që në afatgjatë të ketë rënie ekonomike. Presidenti i Amerikës, Trump, këmbëngul se nuk ka arsye për të patur frikë për një recesion megjithatë ka bërë thirrje për reduktim të normës baze të interesit të FED, përtej reduktimit prej 0.25% të Korrik 2019.

Politika monetare nuk është efektive për të ndikuar ekonominë në afatgjatë por ajo është mjet shumë i rëndësishëm për të siguruar likuiditet dhe lëvizje të ekonomisë në afat të shkurtër.

3.2. Eksperienca nga Peru

Euroizimi (apo dollarizimi) lidhet me mungesën e stabilitetit, sidomos niveleve të larta të inflacionit. Procesi i euroizimit në shumë vende është pararendur nga inflacioni i lartë. Familjet dhe bizneset për të ruajtur vlerën blejnë euro. Pastaj ata i këmbëjnë paratë duke i përdorur në transaksione. Gradualisht paratë që kanë hyre në treg në formë të ndryshme gjejnë rrugën në banka duke rritur euroizimin.

De-euroizimi është një proces i vështirë dhe që nuk është realizuar me sukses. Janë bërë përpjekje për de-eurozim edhe në Shqipëri të cilat kanë rezultuar me sukses të kufizuar.

Peruja është një nga vendet model për përpjekjet për kontrollimin e inflacionit dhe de-dollarizimin. Në vitin 1990 Peruja kishte hiperinflacion, nivele me shumë se një mijë. Në 1994 BQ e Peruse filloi regjimin e shenjëstrimin të masës monetare. Ky regjim uli inflacionin në më pak se 10. Në 2002 BQ njoftoi nisjen e regjimit të kontrollit të inflacionit. Kjo reduktoi inflacionin dhe luhatjet e normës nominale të interesit. Gjithashtu në mes të vitit 2001 dhe 2005 monedha kombëtare u vlerësua me 6.2%. Kjo erdhi si rezultat i rritjes së eksporteve dhe normave të ulëta të interesit të dollarit. Mbjajtja e investimeve në dollar ishte shumë pak tërheqëse krahasuar me mbajtjen e tyre në monedhën kombëtare duke shkaktuar vlerësimin e monedhës.

3.3 Përmbledhje e kapitullit.

Ne kete kapitull trajtuam eksperiencën qe del nga USA dhe Peru ne PM te shenjestrimit te inflacionit. Këto vende kane përjetuar suksese ne kete regjim. Për tu shënuar është rezultati i arritur nga Peruja. De-dollarizimi i Peruse si rezultat i një PM me inflacion te ulet është një model.

Pyetjet qe ngremë për Shqipërinë është se perse euroizimi vazhdon te rritet edhe pse norma e interesit te euros është ne nivele te ulëta dhe inflacioni i lekut ka qene ne nivele te ulëta, poshtë objektivave. Nga ana tjetër ashtu si pritët është forcuar monedha kombetare qe tregon për një rritje te kërkesës për lekun.

PJESA E DYTË: STUDIMI EMPIRIK

KAPITULLI IV: METODOLOGJIA E KËRKIMIT

4.1 Shfrytëzimi i kuadrit teorik në funksion të realizimit të studimit empirik.

4.1.1 Rregulli i Taylor

Në përdorim Teorinë Sasiore të Parasë (QTM) dhe Rregullin e Taylor (Taylor Rule) si modele teorike bazë në analizën tone empirike. TR ka revolucionarizuar mënyrën së si politik bërësit e bankave qendrore e perceptojnë politikën monetare. TR lindi si një evolucion i debatit mes një politike monetare të bazuar në rregulla (rule) kundrejt asaj të bazuar në mençuri (discretion) të politik-bërësve.

Në 1993 Taylor propozoi një rregull të thjeshtë në të cilën sugjeronte që politika monetare duhej të ndiqte një rregull pozitiv të diferencialit të prodhimit dhe diferencialit të inflacionit.

Rregulli i Taylor u përqaftua shume shpejt për shkak të thjeshtësisë. Ai ishte gjithashtu intuitiv. Norma bazë e interesit reagoonte ndaj inflacionit dhe rritjes ekonomike. Rregulli i Taylor thotë që norma nominale e interesit të PM vërtitet te norma natyrore e interesit plus inflacioni i synuar dhe hendekun e inflacionit të 4 periudhave të fundit me atë të synuar, plus hendekun e prodhimit të 4 periudhave të fundit me prodhimit potencial.

$$i = NNI + \pi + 0.5(\pi - \pi^p) + 0.5(y - y^p). \quad (1)$$

ku: π inflacioni, π^p inflacioni i synuar, y prodhimi dhe y^p prodhimi potencial.

Nëse supozojmë siç supozonte Taylor që norma natyrore $NNI = 2$, $y = y - y^p$ dhe $\pi^p = 3$ atëherë kjo rregull merr formën e thjeshtë:

$$i = 0.5 + 1.5\pi + 0.5y \quad (2)$$

Ky rregull ka pikë të forte thjeshtësinë e tij. Në modelet më të përpunuara inflacioni është ndare në përbërës të tij sipas degëve të ekonomisë dhe në inflacion të produkteve të importuara, produkteve të brendshme. Rregulli i Taylor për PM u bë i njohur së pari sepse ishte i thjeshtë për t'u kuptuar dhe ndjekur. Rregulli i Taylor shërben si një ankore, një instrument për drejtimin që duhet të marrë PM. Taylor ka bere disa ndryshime në rregullin e tij. Në 1999 Taylor propozon që koeficienti i hendekut të prodhimit të jete 1 nga 0.5 që ishte propozimi origjinal. Në vitin 2001 Taylor i shtoi modelit të tij hendekun e kursit të këmbimit. Në këtë mënyrë Taylor e përmirësoi ndjeshëm modelin e tij përmes lidhjes së PM të një vendi me PM të botes. Në modelin e ri të propozuar nga Taylor kursi i këmbimit shërben si një urë lidhëse, një variabël endogjen në Rregullin Bazë të përcaktimit normës së interesit bazë.

4.1.2 TR me të dhëna të së shkuarës dhe të së ardhmes.

Sfidat e Rregulli të Taylor janë disa. Së pari, siç është përmendur edhe nga McCallum(1993), është së Rregulli origjinal i propozuar nga Taylor bazohet në të dhënat e të së shkuarës (backward looking). E shkuara mund të jetë parashikuese e dobët e realitetit në të ardhmen. Një dobësi tjetër është së në shume raste mungojnë të dhënat katër mujore të së shkuarës për të bere vendime për normën bazë të interesit në të ardhmen.

Kjo vështirësi është zgjidhur nga disa modele duke adoptuar TR dhe e kthyer me të dhëna të së ardhmes (forward looking).

Bernanke tha në 2005 që preferonte rregullin me të dhënat e të së ardhmes për dy arsye: E para modeli me të dhëna në të ardhmen është një rregull në kohe reale dhe përdor të dhëna në dispozicion në kohën e marrjes së vendimit. E dyta ai tha që

ekonomia Amerikane ishte në një periudhe të pazakonte historike dhe të dhënat historike mund të mos funksiononin.

Në këtë studim do të përdorim të dhënat e së shkuarës për të krahasuar modelet Taylor për shkak të mungesës së të dhënave. Të dhënat e së shkuarës kanë rezultuar me parashikime të sakta siç ndodhi në 2004 me vendimin e FED i cili ngriti normën bazë të interesit nga 1.75% në 2% që përkonte me afër me të dhënat e modelit TR me të dhëna të së shkuarës, shiko Asso et al. (2010).

Një sfidë tjetër e TR është përdorimi i tij në ekonomi të hapur dhe të vogël, si ajo e Shqipërisë. Ka nevojë për të reaguar me shpejt ndaj influencave të normës bazë të interesit të vendeve partnere monedhat e të cilëve përdoren gjerësisht në vendin e vogël, Shqipëri, apo vende të tjera të dollarizuara, si dhe reagimi ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit, luhatjeve ndaj çmimit të aseteve etj kërkon përshtatje të TR.

BSH dhe Presidenti i aj, Genti Sejko, ia ka faturuar “faktorëve fundamentale ekonomike” forcimin e kursit të këmbimit të lek kundrejt euro. Pyetja e natyrshme që shtrohet është nëse ka të dhëna ekonometrike që mbështesin këtë konkluzion dhe që shpjegojnë një forcim të tillë të monedhës Lek. Nëse ka lidhje me faktorët fundamentale atëherë cilët prej këtyre faktorëve kanë ndikua dhe sa është pesha e secilit në forcimin e monedhës Lek? Sigurisht që kemi nevojë për studime shkencore me fakte sasiore, qoftë ato edhe të stilizuara, që vërtetojnë peshën e secilit nga faktorët në mënyrë të behet analize shkencore dhe përgjigje adekuate ndaj këtij fenomeni të rëndësishëm. Këto pyetje do të diskutojmë në kapitulli për “Kursi i këmbimit dhe faktorët që kanë ndihmuar në forcimin e LEK”.

4.2. Prezantim i modelit Makroekonomik për analizën empirike

Në këtë seksion parashtrijmë modelit të cilin do të përdorim me vone për të përcaktuar implikimet e euroizimit në politiken monetare.

Në modelin tone kemi dy mjete pagesash, monedhën vendase lekun dhe një monedhe të huaj, euro. Të dyja këto monedha gjendet gjerësisht në ekonomi dhe sigurojnë likuiditet për familjet dhe bizneset për të ulur kostot e transaksioneve. Familjet dhe bizneset zgjedhin secilën monedhe në bazë të kostos së transaksioneve dhe të kostove oportune për secilën monedhe.

Ky kusht e lidh në mënyrë shkakësore shkallen e euroizimit të një ekonomie me diferencën e normave të interesit mes monedhës kombëtare, lekut, dhe asaj të huaj, euros. Si rrjedhojë euroizimi është me i larte në ata vende në të cilat norma e interesit të monedhës kombëtare është në mënyrë të vazhdueshme me e larte se norma e interesi të monedhës së huaj, në rastin e Shqipërisë euros.

Sipas modelit të Ri Keynesian të modeluar nga Castillo-Bardalez (2007) për një ekonomi të vogël dhe të hapur euroizimi krijon një kanal përmes të cilit monedha e huaj çrregullon konsumin, kursimet dhe vendimet për ofertën e punës për shkak se euroizimi krijon një hendek në mes të dobishmërisë marginale të konsumit dhe të ardhurave. Gjithashtu ndikimi i normës së huaj të interesit në këtë hendek rritet me euroizimin.

4.2.1 Karakteristika e GAP

Njeri nga modelet e përdorur nga BSH, Modeli GAP, është model që ndërthuret me Teorinë e Re Keynesiane. Ajo parashikon që çmimet nominale dhe real të jene të ngurta në afatshkurtër. Kërkesa agregate përcaktohet sipas modeleve DSGE. Banka e

Shqipërisë ka përdorur që nga viti 2011 një model GAP në përcaktimin e politikës monetare.

Sipas Dushku, Kota (2011) ky model ka këto karakteristika:

- a. Modeli i përdorur reagon ndaj ndryshimeve të normës së rritjes së variablave.
- b. Modeli GAP i përdorur fut në model një komponent të kursit të këmbimit përmes paritetit të normës së pambuluar të interesit (UIP).

Sipas këtij modeli dhe studimit të BSH ekonomia dhe politika monetare ndikohet nga ekonomia Evropiane dhe ky ndikim transmetohet në PM të vendit përmes inflacionit të produkteve të importit dhe kursit të këmbimit. .

Modelet e përdorura për parashikimin e politikës monetare të tipit Keynesian të Ri supozojnë që firmat i vendosin çmimet vetëm në monedhën vendase por në Shqipëri, ashtu si në një numër të madh vendesh në zhvillim, çmimet caktohen nga firmat dhe individët në monedhe të huaj, euro. Vendosja e çmimeve në monedhe të huaj përdoret edhe në vende të zhvilluara por kryesisht për produktet e importuara. Në vendet në zhvillim, si në Shqipëri, përcaktimi i çmimeve në monedhe të huaj, kryesisht euro, behet edhe për produktet që prodhohen dhe tregtohen brenda Shqipërisë. Kjo ka pasoja të rëndësishme për politiken monetare.

Në këtë kapitull ndërtojmë një model makro të humbjes-së-mirëqenies të bankës qendrore (Central Bank welfare loss function) në një ekonomi me euroizim. Së dyti të shpjegojmë përcaktuesit e ekuilibrit të përgjithshëm nën kushtet e euroizimit.

Në këtë model ndjekim studimet e kryera nga literatura dhe Bardalez (2007) për një vend të vogël dhe të hapur (SOE) me euroizim nën një koncept teorik modelit të Ri Keynesian.

Përafrime të ngjashme me këtë model kanë bërë edhe Sutherland (2000), Galf dhe Monacelli (2005) dhe De Paoli (2004).

De Paoli (2004) analizon politiken monetare të një ekonomie të vogël dhe të hapur. Sipas De Paoli (2004) funksioni i humbjes me bazë dobishmërinë për këtë ekonomi mund të shprehet si një shprehje kuadratike e inflacionit, hendekut të prodhimit, të normës reale të interesit dhe të këmbimit.

Gjithashtu bazuar edhe në Woodford (2002), i cili ka shkruar një nga studimet standarde në fushën e politikës monetare, ai propozon ndjekjen e një politike monetare bazuar në rregulla të modelit të përgjithshëm të Taylor.

Modeli i Bardalez (2007) ka dy karakteristika bazë që dallon nga modelet e përmendura më lart. Se pari firmat janë heterogjene në teknologjinë e tyre. Së dyti firmat janë të lira që të zgjedhin ose monedhën e huaj ose atë vendase në përcaktimin e çmimeve.

Së pari zhvillojmë një model SOE në kuadrin teorik të modelit të Ri Keynesian. Për këtë kufizohemi vetëm në një model me dy vende, kur Shqipëria dhe BE merren si të vetmet vende. Përdorim këtë model për të arritur në kurbën e kërkesës dhe ofertës sidomos duke konsideruar euroizimin e pjesëshëm (PD).

Pastaj analizojmë rrjedhojat e PD në politiken monetare. Për të arritur këtë duhet të që integrojmë një funksion të humbjes së mirëqenies (wellfare-loss-function) për bankën

qendrore duke integruar një funksion të dobishmërisë së një familje sipas funksionit të Woodford (2003) dhe Benigno dhe Woodford (2003).

Në këtë kapitull së pari zhvillojmë një model të thjeshtë të ekuilibrit të përgjithshëm për një ekonomi të vogël dhe të hapur kur firmat përballen luhatje të produktivitetit në sektorë të ndryshëm dhe ku çmimet janë pjesërisht të ngurta. Së dyti diskutojmë efektet e euroizimit të pjesshëm në politiken monetare.

4.2.2 Modeli GAP

BSH e Shqipërisë përdor modelet GAP për të bërë projeksione afatmesme mbi zhvillimet e ekonomisë. GAP-i është një nga dy modelet ekonomike kryesore të përdorura në bankën e Shqipërisë për të bërë projeksione të zhvillimeve të mundshme në ekonominë shqiptare, të cilat merren në konsideratë në procesin politikë-bërjes në bankën e Shqipërisë.

GAP është një model i vogël strukturor Neo-Keynesian, i adoptuar për Shqipërinë së pari nga Dushku dhe Kota (2011). GAP-i është i strukturuar në katër blloqe që përfaqësojnë kërkesën agregate, inflacionin, kursin e këmbimit dhe rregullin e politikës së normës së interesit. Modeli përdor të dhëna tremujore dhe ka një gjendje ekuilibër të përcaktuar në mënyrë ekzogjene.

5 Ekuacione;

1. Ekuacioni i preferencës së konsumit të brendshëm kundrejt atij të jashtëm
2. Kurba IS
3. Kurba e Filips
4. UIP

5. Rregulli i Politikës Monetare me Kurs Këmbimi dhe i^* , norma e interesit të huaj.

Kurba e Filipsit

Kurba e Filipsit ka një histori tepër interesante. Ajo u propozua në modelin origjinal nga Filips në vitet 1960 dhe paraqiste lidhjen mes inflacionit dhe papunësisë. Sa më i larte inflacioni aq më e ulët papunësia. Megjithatë ekuacioni dhe kurba e Filipsit u refuzuar në vitin 1970 (Lucas 1975) me revolucionin e pritjeve racionale. Që nga kjo kohe ekonomistët janë përpjekur që të shpjegojnë lidhjen mes inflacionit dhe prodhimit si në rastin e King dhe Watson (1994), Stock dhe Watson (1999). Teori të tjera janë ofruar për të shpjeguar këtë lidhje së në rastin e Modelit të Ri Klasik të Kurbës së Filipsit (Lucas 1973), Modeli i Ri Keynesian të Roberts (1995), Gali dhe Gertler (1999) të cilët dominuan vitet 1990 dhe që akoma janë popullore. Gjithashtu janë edhe modelet me version me ngurtësim të çmimeve të Mankiw dhe Reis (2002 dhe 2003).

$$\pi = \alpha_1 \pi_{t+1} + (1 - \alpha) \pi_{t-1} + \alpha_2 ygap_{t-1} + \alpha_3 \Delta z_t + \varepsilon_t^p \quad (3)$$

Ku: π , është inflacioni i matur si ndryshimi tremujor vjetor, dhe janë komponentët e inflacionit me vështirësi nga e kaluara dhe me vështirësi nga e ardhmja, $ygap_{t-1}$ është hendeku i prodhimit dhe Δz_t është ndryshimi në hendekun real të kursit të këmbimit. dhe janë parametra të modelit dhe është parametri i gabimit, i cili shpjegon goditjet të tjera ekzogjene të ofertës, që nuk përfshihen në model, si për shembull goditjet e çmimit të naftës.

Ekuacioni i hendekut të prodhimit

Prodhimi i brendshëm varet nga norma reale e interesit, kursi real i këmbimit dhe nga kërkesa në pjesën tjetër të botës, përfaqësuar nga bashkimi evropian. Hendeku i prodhimit është shmangia e prodhimit aktual nga niveli ekuilibër i PBB (një numër pozitiv tregon së prodhimi është mbi potencialin) që jepet më poshtë:

$$ygap_t = 100 * (gdp_t - gdp_t^*) \quad (4)$$

ku, gdp është matja e prodhimit real në log, dhe gdp^* është Pbb potenciale.

ekuacioni i mësipërm është thjesht një përcaktim i hendekut të prodhimit, Pbb dhe Pbb potenciale janë shprehur në log, kështu që $ygap$ shprehet në përqindje.

4.2.3 Rregulli i PM i propozuar

Në propozojmë një Rregull të Taylor me norme interesi të vendit të huaj BE.

$$i_t^h = \gamma_q \delta_{i^*} i_t^* + \gamma_\pi E_t \pi_t^h + \gamma_y y_t^h + \gamma_{st} q_t + u_{mt}^h \quad (5)$$

Ky Rregull i Taylor ka karakteristika të ngjashme me rregullin standard të Taylor por ka disa ndryshime nga rregulli standard i Taylor. Supozojmë që inflacioni i synuar është zero dhe që prodhimi potencial është i barabartë me trendin afatgjatë. Ndryshimi është që kemi shtuar në Rregullin e Taylor të vitit 2001, i cili përfshin kursin e këmbimit me, edhe normën e interesit të vendit të huaj, BE. Taylor argumenton (2001) që kur kursi i këmbimit vlerësohet është sinjal për uljen e normës së interesit. Lulatjet e kursit të këmbimit bazohen në UIP mes vendit shtëpi dhe vendit të huaj. Kur politika monetare e një vendi të huaj është lehtësuese ajo rrit inflacionin në atë vend dhe shton sasinë e parasë në qarkullim. Kjo ndikon në vendin shtëpi duke vlerësuar monedhën kombëtare. Reagimi i BQ në Rregullin e Taylor të propozuar nga Taylor, 2001, dhe të

propozuar në Shqipëri nga Kota (2011) është që të ulë normën e interesit të synuar në rregullin e PM. E kundërta kur vendi i huaj rrit normën e interesit të PM, ajo shkakton presione deflacioniste duke dekurajuar investimet dhe rritur kursimet dhe investimin në atë vend që rezulton me forcim të monedhës së atij vendi. Kjo nga ana e saj shkakton që monedha kombëtare të zhvlerësohet. Në këtë rast BQ reagon duke ndjekur drejtimin e vendit të huaj dhe rritur normën bazë të interesit.

Por kursi i këmbimit nuk lëviz në mënyrë të parashikueshme. Në studimin e Taylor (2001) analizohen arsyet së perse modeli i tij me kurs këmbimi nuk përformon mire.

Në studimin tone mbi projektimin e kursit të këmbimit del që modeli monetar UIP nuk parashikon KK dhe duket që KK la lëvizje stokastike.

Prandaj propozojmë që norma e interesit të vendit të huaj përcjell me shpejt sinjalin të cilat duhet të merret parasysh në PM të BSH për vendin tone ku kemi ED dhe EK.

4.3 Burimet e informacionit.

Rikujtojmë edhe një herë pyetjet kërkimore dhe hipotezat bazë të punimit.

Pyetjet kërkimore:

- 1. A ka euroizimi ndikim negativ në zhvillimin e ekonomisë reale të Shqipërisë?*
- 2. Çfarë ndikimi kanë pasur fondamentet makroekonomik në forcimin e kursit të këmbimit në periudhën 2001 - 2018?*

Hipotezat bazë:

- 1. Euroizimi ka efekte negative në rritjen e ekonomisë reale në Shqipëri.*
- 2. Fondamentet ekonomike shpjegojnë lëvizjet e kursit të këmbimit të Lek kundrejt Euro.*

4.4. Popullata e synuar.

Popullata e synuar të këtij punimi është PM e BSH. Për matjen e hendekut të prodhimit dhe normës natyrore të interesit përdorim të dhënat nga 1990 – 2018. Të dhënat janë siguruar nga BSH dhe Instat.

4.5. Metodologjia, metodat dhe instrumentet bazë të hulumtimit.

Punimi ka karakter analizues sasior dhe cilësor. Nga ana cilësore marrim në shqyrtim BSH dhe bëjmë sugjerime duke krahasuar PM të periudhës 2009 – 2018 dhe krahasuar me rezultatet e Rregullit të Taylor. Mbase analizojmë me metodën e regresionit linear të shumëfishtë lëvizjet e KK ku KK është variabël i pavarur dhe fondamentet ekonomike janë të pavarur. Me pas llogarisim me metodën e Filtrit HP normën natyrore të interesit dhe prodhimit potencial për të llogaritur hendekun e prodhimit. Llogaritjet bëhen përmes programit Gretle.

Me rezultatet e nxjerra i fusim në Rregullin e Taylor për të bere propozimin për PM bazuar në Rregullin e Taylor me norme interesi të vendit të huaj.

4.5 Mbledhja e të dhënave dhe përpunimi i tyre.

Të dhënat janë mbledhur nga burime dytësore. Përpunimi i të dhënave kryhet në programin ekonometrik Gretle dhe në Excel. At testohet përmes regresionit OLS, Filtrin HP, Mesatares Lëvizëse dhe filtrave të tjerë të përdorur.

4.6 Qasja teorike e Modelit Ekonometrik.

Në pjesën me sipër përshkruam mbledhjen e të dhënave, popullatën dhe periudhën e marre në studim. Propozime të ngjashme për PM kane bere edhe studiues të tjerë. Nder me të njohur është Taylor (2001) që propozon një rregull me GAP ku prezantohet informacion për KK. Gjithashtu Dushku dhe Kota (2011) dhe Kodheli (2015) kane propozuar përdorimin e Rregullit të Taylor me KK në PM.

Në propozojmë matjen me ane të ekuacionit linear të shumëfishte efektin që ka ED dhe EK në inflacion dhe kërkesën agregate.

Përdorim këtë model ekonomik:

$$y = \beta_0 + \beta_1 * M3\%Growth + \beta_2 * \%rritjesEK + \beta_3 * \%ED + \varepsilon \quad (6)$$

ku y është prodhimi kombëtar si variabël i varur dhe M3, rritja e ofertës monetare, EK dhe ED si variabla të pavarur.

Gjithashtu në duam që të studiojmë efektin që ka ED dhe EK në inflacion. Literatura ka pasur rezultate të përzieja prandaj Shqipëria mund të këtë veçoritë e saja.

Për të bere këtë propozojmë këtë model ekonometrik:

$$\text{Inflacion} = \beta_0 + \beta_1 * \%EK + \beta_2 * \%ED + \varepsilon \quad (7)$$

Nisur nga rezultatet në propozojmë një përshtatje të Identitetit të Fisher për të marre në konsiderate efektet e euroizimit.

Me pas krahasojmë me modelin monetar aftësinë për të marre informacion nga luhatjet

e KK kundrejt Euros. Për të bere këtë përdorim modelin monetar të KK sipas formës standarde të paraqitur nga Taylor dhe të tjerëve:

$$e_t = \beta_0 + \beta_1(m_t^* - m_t) + \beta_2(y_t^* - y_t) \quad (8)$$

Me rezultate e marra vërtetojmë ose rrezojmë hipotezën nëse Rregulli i Taylor me kurs këmbimi ka qene efektiv në PM.

Ne propozojmë një Rregull të Taylor me norme interesit të vendit të huaj të formës:

$$i_t^h = 2 + \pi + \gamma_i i_t^* + \gamma_\pi \pi_{t+1}^h + \gamma_y y_t^h + \gamma_{st} q_t + u_{mt}^h \quad (9)$$

Në ekuacionet (8) dhe (9) i_t^* është norma nominale e interesit të BQE, i_t^h është norma nominale e interesit të vendit tone, Shqipërisë dhe variablat i_t përkufizohet si $i_t = i_t^h - i_t^*$

Ku:

i_t^* : ndryshimet në normën nominale të interesit bazë të vendit të huaj BE nga periudha t-1.

y_t : hendekun e prodhimit në vendin tone

π_t : hendekun e inflacionin nga ai i synuar.

$\gamma_{st} q_t$: hendeku i kursit të këmbimit mes lek dhe euro.

u_{mt} : tregon shock të PM në vendin e huaj dhe atë mëmë.

4.7 Kufizimet e studimit.

Në këtë studim analizojmë nëse euroizimi ka efekte negative ose pozitive në ekonomi. Por nuk argumentojmë nëse duhet de-euroizim ose jo. Në synojmë që të

ofrojmë një model të PM në kushtet aktuale.

Koeficientet mund të llogariten përmes modeleve Bayziane si në rastin e Kota, Dushku (2011) ose mund të kalibrohen në mënyrë që të japin rezultate me të mira bazuar në të dhënat ex-ante. Në rastin tone ato janë zgjedhur për modelin bazuar në teorinë dhe nuk janë zgjidhur përmes modelit DSGE.

Të dhënat kufizojnë fushën e studimit kryesisht në periudhën 2009 deri 2018. Në 2009 BSH braktisi shenjëstrimin e inflacionit përmes kontrollit të masës monetare duke ndjekur strategjinë e kontrollit të i_t^h , normës së interesit.

Modeli është studiuar për Shqipërinë. Punimet në këtë fushe nuk mungojnë edhe për shkak të asistencës së FMN por aksesit është i vështirë.

Në këtë studim bazohemi në një model DSGE por nuk zhvillojmë ato. Në bazohemi në studime të tjera që kanë ofruar kuadrin teorik makroekonomik për të analizuar këtë model.

4.8 Përmbledhje e kapitullit.

Ky kapitull përmbledh kuadrin teorik, metodologjinë dhe instrumentet për realizimin e studimit. Gjithashtu kemi shpjeguar edhe burimet e informacionit, mënyrën e mbledhjes së të dhënave dhe periudhën e studimit, fokusin tone në këtë studim si dhe kufizimet e studimit. Kapitulli vijues analizon të dhënat empirike për të testuar hipotezën e studimit.

KAPITULLI V: ANALIZA E TË DHËNAVE EMPIRIKE

Në këtë kapitull do të diskutojmë mbi ndikimin e euroizimit në ekonomi. Pasi trajtojmë kuadrin teorik me të cilin BSH-ja ushtron PM-në, kalojmë në studimin dhe shpjegimin e efektit të ED-së dhe EK-së në shenjëstrimin e inflacionit dhe rritjen ekonomike. Gjithashtu diskutojmë shkaqet dhe modelet që shpjegojnë luhatjet e KKM-së. Përmes rezultateve, dhe duke u bazuar në kuadrin teorik të trajtuar në Kapitullin V, bëhet e mundur vërtetimi ose hedhja poshtë e hipotezave. Më pas ndërtojmë një model të Rregullit të Taylor-it me normë interesi të vendit të huaj. Rezultatet i krahasojmë me PM-në, që aktualisht ka ndjekur BSH-ja në vitet 2009 – 2018.

5.1 Kuadri strategjik mbi të cilin bazohet PM-ja e BSH-së.

BSH operon në një kuadër teorik në të cilin PM-ja është e rëndësishme për ruajtjen dhe arritjen e objektivave ekonomike dhe monetare. BSH-ja e shpreh kështu qëndrimin mbi PM-në dhe objektivat e saj: “Politika monetare përfshin një bashkësi parimesh, masash dhe instrumentesh nëpërmjet të cilave banka qendrore ndërhyr në tregjet financiare dhe në ekonomi, duke synuar të përmbushë objektivin e saj të stabilitetit të çmimeve.”.

Në dokumentin bazë të saj për PM-në (BSH, 2015, faqe 5,6) prezantohen parimet mbi të cilat udhëhiqet BSH-ja:

- Politika monetare garanton stabilitetin e çmimeve në ekonomi.
- Politika monetare orientohet nga e ardhmja. Efektet e politikës monetare në ekonomi shfaqen me vonesa kohore, të cilat përcaktohen nga reagimi i tregjeve financiare dhe i ekonomisë reale ndaj masave të saj.

- Politika monetare është e balancuar. Përveç respektimit të objektivit kryesor të inflacionit, politika monetare mund dhe do të përdoret edhe për zbutjen e luhatjeve afatshkurtra të ekonomisë.

- Politika monetare është e kujdesshme. Politika monetare vepron gjithnjë në prani të një pasigurie lidhur me vlerësimin e gjendjes aktuale dhe të zhvillimeve të pritura në ekonomi.

Në prezantimin e këtij parimi BSH-ja adopton pozicionin e Taylor-it kur PM-ja bazohet në rregulla, por duke përdorur diskrecion për të analizuar dhe reaguar në përshtatjen e instrumenteve.

- Politika monetare është transparente. Ndjekja e një politike monetare transparente rrit kuptueshmërinë dhe parashikueshmërinë e politikës monetare si dhe shmang surprizat për ekonominë dhe tregjet financiare.

Në mënyrë që të zbatojë këtë parim të fundit, BSH-ja shenjëstron në mënyrë transparente inflacionin dhe synon që ai të jetë në nivelin e $+3\%$.

Por këto parime të PM-së, mbi të cilat bazohet BSH-ja, kanë evoluar dhe janë rezultat i dekadave të debateve dhe analizave.

Këto parime janë vendosur në mënyrë që PM-ja të jetë transparente dhe të minimizojë luhatjet dhe influencat ndaj BQ-së. Megjithatë, risku që buron nga ushtrimi i PM-së është i vazhdueshëm dhe me efekte të rëndësishme në ekonominë reale. Mjafton të hedhim sytë në Depresionin e Madh për të parë efektin e PM-së në ekonominë reale.

Prandaj BSH-ja ka zhvilluar masa për t'i parandaluar dhe për t'iu përgjigjur këtyre situatave të pasigurta bazuar në norma dhe rregulla.

5.2 Banka e Shqipërisë dhe politika makroprudenciale

Rreziku sistemik mund të shfaqet në dimensionin ciklik dhe në atë strukturor:

1. Dimensioi ciklik i rrezikut sistemik buron nga prirja e institucioneve financiare për të marrë përsipër më shumë rrezik në periudha të rritjes ekonomike dhe për t'u shfaqur tepër të tërhequr gjatë periudhave të rënies ekonomike. Kjo sjellje shoqërohet me zhvillime financiare të paqëndrueshme gjatë fazës zgjeruese të ciklit ekonomik, të cilat, më pas, gjatë rënies së tij, mund të sjellin shitje të nxituar të aktiveve dhe rënie të fortë të çmimit të tyre, dobësim të bilanceve, stres të situatës së financimit dhe tkurrje të kreditimit.

5.3. Rëndësia e Stabilitetit të Ofertës monetare në dritën e euroizimit: Një qasje sipas QTM-së.

Ky kapitull fokusohet në efektin që ka euroizimi në ofertën e parasë. Pasi të analizojmë avantazhet dhe disavantazhet e euroizimit, ky studim do të analizojë arsyet e mosarritjes së objektivave të inflacionit dhe të kursit të këmbimit të EUR/ALL. Indikatorët kryesorë mbi të cilët bazohet analiza janë: oferta e parasë, normat e interesit, inflacioni i synuar, GDP-ja dhe shpejtësia e lëvizjes së parasë. Më tej synojmë që të analizojmë marrëdhënien mes ofertës së parasë, GDP-së dhe inflacionit të synuar. Bazuar në këtë studim, ne japim zgjidhje të këtyre problemeve mbështetur në Teorinë Sasiore të Parasë (QTM) të Phisher-it. Metodologjia e këtij studimi është një analizë sasiore bazuar në të dhëna dytësore. Studimi zbulon se ka evidenca empirike të rëndësishme për një lidhje negative mes euroizimit dhe rritjes ekonomike në Shqipëri. Studimi gjithashtu zbulon se ka ndikim të madh të euroizimit të kredisë dhe euroizimit të depozitave mbi inflacionin.

5.3.1 Hyrje

Gjatë dy dekadave të fundit Shqipëria është euroizuar në nivele të larta duke e futur vendin tonë në listën e vendeve me euroizim të lartë. Si rezultat, Shqipëria mund të konsiderohet si një vend me dy monedha. Ky kapitull fokusohet në analizën e efekteve që kanë dy monedha në ekonomi duke studiuar ndikimin e politikës monetare në rritjen e PBB-së, inflacionit dhe ofertës monetare.

Në këtë kapitull do të kërkojmë literaturën mbi efektet e euroizimit (“Euroizim” është termi teknik që përdoret për vendet që kanë një monedhë të dytë jo zyrtare, por

nga këtu e tutje do të përdorim termin “euroizim” për të pasur të qartë llojin e euroizimit për të cilin po flasim, atë ku euro përdoret gjerësisht krahas monedhës shqiptare, lek) në politikën monetare dhe ekonomi, pastaj do të përpiqemi të studiojmë perspektivën makroekonomike të vendit tonë; në pjesën e tretë do të studiojmë nga ana sasiore bazuar në Teorinë Sasiore të Parasë (QTM) marrëdhënien e euroizimit dhe bazës monetare dhe si rezultat inflacionit; në seksionin e katërt do të bëjmë përmbledhjen e kërkimit dhe analizën e rezultateve, dhe do ta mbyllim me konkluzione për rolin dhe efektet e euroizimit mbi ofertën monetare, PBB-në dhe inflacionin.

Në këtë kapitull përpiqemi të analizojmë efektet e përdorimit të dy monedhave në kredi dhe në transaksione tregtare mes agjentëve ekonomikë. Së pari përpiqemi të bëjmë një analizë bazuar në teorinë ekonomike për efektet e euroizimit në një ekonomi të caktuar por, në veçanti, në Shqipëri. Së dyti përpiqemi që të studiojmë në mënyrë empirike dhe statistikore efektet e euroizimit mbi indikatorët ekonomikë, si: inflacioni, kursi i këmbimit dhe rritja e PBB-së. Së treti synojmë të japim rekomandim për politikën monetare për shkak të efekteve të euroizimit.

Shqipëria ka hequr dorë nga përdorimi i ofertës monetare si një instrument i ndërmjetëm i politikës monetare, por, siç do të shohim edhe më vonë, literatura sugjeron që banka qendrore ta monitorojë atë. Edhe përdorimi i normës së interesit si instrument i ndërmjetëm çon në rezultate të ngjashme. Norma e interesit është çmimi i

parasë në një ekonomi. Nëse një bankë qendrore ul normën e interesit ajo po tregon se synon që të ulë çmimin e saj, në mënyrë që të rritet oferta monetare.

Cili është efekti i dy monedhave në ekonominë reale për një vend që shenjëstron ofertën monetare apo e monitoron atë? Monedha e huaj që funksionon krahas monedhes kombetare është një faktor shtesë që duhet konsideruar në variablat që ndikojnë ekonominë.

Për të ju përgjigjur pyetjes dhe analizuar efektin e variablave të pavarur, rritja e ofertes monetare M3, EK, ED mbi variablin e varur, y – rritja e ekonomisë reale.

5.3.2 Metodologjia dhe analiza

Ky studim realizohet mbi të dhënat vjetore për periudhën 21 vjeçare. Variablat e marra në konsideratë euroizimi i depozitave (ED), euroizimi i kredive (EK), niveli i inflacionit dhe rritja ekonomike. Analiza ekonometrike realizohet përmes një analize regresioni me variabla të shumëfishta kur rritja PBB dhe inflacioni janë variablat e varur dhe rritja e bazës monetare, M3-ja dhe ED-ja dhe EK-ja janë variabla të pavarur.

5.3.3 Teoria Sasiore e Parasë (QTM) për një vend me dy monedha si Shqipëria

QTM-ja propozon se nëse një ndryshim nominal i sasisë së parasë do të kryhet në mënyrë ekzogjene nga autoritetet monetare atëherë efekti afatgjatë do të ishte një ndryshim në nivelin e çmimeve (dhe variablave të tjerë nominalë) me të njëjta proporcione si ndryshimi i stokut të parasë, pa ndonjë ndryshim në vlerën e variablave realë. (McCallum, Nelson. 2010). QTM-ja shprehet nga ana matematikore me identitetin e mëposhtëm:

$$M * V = P * Q. \quad (10)$$

Me fjalë të tjera: PBB e Shqipërisë = M*V

Ku M është baza monetare, V është shpejtësia e qarkullimit, Q është prodhimi real dhe P është niveli i çmimeve.

Prandaj, sipas këtij identiteti, nëse konsiderojmë V si stabil BQ-ja duhet të printojë para në shpejtësinë e rritjes së PBB-së plus inflacionin e synuar. Nëse PBB-ja do të rritej me 3% në vit dhe inflacioni i synuar është 3% në vit atëherë BQ-ja duhet të printojë 6% të stokut të parasë për të rritur bazën monetare me 6%.

Ne propozojmë se kjo teori, QTM-ja, duhet të përshtatet për të marrë në konsiderate dinamikat si ato e Shqipërisë, ku kemi më shumë se 50% euroizim të ekonomisë.

QTM-ja klasike nuk merr në konsiderate ekzistencën e disa monedhave që përdoren si mjete shkëmbimi duke rezultuar në Politika Monetare jo adekuate për një vend që përdor si instrument të ndërmjetëm kryesor kontrollin e agregateve monetare, siç ka bere Shqipëria deri në 2008. Shqipëria ka rreth 60% euroizim të EK-së, rreth 50% të

ED-së dhe, sipas studimeve të ngjashme, transaksionet ekonomike që kryhen në euro, ose euroizim financiar EF, në nivel mbi 50%.

Prandaj PM-ja e një BQ-je që kontrollon agregatet monetare ushtrohet për të kontrolluar ofertën e parasë për më pak se 50% të ekonomisë. Megjithatë, BQ-ja e një vendi të tillë ushtron kontroll edhe mbi monedhën të cilën ajo nuk e printon. Ajo e ushtron këtë kontroll përmes instrumenteve të tjerë si niveli i detyruar i rezervës apo norma e interesit.

Nëse euroizimi do të ishte 100%, si në rastin e Kosovës dhe Malit të Zi ku kemi euroizim të plotë të njëanshëm, atëherë autoritetet monetare do të ushtronin kontroll vetëm mbi monedhën e huaj, në këtë rast euro, përmes rezervave të detyruara dhe normës së interesit. Kontrolli i masës monetare në qarkullim do të ishte jashtë kontrollit të tyre, përveç se me anë të instrumenteve tregtarë dhe fiskalë.

Pyetja kërkimore në këtë kapitull është nëse rritja e euroizimit ka ndonjë efekt mbi politikën monetare dhe inflacionin.

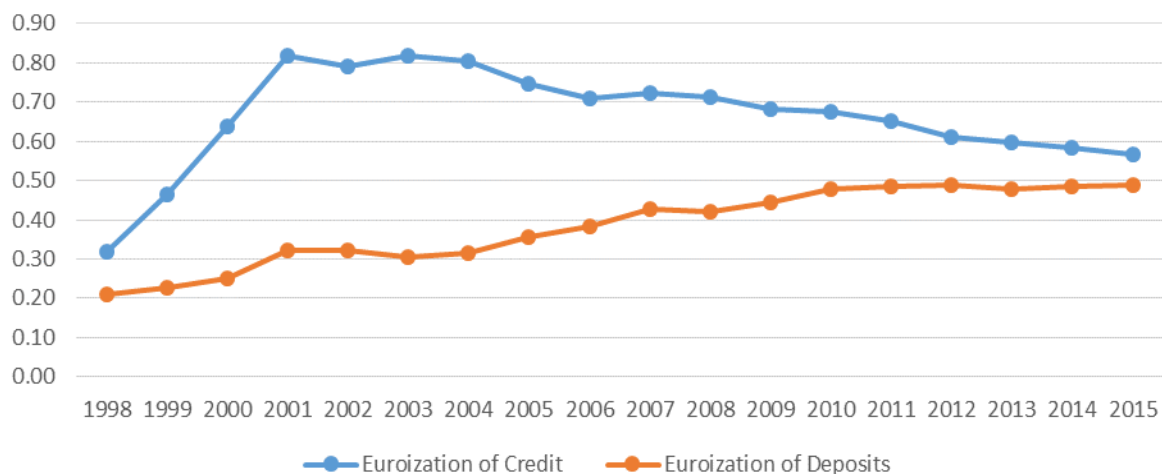
Nëse euroizimi ndikon këto variabla, atëherë ne duam të dimë për mekanizmin dhe peshën e ndikimit.

Së pari le të shohim nivelin e ED-së dhe të EK-së.

Të dhënat e serive kohore për ED-në dhe EK-në tregojnë një nivel të lartë të EK-së por një rritje të ED-së. Në vitet 90 EK-ja dominohej nga dollari ndërsa pas prezantimit të euros, ajo ka zëvendësuar dollarin si monedha e dytë.

Nuk ka të dhëna zyrtare për euroizimin e kursimeve të mbajtura jashtë sistemit bankar, por disa studime kanë sugjeruar që ato janë në nivelin e më shumë se 50% (si Narazani, 2013).

Grafiku 20: Euroizimi i depozitave dhe kredive në Shqipëri, 1998 - 2015



Burimi: Banka e Shqipërisë

5.3.4 Përshatja e identitetit të Phisher-it për një vend me euroizim

Irvin Phisher propozoi më 1911-n në librin “Fuqia blerëse e parasë” (The Purchasing Power of Money) një nga identitetet që është klasike për teorinë e parasë, një identitet i paraqitur në formulën 1.

Me vonë Phisher-i paraqiti edhe një përditësim duke shtuar në sasisë e parasë, M , edhe depozitat bankare rrjedhëse M' .

Identiteti i përditësuar mori formën e mëposhtme:

$$M * V + M' * V' = P * Q \quad (11)$$

ku M' dhe V' janë depozitat rrjedhëse dhe shpejtësia e qarkullimit të depozitave rrjedhëse përkatësisht.

Duke ndjekur këtë model të propozuar nga Phisher-i, ne sugjerojmë që një faktor i rëndësishëm në politikën monetare dhe agregatet monetare është oferta monetare në euro.

Duke zëvendësuar ofertën monetare të euros në ekuacionin e përditësuar me depozita rrjedhëse të Phisher-it, ne marrim:

$$M * V + M^{\epsilon} * V^{\epsilon} = P * Q \quad (12)$$

Nëse supozojmë që $V = V^{\epsilon}$ atëherë mund të zëvendësojmë dhe të marrim:

$$(M + M^{\epsilon}) * V = P * Q \quad (13)$$

Marrëdhënia me M dhe M^{ϵ} është e tillë që oferta monetare në euro, M^{ϵ} është një përqindje e bazës monetare në lek:

$$M^{\epsilon} = x * M \quad (14)$$

ku x është një koeficient që shpreh marrëdhënien mes M dhe M^{ϵ}

Prandaj, duke u nisur nga (5), mund ta shprehim identitetin e Phisher-it si më poshtë:

$$(M + k * x * M) * V = P * Q \quad (15)$$

Ky identitet mund të thjeshtësohet dhe të marrë formën:

$$(1 + k * x)M * V = P * Q \quad (16)$$

Ky është një konkluzion i rëndësishëm për PM-në sipas QTM-së. Ajo thotë që nëse PBB-ja rritet me 3% dhe BQ-ja synon që të ketë inflacion prej 3% atëherë oferta bazë monetare, dhe oferta monetare, duhet të rritet me

$$6\% (1+k*x) \quad (17)$$

ku x është raporti i euroizimit të ekonomisë, si një mesatare dhe k është pesha specifike e euroizimit në politikën monetare. Në Shqipëri kemi nivel euroizimi rreth 50%, prandaj raporti i M dhe M^{ϵ} është i barabartë, 1×1 , ose $x = 1$.

Prandaj baza monetare duhet të rritet me: 6% (1+1*k).

Madhësia e k -së kërkon studime të mëtejshme. Pesa e koeficientit k në rritjen e ofertës monetare varet nga disa faktorë:

1. Dhënia e një vlere specifike për koeficientin k duhet të ndodhë duke kontrolluar për kursin e këmbimit i cili, në bazë të teorisë PPP, UIP apo Teorise Monetare, do të reflektojë raportin e ofertës monetare mes M dhe M^{ϵ} dhe rritjes së prodhimit kombëtar.
2. Siç do ta shohim nga analiza jonë, kursi i këmbimit nuk reflekton Modelin Monetar apo UIP-në. Prandaj BSH-ja do të duhej që të vlerësonte peshën e k -së në bazë të

faktorëve të tjerë direkt dhe të vëzhgueshëm siç janë hendeku i kursit të këmbimit dhe bilanci i pagesave.

Ne vëmë re që një kurs këmbimi ku monedha kombëtare lek është vlerësuar, është indikator i një politike monetare të shtrënguar për lek, dhe një model i Fisher-it i përditësuar për një vend me euroizim do të jepte rezultate me të mira.

Ky konkluzion teorik është i rëndësishëm dhe ne do ta testojmë këtë duke përdorur marrëdhënien afatgjatë mes M3-së dhe inflacionit si dhe një funksion bivariat të influencës se euroizimit të depozitave dhe kredive mbi inflacionin dhe rritjen e PBB-së. Siç është sugjeruar dhe mbështetur nga shumë studime, ne presim të gjejmë një lidhje të fortë pozitive mes M3-së dhe inflacionit dhe një lidhje negative mes të dy variablave të pavarur, ED-së dhe EK-së, dhe variablit të varur, përqindjes së rritjes së PBB-së.

5.3.5 Model ekonometrik për ndikimin e euroizimit në kërkesën agregate dhe inflacion.

1. Kërkesa agregate dhe euroizimi

Ne përdorim një regresion linear të thjeshtë. Së pari shohim marrëdhënien e përqindjes së rritjes së PBB-së, ofertës monetare, ED-së dhe EK-së.

$$y = \beta_0 + \beta_1 * M3\%Growth + \beta_2 * \%rritjesEK + \beta_3 * \%ED + \varepsilon \quad (18)$$

ku y është rritja e PBB.

Rezultatet e analizës me modelin OLS

$$y = 0.277 + 0.31 * M3 \% Growth - 0.14 * \% EK - 0.33 * \% ED \quad (19)$$

Tabela 7: Të dhënat e regresionit OLS, “Kërkesa Agregate dhe euroizimi” 1998-2014

Model 1: OLS, vëzhgimet për 1998-2014 (T = 17)				
Variabli i varur: PBBritje%				
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	0.277***	0.0706899	3.9207	0.0018
%ED	-0.327***	0.108008	-3.0344	0.0096
M3Rritja%	0.306	0.174523	1.7579	0.1023
%EK	-0.144**	0.0611528	-2.3604	0.0345
R-squared	0.789059	Adjusted R-squared	0.740380	

Burimi: Llogaritjet e autorit me programin Gretle

2. Inflacioni dhe EK-ja dhe ED-ja

Modeli i dytë ekonometrik që duam të shohim në këtë kapitull është marrëdhënia e EK-së dhe ED-së nga njëra anë dhe inflacionit nga ana tjetër. Ne përdorim modele të ngjashme me regresionin multivariate dhe analizën në bazë të OLS-së. Në këtë model marrim inflacionin si variabël të varur dhe EK-në dhe ED-në si variabla të pavarur (“ceteris paribus”).

$$\text{Inflacion} = \beta_0 + \beta_1 * \%EK + \beta_2 * \%ED + \varepsilon \quad (20)$$

Rezultatet e modelit tregojnë që EK-ja dhe ED-ja janë të lidhura negativisht me inflacionin. Një rritje prej 6% në nivelin e EK-së e ul inflacionin me 1%. N = 17 dhe $R^2 = 0.35$.

Tabela 8: Rezultatet e regresionit “Inflacioni dhe Euroizimi” 1998-2014

Model 10: OLS, using observations 1998-2014 (T = 17)				
Variabli i varur: Inflacioni – IÇK në bazë vjetore				
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	0.199***	0.0612014	3.2629	0.0057
%ED	-0.122	0.108604	-1.1269	0.2787
%EK	-0.176**	0.0798073	-2.2157	0.0438

Burimi: Llogaritjet e autorit me programin Gretle

Rezultatet tregojnë që rezultati është i rëndësishëm në nivel 5%. Ndërsa sipas fakteve të stilizuara dhe modelit rezulton që % e EK-së ka një ndikim negativ, por rezultati nuk është statistikisht i rëndësishëm.

Këto rezultate parashikohen nga identiteti me faktor euroizimi i Phisher-it për një vend me dy monedha. Përse vëzhgohen këto rezultate?

Pas luhatjeve me origjinë ekzogjene në ekonomi, struktura e ekonomisë ndryshon (çmimet, prodhimi, eksportet dhe importet etj.) dhe ekonomia krijon një ekuilibër të ri.

BQ-ja duhet të marrë parasysh ekuilibrin e ri të krijuar në PM. Në realitetin e Shqipërisë monedha kombëtare furnizon me likuiditetin e nevojshëm vetëm një pjesë të ekonomisë. Kontrolli i monedhës së huaj që furnizon ekonominë nuk është i mundur, por nuk duhet të lihet pa u kontrolluar. Në afat të shkurtër një rritje prej 6% të bazës monetare të lekut nuk i përgjigjet rritjes ekonomike prej 3% dhe inflacionit të synuar prej 3%. Kjo krijon presion që monedha kombëtare të forcohet dhe krijon presion deflacionist.

Prandaj euroizimi rezulton me inflacion më të ulët. Edhe studime të tjera kanë arritur në të njëjtin konkluzion. Euards et al.(2001) arrijnë në konkluzionin që inflacioni është më i ulët në vendet e dollarizuara se sa në ato jo të dollarizuara, por, në të njëjtën kohë, rritja ekonomike ndjek trendin e kundërt. Sipas këtyre studiuesve vendet e dollarizuara kanë rritje ekonomike me nivele më të ulëta se vendet jo të dollarizuara. Rritja më e ulët ekonomike në vendet e dollarizuara, ose euroizuara, mund të vijë nga faktorë të tjerë si luhatjet në lëvizjet e kapitaleve. Në studimin tonë të paktën një pjesë e saj vjen si rezultat i politikës monetare më të shtrënguar.

5.3.6 Konkluzione

Sipas rezultateve të modelit OLS të studiuar %ED dhe %EK janë statistikisht të rëndësishme. Ndërsa efekti i rritjes së M3-së në këtë model nuk është statistikisht i rëndësishëm. Nëse e studiojmë efektin e M3-së në një model univariate kur variabli i pavarur është M3 dhe variabli i varur është y atëherë M3-ja e ndikon GDP-në me një β_1 prej 0.69 *%M3 dhe R^2 prej 0.56 me domethënie statistikore të rëndësishme në nivelin prej 1%.

Është e rëndësishme të vëmë re efektet negative të euroizimit në rritjen e PBB-së.

Sipas studimit tonë kanë ekzistuar të dyja bashkë, që bashkë me rritjen e EK-së dhe ED-së ka ndodhur një ngadalësim i rritjes ekonomike.

Ne sugjerojmë që fenomeni i mësipërm ka ndodhur për shkak se euroizimi ka kontraktuar ofertën monetare e cila ka rezultuar në frenim të ekonomisë. Pra, nuk është rritur oferta monetare në bazë të sugjerimeve të QTM-së. Ky kontraktim i ofertës monetare ka ushtruar presion deflacionist mbi çmimet dhe si rezultat kemi frenim të aktivitetit ekonomik.

Ekonomia shqiptare ka nevojë për impulse rritjeje, të cilët vijnë edhe nga politika monetare. BQ të shumë vendeve të zhvilluara dhe në zhvillim kanë përdorur të gjitha burimet e tyre konvencionale dhe jo konvencionale për të shtyrë kthimin e rritjes ekonomike në nivele normale dhe inflacionin brenda objektivave. Euroizimi është rritur si në EK po ashtu edhe në ED. Studimet sugjerojnë që kjo është e vërtetë edhe në rastin e parave të mbajtura jashtë sistemit bankar.

Qëllimi i këtij kapitulli është studimi i efekteve të euroizimit në inflacionin dhe rritjen ekonomike. Ne kemi përdorur të dhëna nga BSH-ja dhe i kemi analizuar ato në modele ekonometrike me modele multivariate.

Ne gjetëm që euroizimi ka efekt negativ në rritjen e PBB-së. Një rritje prej 7% në nivelin e euroizimit të kredive ka tendencë që ta ndikojë negativisht rritjen e PBB-së me 1%. Efekti i ED-së është statistikisht i pa rëndësishëm.

Siç sugjerohet nga identiteti matematikor i Phisher-it për vendet e euroizuara, baza monetare duhet të rritet duke marrë në konsideratë strukturën aktuale të ofertës monetare të Shqipërisë. Efekti i një politike monetare më akomoduese do të kishte efekte pozitive për ekonominë, do ta kthente inflacionin brenda objektivave të 3% dhe kursin e këmbimit në nivelet e vitit 2012, duke i bërë investimet në Shqipëri më atraktive, produktet e huaja më të shtrenjta dhe produktet shqiptare më të shtrenjta.

Sipas Kadaresë (2014) një zhvlerësim i monedhës kombëtare kundrejt monedhave të huaja do të rriste aftësinë konkurruese të shërbimeve dhe produkteve kombëtare. Nga ana tjetër sipas Kadaresë (2014) ajo gjithashtu ndihmon me inflacionin, pasi produktet e importuara bëhen me të shtrenjta.

Të dyja rezultatet e mësipërme janë të dëshirueshme në gjendjen tonë ekonomike. Korrigjimi i kësaj politike monetare kontraktuese do të sillte rezultatin e dëshiruar për aftësi konkurruese me të lartë të produkteve shqiptare. Së dyti, ajo do të ndihmonte që të sillte inflacionin brenda niveleve të synuara duke iu shmangur rreziqeve të deflacionit.

5.4. Menaxhimi i kursit të këmbimit dhe efektet e euroizimit

5.4.1 Hyrje

Për një vend që zgjedh të lejojë kurs fleksibël të këmbimit me një monedhë tjetër, e vetmja mundësi për të në politikën monetare bazohet në trinomin: (1) Kurs këmbimi fleksibël, (2) një politikë monetare e shënjestrimit të inflacionit dhe (3) një politikë monetare me normë bazë interesi, si instrument i ndërmjetëm (shih Taylor 2002 “The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules”).

Por diskutimi nuk përfundon këtu. Banka Qendrore përdor të paktën dy mënyra për të ndërhyrë në mbajtjen e kursit të këmbimit brenda normave të synuara.

Kontrolli i kapitaleve

Mënyra e parë që banka mund të përdorë për të kontrolluar kursin e këmbimit është kontrolli i lëvizjeve të kapitalit. Flukset hyrëse ose dalëse të kapitalit shkaktojnë tronditje ekzogjene në kursin e këmbimit. Megjithatë, kjo metodë nuk është e mundur në kushtet e globalizimit të ekonomisë.

Ndërhyrjet e sterilizuara në këmbimin valutor

Shqipëria e vitit 1992 pati një zhvlerësim të lartë të monedhës Lek kundrejt Dollarit amerikan. Rezervat valutore kishin shteruar dhe, sipas Themeli (2012), në vitin 1992 kishte rezerva valutore për vetëm 3 javë importe mallrash dhe shërbimesh. Banka e Shqipërisë nuk kishte mjete të mjaftueshme për të ndërhyrë në tregun e kursit të këmbimit për të stabilizuar kursin, por, edhe sikur të ndërhynte, nuk do të kishte qenë e besueshme. Në korrik 1992, Këshilli i Ministrave vendosi që të ndiqte regjimin e një kursi këmbimi fleksibël. Ky rezultat pati përcaktimin e çmimit të Lekut, të shprehur në monedha të huaja, nga forcat e tregut. Prandaj, që nga 1992, Shqipëria ka një kurs fleksibël këmbimi.

Ndërhyrjet e sterilizuara të Bankes Qendrore janë ato ndërhyrje në të cilat Banka Qendrore ndërhyt në tregun e parasë për të blerë ose shitur monedhën e huaj, në mënyrë që të influencojë kursin e këmbimit. Kjo ndërhyrje quhet e sterilizuar, sepse synohet që ndërhyrja të ketë efekt në kursin e këmbimit, por jo në normën afatshkurtër të interesit.

Sipas Mohanty (2011) Banka Qendrore ndërhyt në kursin e këmbimit përmes mjeteve të saj të këmbyeshme, që zakonisht janë obligacionet ose letrat me vlerë të Qeverisë.

Gjithashtu, ajo ndërhyt edhe me rezervat e saj valutore, kur synon zhvlerësimin e monedhës vendase apo rritjen e sasisë së valutës, kur synon zhvlerësimin e monedhës kombëtare.

Sipas Taylor (2002), këto metoda nuk kanë qenë të suksesshme në kontrollin e kursit të këmbimit.

Prandaj pyetja mbetet: Si duhet të reagojnë instrumentet e politikës monetare, qoftë një normë bazë interesi apo agregat monetar, ndaj kursit të këmbimit? A duhet që politikëbërësit e Bankës Qendrore të injorojnë reagimin ndaj kursit të këmbimit dhe në vend të kësaj të fokusohen në agregate të tjera si inflacioni dhe PBB-ja? Apo, siç diskutohet nga Obstfeld dhe Roggoff (1995, fa.93), një vlerësim i kursit të këmbimit është shenjë e menjëhershme për të një politikë monetare më akomoduese.

Pra, pyetja është se çfarë roli duhet të ketë kursi i këmbimit në një politikë monetare të bazuar në rregulla.

Pas studime që janë kryer në Shqipëri mbi rolin që duhet të ketë kursi i këmbimit në politikën monetare. A i shpjegojnë fundamentet ekonomike luhatjet e kursit të këmbimit? Çfarë roli kanë luhatjet e PBB-së, luhatjet e remitancave dhe bilanci i pagesave në kursin e këmbimit të Lekut kundrejt monedhës së BE-së.

Përkeqësimi i treguesve makroekonomikë, një inflacion larg objektivit, rënia e remitancave dhe përkeqësimi i BP-së japin sinjale për një Lek të dobët dhe Euro më të fortë. Në fakt ky nuk është realiteti.

Banka e Shqipërisë ka ndërhyrë në treg për të dobësuar Lekun me anë të ndërhyrjeve të sterilizuara, por kanë qenë të pasuksesshme në ndaljen e forcimit të Lekut. Si duhet të reagojë politika monetare me instrumentet kryesore ndaj këtij realiteti?

5.4.2 Shtrimi i problemit

Ne përdorim një model monetar të kointegruar me funksion të kursit nominal të këmbimit, për të testuar luhatjet. Literatura ekonometrike sugjeron që është kohëzgjatja e të dhënave, dhe jo frekuenca e tyre, ajo që përcakton fuqinë e testeve të kointegrimit, por ne jemi të kufizuar nga koha e shkurtër e ekzistencës së monedhës Euro. Ne testojmë Lekun krahasuar me Euron, duke përdorur të dhënat nga vitet 1999 – 2016.

Synimi i këtij kapitulli është që të testojmë nëse një formë e thjeshtë e modelit monetar mund të shpjegojë luhatjet e monedhës shqiptare Lek, kundrejt monedhës së Unionit Monetar. Modeli monetar është i bazuar në një intuitë të thjeshtë: që çmimet e një vendi, përfshirë edhe monedhën e atij vendi, varen nga sasia e monedhave që ofrohen dhe kërkohen. I njëjti parim qëndron edhe kur çmimet janë të denominuara në një monedhë të përbashkët, që nuk është tender ligjor i atij shteti. Ky model, modeli monetar, shërben si një model bazë në literaturë, për të testuar lidhjen afatgjate në mes të kursit nominal të këmbimit ndërmjet dy ose më shumë shteteve.

Tregu i këmbimit të monedhave ka qenë shumë i nxehtë dhe me luhatje të mëdha që nga krijimi i sistemit të Bretton Woods. Në këtë sistem, që zgjati nga viti 1944 deri kur u shpërbë përfundimisht në vitin 1973, kursi i këmbimit ishte i fiksuar nga qeveritë.

Nën sistemin e ri të kursit të këmbimit, atë të “floating”, çmimi me të cilin do të tregtohej çdo monedhë do të përcaktohej nga tregu përmes ofertës për monedha dhe kërkesës për to.

Por ky sistem i ka shqetësuar shumë ekonomistë. Tregu i këmbimit të monedhave dhe luhatjet e çmimit të tregtimit të tyre kanë qenë tepër më të luhatshme dhe më pak efeciente sesa ishte shpresuar. Shumë ekonomistë të shkollës austriake të mendimit ekonomik bëjnë thirrje akoma që të kthehemi në epokën e standardit të arit. Risku i kursit të këmbimit i ka shtuar kostot e investimeve ndërkombëtare dhe tregtisë dhe ka shkaktuar disa kriza financiare ndërkombëtare. Krugman (1977), një kritik i Bretton Woods dhe mbështetës i sistemit të ri, shprehet kështu:

“Mungesa e stabilitetit të sistemit pluskues ka surprizuar dhe zhgënjyer shumë ekonomistë dhe biznesmenë, të cilët nuk prisnin që të krijontë kaq shumë destabilitet”.

Problemi i kursit të këmbimit dhe mungesa e besimit se tregjet do të përcaktojnë kursin, ka sjellë një mosbesim nga të dy krahët kryesorë të mendimit ekonomik. Gjithashtu, ka mbështetës të kursit të këmbimit fiks dhe atij fleksibël në të dy krahët e spektrit ekonomik.

Krugman (1977) shpreh pikëpamjen që në kampin e ekonomistëve që nuk i besojnë *laissez faire* ka që mbështesin kurset fikse të këmbimit, si dhe ato fleksibël. E njëjtë është situata në krahun e ekonomistëve që besojnë në *laissez faire*. Në krahun e ekonomistëve klasikë, Milton Friedman donte që oferta monetare të rritej më një normë fikse, prandaj propozonte që kursi i këmbimit të lihej fleksibël. Madje, Friedman sugjeronte që kursi i këmbimit do të bënte balancimin e çmimeve në ekonomi të

ndryshme. Zhvlerësimi i një monedhe të një vendi do të shërbente si ulje çmimi relative krahasuar me një monedhë të një vendi tjetër. Në krahun klasik, gjithashtu, është Robert Mundell që propozonte që kursi i këmbimit të fiksohej, madje një rikthim në standardin e arit. Në krahun e kundërt, atë Keynesian, dhe mbështetës të ndërhyrjes së qeverisë në ekonomi, është profesori i Yale, James Tobin, i cili e konsideron mungesën e stabilitetit të kursit të këmbimit si një çmim që duhet paguar për të patur lirinë për të ndjekur një politikë monetare aktiviste (jo bazuar në rregulla dhe me rritje të ofertës monetare me norma fikse). Nga na tjetër, Williamson nuk u beson tregjeve financiare në përcaktimin e kursit të këmbimit. Pikëpamje të ndryshme mbi kursin e këmbimit kanë krijuar aleatë të panatyrshëm në të dyja kampet.

Prandaj çështja e regjimit të kursit fleksibël të këmbimit, i përcaktuar pas dështimit të Bretton Woods, mbetet larg zgjidhjes.

Për t'i dhënë zgjidhje dhe përgjigje këtij problemi, u desh rreth një dekadë deri sa të fillonin përpjekjet e para. Nevoja për një zgjidhje erdhi pasi Dollari Amerikan u vlerësua me 44% (shih Frankel, 2015). Përgjigjja u koordinua nga ministrat e Financave të vendeve të G-5 (që më vonë u bë G-7). Përfundimet e takimeve ishin që të kishte një përgjigje të koordinuar ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit.

Nevoja ishte urgjente dhe risku ishte i lartë. Kështu e përmbledh Frakel (2015) situatën në një studim me rastin e 30-vjetorit të Plaza Accord:

“Vlera e Dollarit është rritur me 44% kundrejt monedhave të tjera kryesore në vitet deri në 1985 (shih figurën 1). Kryesisht si rezultat i Dollarit të fortë dhe konkurrueshmërisë së çmimeve, bilanci tregtar i Amerikës kishtë rënë në nivele rekord

në vitin 1985, një deficit prej 122 miliardë dollarësh. Deficiti tregtar nxiti mbështetjen e Kongresit për një ndërhyrje tregtare të propozuar, të cilën ekonomistët mendonin që ishte e dëmshme.”

Rezultatet e kësaj përgjigjeje të koordinuar mbi kursin e këmbimit ishin të menjëhershme. Brenda 2 viteve nga marrëveshja, Dollari humbi 40% të vlerës së tij. Bilanci tregtar i SHBA-së u përmirësua, duke shmangur Kongresin Amerikan që të ngrinte barriera tregtare.

Grafiku 21 – Indeksi i peshuar me tregtinë i US Dollar 1970 - 2015



Burimi: Banka Federale e St. Louis

Duket qartë në luftën tregtare mes BE-së, Kinës dhe SHBA që vazhdon të jetë e njëjta sfidë. SHBA-ja e deklaroi Kinën si manipulatore të monedhës së saj, me qëllim që të përfitojë nga avantazhi i konkurrencës së çmimeve. Kjo shkaktoi rritjen e tarifave tregtare të vendosura nga administrata amerikane ndaj produkteve kineze.

Shqipëria gjendet në situatë të ngjashme të humbjes nga konkurrueshmëria e çmimeve, si rezultat i një dëmi kolateral në luftën e BE-së për të konkurruar në tregjet ndërkombëtare, përmes dobësimit të Euros. Edhe pse BQE shprehet në mënyrë të përsëritur se nuk synojnë kursin e këmbimit në politikën monetare, ajo, përmes politikave lehtësuese, uljes së normës bazë të interesit më thellë në territore negative, kanë dobësuar Euron, duke nxitur eksportet. Shqipëria vazhdon të jetë mbrapa në reagimin e saj ndaj politikës monetare të BQE.

Në vitet e fundit Plaza Accord duket se ka humbur shkëlqimin e saj, madje duke shkuar drejt një marrëveshjeje për mosndërrhyrje. Sipas Frankel (2015), me këmbënguljen e partnerëve amerikanë, u ra dakord, në vitin 2013, në takimin e ministrave të Financave të G-7, që të kufizoheshin nga ndërrhyrjet në tregun e kursit të këmbimit.

Marrëveshja e Plazas (Plaza Accord) dha disa mësimet të vlefshme, të cilat përmblihen nga Frankel (ibid).

- Blerja dhe shitja e monedhave nga ana e qeverisë, për të ndikuar kursin e këmbimit, nuk do të ketë efekt, nëse tregjet janë të bindur për vlerën e monedhës. Kjo për shkak se tregu i kursit të këmbimit ka një xhiro ditore prej disa trilionë dollarësh.
- Ndërrhyrjet në tregje, menjëherë pas Marrëveshjes së Plazas, kishin efekt më të madh, por u venitën në vitet e mëvonshme, për shkak se humbi elementi i surprizës.
- Ndikimi në kursin e këmbimit si rezultat i ndërrhyrjes së qeverisë, ka gjasa të jetë shumë më tepër i efektshëm kur bëhet me bashkëpunimin e disa qeverive, si në rastin e vitit 1985 dhe në vitet pas saj.
- Autoritet nuk janë në gjendje që të ndikojnë kursin për një kohë të gjatë pa masa korresponduese në ndryshimin e fundamenteve ekonomike.

Do t'u kthehemi më vonë mësimëve kryesore nga Marrëveshja e Plazas, sukseset dhe dështimet e të cilës janë të vlefshme në diskutimin tonë për kursin e këmbimit të monedhës shqiptare.

5.4.3 Fondamentet politike kundrejt atyre ekonomike

Në vitet e fundit, humbësit dhe fitimtarët duket se janë më tepër viktima të përshtjellimeve politike, sesa të fundamenteve ekonomike. Ky është konkluzioni i Juckes (2016). Figura 4 tregon humbësit dhe fitimtarët e tregjeve të kursit të këmbimit në fillim të vitit 2017.

Figura 4: Monedhat me performancën më të mirë dhe më të keqe



Burimi: Juckes, 2017

Gjashtë nga monedhat me rezultatet më të mira – Dollari Australian, Pesoja Kolumbiane, Rubla Ruse, Reali Brazilian dhe Dollari Kanadez – Sipas Juckes (2017) të gjithë kanë një gjë të përbashkët, ata kanë një β të madhe, që do të thotë rrezikshmëri e lartë. Prandaj nuk duket se investitorët po refuzojnë monedhat me luhatje madhe. E

kundërta u vu re në vitin 2016, kur monedhat që u vlerësuan më shumë ishin ato që konsideroheshin të sigurta dhe investitorët po kërkonin siguri në pritje të stuhisë. (shih edhe Juckes, 2017).

Pas një serie krizash në Azi, në vitet '90, shumë vende, të cilat kishin ankoruar monedhat e tyre kryesisht me Dollarin Amerikan, braktisën formalisht kurset fikse të këmbimit, në favor të atyre gjysmëfikse ose fleksibël. Kjo erdhi edhe si rezultat i thellimit të globalizmit, që e pamundësonte mbajtjen e një kursi fiks këmbimi. Kurset fikse të këmbimit e mbajnë një ekonomi të hapur dhe të cenueshme nga spekulatorët.

5.4.4 Fondamentet ekonomike

Euroja ka pësuar rënie në tregjet ndërkombëtare, për shkak të ekonomisë së dobët të BE-së, ndërhyrjes së BQE-së në një politikë monetare ekstremisht lehtësuese dhe rrezikut të daljes së Anglisë nga BE-ja pa një marrëveshje. Euroja ka qenë, gjithashtu, e dobët në tregun vendas të Shqipërisë, duke humbur terrenin që kishte fituar ndaj Dollarit dhe Lekut në dekadën e parë të ekzistencës së saj. Teoria kryesore dhe më e mirë sugjeron që, në afatgjatë, kursi i këmbimit të përcaktohet nga fundamentet ekonomike. Këto fundamente duhet të shpjegojnë luhatjet mes Euros dhe Lekut. Në të njëjtin përfundim vijnë edhe shumë studiues (shih Love and Payne, 2002, Evans dhe Lyons, 2003) që fundamentet ekonomike përcaktojnë kursin e këmbimit.

Është me interes të lartë përcaktimi i faktorëve që kanë çuar në vlerësimin e Lekut kundrejt Euros, duke qenë se pasojat e saj në aktivitetin ekonomik dhe tregtar për Shqipërinë mund të jenë të mëdha.

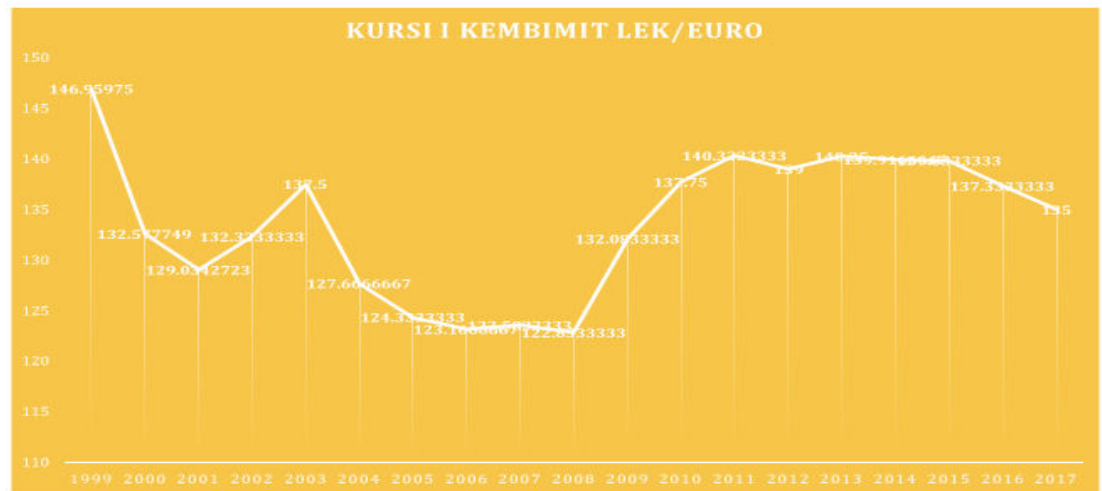
Figura 3 tregon marrëdhëniet historike mes Euros dhe Lekut. Siç mund të shihet në këtë grafik, Euroja është zhvlerësuar së tepërmi ndaj Lekut, duke filluar me vitin

2015. A e bën të domosdoshëm ndërhyrjen e BSH-së ky forcim i Lekut në krahasim me Euron? Në studimin e Departamentit të Kërkimit të BSH-së (Rama et al. 2016) argumentohet kundra ndërhyrjes në tregun e kursit të këmbimit kur luhatjet janë të mëdha. Kjo për arsyen se një vlerësim i madh i Lekut kundrejt Euros mund të interpretohet si një lëvizje e çmimit të Euros drejt një ekuilibri të ri dhe, si rezultat, dekurajohen ndërhyrjet e shpejta nga BSH-ja.

Në të njëjtin studim supozohet i njëjti parim i pranuar nga literatura dhe shkolla monetariste e mendimit ekonomik, që në afatgjatë kursi i këmbimit shpreh gjendjen e fundamenteve ekonomike. Agjentët ekonomikë i pozicionojnë portofolet e tyre në tregun e monedhave në baze të pritjeve që kane për performancën afatgjatë ekonomike. Prandaj lëvizjet e papritura në fundamentet ekonomike kërkojnë përshtatje të portofoleve.

Këto komente nga Departamenti i Kërkimit sugjerojnë që BSH-ja mund të jetë duke vëzhguar një ekuilibër të ri në çmimin e Euros në tregun shqiptar. Sipas teorisë së kursit të këmbimit, një ekuilibër i ri mund të shpjegohet vetëm me anë të ndryshimeve të fundamenteve ekonomike. Por, a shpjegohet luhatja e kursit të këmbimit të Euros dhe Lekut nga fundamentet ekonomike? Ne përpiqemi t'i përgjigjemi kësaj pyetjeje me anë të modelit monetar.

Grafiku 22 – Kursi i këmbimit të Lekut kundrejt Euros 1999 - 2017



Burimi: Banka e Shqipërisë dhe llogaritje të autorit

5.4.5 Faktorët që e bëjnë përgjigjen e kësaj pyetjeje të rëndësishme:

Si faktor të partë të rëndësishëm duhet të kujtojmë që faktin që Qeveria Shqiptare ka deklaruar si objektiv krijimin e një modeli të ri ekonomik. Ky model i ri ekonomik përpiqet që të kalojë Shqipërinë nga të bazuarit e rritjes ekonomike mbi konsumin të rritja ekonomike që bazohet mbi prodhimin dhe eksportin. Qëllim i këtij modeli të ri ekonomik, që duhet thënë se është rruga e duhur, e ndjekur edhe nga ekonomi të suksesshme (psh Izraeli, Polonia etj), është edhe përmirësimi i bilancit të deficitit. Forcimi i ALL dobëson aftësinë konkurruese të produkteve shqiptare në tregun evropian e më gjerë, pasi i bën produktet shqiptare më të shtrenjta në raport me ato të BE-së. Pra, forcimi i ALL dekurajon eksportet dhe inkurajon importet.

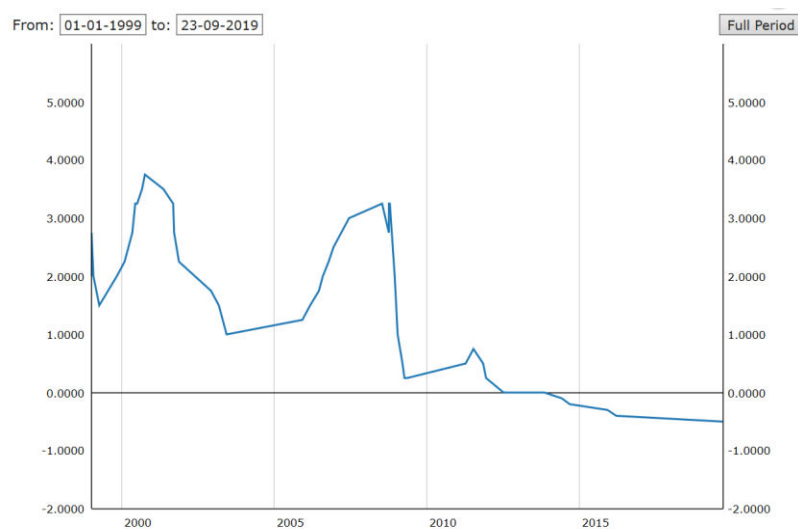
Shembull nga politika monetare e BE-së

Më 12 shtator, BQE uli normën bazë të interesit edhe me tutje në territor negativ, dhe nisi një program blerjeje të obligacioneve. Kjo politikë e BQE është cilësuar si

“ekstrem i lirë” (ultraloose) nga ekonomistët, shkaktoi lëvizje në tregje dhe reagimin e politikanëve.

Politikanët amerikanë u shprehën që BQE po përpiqet të zhvlerësojë Euron dhe ia arrin duke krijuar një avantazh ndaj partnerëve ndërkombëtarë në një ekonomi globale që është në vështirësi. BQE uli normat bazë të interesit me 0.1%, duke shkuar më tutje në territor negativ në -0.5%. Kjo do të thotë që BQE kërkon 0.5% interes që bankat të “parkojnë” paratë e tyre në bankë.

Grafiku 23: Norma bazë e interesit të BQE 1999 - 2019

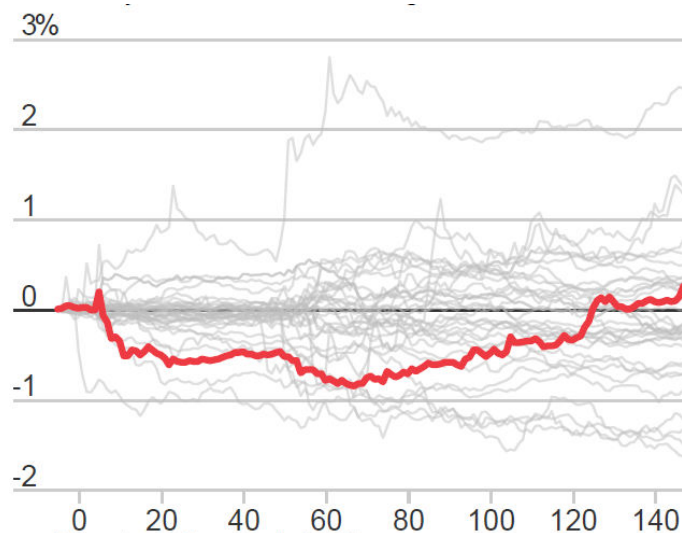


Burimi: BQE

Gjithashtu, BQE-ja njoftoi që do të niste një program të ri për lehtësim sasior, QE, duke blerë obligacione në masën 20 miliardë euro në muaj. Ky program ishte ndërprerë në dhjetor 2018, dhe parashikohet të vazhdojë pa një afat të caktuar.

Si rezultat i njoftimit, obligacionet qeveritare të të gjitha vendeve të zhvilluara, reagueshan. Obligacionet e Qeverisë Gjermane shkuan nga -0.66% në -0.56%. Gjithashtu, kishte reagim edhe në kursin e këmbimit në mes të USD dhe EUR.

Grafiku 24: Ndryshimet mes USD dhe EUR minuta pas njoftimeve të BQE 2015 - 2018



Burimi: Tullet Prebon, Fact Set

Zyrtaret e BQE janë siguruar vazhdimisht që të sigurojnë publikun që ata nuk shënjestrojnë kursin e këmbimit. Kjo situatë e BQE-së e ka lënë atë me shumë pak opsione, në rast të mungesës së përgjigjes pozitive të ekonomisë.

Megjithatë, është e qartë që BQE ka përdorur çdo opion të mundshëm për t’iu përgjigjur krizës.

Kjo nuk mund të thuhet për BSH-në, e cila vazhdon të ketë mungesë në arritjen e objektivave të inflacionit. Objektivat e inflacionit nuk u arritën edhe në periudhën e “ekspansionit” ekonomik, që përkon me pjesën e dytë të dekadës së parë të Shek. XXI. Kur kufiri i sipërm i inflacionit në periudha stabiliteti dhe zgjerimi ekonomik është niveli ligjor, 3%, është një sinjal negativ që niveli i poshtëm i inflacionit, që përkon me periudha stanjacioni apo recesioni, do të përkojë me shifra afër zeros apo edhe

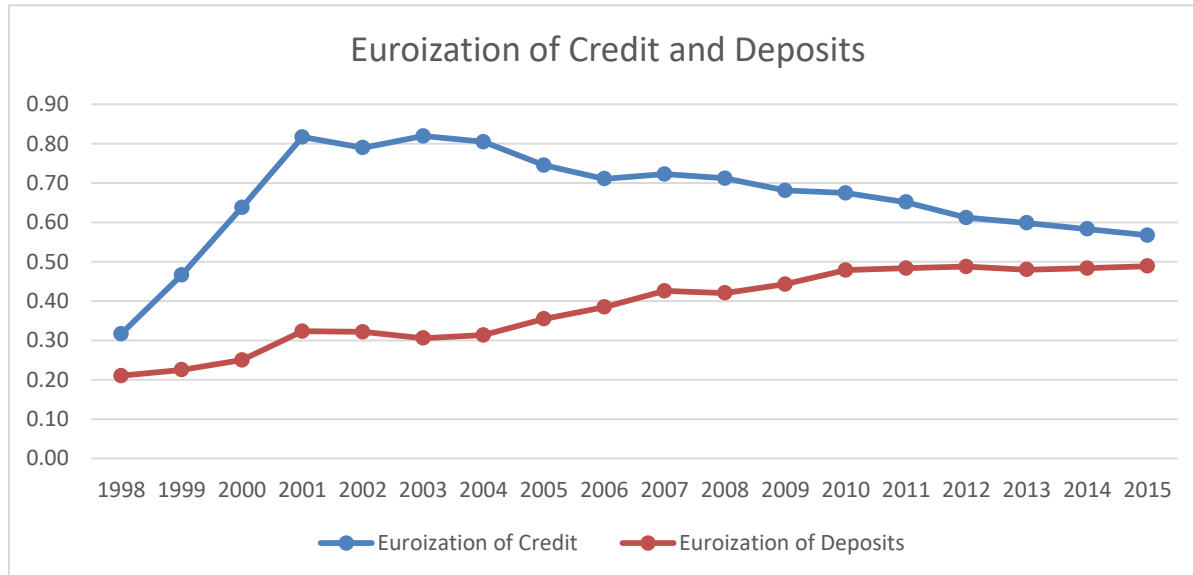
deflacion. Si rezultat mesatarja afatgjate e inflacionit do të jete në shifrat 1.5 – 2%.

Inflacioni afatgjate ka efekte të rëndësishme në inflacionin e pritshëm dhe parashikimet për indikatorë të tjerë ekonomike.

Për me tepër ekonomia ka rritje të dobët krahasuar me nivelet e mëparshme. Gjithsesi, ajo operon poshtë nivelit potencial, duke shkaktuar humbjen e prodhimit.

Lufta tregtare globale, kryesisht e nisur nga SHBA-ja me Kinën, por edhe me BE-në, ka pasoja për ekonomitë e vogla dhe të papërfillshme në rang global, si Shqipëria. Duhet që, duke u nxitur nga këto veprime, ku të gjitha BQ-të po nxitojnë për të përshtatur pozicionet e tyre dhe për të përfituar nga avantazhet konkurruese për nxitjen e prodhimit dhe uljen e kostove, edhe BSH-ja të ndërmarrë masa më agresive në dispozicion të saj.

Grafiku 25 – Euroizimi i kredive dhe depozitave



Burimi: Banka e Shqipërisë

Një faktor i dytë është euroizimi. Euroizimi matet nga euroizimi i depozitave dhe euroizimi i kredive.

Këto nivele të kreditimit dhe kursimeve në Euro rrisin riskun e kreditit dhe riskun e lidhur me simetrinë e informacionit. Bankat në Shqipëri janë më të nxitura të japin kredi në monedhë të nominuar në Euro, për shkak të efektit të dy faktorëve: Se pari te nivelit të lartë të depozitave në Euro nga bankat e nivelit të dyte. Dhe së dyti të efekteve që ka pasur QE e ndërmarra nga BQE mbi çmimin e parasë në bankat evropiane. Ulja e çmimit të parasë në bankat e nivelit të dytë të Eurozonës rezulton në ulje të çmimit të euros në bankat shqiptare. Ky presion deflacionist transmetohet përmes mekanizmit të transferimit të kapitaleve. Në anën tjetër të ardhurat e agjentëve ekonomikë në Shqipëri janë pothuajse të gjitha në Lek, dhe rezulton në rritje të riskut të kredisë.

Se treti, dështimi nga ana e BSH-së për të marrë në konsideratë nivelin e euroizimit në politikën e saj monetare (shih Zefi/Shehu, 2015). Në këtë studim argumentohet që duhet të ketë një β (beta) pozitive në mes të euroizimit dhe ofertës monetare, në rastin e Shqipërisë, parasë se gjerë M3. Euroizimi, apo dollarizimi, i vëzhguar në shumicën e botës në zhvillim, por kryesisht në Amerikën Latine dhe Evropën Lindore, ka një efekt pozitiv në stabilizimin e monedhës kombëtare. Por euroizimi ka edhe disa efekte anësore. Euroizimi shkakton një tkurrje të ofertës monetare dhe rezulton në një politikë monetare më të shtrënguar. Banka e Shqipërisë ka si objektiv të saj stabilitetin e çmimeve në ekonomi. Ky stabilitet përkufizohet si inflacion që ka si mesatare 3% dhe me një luhajtje të normës së inflacionit në 2-4%. Në 2009, Banka e Shqipërisë braktisi shënjestrimin e agregateve monetare (deri në vitin 2008 ishte M3), si instrument të ndërmjetëm në politikën monetare në favor të shënjestrimit të normës së interesit.

Në periudhën e parë të politikës monetare, 1993 – 2001, Banka e Shqipërisë përdori kontrollin direkt të normave të interesit, si instrument të politikës monetare. Në periudhën e dytë, nga viti 2002 deri në 2008, u kalua në instrumente indirekte dhe të ndërmjetme. U shpall kontrolli i inflacionit brenda normave të përshkruara më lart, dhe si instrument i përdorur për të arritur objektivin afatgjatë u përdor kontrolli i bazës monetare në përputhje me parimet monetariste.

Në këtë periudhë, ashtu siç dëshmohet nga eksperiencia e shumë vendeve më euroizim të lartë si Shqipëria, ka pasur në mënyrë të përsëritur inflacion në kufijtë e poshtëm të synuar. Kjo do të studiohet më thellë më poshtë.

Në periudhën e tretë, 2009 – 2018 (periudhë e konsideruar në këtë studim), instrumenti i ndërmjetëm i PM-së ka qenë norma e interesit. Duhet thënë që kjo politikë është në përputhje me studimet akademike të dekadave të fundit dhe rekomandimet e eksperiencave më të mira. Por ky punim synon të hedhë dritë mbi disa elemente shtesë, që dalin në pah në aplikimin e kësaj politike monetare në kushtet e një vendi me euroizim të lartë. Autori beson se mekanizmi i transmetimit të politikës monetare në ekonomi ndikohet nga euroizimi dhe rezulton në shumë raste në ofertë monetare më të ulët dhe, si rezultat, inflacion më të ulët. Gjithashtu, fakti që më shumë se gjysma e ekonomisë shqiptare, kredive, depozitave dhe transaksioneve, realizohet në Euro, kemi edhe ndikim në Shqipëri të politikës monetare të partnerit kryesor tregtar të Shqipërisë, asaj të Bashkimit Evropian (BE).

Prandaj, Banka Qendrore duhet të konsiderojë euroizimin në manovrimet e saj të politikës monetare. Për të arritur këtë, një bankë qendrore duhet të monitorojë edhe

instrumente të tjera të ndërmjetme, siç është oferta monetare, dhe të përdorë informacionin e përfituar prej tyre.

Për shkak të euroizimit autori pret që rezultatet empirike me të dhëna dytësore të mbledhura nga autori dhe literatura bazuar mbi studimet e fundit mbi politikën monetare të mbështesin tezën që politika monetare e ushtruar të ketë qenë një politikë monetare të shtrënguar, me një ofertë monetare të reduktuar për t'iu përgjigjur kërkesës për para ose ofertës së parasë të BQE-së, që kontrollon ofertën monetare të monedhës kryesore në tregun Shqiptar, pas Lekut.

Në këtë studim, ndër të tjera, përpiqemi të gjejmë arsyet e vlerësimit të monedhës kombëtare, Lek, kundrejt Euros, në kursin nominal të këmbimit, dhe nëse modeli me fundamente ekonomike të propozuara japin shpjegim.

Faktorë të tjerë me ndikim në kursin nominal të këmbimit

Ndikim mbi kursin nominal të këmbimit të Lekut kundrejt Euros mund të kenë edhe faktorë të tjerë që janë përtej synimit të këtij studimi, si:

- Niveli i borxhit kombëtar dhe struktura e këtij borxhi. Një pjesë e borxhit publik që është marrë kryesisht nga banka të nivelit të dytë në Shqipëri, janë të denominuara në Euro. Efekti shumëfishues i shpenzimeve qeveritare në Euro shkakton rritje të ofertës monetare në Euro.
- Një faktor tjetër që mund të ndikojë kursin e këmbimit, që është përtej fokusit të këtij studimi, janë remitancat e emigranteve dhe, gjithashtu, paratë e hyra nga ekonomia e paligjshme. Ky faktor u popullarizua në tregun e mendimit në Shqipëri nga OSBE-ja dhe kronikat investigative të Zërit të Amerikës, por që duhet trajtuar nga studime të mëtejshme në mënyrë shkencore.

5.4.6 Modelet e analizës së të dhënave empirike

Modeli

Në matjet tona dhe testimin e modelit monetar do të përdorim modelin e propozuar nga Kempa (2016). Supozimi është se kemi një ekonomi të hapur, ku politika monetare realizohet në bazë të Rregullës së Taylor-it, si më poshtë:

$$i_t^h = \bar{i}_t^h + \gamma_q q_t + \gamma_\pi \pi_t^h + \gamma_y y_t^h + u_{mt}^h \quad (21)$$

$$i_t^* = \bar{i}_t^* + \gamma_\pi^* \pi_t^* + \gamma_y y_t^* + u_{mt}^* \quad (22)$$

Respektivisht për ekonominë e vendit mëmë dhe vendit të huaj ku: i_t^h dhe i_t^* janë norma e interesit në vendin mëmë dhe në vendin e huaj, \bar{i}_t^h dhe \bar{i}_t^* janë norma natyrore e interesit në vendin mëmë dhe vendin e huaj, π_t^h dhe π_t^* janë inflacioni në shtëpi dhe në vendin e huaj, y_t^h dhe y_t^* janë logaritmi i shmangies së prodhimit kombëtar dhe të huaj nga prodhimi potencial ose logaritmi i hendekut të prodhimit, u_{mt}^h dhe u_{mt}^* janë “shocks” në politikën monetare të vendit mëmë dhe vendit të huaj.

Ndryshimi i politikës monetare në vendin mëmë dhe të huaj është futja e log të kursit real të këmbimit, q_t . Log i kursit real të këmbimit matet si $q_t = s_t - p_t$, ku s_t është log i kursit nominal të këmbimit, gjithashtu edhe çmimi në monedhën kombëtare i monedhës së huaj, dhe p_t log i çmimeve të vendit mëmë.

Nëse supozojmë që koeficienti i inflacionit në vendin mëmë γ_π është >1 , atëherë plotësohet parimi i Rregullës së Taylor-it, në të cilën, në rastin që inflacioni pritet të jetë i lartë, Banka Qendrore duhet të rrisë normën e interesit dhe anasjelltas.

Gjithashtu, një koeficient pozitiv i γ_q supozon që, kur monedha kombëtare zhvlerësohet ndaj monedhës së huaj, Banka Qendrore duhet të ndërhyjë në politikën monetare për të rritur normën e interesit dhe anasjelltas.

Në këtë pjesë do të fokusohemi në përmbledhjen e tri modeleve të ndryshme, që shpjegojnë lëvizjet e kursit të këmbimit: barazia e fuqisë blerëse, (purchasingpowerparity – PPP), modeli monetar dhe teoria e balancës së portofoleve. Pastaj do të fokusohemi specifikisht në njërin prej këtyre modeleve.

Modeli PPP

PPP-ja thotë që çmimet relative në mes të dy shteteve janë përcaktuesit e kursit të këmbimit.

Supozimi teorik i modelit PPP bazohet në Ligjin e Një Çmimi. Ligji i Një Çmimi thotë që, në kushtet e një ekonomie të hapur, me tregje konkurruese dhe pa kosto të lëvizjeve, pa barriera tregtare, produkte identike në vende të ndryshme do të shiten me çmime identike, rregulluar me kursin e këmbimit. Në rast të kundërt do të krijohej mundësia për arbitrazh.

$$p_i = s p_i^* \quad (23)$$

Ku p është çmimi i produktit i në shtetin mëmë, p_i^* është çmimi i produktit i në vendin e huaj dhe s është norma nominale e kursit të këmbimit.

Mund të supozojmë, pra, që PPP-ja është ekuilibri afatgjatë i kursit të këmbimit dhe që fundamentet ekonomike të kërkesës dhe ofertës në tregun e produkteve do të mbajnë këtë ligj.

Ky ligj thotë që, nëse 1 euro në monedhën kombëtare blen një shportë me të mira në vendin tonë, atëherë 1 euro do të blejë një shportë me të mira në vendin e huaj.

Në afatgjatë pra do të kishim ekuilibër, përveç në rast se kemi efektin e faktorëve të tjerë. Shih për një diskutim më të gjerë të modelit PPP nga Roggof, 1996 apo Taylor & Taylor, 2004.

Modeli i balancës së portofoleve (PBM)

Implikimi më i rëndësishëm i PBM-së është që suficiti i llogarisë rrjedhëse është i lidhur me zhvlerësimin e një monedhe. Sipas kësaj teorie, njerëzit mund të mbajnë në portofolet e tyre para, asete nga vendi mëmë dhe asete nga vendi i huaj. Prandaj, kërkesa relative për këto asete do të përcaktojë kursin e këmbimit.

Ky model, PBM, supozon që ka tri asete që njerëzit mund të zotërojnë: Para nga shteti mëmë (M), obligacione nga shteti mëmë (B) ose obligacione nga shteti i huaj (FB). Paratë nga shteti mëmë (M) nuk kanë kthim, por janë investim pa risk. Obligacionet në vendin mëmë dhe atë të huaj janë investime me risk.

Gjithashtu, ky model bën edhe supozime në bazë të teorisë moderne të portofoleve. Obligacionet e vendit tonë nuk janë zëvendësues perfekt me obligacionet në vendin e huaj. Mbajtja e obligacioneve nga vendi mëmë dhe vendi i huaj ul riskun josistemik. Pra, njerëzit nuk do të investojnë në obligacionin me kthimin më të lartë, por do të mbajnë një portofol të përbërë nga obligacione të huaja dhe kombëtare.

Pra:

Kërkesa për para (M) është funksion in M (r, sr^*)

Kërkesa për obligacione kombëtare është B (r, sr^*)

Dhe kërkesa për obligacione të huaja është $FB(r, sr)$

Ku: r – norma e interesit nga investimi, sr^* - norma e interesit nga investimi në obligacione të huaja, përshtatur me kursin e këmbimit s .

Nëse supozojmë një pasuri të caktuar dhe normë interesi stabël për obligacionet e huaja dhe të vendit, atëherë do të kishim:

$$W = M(s) + B(s) + BF(s). \quad (24)$$

Në këtë funksionon kursi i këmbimit, s , sjell ekuilibrin e preferencave për asete të ndryshme. Pra, kursi i këmbimit përcaktohet nga kërkesa dhe oferta për produkte kombëtare, produkte të huaja dhe mbajtja e parave.

Modeli monetar

Ashtu si me të gjitha modelet e shpjegimit të lëvizjes së kursit të këmbimit, që synojnë të kuptojnë dhe shpjegojnë faktorët që kontrollojnë sjelljen e kursit të këmbimit, modeli i thjeshtë monetar analizon marrëdhënien specifike të kursit nominal të këmbimit të shpjeguar me ndryshimin e politikave monetare, ofertës monetare ose normës bazë të interesit në mes të vendit shtëpi dhe vendit të huaj, si dhe ndryshimit në PBB në mes të vendit shtëpi dhe vendit të huaj.

Sipas modelit monetar ose MM, një përcaktues i rëndësishëm i kursit të këmbimit është kërkesa dhe oferta për para. Ky model bazohet në Teorinë Sasiore të Parasë (Quantitative Theory of Money – QTM). Së pari, oferta monetare, M , përcaktohet nga Banka Qendrore. Në këtë teori, QTM, qëllimi i parasë është të shërbejë si mjet këmbimi. Kërkesa për para përcaktohet nga niveli i çmimeve, si dhe sasia e prodhimit

real. P.sh., nëse çmimet në një ekonomi dyfishohen, atëherë kërkesa për para do të dyfishohet.

Modelet standarde monetare, MM, bazohem në tri identitete: Ekuilibrin e tregut të parave, PPP dhe UIP (Uncovered Interest Parity).

a. Ekuilibri i Tregut të Parave

Funksioni bazë i kërkesës për para në vendin e huaj dhe atë vendas, i cili supozohet të jetë stabël, për shkak se fokusi është në ekuilibrin afatgjatë, del nga kurba standarde LM:

$$\frac{M_t}{P_t} = L(Y_t, I) \quad (25)$$

ku: M_t , P_t , Y_t dhe I janë oferta nominale e parasë, niveli i çmimeve, prodhimi real dhe norma nominale e interesit respektivisht. Variablat janë të dhëna për kohën t dhe L është funksioni për kërkesën për para reale.

b. Barazia e Fuqisë Blerëse (PurchasingPowerParity – PPP)

Modeli i kursit të këmbimit bazuar në PPP është një model që mat kursin e këmbimit bazuar në supozimin që të njëjtat çmime gjenden për të njëjtat të mira në disa tregje ndërkombetare, sigurisht duke u përshtatur për cilësinë në të dyja ekonomitë.

Ky supozim është sfiduar përmes atij që quhet efekti Balassa-Samuelson. Balassa (1964) dhe Samuelson (1964) identifikuan diferencialin e rritjes së produktivitetit mes sektorëve që prodhojnë produkte të tregtueshme dhe produkte jo të tregtueshme, si një

faktor që fuste shmangie sistemike në marrëdhënien mes çmimeve relative dhe kursit real të këmbimit.

$$P_t^* = \epsilon_t P_t \quad (26)$$

c. UIP - barazisë së interesit të pambuluar (Uncovered interest parity – UIP)

Supozimi i thjeshtë në modelin e barazisë së interesit të pambuluar (UIP) është që norma relative e interesit mes dy shteteve do të ketë ndikim në çminim relativ të monedhës së një shteti. Një rritje e normës së interesit të shtetit mëmë krahasuar me atë të huaj, $i_t - i_t^*$, ceteris paribus apo gjithçka tjetër e barabartë, është e lidhur me vlerësimin e monedhës kombëtare (shih Engel, Exchange Rates and Interest Parity).

$$i_t^* - i_t = E \left(\frac{\Delta e_{t+1}}{I_t} \right) \quad (27)$$

Sipas ekonomistëve të tjerë (Bruyn et al. 2012), modeli monetar prodhon rezultate nëse këto tre variabla, $e_t, y_t^* - y_t, m_t^* - m_t \sim I$ janë të kointegruara. Marrëdhënia kointegruese në mes këtyre variablave është regresioni i thjeshtë:

$$e_t = \beta_0 + \beta_1(m_t^* - m_t) + \beta_2(y_t^* - y_t) \quad (28)$$

Kointegrimi i PPP-së, ekuilibrit në tregun e parasë, dhe UIP-së ka dhënë rezultate në parashikimin e lëvizjeve të kursit të këmbimit. (shih p.sh. Bruyn, Gupta and Stander, 2012).

Ne do të testojmë kointegrimin e këtij modeli me metodën e katrorëve më të vegjël, OLS.

5.4.7 Rezultatet empirike të studimit

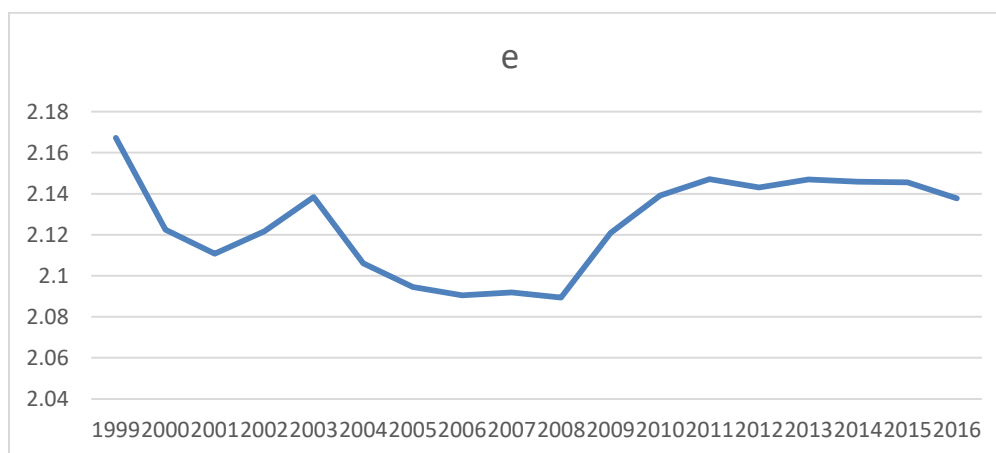
Në këtë studim do të përdorim kursin mesatar vjetor të këmbimit për Lekun dhe Euron, me një $n=18$ për periudhën 1999 – 2016. Kohëzgjatja është e kufizuar për shkak të projektit të Euros, e cila filloi të tregtohej në vitin 1999.

Ky identitet, i përcaktuar në formulën (4), shpreh që kursi i këmbimit në mes të Shqipërisë dhe BE-së varet nga marrëdhënia relative e politikës monetare dhe prodhimit të përgjithshëm bruto.

Si indikator të ofertës monetare marrim matësin e parasë së gjerë, M3, për Shqipërinë dhe monedhën e përbashkët të Eurozonës, Euro. Të njëjtin tregues krahasojmë për PBB-në. Të gjitha të thënat janë konvertuar në formën log dhe integrimi është studiuar me OLS.

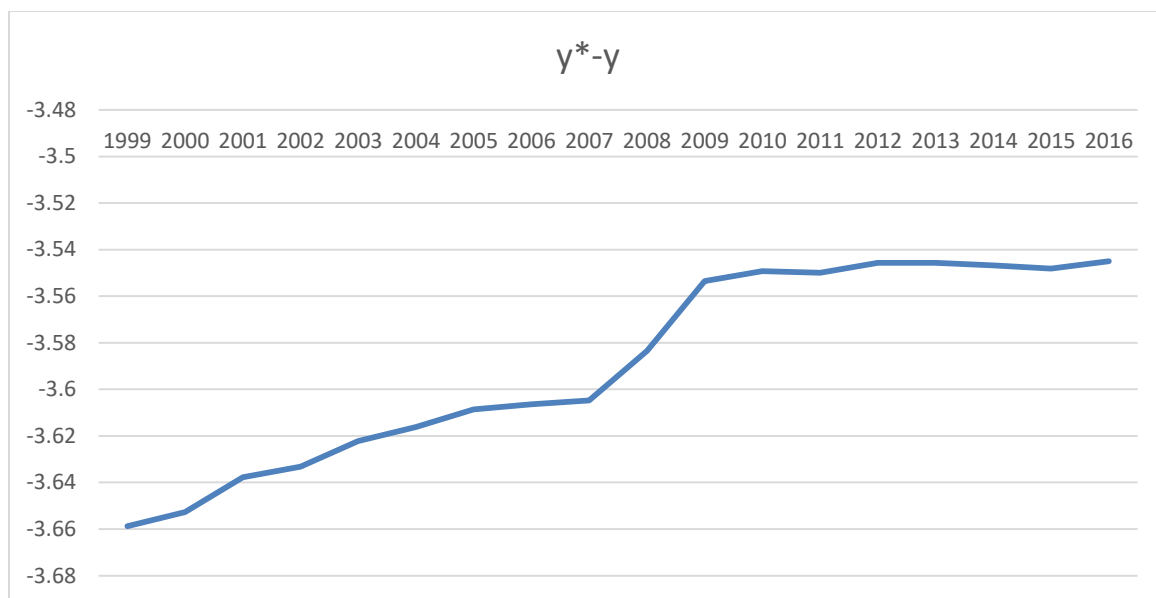
Kursi i këmbimit, i logaritmuar (e) i vëzhguar mes Lekut dhe Euros, është:

Grafiku 26. Kursi i këmbimit të Euros kund. Lekut në log.

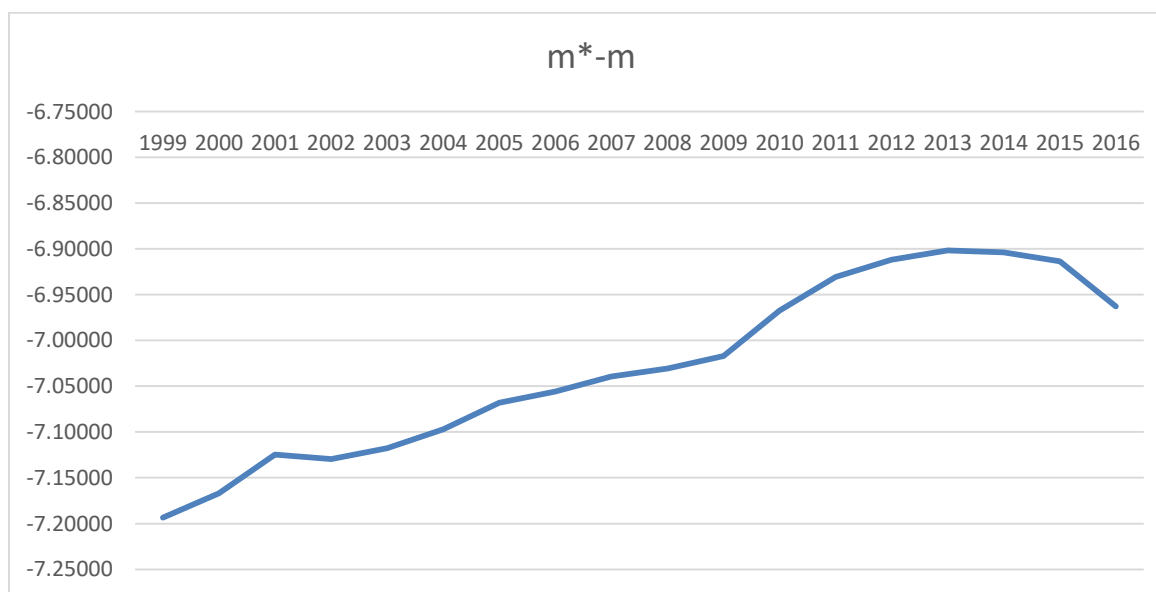


Grafiku 26 më poshtë tregon rezultatet e marrëdhënies relative mes prodhimit të brendshëm në formë logaritmike.

Grafiku 27. Produkti i brendshëm relativ mes BE-së dhe Shqipërisë.



Grafiku 28 – Oferta monetare, M3, e BE-së dhe Shqipërisë në formën log.



Duke përdorur metodën OLS për të matur kointegrimin e këtyre faktorëve për periudhën 1999 – 2016, ne gjejmë rezultatet e mëposhtme.

Tabela 9: OLS, vëzhgimet nga 1999-2016 (T = 18)
Variabli i varur: LogExch

	<i>Koeficienti</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
konst	2.68549	0.54871	4.8942	0.0002	***
yy	0.0719872	0.533323	0.1350	0.8944	
mm	0.0429053	0.231419	0.1854	0.8554	

Meandependent var	2.125503	S.D. dependent var	0.023700
Sumsquaredresid	0.008699	S.E. of regression	0.024082
R-squared	0.088930	Adjusted R-squared	-0.032546
F(2, 15)	0.732076	P-value(F)	0.497324
Log-likelihood	43.17313	Akaikecriterion	-80.34627
Schwarzcriterion	-77.67515	Hannan-Quinn	-79.97796
rho	0.532271	Durbin-Watson	0.603956
rho	0.493901	Durbin-Watson	0.703604

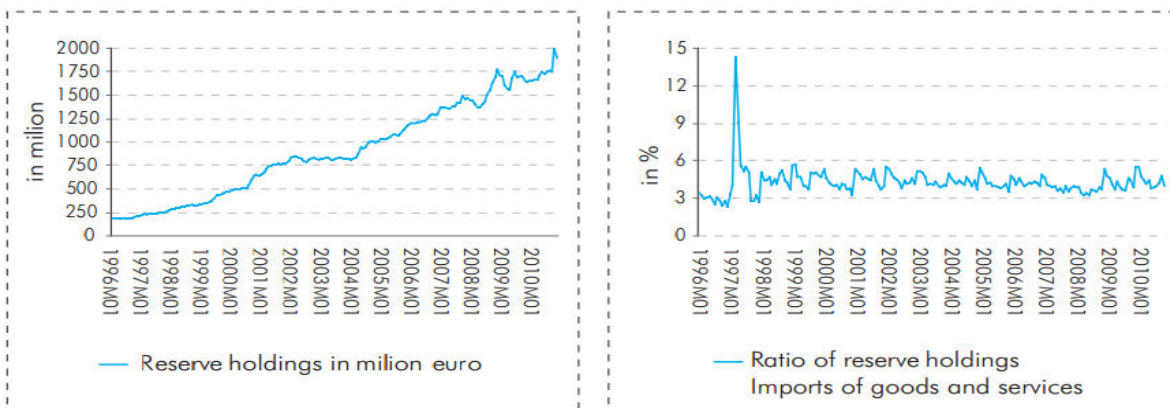
Kursi i këmbimit Euro kundrejt Lekut

Një indikator i fundit në testimin e teorisë sonë është kursi i këmbimit të Euros.

Edhe pse remitancat kanë pësuar rënie në periudhën post krizës financiare me një masë prej 43%, që nënkupton rënie të ofertës monetare të Euros, përsëri Euroja ka qëndruar e dobët krahasuar me Lekun. Ka edhe faktorë të tjerë që nga ana teorike do të parashikonin një Euro më të fortë kundrejt Lekut.

Së pari, një përkeqësim i bilancit të pagesave (BiP) do të reduktojë sasinë e eurove në vend të cilat janë të nevojshme për të financuar importet dhe, si rezultat, do të ushtronte presion rënës ndaj kursit të këmbimit të Lekut kundrejt Euros. Së dyti, BSH-ja ka rritur rezervat në Euro, siç shihet nga tabela 8.7, kryesisht për të kompensuar luhatjet e kursit të këmbimit, me synim dobësimin e Lekut dhe stabilizimin e Euros. (Shijaku, 2012). Së treti, rritja e rezervës valutore të BSH-së është shoqëruar me uljen e remitancave në periudhën 2008 – 2014, grafiku 8.8.

Grafiku 29: Rezervat në valutë të huaj nga BSH-ja.



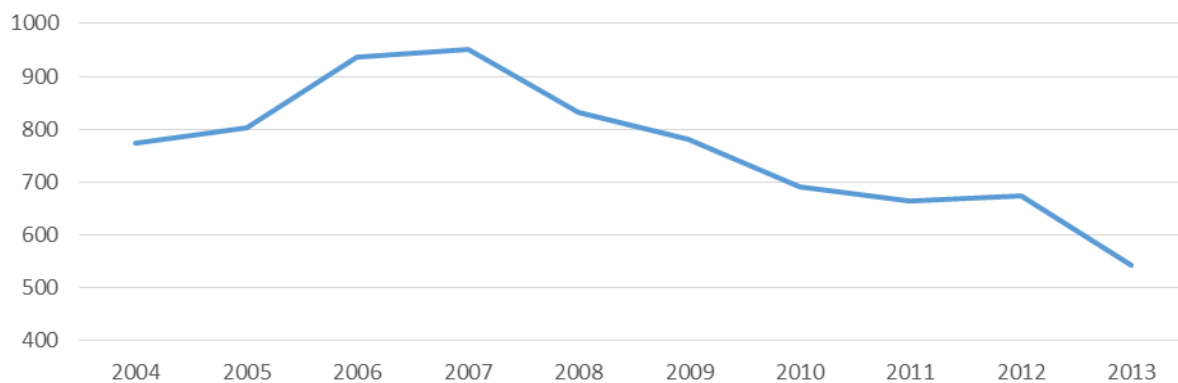
Burimi: Shijaku, Genti (2012)

Pavarësisht nga kjo, Euro ka vijuar të shënojë rekorde negative në këmbim me Lekun.

Përse nuk është vlerësuar Euroja kundrejt Lekut? Përgjigjja duket se del në pah nga konkluzionet e arritura më lart: Euroizimi ndikon PM-në e vendit tonë me efekte mbi inflacionin dhe kursin e këmbimit. Një normë e ulët inflacioni, e shkaktuar nga një politikë monetare më e shtrënguar se sa synohet, ka bërë që Leku të vlerësohet kundrejt Euros.

Vlerësimi i Lekut ka ndodhur në një mjedis ku remitancat kanë rënë dhe BSH-ja ka rritur rezervat valutore. Kjo është tregues i një PM-je më të shtrënguar sesa dëshiron BSH-ja. Një PM e tillë monetare ka ushtruar presione deflacioniste.

Grafiku 30. Remitancat në Shqipëri 2004-2013



Burimi: Banka e Shqipërisë

Inflacioni i ulët apo deflacioni krijon pritje që inflacionit, ai afatshkurtër apo afatgjatë, do të jetë i ulët duke nxitur bizneset dhe familjet të kursejnë për të konsumuar në të ardhmen me çmime më të lira dhe ulur konsumin. Konsumi më i ulët ndikon rënien e aktivitetit ekonomik dhe rritur hendekun e prodhimit.

5.5 Matja e prodhimit potencial dhe e hendekut të prodhimit

5.5.1. Hyrje

Në këtë kapitull duam të gjejmë hendekun e prodhimit, në mënyrë që të arrijmë të plotësojmë elementët e modelit DSGE dhe ta zgjedhim këtë model për politikën monetare të Shqipërisë. Për të arritur këtë synim ne do të përdorim filtrin HP dhe funksionin e prodhimit të formës Cobb-Douglas për të matur prodhimin potencial dhe hendekun e prodhimit. Metodatat e gjetjes së hendekut të prodhimit janë nga më të thjeshtat, univariate, deri te metodatat multivariate. Rezultatet empirike për të dyja metodatat janë të ngjashme. Ne do të përdorim një parametër normalizimi të dyanshëm me lambda prej 100, për filtrin HP.

Ne duam të përdorim të dhënat që dalin nga ky kapitull për të arritur në konkluzione nëse politika monetare e BSH-së ka qenë aq akomoduese. Dimë që nëse norma natyrore e interesit e kombinuar me prodhimin potencial na japin informacion në lidhje me normën bazë, rregullative, të bankës qendrore. Nëse norma bazë e interesit është më e ulët se norma natyrore e interesit atëherë do të nxitet rritja e inflacionit. Një politikë akomoduese monetare synon pikërisht këtë, çuarjen e inflacionit brenda objektivave ligjorë. Por nëse norma bazë e interesit nuk është më e ulët se norma natyrore e interesit, e cila përkufizohet si ajo normë interesi që siguron që prodhimi të jetë në potencial pa krijuar inflacion përtej objektivave, atëherë nuk do të arrihet objektivi për inflacion. Dhe duke qenë se norma natyrore e interesit, por edhe prodhimi potencial, dhe si rezultat hendeku i prodhimit, luhaten dhe nuk janë fikse në kohë të ndryshme t , edhe informacioni i përfituar nga ky kapitull na shërben për të plotësuar modelin DSGE për politikën monetare.

5.5.2 Metodologjitë për matjen e prodhimit potencial dhe hendekut të prodhimit

Prodhimi potencial i çdo shteti është niveli real i prodhimit që mund të arrihet duke

përdorur faktorët e prodhimit në dispozicion në një ekonomi me inflacion stabil. Matja

e prodhimit potencial dhe hendekut të prodhimit ka implikime të rëndësishme për

matjen e inflacionit të ardhshëm, dhe, si rezultat, përgjigjet adekuate të politikës

monetare. Zakonisht kur prodhimi agregat është mbi atë potencial thuhet që ekonomia

është “e nxehtë” dhe jep presione inflacioniste. Kur ekonomia është në këtë gjendje, ajo

po përdor mjetet e prodhimit me një shpejtësi me të lartë sesa ekonomia është në

gjendje që të furnizojë, dhe kjo rrit koston e kapitalit. Përgjigjja e bankës qendrore ku

kjo ndodh, edhe sipas modelit të hendeqeve të Taylor-it, është rritja e normës së

interesit.

Por kur ekonomia po operon në nivele poshtë potencialit, kjo është një shenjë që

ekonomia nuk po shfrytëzon mjetet e prodhimit, fuqinë punëtore dhe kapitalin në

potencialin e tyre, prandaj, këto mjete, duke qenë të pashfrytëzuara, ofrojnë në treg dhe

tentojnë të ulin kostot e përdorimit të kapitalit duke krijuar presione deflacioniste.

Gjithashtu politika monetare e BQ-së mund të jetë tepër e shtrënguar dhe duhet të ulët

norma e interesit apo të rritet oferta monetare, në mënyrë që të nxitet prodhimi dhe

punësimi që ekonomia të shkojë në potencial.

Ka shumë pak studime për matjen e hendekut të prodhimit kryesisht për shkak të

mungesës së të dhënave ekonomike për Shqipërinë. Por edhe sepse hendeku i

prodhimit është një variabël i pavëzhgueshëm, dhe, si rezultat, i vështirë për t’u matur.

Sipas ekonomistëve ka klasifikime kryesore për metodat e matjes së variablave të

pavëzhgueshme. Kota (2007) bën një përmbledhje të këtyre metodave. Në klasifikimin e parë janë ato metoda të cilat nxjerrin trendët nga të dhënat statistikore. Klasifikimi i dytë janë metodat që përdorin teorinë ekonomike. Metodatat në klasifikimin e parë janë më të lehta për t'u përdorur, pasi përdorin seritë kohore të të dhënave statistikore, dhe synojnë që të nxjerrin trendin nga të dhënat historike. Këto metoda janë më të përhapura dhe përfshijnë filtrin HP. Gjithashtu duhet thënë se këto metoda nuk përdorin të dhëna të tjera makroekonomike. Sipas Kota-s (2007) ka disa dobësi që lidhen me këto metoda. Së pari ato kanë nevojë për seri kohore të gjata. Së dyti ato nuk marrin në konsideratë ndryshimet strukturore makroekonomike, të cilat janë të zakonshme në vende si Shqipëria.

Metodat që përdorin teorinë ekonomike eliminojnë problemet e lartpërmendura. Një nga metodat më të zakonshme në këtë klasifikim është ajo e prodhimit. Megjithatë këto metoda janë të kufizuara nga regjistrimi i të dhënave ekonomike dhe cilësia e tyre.

Duke marrë në konsideratë diskutimin më sipër në këtë kapitull do të llogarisim prodhimin potencial me anë të metodës lineare univariate.

Në këtë pjesë do të bëjmë një rishikim të literaturës mbi metodologjitë për matjen e prodhimit potencial dhe hendekut të prodhimit. Studiuesit e ekonometrisë (shih Bersch dhe Sinclair, 2011) i ndajnë metodat për matjen e këtyre indikatorëve në dy grupe kryesore:

5.5.3 Metodatat univariate të matjes së hendekut të prodhimit

A. Trendet Lineare

Sipas metodës lineare hendeku i prodhimit matet si shmangie e prodhimit aktual nga një trend i thjeshtë.

B. Filtri Hodrick dhe Prescott (HP)

Kjo është metoda më e zakonshme e përdorur për të matur hendekun e prodhimit. Filtri HP zbërthen prodhimin agregat, Y_t në dy pjesë: pjesa e rritjes (Y_t^*), e cila është afërsisht e barabartë me prodhimin potencial, dhe pjesën ciklike, G_t , i cili është hendeku i prodhimit.

$$Y_t = Y_t^* + G_t \quad (29)$$

Filtri HP është një filtër me “smoothing” të dyanshëm. Kjo do të thotë që ajo i minimizon luhatjet qoftë në ciklet e prodhimit, ashtu edhe të trendit. Sipas Bersch & Sinclair-it (2011) është lambda ajo që përcakton madhësinë e luhatjeve ciklike nga trendi. Nëse marrim në konsideratë lambda më të mëdha atëherë trendi dhe luhatjet ciklike do të jenë më të shpeshta. Për të dhëna 4 mujore vlera standarde e lambdas është 1600 dhe është e kalibruar për SHBA-në. Në diskutimin e Canova-s (1998) propozohet që për vendet në zhvillim duhet të përdoret një lambda më e vogël për shkak të luhatjeve më të mëdha nga trendi. Bersch & Sinclair (2011) testojnë për lambda me madhësi të ndryshme si 8, 40 dhe 1600, për të parë se sa të ndjeshme janë matjet e hendekut të prodhimit.

Metodat univariate janë të lehta, por, siç e kemi përmendur më lart, kërkojnë të dhëna statistikore të prodhimit aktual për periudha të gjata kohore.

5.5.4 Metodatat multivariate

Ndërsa metodatat univariate varen nga seritë kohore me të dhëna për periudha të gjata dhe nuk marrin në konsideratë të dhënat makro për ndryshimet strukturore të ekonomisë, ky problem zgjidhet me metodatat multivariate. Një alternativë e filtrit HP të trajtuar më lart është metoda e funksionit të prodhimit. Kjo metodë përdor stokun e kapitalit, forcën e punës dhe ndryshimet teknologjike për të dhënë informacion për prodhimin potencial. Sipas kësaj metode prodhimi potencial matet nga oferta e mundshme dhe jep nivelin potencial të ekonomisë, nëse të gjithë faktorët e prodhimit do të përdreshin plotësisht.

Ekonomistët (Havik et al. 2014; Kota, 2007) shprehen se kjo metodë fokusohet në ofertën e mundshme të një ekonomie, dhe lidhet më direkt me teorinë ekonomike.

Disavantazhi i kësaj metode është që cilësia e të dhënave nuk është gjithmonë e lartë, si dhe duhet të bëhen supozime mbi formën funksionale të teknologjisë së prodhimit.

Havik et al.(2014) e shprehin funksionin e prodhimit për matjen e prodhimit në një diagram si në figurën 4.

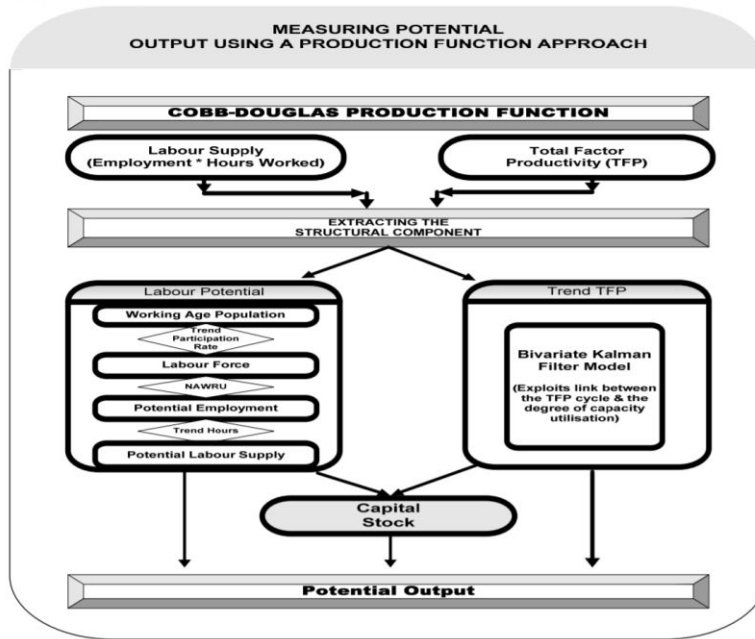
Funksioni Cobb Douglas është një funksion i thjeshtë që përdor të dhënat e punësimit dhe të fuqisë punëtore, stokut të kapitalit dhe elasticitetit të faktorëve të prodhimit.

Forma matematike jepet më poshtë:

$$Y = TFP \cdot L^{\alpha} \cdot K^{1-\alpha} \quad (30)$$

Ku Y është PBB dhe jepet si kombinim i faktorëve në prodhim: puna (L), stoku i kapitalit (K) dhe TFP (Total Factor of Productivity) është faktori total i produktivitetit.

Figura 5. Matja e prodhimit potencial duke përdor funksionin e prodhimit Cobb-Douglas

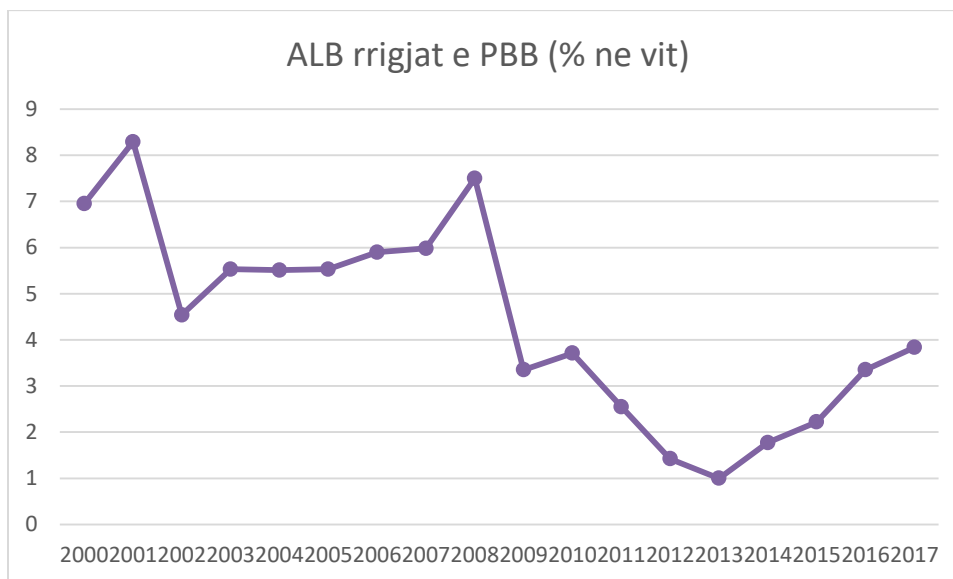


Burimi: Havik et.al (2014)

5.5.5 Matja e prodhimi potencial të Shqipërisë

Shqipëria ka pasur një rritje mesatare të PBB-së prej 4.4% në 18 vitet e fundit, nga 2000 – 2017. Megjithatë rritja e ekonomisë është luhatur se tepërmi me pikën më të lartë më 2001-shin me rritje prej 8.3%, dhe pikën më të ulët më 2013-n me rritje vetëm prej 1%. Gjatë periudhës mes 2009-s dhe 2015-s, vitet e Rënies së Madhe Ekonomike, rritja mesatare ekonomike ka qenë 2.2%.

Grafiku 31 Rritja PBB-së e Shqipërisë në përqindje vjetore nga një vit më parë



Burimi: Instat, Shqipëri

Më 1991 Shqipëria kaloi nga një ekonomi me planifikim qendror në një ekonomi tregu. Dekada e parë u përshkrua nga rritje të mëdha dhe rënie të mëdha, me përplasje civile si ajo e vitit 1997, dhe korrupsion të lartë. Modeli i rritjes ekonomike bazuar kryesisht mbi konsumin kontribuoi në mungesën e stabilitetit dhe të zhvillimit. Papunësia

qëndroi e lartë, dhe vazhdon të jetë me të dhëna dyshifrore edhe pse pjesa rurale e Shqipërisë konsiderohet e punësuar në tokat bujqësore.

Matja e prodhimit potencial dhe shmangia prej tij është e rëndësishme për të paturit e një politike monetare dhe fiskale efektive. Prodhimi potencial ndihmon që të kuptojmë se si po rritet ekonomia dhe të kuptojmë kur ka divergjenca dhe hendek prodhimi. Në afat të shkurtër janë edhe faktorët ciklikë që ndikojnë në hendekun e prodhimit dhe rritjen ekonomike.

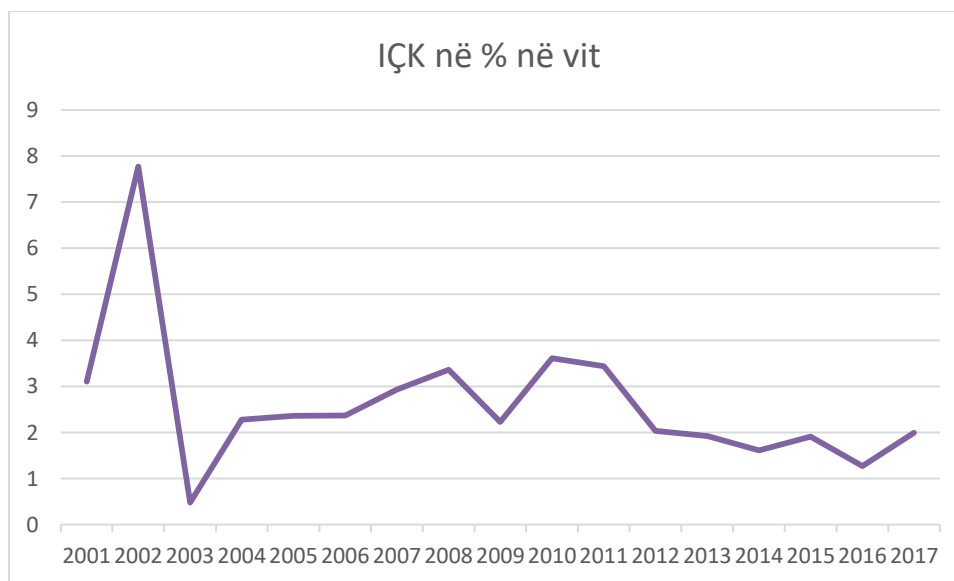
Potenciali i PBB-së dhe hendeku i PBB-së janë të dhëna të rëndësishme për projektimin e politikës monetare. Informacioni për potencialin e prodhimit ndihmon zyrtarët e bankës qendrore që të llogarisin normën natyrore të interesit apo normën neutrale të interesit. Ish presidentja e FED-it, Yellen, në një fjalim të saj (shih Yellen, 2015), e përkufizon normën natyrore të interesit si norma e interesit që nuk do ta kontraktojë, as zgjerojë politikën monetare kur ekonomia po funksionon afër potencialit. Norma natyrore e interesit luhetet në të njëjtin drejtim me prodhimin potencial. Kur vëmë re një rënie në potencialin e rritjes ekonomike, ne gjithashtu vëzhgojmë që e njëjta gjë ndodh me normën natyrore të interesit.

Rritja ekonomike e Shqipërisë ka pësuar rënie, siç shihet në figurën 2, ndërsa politika monetare ka qenë akomoduese me nivele më të ulëta historike të normës bazë të interesit, atë të REPO, prej 1%. REPO 1 javore është instrumenti kryesor i politikës monetare të BSH-së. Sinjale dekurajuese kanë ofruar inflacion i cili ka qëndruar në nivele poshtë objektivave të BQ-së. Kjo, e shoqëruar me rritje ekonomike të dobëta,

tregon që nuk kemi një politikë aq akomoduese dhe lehtësuese për t'iu përgjigjur situatës së vështirë ekonomike.

Kjo nuk do të thotë që politika monetare është zgjidhja e problemeve, pasi kemi përmendur që në afatgjatë politika monetare është neutrale. Por në kohë krize shpejtësia e qarkullimit të parave bie, dhe politika monetare duhet të kompensojë për këtë rënie të ofertës monetare në ekonomi.

Grafiku 32: IÇK në % në vit 2001 - 2017

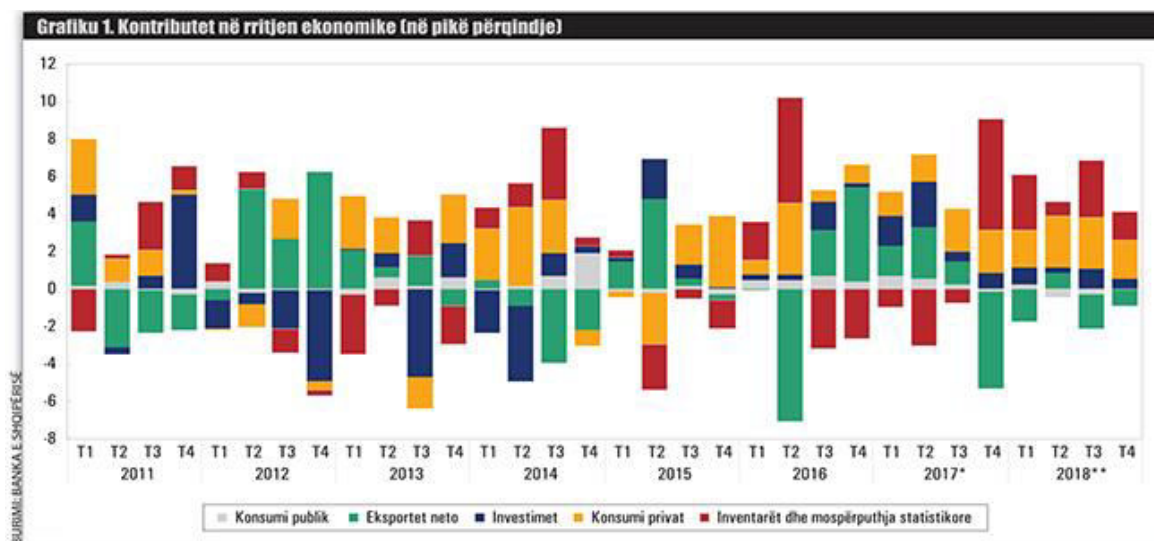


Burimi: Banka e Shqipërisë

Potenciali i rritjes ekonomike duket se ka pësuar rënie si rezultat i Rënies së Madhe Ekonomike. Këtë duket se përcjell edhe guvernatori i BSH-së, Z. Sejko. Duke folur në forumin “E ardhmja dhe sfidat ekonomike të sektorit bankar” (2019), Z. Sejko shprehet

se prodhimi potencial i Shqipërisë është në nivelin e 4%. Z. Sejko shprehet optimist për rritjen ekonomike, dhe e bazon optimizmin e tij mbi zhvillimet e së shkuarës. Rritja ekonomike pati periudhën më të ulët më 2013-n kur kishte rritje prej vetëm 1%. Që nga 2013-a ritmet e rritjes ekonomike janë përmirësuar dhe kanë qëndruar në territor pozitiv, siç shihet në figurën 30.

Figura 6. Sektorët kontribues në rritjen ekonomike – Shqipëria 2011 - 2018



Burimi: Banka e Shqipërisë

Së dyti Z. Sejko shikon elementët mbështetës të ekonomisë duke funksionuar në mbështetje të rritjes. Elemente si politika monetare, përmirësimi i rritjes ekonomike të partnerëve tregtarë kryesorë të Shqipërisë, Greqisë dhe Italisë, si dhe përmirësimi i bilancit të familjeve, sektorit privat, bankar dhe atij publik, të gjitha këto do të kontribuojnë në një rritje të qëndrueshme afër potencialit.

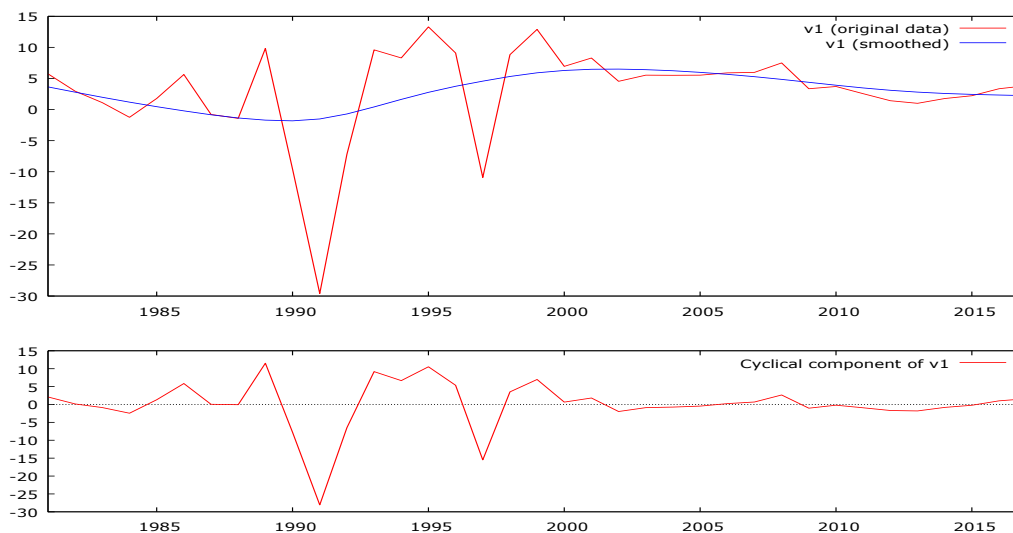
Optimizmi për përmirësimin ekonomik të BE-së dhe Italisë është kundërshtuar nga të dhënat e fundit. Mario Draghi, president i BQE-së, uli normat e interesit më tej në territor negativ duke iu përgjigjur krizës ekonomike që po tejzgjatet në Evropë. Italia pritet që të ketë rritje ekonomike prej 0% më 2019-n, dhe sipas të dhënave të OECD-së (shih Kokkinidis, 2019) Greqia pritet të ketë një rritje modeste prej 2.2%.

5.5.6 Të dhënat

Ne përdorim të dhënat vjetore për PBB-në e Shqipërisë, nga 1981 – 2017. Për të matur prodhimin potencial, ne përdorim filtrin HP. Metodrat e tjera të përdorura kanë dhënë rezultate të ngjashme, prandaj ne bazohemi në këtë metodë për të matur potencialin e PBB-së dhe hendekun e prodhimit. Ne do të përdorim një lambda prej 100, në përputhje me testimet e Kota-s (2007) dhe Bersch & Sinclair-it (2011).

Rezultatet e filtrit HP:

Grafiku 33 PBB aktuale dhe potenciale e Shqipërisë 1981 - 2017

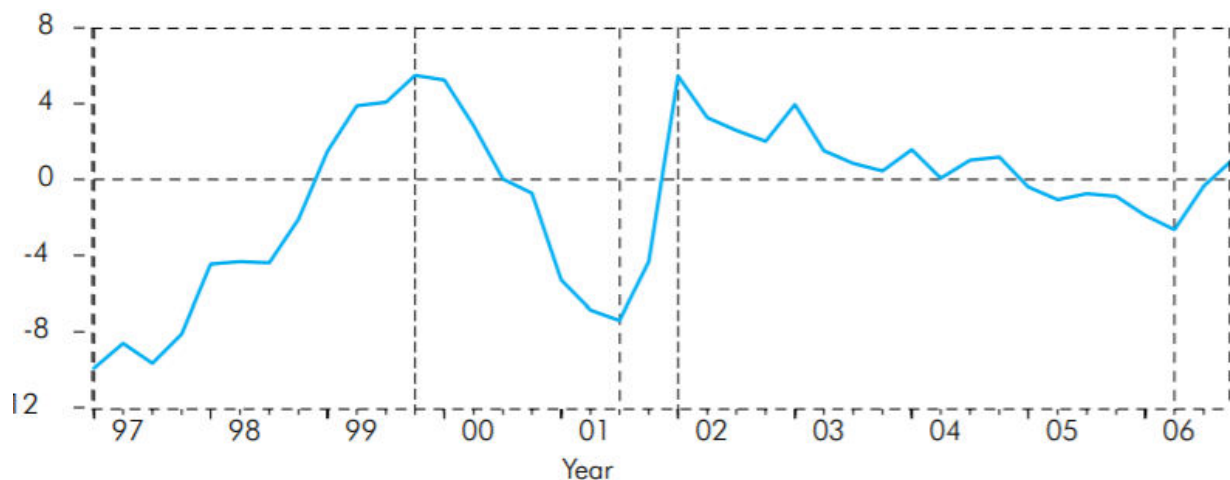


Burimi: Banka e Shqipërisë dhe përlllogaritjet e autorit

Hendeku i prodhimit i matur me anë të funksionit të prodhimit

Studime të tjera duhet të ndërmerren për të testuar nëse rezultate të ngjashme arrihen, duke përdorur funksionin e prodhimit të tipit Cobb-Douglas. Megjithatë kur krahasojmë rezultatet tona me metodën univariate, duke përdorur filtrin HP, rezultoni të ngjashme me atë të funksionit Cobb-Douglas.

Grafiku 34: Kulmet dhe guvat në hendekun e prodhimit sipas funksionit të prodhimit



Burimi: Kota, 2007

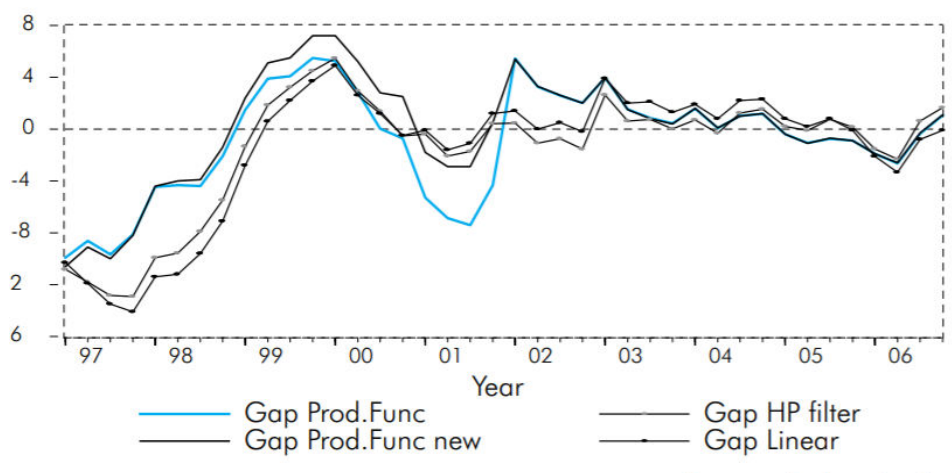
5.5.7 Analize e të dhënave të prodhimit potencial dhe hendeku i prodhimit në Shqipëri

Sipas filtrit HP potenciali i rritjes vjetore ekonomike më 2017-n ishte 2.2%. Ky niveli i prodhimit potencial është shumë më i ulët se niveli mbi të cilin operon BSH-ja, atë të 4%. Norma bazë e interesit është e ulët duke e krahasuar me nivele historike, por jo

mjaftueshëm që të nxisë investimet duke konsideruar që prodhimi potencial është i ulët, 2.2%. Siç shihet nga grafiku ka një përmirësim të trendit të prodhimit potencial, por elementet e politikës monetare duhet të vazhdojnë ta mbështetin më fuqishëm atë.

Rezultate të ngjashme dolën nga studimet e tjera (shih Kota, 2007 e cila merr në studim periudhën 1996 – 2016).

Grafiku 35: Hendeku i prodhimit sipas tre metodave lineare dhe funksionit të prodhimit 1997 - 2006



Burimi -Kota, 2007

5.6 MATJA E NORMËS NATYRORE TË INTERESIT

5.6.1 Hyrje

Norma natyrore e interesit është një indikator kyç në Rregullin e Taylor për ushtrimin e PM. Si e tillë kërkohen që të kryhen matje në mënyrë që të arrijmë në një model të plotë ekuilibri me implikime për politikën monetare. Për të matur normën natyrore të interesit për Shqipërinë do të përdorim metodën univariate. Norma natyrore e interesit është ajo normë që siguron që të kemi stabilitet të çmimeve me punësim të plotë. Është ajo normë interesi e cila nuk është lehtësuese për PM dhe që nuk shkakton inflacion. Nga ana tjetër është ajo normë interesi që nuk është shtrënguese e PM dhe nuk krijon rritje të papunësisë apo ulje të inflacionit. NNI është norma e interesit që e mban ekonominë në ekuilibër. Ajo përdoret gjerësisht në politikat monetare si një element integral për të përcaktuar normën e interesit bazë të një vendi. Një normë interesi baze më e ulët se norma natyrore shihet si një politikë lehtësuese ndërsa një norme baze interesi nga BQ më e lartë se norma natyrore shihet si një politike monetare e shtrënguar.

5.6.2 Perse nevojitet studimi i normës natyrore të interesit (NNI)

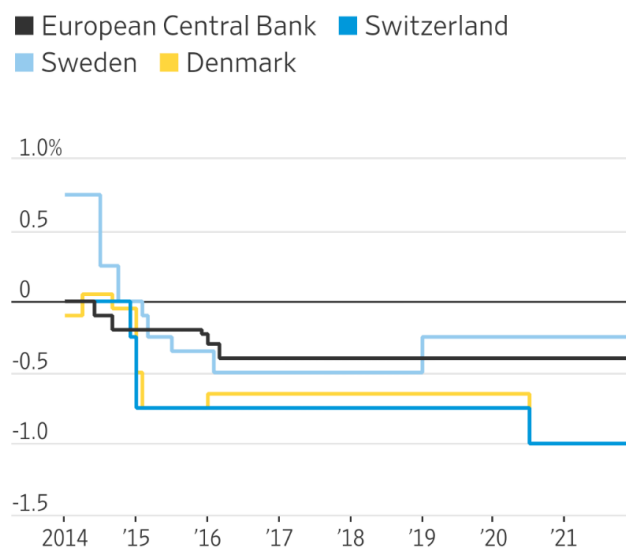
NNI është një vegël e rëndësishme në ushtrimin e PM. Ajo është përshkruar si norma e interesit që ruan çmimet stabël në kushtet kur ekonomia po funksionon afër potencialit. Wicksell (1898) shumë here e përshkruan NNI si me poshtë:

“Ekziston një norme interesi e huave e cila është neutrale në lidhje me çmimet e mallrave dhe nuk ka tendencë as të ulë çmimet e tyre as ti ngrrejë. Kjo është domosdoshmërisht e njëjta norme interesi e cila do të përcaktohej nga oferta dhe

kërkesa nëse nuk do të përdorej paraja dhe të gjitha huadhëniet kryheshin në formën e huadhënies së kapitalit real” (f. 102).

Ekonomitë Evropiane në 10 vitet e fundit po vuajnë efektet e Recesionit të Madh. Për të ri ngritur ekonomitë e tyre në ritme normale rritje ata kanë eksperimentuar me mjete jo konvencionale si ajo e normave negative të interesit. Në një situatë të tillë, ku ekzistojnë normat negative të interesit, siç është rasti me BQE, bankat dhe institucionet paguajnë bankën qendrore një përqindje, që është norma baze e interesit me vlere negative, në mënyrë që të ruajnë paratë e tyre në vend që të marrin një rinumërim për depozitat e tyre. Kostot mbartën të klientët të cilët në vend që të marrim kthim për depozitat e tyre në bankë duhet të paguajnë bankën për shërbimin e ruajtjes. Këto norma interesi negative dekurajojnë mbajtësit e parave, M, që të kursejnë dhe inkurajojnë ata që të konsumojnë ose të investojnë.

Grafiku 36: Norma baze e interesit për disa banka qendrore në Evrope 2014 -2021



Burimi: BQE dhe wsj.com

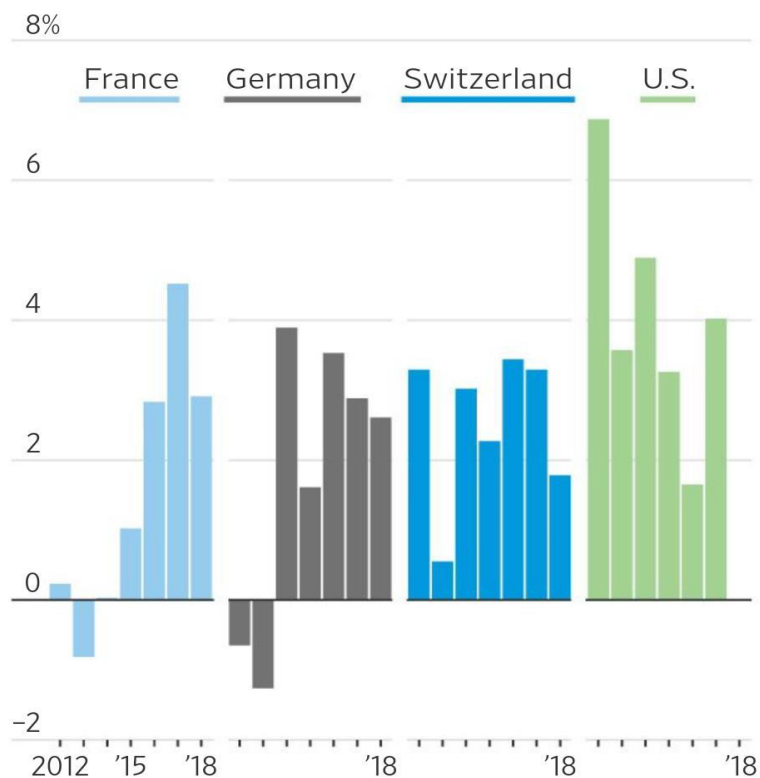
Sipas studiuësve si Blacstone (Blackstone, 2019) kjo ka vështirësuar aktivitetin bankar të bankave të cilat vuajnë nga marzhe të ulëta fitimi si rezultat i normave të ulëta të interesit. Fitimet e ulëta bëjnë që të bien aftësitë e tyre për të financiar investimet. Kjo ka bere që bankat Evropiane të jene në disavantazh ndaj bankave Amerikane.

Në përmbledhjen e tij për efektet negative të normave negative të interesit (ibid) ai rendit disa nga këto efekte: *Së pari* shtetet veriore të Evropës kanë një nivel më të kënaqshëm të zhvillimit dhe nuk kanë nevojë për norma negative interesi. *Së dyti* vendet të cilat kanë nevojë për norma negative interesi për të nxitur ekonomitë e tyre nuk po përfitojnë nga këto norma. *Së treti* normat negative të interesit, ose norma të ulëta interesi, ndihmojnë kompanitë jo rentabël që të qëndrojnë në treg dhe si rezultat tentojnë të ndikojnë në alokimin e gabuar të burimeve, në ato kompani jo fitimprurëse dhe konkurruese. *Së katërti*, nxitja e kompanive jo konkurruese dhe jo rentabël që të qëndrojnë në treg rezulton në një ekonomi që nuk është konkurruese dhe është jo efiçente për të konkurruar me vendet e tjera në të cilat idetë dhe bizneset jo efiçente nxirren nga tregu. *Së pesti* dhe ndoshta më e rëndësishmja, normat negative të interesit në periudha të gjata kohore reduktojnë aftësinë e një BQ për të reaguar në raste të një përkeqësimi ekonomik të papritur. Në rast të një krize bankat qendrore nuk kanë në dispozicion të tyre këtë vegël të rëndësishme të politikës monetare, uljen e normave të interesit.

Megjithatë BQE tregoi në 12 Shtator 2019 se nuk do të kufizohet nga mjetet konvencionale. Ajo shkoi edhe me poshtë në territor negativ, një territor jo shumë i

mbuluar nga teoria ekonomike. Ajo që shihet qartë në kursin e BQE është përpjekjet e pakufizuara për të shkaktuar një ri ngritje të ekonomisë.

Figura 7: Ndryshimet vjetore në investimet kapitale për disa vende 2012 - 2018



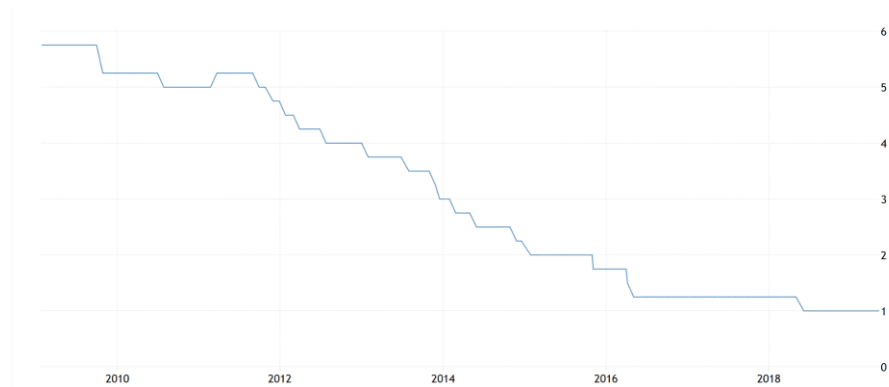
Burimi: OECD dhe wsj.com. Shënim: të dhënat për 2018 për SHBA nuk disponohen.

Edhe pse norma e interesit ka qenë negative ajo nuk ka bërë që investimet kapitale të ngrihen me shpejtësi. Përkundrazi, të dhënat për investimet kapitale kanë treguar një rënie ose rritje të ngadaltë. Franca kishte një rritje të investimeve kapitale

prej 4% në 2017, krahasuar me 3% në 2016, por në 2018 Franca, Gjermania dhe Zvicra kishin një rënie prej 2% ose me shumë.

BSH ka ndjekur kursin e kolegeve Evropian në uljen e normës baze të interesit, REPO.

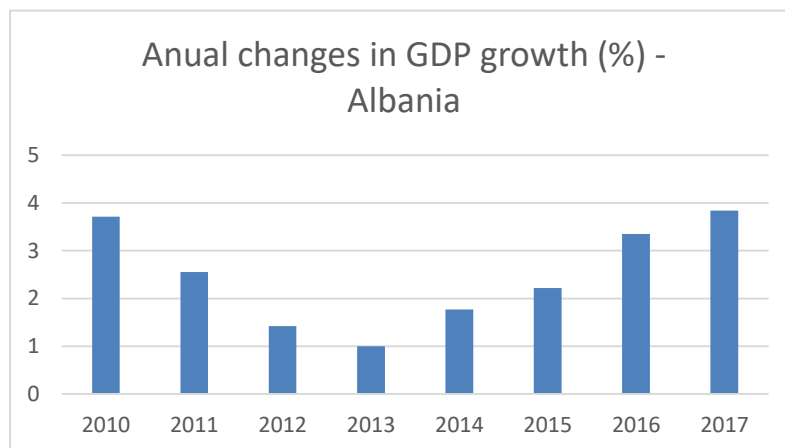
Grafiku 36: Ecuria e Normës REPO e Shqipërisë 2010 - 2018



Burimi: Banka e Shqipërisë

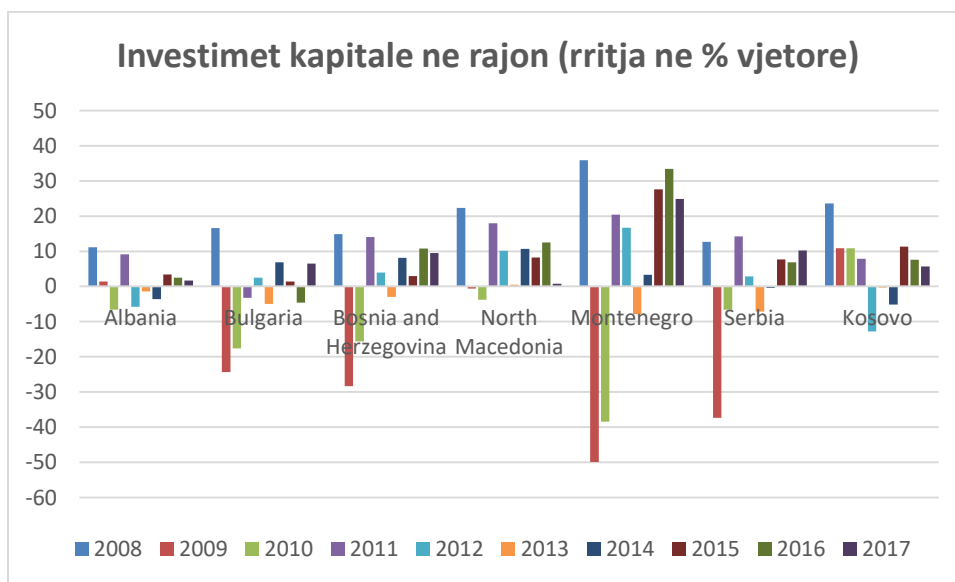
BSH ka ulur normën e interesit në minimume historike dhe kjo ka rezultuar në uljen e kostove të huamarrjes. Gjithashtu vihet re një përmirësim i aktivitetit ekonomik me rritjen ekonomike që është kthyer në nivelet e vitit 2010. Por kjo rritje nuk është afër për të arritur nivelet para krizës financiare që filloi në 2008. Ky studim nuk merr në konsideratë efektin e tërmetit të 26 Nëntor 2019 dhe pandemisë së Covid-19 që goditi botën dhe Shqipërinë duke shtyre ekonominë në recesion për vitin 2020.

Grafiku 37: Ndryshimi i PBB të Shqipërisë në % nga viti paraardhës 2010 - 2017



Burimi: Banka e Shqipërisë

Grafiku 38: Stoku i investimeve kapitale në disa ekonomi 2008 - 2017



Burimi: Banka Botërore

Siç shihet qartë nga figura nr. 8 edhe pse Shqipëria ka operuar nën një politike monetare akomoduese me REPO në nivele të ulëta historike vendi ynë ka mbetur prapa vendeve të rajonit në investimet kapitale. Është mendimi i autorit që modeli me Rregullin e Taylor do të rezultojë në një norme interesi më akomoduese, madje afër nivelin zero apo madje edhe në territor negativ.

Norma e interesit negative është kthyer në norme (shih Rohner, 2019, President i Bankës Alternative). Bankat dhe institucionet e mëdha, si fondet e investimeve apo të pensioneve, e kanë kuptuar që kjo është tashme një fakt i jetës.

Megjithatë normat negative të interesit kanë dhënë sinjale në ndihmë të ekonomisë së BE, nuk mund të thuhet e njëjta për ndikimin e normave të ulëta të interesit në Shqipëri. Norma e ulët e interesit në BE është shoqëruar me dobësimin e Euros, siç e pame në kapitullin VI, dhe ka pasur disa efekte pozitive. Së pari ka ulur stokun e borxheve kombëtare, në përqindje të PBB. Së dyti, ulja e normave të interesit ka ulur koston e interesave mbi stokun e kredisë në përgjithësi, por sidomos borxhin në euro në veçanti.

Por ka pasur edhe efekte negative. Politika lehtësuese e BQE ka bërë që euro të dobësohet në tregun e kursit të këmbimit dhe leku është vlerësuar. Kjo ka bërë që importet nga BE të jene më të lira dhe produktet e eksportit më të shtrenjta. BSH ka ndërhyrë disa here në treg për të blere sasi të euros me qëllim ndaljen e vlerësimit të lekut por masat nuk kanë qenë të efektshme.

Në vijmë në pyetjen që duam ti përgjigjemi në këtë kapitull: Cila është NNI, interesi që i përgjigjet atij niveli ekonomik ku ka stabilitet të çmimeve, punësim afër

nivelit të papunësisë natyrore dhe prodhim afër potencialit? Në këtë kapitull synojmë që ti përgjigjemi kësaj pyetje.

5.6.3. Modelet e llogaritjes së normës natyrore të interesit

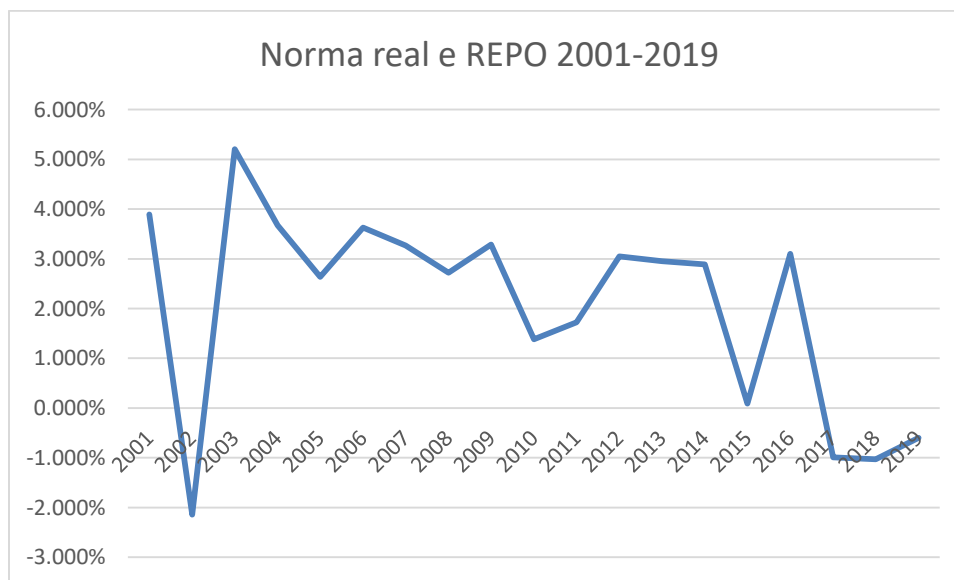
Metodat Univariante të llogaritjes së NNI.

Sipas literaturës këto metoda mund japin informacion jo të plote gjate periudhave kur inflacioni dhe aktiviteti ekonomik është me luhatje të forta, ato mund të funksionojnë mire në matjen e NNI në periudha stabiliteti. P.sh. në periudha kur inflacioni është jashtë normave historike ajo prodhon një norme reale të interesit, norma e interesit baze të BQ minus inflacionin, të ulet duke krijuar përshtypjen që norma nominale e interesit baze të BQ është mbi NNI. Në dekadën e parë të viteve '90 inflacioni ishte i lartë dhe metoda univariate e llogaritjes së NNI do të jepte informacion të gabuar.

Nëse NNI do të ishte stabil me kalimin e kohës atëherë ajo thjeshte mund të matej si një mesatare e normës aktuale të interesit.

Nëse konsiderojmë ex post real REPO të BSH, që e llogarisim duke marrë ex post nominal REPO minus përqindjen e ndryshimit të inflacionit, IÇK, krahasuar me vitin e kaluar marrim grafikun me lart. Shohim që mesatarja e NNI është luhatur në nivelet e 3% për një periudhe rreth 10 vjecare, nga 2004 – 2014 ndërsa në 3 vitet e fundit mesatarja vërtitet në nivelin e -1.

Grafiku 39: Norma real e REPO 2001-2019



Burimi: BSH dhe llogaritjet e autorit

Filtri HP

Filtri HP është një nga metodat me të përdorura për të shkëputur trendin e rritjes nga ciklet. Filtri HP e ndan një seri kohore, Y_t në dy komponentë: komponenti i trendit dhe lëvizjet ciklike. Në rastin e studimit të NNI filtri HP shkëput trendin e NNI nga komponentë ciklike të lëvizjeve të normave reale të interesit nga NNI.

$$r_t = r_t^* + G_t \quad (31)$$

Kjo metodë supozon që komponentët ciklike kanë një luhatje rreth komponentit të trendit me amplituda që zvogëlohen me kohën. Prandaj mesatarja e devijimit të r_t nga r^* supozohet të jete afër zeros për periudha të gjata kohe. Filtri HP minimizon variancën sipas një lambda të dhënë. Për të dhëna vjetore, si në rastin tonë, sugjerohet të përdoret një λ prej 100. Sa me e madhe λ aq me shumë do të hiqen lëvizjet ciklike nga trendi.

Studiuesit kanë diskutuar për avantazhet dhe disavantazhet e përdorimit të filtrit HP. Një përmbledhje jepet nga Kota (2007). Metodatat univariate, si filtri HP, funksionon mirë në vende me ekonomi të stabilizuara dhe nuk funksionon aq mirë në vendet në zhvillim. Një tjetër disavantazh është se këto metoda përdorin parametër për të bërë normalizimin e devijimeve nga trendi. Në fund të kampionit normalizimi mungon dhe filtri reagon ndaj luhatjeve tranzitore me shumë se sa në mes të kampionit (shih Kota, 2007).

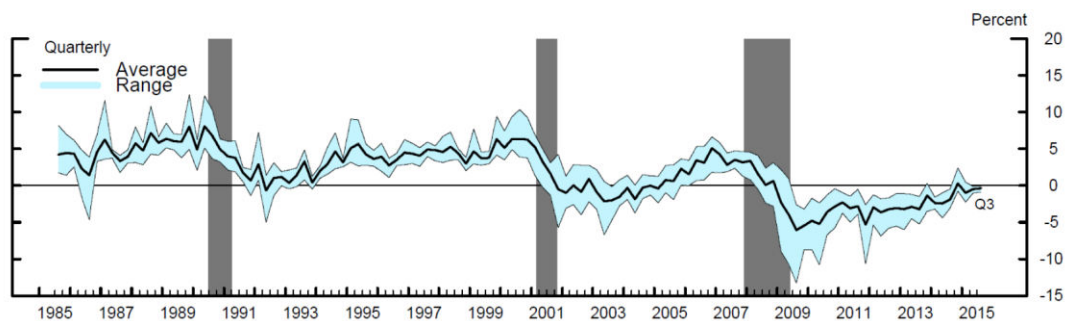
Metodat multivariate të matjes së NNI.

Sipas Yellen (2015) janë të paktën katër modele për matjen e NNI:

1. Modeli DSGE i zhvilluar nga stafi i Bordit të Rezervës Federale dhe të përshkruar nga Kiley (2013).
2. Modelet DSGE të zhvilluara nga stafi i Rezervës Federale të New York dhe të përshkruara nga Del Negro et al (2013)
3. Modeli DSGE i zhvilluar nga stafi i Rezervës Federale bazuar në Christian, Motto dhe Rostagno (2014).
4. Dhe ndoshta modeli më i përdorur, ai Laubach-Williams i zhvilluar nga Laubach dhe Williams (2015).

Sipas Yellen figura 6 paraqet krahasimet e 4 modeleve në matjen e NNI për SHBA. Pjesa me hije të gjelbër paraqet variacionet ndërmjet 4 modeleve. Ajo që duket qartë është që të katër modelet raportojnë një rënie të NNI pas recesionit të madh në vitet e fundit shohim një rikuperim të vogël.

Grafiku 40: Norma natyrore e interesit për U.S.A 1985-2016



Burimi: Janet Yellen “The Economic Outlook and Monetary Policy” 2015

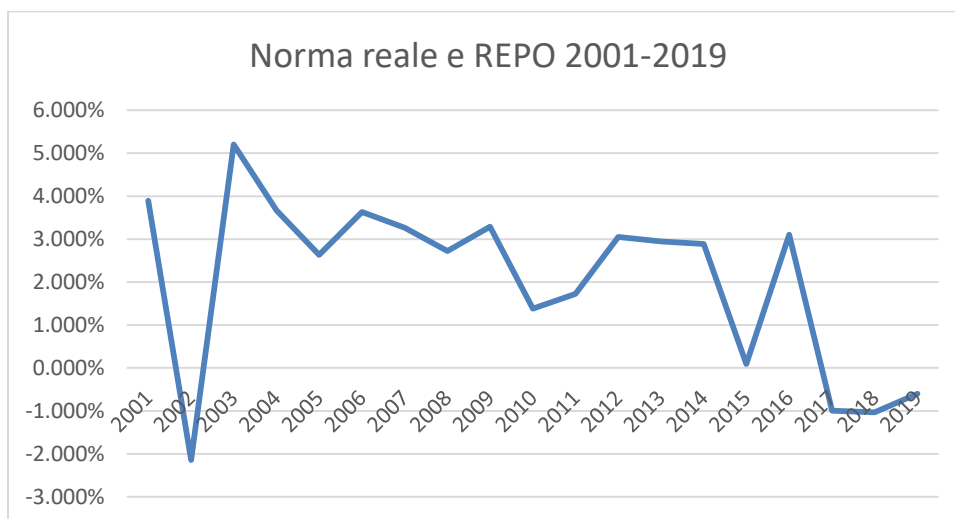
5.6.4 Të dhënat për metodën univariate të matjes së normës natyrore të interesit

Siç e përmendëm me lart metodat univariate të matjes së NNI që të përformojnë mirë duhet të ketë periudha stabiliteti dhe jo luhatjeve të mëdha. Këto metoda mund të japin të dhëna të mira në kohe stabiliteti. (shih diskutimet në Laubach & William, 2001). Në periudha të tilla NNI reflekton fare mire mesataren e normës reale të interesit.

Studiuesit sugjerojnë përdorimin e normës reale afatshkurtër të interesit, në rastin e Shqipërisë norma reale e REPO-ve, për të matur normën natyrore të interesit.

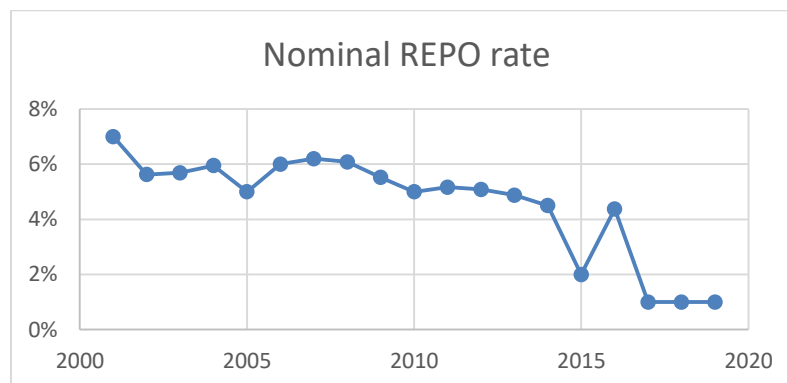
Grafiku i mëposhtëm paraqet nivelin mesatar vjetor të REPO-ve, (marrëveshjeve të riblerjes 7-ditore) për periudhën e marre në studim.

Grafiku 41: Norma reale e interesit (REPO) e Shqipërisë 2001 - 2019



Burimi: Banka e Shqipërisë

Grafiku 42: Norma nominale e REPO 2000 - 2019

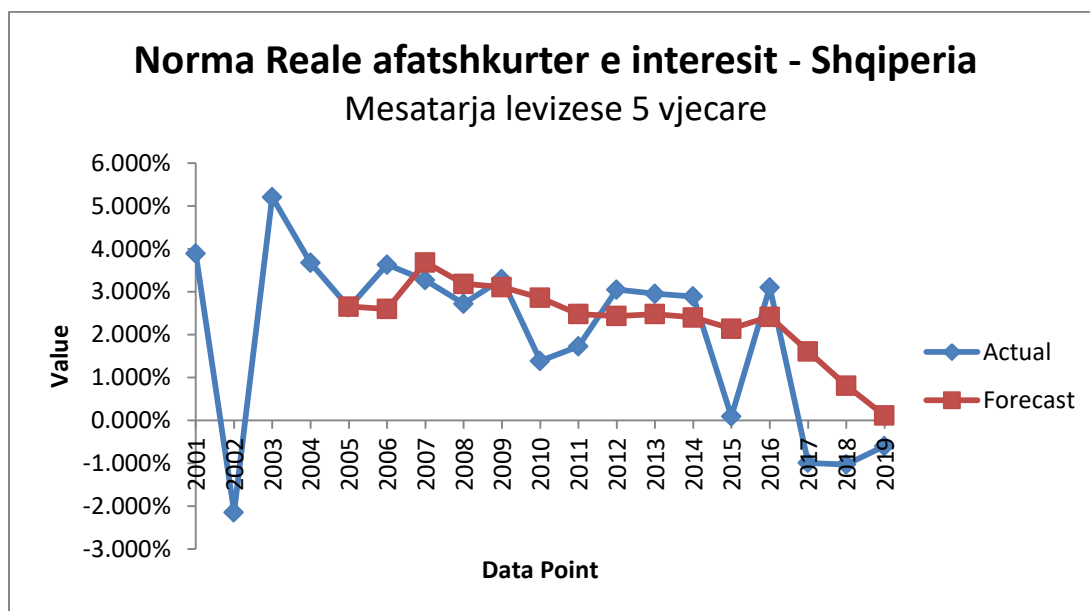


Burimi: Banka e Shqipërisë, llogaritjet e autorit

Norma reale e interesit llogaritet sipas modelit të Fisherit duke përdorur IÇK vjetore për të arritur në një norme reale afatshkurtër të REPO-ve.

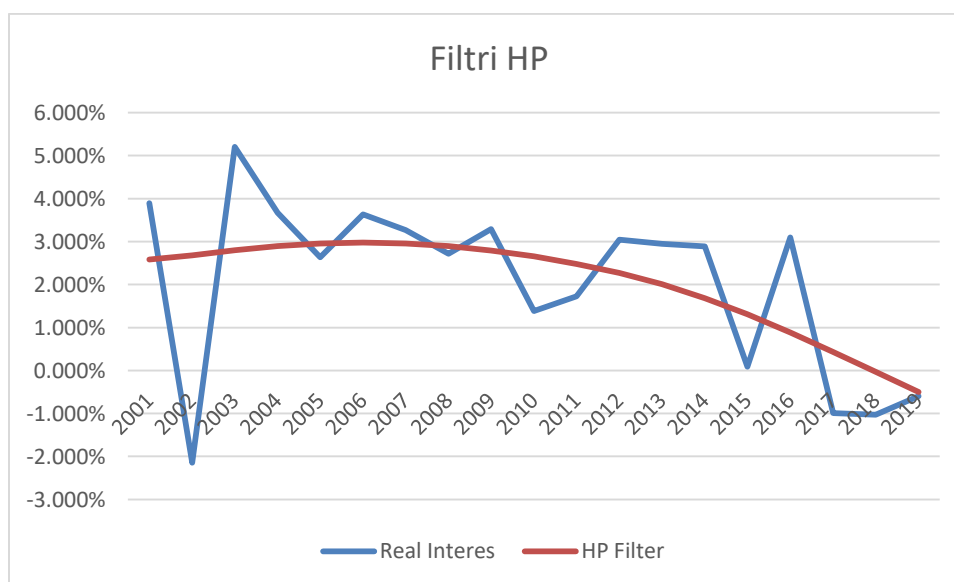
Laubach&Williams(2015) përdorin indeksin PCE për të llogaritur normën reale afatshkurtër të interesit. Sipas tyre indeksi IÇK raporton inflacion me të larte se sa PCE. Ndryshimi kryesor mes këtyre indekseve është që PCE nuk llogarit elementet me të luhatshëm për të matur inflacionin, si energjia. Por në mungese të të dhënave të PCE për Shqipërinë në kemi zëvendësuar PCE me IÇK dhe do të jemi të vëmendshëm për faktin që IÇK mund të raportoje inflacion me të larte.

Grafiku 43: Norma Reale afatshkurtër e REPO - Metoda Univariate – Mesatarja
 lëvizëse 5 vjeçare



Burimi: Banka e Shqipërisë dhe llogaritjet e autorit

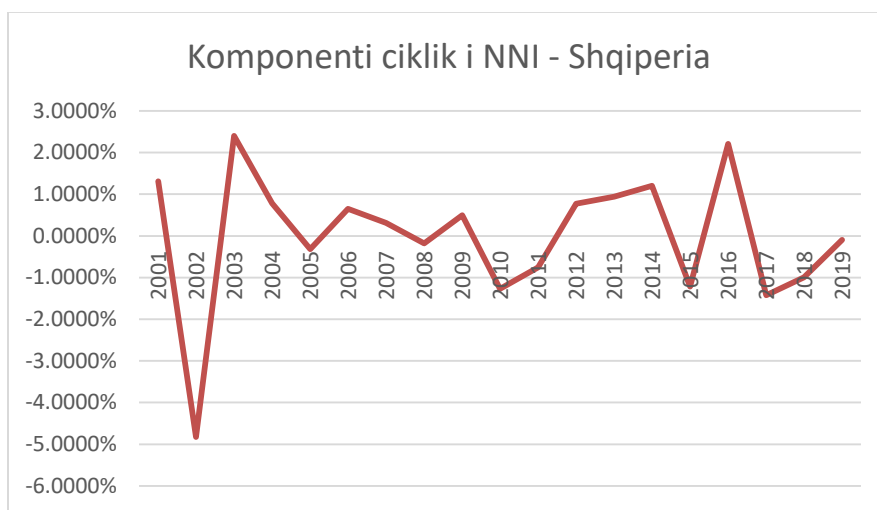
Grafiku 44: NNI përmes Filtrit HP 2001 - 2019



Burimi: Banka e Shqipërisë dhe llogaritjet e autorit

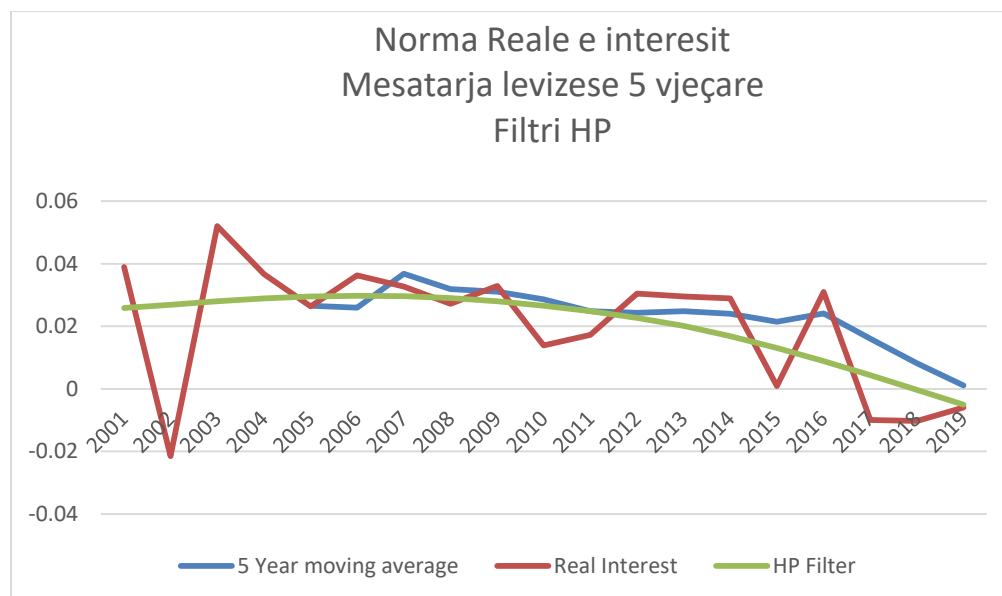
Siç pritej komponenti ciklik është i larte gjate periudhave me mungese stabiliteti politik dhe ekonomikë, si në rastin e fillimit të viteve 2001. Devijimet zvogëlohen ndërsa vendi lëviz drejt një periudhe stabiliteti makroekonomik, financiar dhe politik.

Grafiku 45: Komponenti ciklik i NNI - Shqiperia



Burimi: Banka e Shqipërisë dhe llogaritjet e autorit

Grafiku 46: Krahasim i 3 metodave të llogaritjes se NNI



Burimi: Banka e Shqipërisë dhe llogaritjet e autorit

Në grafikun (45) krahasojmë tre indikatorë: E para normën reale afatshkurtër të interesit (REPO), se dyti mesataren lëvizëse 5 vjeçare, dhe se treti rezultatet e filtrit HP.

5.6.5 Konkluzione mbi studimin e NNI

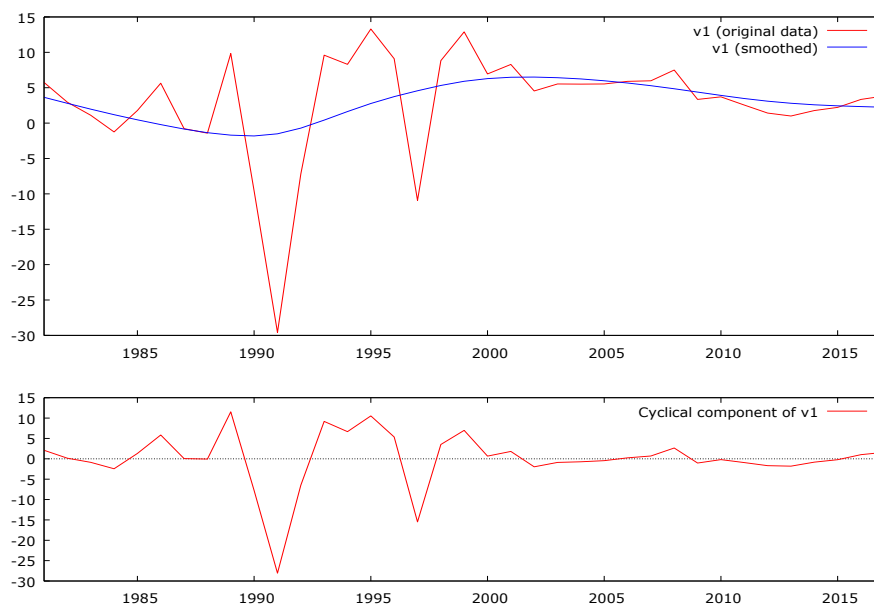
Të dyja metodat tregojnë për një rënie të NNI në vitet që pasojnë krizën financiare të 2008. Rezultatet për Shqipërinë tregojnë dy trende. Ne kemi marrë në konsideratë $n=18$, nga 2001 deri në 2019. Metoda e mesatares lëvizëse 5 vjeçare tregon për një tendence rritje të NNI në 2016 por pas 2016 ajo person një rënie të mprehte duke ndjekur të njëjtin trend me metodën tjetër të filtrit HP. Filtri HP mat normën natyrore të interesit në nivele negative, afërsisht -1 në vitin 2019, ndërsa metoda e mesatares lëvizëse 5 vjeçare e llogarit NNI në vitin 2019 në vlera afër zeros.

Trendi është i qartë nga të dyja metodat univariate të llogaritjes së NNI. Këto rezultate tregojnë që NNI është në nivele historikisht të ulëta. Por të njëjta rezultate shohim në llogaritjet e NNI për BE dhe SHBA (shih Laubach & Williams (2015)).

Për Shqipërinë, dhe për vendet e tjera në studimit e mësipërm, rënia në NNI shoqërohet edhe me rënien e prodhimit potencial.

BQ e Shqipërisë ka ndjekur një kurs të PM me norme baze të interesit në nivelin e 1%. Inflacioni i regjistruar ka qëndruar poshtë niveleve të objektivave.

Grafiku 47: PBB e Shqipërisë dhe PBB potencial per1981 - 2017



Burimi: Banka e Shqipërisë dhe llogaritjet e autorit

Nga kërkimi ynë rezulton që norma natyrore e interesit është më e vogël se zero, gjithashtu edhe norma reale e interesit është poshtë zeros por afër asaj natyrore. Në arrijmë në konkluzionin që politika monetare e BSH nuk është lehtësuese në kushtet e tregut, përkundrazi ajo është një politike monetare e shtrënguar.

Në hedhim hipotezën që politika monetare nuk është mjaftueshëm akomoduese për të ju përgjigjur sfidës në të cilën ndodhet ekonomia shqiptare. Norma natyrore e interesit është në territor negativ ose afër zeros. Prandaj mendojmë që BSH duhet të kishte ndjekur një politike me agresive akomoduese për të ju përgjigjur rënies së ritmeve të rritjes së PBB dhe inflacionit poshtë objektivave duke përdorur elemente jo konvencionale, të tipit të lehtësirave sasiore të ndjekura nga BQE dhe FED.

Këto rezultate duhet krahasuar me metoda të tjera matjeje për tu siguruar në cilësinë e informacionit. Në do të përdorim të dhënat e këtij studimi dhe ti krahasojmë me studimet të ngjashme. Këto të dhëna do të futen në një sistem të integruar, DSGE, për të nxjerre implikime për politiken monetare.

Cilat janë implikimet e këtyre rezultateve për kursin e politikës monetare?

Këtë do të përpiqemi ti përgjigjemi në kapitullin tjetër.

5.7. Rregulli i Taylor për një vend të euroizim të lartë Rasti i Shqipërisë

5.7.1 Modeli i propozuar

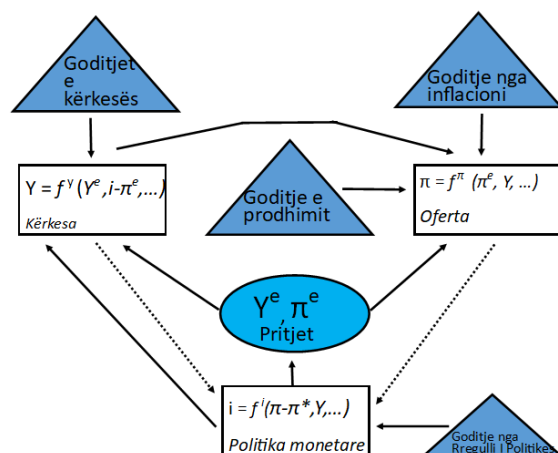
Modeli makroekonomik më i përdorur nga BQ për të vlerësuar, formuluar dhe komunikuar politiken monetare (shih, Sbordone, et al., 2010) është ai DSGE (Dynamic, stochastic general equilibrium) kuadratik më baza mikro-foundations.

Modeli është dinamik (D) sepse zgjedhjet e politikës monetare bazohen në rezultatet e ardhme të pa sigurta. Modeli është stokastik (S) sepse luhatjet (shocks) janë të papritura në ekonomi dhe të paparashikuara. Gjithashtu modeli bazohet në një model më ekuilibër të përgjithshëm (GE) ku veprimet e autoriteteve monetare ndër-veprojnë më veprimet e agjentëve ekonomik.

5.7.2 Struktura baze e modelit DSGE

Sipas studiuesve (Sbordone, et al., 2010; Giannoni, Woodford, 2002; Gali, Gertler, 2007 etj) modelet DSGE të përdorura për analizë kanë një strukturë të thjeshtë të ndërtuar rreth 3 blloqeve të ndërlidhura: funksioni i kërkesës agregate, funksioni i ofertës dhe funksioni i Rregullit të Politikës Monetare. Të tre këto funksione kanë baze mikro-foundation, në supozimet e sjelljes së agjentëve ekonomik, ku përfshihen familjet, firmat dhe qeveria. Sipas studiuesve (Sbordone, et al., 2010) këto aktore ndër-veprojnë në treg dhe si rezultat tregjet “clear” duke rezultuar në GE.

Figura 8. Struktura baze e modeleve DSGE



Burimi: Sbordone, et al., 2010.

Kërkesa agregate, Y , është funksion i pritjeve për kërkesën dhe i normës reale të interesit të parashikuar, $i - \pi^e$. Kjo marrëdhënie tregon që kur norma e interesit është e lartë agjentet ekonomik kursejnë më mire së sa të konsumojnë apo investojnë. Gjithashtu kur Y^e pritjet që të jete e lartë njerëzit kanë tendence që të shpenzojnë.

Vija që lidh bllokun e kërkesës me ofertën tregon që kërkesa është elementi më i rëndësishëm për përcaktimin e inflacionit, së bashku me pritjet për inflacionin e ardhshëm. Përcaktimi i prodhimit nga funksionet e kërkesës dhe ofertës formojnë elementët për përcaktimin e politikës monetare, që është treguar më vija të ndërprera. Ekuacioni në bllokun e politikës monetare tregon së si një BQ përcakton normën e interesit, zakonisht si një funksion i inflacionit dhe aktivitetit real në ekonomi, ose hendekut të prodhimit. Sipas modeleve DSGE pritjet e ardhshme përbejnë elementet kyç të modelit, prandaj edhe këto modele quhet “dinamike”. Pritjet për te ardhmen luajnë një rol të rëndësishëm dhe shërbejnë si një nga kanalet kyç për transmetimin e

politikës monetare.

Siç e prezantojnë autorët (Sbordone, et al.2010) elementi i fundit i prezantuar në diagrame është goditjet stokastike. Në çdo periudhe ka ngjarje ekzogjene stokastike që godasin sistemin në secilin nga blloqet e tij duke futur pasiguri në ekonomi.

Në ndërtimin e blloqeve të kërkesës agregate, duke u bazuar në preferencën e një familje përfaqësuese për konsum, kursim, dhe të ofertës agregate të firmave, që përbën bllokun e ofertës të modelit DSGE ne ndjekim të njëjta parime të diskutuara në Sbordone, (2010), Giannoni, Woodford (2002); Gali, Gertler, 2007.

5.7.3 ANALIZA EMPIRIKE – MODELI MAKRO-EKONOMIK

Në këtë seksion parashtrajmë modelit të cilin do të përdorim më vonë për të përcaktuar implikimet e euroizimit në politiken monetare. Në modelin që po krahasojmë ne ndryshojmë nga modelet e ekuilibrit të përgjithshëm të parashtruar nga literatura dhe sidomos nga Benigno and Benigno (2003), Gall and Monacelli (2005), Sutherland (2002) and Woodford (2003) Bardalez (2007), Carabenciov et al. (2008) dhe Dushku, Kota (2011).

Këto modele zakonisht neglizhojnë rolin e parasë ose duke supozuar që paraja nuk ekziston, pra një ekonomi pa para (cashless), ose duke i kufizuar efektet e parasë vetëm të tregu i parasë. Supozimi i një ekonomie pa para mund të funksionojë në ekonomitë e zhvilluara por nuk është praktik në ekonomitë në zhvillim si në rastin e Shqipërisë.

Në modelin tone kemi dy mjete pagesash, monedhën vendase, lekun, dhe një monedhe të huaj, euro. Të dyja këto monedha gjendet gjerësisht në ekonomi dhe

sigurojnë likuiditet për familjet dhe bizneset për të ulur kostot e transaksioneve. Familjet dhe bizneset zgjedhin secilën monedhe në baze të kostos së transaksioneve dhe të kostove oportune për secilën monedhe.

Ky kusht e lidh shume shkallen e euroizimit të një ekonomie më diferencën e normave të interesit mes monedhës kombëtare, lekut, dhe asaj të huaj, euros. Si rrjedhojë euroizimi është më i lartë në ata vende në të cilat norma e interesit të monedhës kombëtare është në afate kohore të gjata më e lartë së norma e interesit të monedhës së huaj, në rastin e Shqipërisë euros.

Sipas modelit të Re Keynesian të modeluar nga Castillo-Bardalez (2007) për një ekonomie të vogël dhe të hapur euroizimi krijon një kanal përmes të cilit monedha e huaj çrregullon konsumin, kursimet dhe vendimet për ofertën e punës për shkak të euroizimit shkakton një hendek në mes të dobishmërisë marginale të konsumit dhe të ardhurave. Gjithashtu ndikimi i normës së huaj të interesit në këtë hendek rritet më euroizimin.

Karakteristika e GAP

Njeri nga modelet e përdorur nga BSH, Modeli GAP, është model që ndërthuret më Teorinë e Re Keynesiane. Ajo parashikon që çmimet nominale dhe real të jënë të ngurta në afatshkurtër. Kërkesa agregate përcaktohet sipas modeleve DSGE.

Banka e Shqipërisë ka përdorur që nga viti 2011 një model GAP në përcaktimin e politikës monetare.

Sipas Dushku, Kota (2011) ky model ka këto karakteristika:

- c. Modeli i përdorur reagon ndaj ndryshimeve të normës së rritjes së variablave.
- d. Modeli GAP i përdorur fut në model një komponent të kursit të këmbimit përmes paritetit të normës së pambuluar të interesit (UIP).

Sipas këtij modeli dhe studimi të BSH ekonomia dhe politika monetare ndikohet nga ekonomia Evropiane.

Modelet e përdorura për parashikimin e politikës monetare të tipit Keynesian të Ri supozojnë që firmat i vendosin çmimet vetëm në monedhën vendase por në Shqipëri, ashtu së në një numër të madh vendesh në zhvillim, çmimet caktohen nga firmat dhe individët edhe në monedhë të huaj, euro.

Vendosja e çmimeve në monedhe të huaj përdoret edhe në vende të zhvilluara por kryesisht për produktet e importuara. Në vendet në zhvillim, si në Shqipëri, përcaktimi i çmimeve në monedhe të huaj, kryesisht euro, behet edhe për produktet që tregtohen brenda Shqipërisë dhe më së shumti për kontratat me vlera të mëdha dhe të pasurive të patundshme. Kjo ka pasoja të rëndësishme për politiken monetare.

Në këtë kapitull ndërtojmë një model makro të humbjes-së-mirëqenies të bankës qendrore në një ekonomi me euroizim. Së dyti të shpjegojmë përcaktuesit e ekuilibrit të përgjithshëm nën kushtet e euroizimit.

Në këtë model ndjekim studimet e kryera nga literatura dhe Bardalez (2007) për një vend të vogël dhe të hapur (SOE) me euroizim nën një koncept teorik modelit të Ri Keynesian.

Përafrime të ngjashme me këtë model kanë bere edhe Sutherland (2000), Galf dhe Monacelli (2005) dhe De Paoli (2004).

De Paoli (2004) analizon politiken monetare të një ekonomie të vogël dhe të hapur. Sipas De Paoli (2004) funksioni i humbjes më baze dobishmërinë për këtë ekonomi mund të shprehet si një shprehje kuadratike e inflacionit, hendekut të prodhimit dhe të normës reale të këmbimit.

Gjithashtu bazuar edhe në Woodford (2002), i cili ka shkruar një nga studimet standarde në fushën e politikës monetare, ai propozon ndjekjen e një politike monetare bazuar në rregulla të modelit të përgjithshëm të Taylor, i cili është një funksion kuadratik i humbjes-së-mirëqenies (Welfare loss function).

Modeli i Bardalez (2007) ka dy karakteristika bazë që dallon nga modelet e përmendura më lart. Së pari firmat janë heterogjene në teknologjinë e tyre. Së dyti firmat janë të lira që të zgjedhin ose monedhën e huaj ose atë vendase në përcaktimin e çmimeve.

Në ndërtimin e modelit te propozuar te PM ne së pari zhvillojmë një model SOE në kuadrin teorik të modelit të Ri Keynesian. Për këtë kufizohemi vetëm në një model më dy vende, kur Shqipëria dhe BE merren si të vetmet vende. Përdorim këtë model për të arritur në kurbën e kërkesës dhe ofertës sidomos duke konsideruar euroizimin e pjesshëm (PD).

Pastaj analizojmë rrjedhojat e PD në politiken monetare. Për të arritur këtë duhet të që integrojmë një funksion të humbjes së mirëqenies (welfare-loss-function) për

bankën qendrore duke integruar një funksion të dobishmërisë së një familje sipas funksionit të Woodford (2003) dhe Benigno dhe Woodford (2003).

Në këtë kapitull së pari zhvillojmë një model të thjeshtë të ekuilibrit të përgjithshëm për një ekonomi të vogël dhe të hapur kur firmat përballen luhatje të produktivitetit në sektorë të ndryshëm dhe ku çmimet janë pjesërisht të ngurta.

Së dyti diskutojmë efektet e euroizimit të pjesshëm në politiken monetare.

MODELI

BSH e Shqipërisë përdor modelet GAP për të bërë projeksione afatmesme mbi zhvillimet e ekonomisë. GAP-i është një nga dy modelet ekonomike kryesore të përdorura në bankën e Shqipërisë për të bërë projeksione të zhvillimeve të mundshme në ekonominë shqiptare, të cilat merren në konsideratë në procesin politikë bërës në bankën e Shqipërisë.

GAP është një model i vogël strukturor Neo-Kejnesian, i prezantuar në Shqipëri së pari nga Dushku dhe Kota (2011). GAP-i është i strukturuar në katër blloqe që përfaqësojnë kërkesën agregate, inflacionin, kursin e këmbimit dhe rregullin e politikës së normës së interesit. Modeli përdor të dhëna tremujore dhe ka një gjendje ekuilibër të përcaktuar në mënyrë ekzogjene.

- 5 Ekuacione;
5. Ekuacioni i preferencës së konsumit të brendshëm kundrejt atij të jashtëm
6. Kurba IS
7. Kurba e Filips

8. UIP

9. Rregulli i Politikës Monetare më Kurs Këmbimi dhe i^* , norma e interesit të vendit të huaj.

Në model popullata e botes është ndare në dy ekonomi më madhësi n dhe një ekonomi e huaj më madhësi $(1-n)$. Ekonomia e vogël nuk ndikon ekonominë e huaj të madhe. Firmat prodhojnë duke përdorur punën dhe teknologjinë. Firmat mund të zgjedhin që ti caktojnë çmimet në monedhën vendase ose atë të huaj.

Konsumi i brendshëm, sipas modelit të Bardalez (2007), jepet si më poshtë:

$$C_t = [(1 - a)^{\frac{1}{\gamma}} (C_{H,t})^{\frac{\gamma-1}{\gamma}} + a^{\frac{1}{\gamma}} (C_{F,t})^{\frac{\gamma-1}{\gamma}}]^{\frac{\gamma}{\gamma-1}} \quad (32)$$

Ku γ përfaqëson elasticitetin e zëvendësimit mes të mirave të konsumit të prodhuara brenda dhe atyre të importit, $C_{H,t}$ dhe $C_{F,t}$. Nga ana tjetër a është një parametër i preferencave që mat sasinë e konsumit në të mira të prodhuara jashtë.

Kurba e Filipsit

Kurba e Filipsit ka një histori tepër interesante. Ajo u propozua në modelin origjinal nga Filips në vitet 1960 dhe paraqiste lidhjen mes inflacionit dhe papunësisë. Sa më i lartë inflacioni aq më e ulët papunësia. Megjithatë ekuacioni dhe kurba e Filipsit u refuzuar në vitin 1970 (Lucas 1975) me revolucionin e pritjeve racionale. Që nga kjo kohe ekonomistët janë përpjekur që të shpjegojnë lidhjen mes inflacionit dhe prodhimit si në rastin e King dhe Watson (1994), Stock dhe Watson (1999). Teori të

tjera janë ofruar për të shpjeguar këtë lidhje si në rastin e Modelit të Ri Klasik të Kurbës së Filipsit (Lucas 1973), Modeli i Ri Keynesian të Roberts (1995), Gali dhe Gertler (1999) të cilët dominuan vitet 1990 dhe që akoma janë popullore. Gjithashtu janë edhe modelet me version me ngurtësim të çmimeve të Mankiw dhe Reis (2002 dhe 2003).

$$\pi = \alpha_1 \pi_{t+1} + (1 - \alpha) \pi_{t-1} + \alpha_2 ygap_{t-1} + \alpha_3 \Delta z_t + \varepsilon_t^p \quad (33)$$

Ku: π , është inflacioni i matur si ndryshimi tremujor vjetor, dhe janë komponentët e inflacionit me vështrim nga e kaluara dhe me vështrim nga e ardhmja, $y_{gap,t-1}$ është hendeku i prodhimit dhe Δz_t është ndryshimi në hendekun real të kursit të këmbimit, dhe ε_t^p është parametri i gabimit, i cili shpjegon goditje të tjera ekzogjene të ofertës, që nuk përfshihen në model, si për shembull goditjet e çmimit të naftës.

Ekuacioni i hendekut të prodhimit

Prodhimi i brendshëm varet nga norma reale e interesit, kursi real i këmbimit dhe nga kërkesa në pjesën tjetër të botës, përfaqësuar nga Bashkimi Evropian. Hendeku i prodhimit është shmangia e prodhimit aktual nga niveli ekuilibër i PBB (një numër pozitiv tregon së prodhimi është mbi potencialin) që jepet më poshtë:

$$ygap_t = 100 * (gdp_t - gdp_t^*) \quad (34)$$

ku, gdp është matja e prodhimit real në log, dhe gdp^* është PBB potencial.

ekuacioni i mësipërm është thjesht një përcaktim i hendekut të prodhimit, Pbb aktual dhe Pbb potenciale janë shprehur në log, kështu që y_{gap} tregon ndryshimin në përqindje mes Pbb aktual dhe Pbb potencial.

Ndërsa ekuacioni i mëposhtëm (3) është ekuacion i sjelljes së hendekut të prodhimit, i cili është funksion i vlerës së tij të pritur dhe më vonesë kohore, hendeku midis normës reale aktuale të interesit dhe vlerës ekuilibër të tij, hendekut të kursit të këmbimit dhe hendekut të prodhimit të BE-së. Dinamikat janë shtuar nëpërmjet ndikimit të hendekut të kaluar dhe të ardhshëm të prodhimit të brendshëm dhe nëpërmjet reagimit të hendekut të normës së interesit dhe hendekut të kursit të këmbimit më vonesë kohore:

Kurba IS

$$Y_{gap_t} = \beta_1 y_{gap_{t-1}} + \beta_2 y_{gap_{t+1}} - \beta_3 (rr_t - rr_{t-1}^*) + \beta_4 z_{t-1} + \beta_5 y_{gap_t}^{EU} + \epsilon_t^{y_{gap}} \quad (35)$$

ku, y_{gap} është hendeku i prodhimit, rr është hendeku i normës reale të interesit, Z është hendeku i kursit real të këmbimit, y_{gap}^{EU} është hendeku i prodhimit të bashkimit evropian dhe y lli sipër një variabli, tregon vlerat ekuilibër të variablave.

Sipas këtij modeli, të përpunuar nga Dushku dhe Kota(2011) norma reale e interesit bën lidhjen mes politikës monetare dhe ekonomisë. Shqipëria është një ekonomi e vogël dhe e hapur dhe kursi i këmbimit ndikon aktivitetin real ekonomik.

Kursi i këmbimit

Për të marre një model të kursit të këmbimit ndjekim Dushku dhe Kota (2011), sipas modelit që përdor BSH, për të nxjerre një ekuacion të paritetit të interesit të pambuluar nominal (UIP), në të cilin kursi i këmbimit varet nga ndryshimi mes normës reale të interesit në Shqipëri dhe vendit partner të BE.

Ekuacioni i kursit nominal të këmbimit sipas këtij modeli jepet nga ekuacioni:

$$\left[rs_t - rs_t^{EU}\right] / 4 = \Delta z_t^* - \Delta z_t + s_{t+1} + s_{t-1} - (\pi_t - \pi_t^{EU}) - 4 \cdot (\text{risk}_{pt} + \text{risk}_{tt}) \quad (36)$$

ku, rs_t është norma e interesit të politikës monetare në Shqipëri dhe rs_t^{EU} është euribori tremujor në BE, (këto norma janë pjesëtuar më 4 pasi paraqiten në terma vjetorë). s_{t+1} dhe s_{t-1} është kursi nominal i këmbimit i pritshëm dhe më vonesë kohore, π_t^{EU} është inflacioni në Eurozone, dhe risk_{pt} dhe risk_{tt} janë përkatësisht primi i përhershëm i rrezikut dhe primi i përkohshëm i rrezikut.

Në modelin tonë, kursi real i këmbimit (z_{real}) varet nga kursi nominal i këmbimit (s) dhe nga ndryshimi në nivelin e çmimit midis bashkimit evropian, IÇK (CPI) të EU dhe IÇK të Shqipërisë. Hendeku i kursit real të këmbimit është llogaritur si diferenca midis kursit real të këmbimit dhe ekuilibrit të kursit real të këmbimit.

$$z_{real} = s + \text{cpitEU} - \text{cpit}() \quad z_t = z_{real} - z_t^* \quad (37)$$

ekuacioni i ekuilibrit të kursit real të këmbimit përcaktohet si më poshtë:

$$z_t^* = z_{t-1}^* + (rr_t^* - rrt^*_{EU}) / 4 - \text{risk}_{pt}()$$

ku, rr_t^* dhe rrt^*_{EU} janë normat ekuilibër të interesit real në Shqipëri dhe në BE. kështu që, ekuilibri i kursit real të këmbimit është funksion i vlerës së tij më vonesë kohore, diferencës së normës së interesit dhe primit të përhershëm të rrezikut.

Ekuacioni e mëposhtme paraqesin së si është përcaktuar norma reale e interesit (r_{realEU}) dhe hendeku i normës reale të interesit (rrt_{EU}) në vendin e huaj.

$$r_{\text{realtEU}} = r_{\text{stEU}} - \pi_{t+1\text{EU}} \quad r_{\text{rtEU}} = r_{\text{realtEU}} - r_{\text{rt}^*\text{EU}} \quad (38)$$

5.7.4 Rregulli i politikës monetare

Rregulli i politikës monetare përcakton mënyrën së si banka qendrore merr vendimin për të përdorur instrumentin e saj indirekt (normën e interesit të politikës monetare), më qëllim që të arrijë nivelin e objektivit për inflacionin. Clarida, Gali dhe Gertler () theksojnë së për bankierët qendrorë është shumë e rëndësishme të marrin parasysh lëvizjet në ekonomi, kur marrin një vendim në lidhje me politikën monetare, kështu që në funksionin tonë të reagimit të politikës monetare kemi përfshirë gjithashtu hendekun e prodhimit.

Në ndjekim modelin e një vendi të hapur me politiken monetare sipas rregullit të Taylor, sipas propozimit të Kempa dhe Wilde (2011). Kështu rregulli për politikën monetare shprehet si më poshtë:

$$i_t^h = \bar{i}_t^h + \gamma_q q_t + \gamma_\pi \pi_t^h + \gamma_y y_t^h + \gamma_i (i_{t-1}^* - i_t^*) + u_{mt}^h \quad (39)$$

$$i_t^* = \bar{i}_t^* + \gamma_\pi^* \pi_t^* + \gamma_y y_t^* + u_{mt}^* \quad (40)$$

Respektivisht për ekonominë e vendit mëmë dhe vendit të huaj ku: i_t^h dhe i_t^* janë norma e interesit në vendin mëmë dhe në vendin e huaj, \bar{i}_t^h dhe \bar{i}_t^* janë norma natyrore e interesit në vendin mëmë dhe vendin e huaj, π_t^h dhe π_t^* janë inflacioni në shtëpi dhe në vendin e huaj, y_t^h dhe y_t^* janë shmangiet e prodhimit kombëtar dhe të huaj nga prodhimi potencial, $i_{t-1}^* - i_t^*$ është ndryshimi në normën e interesit të vendit të huaj në periudhën korrente nga periudha e kaluar, u_{mt}^h dhe u_{mt}^* janë “shocks” në politiken monetare të vendin mëmë dhe vendit të huaj.

Parametrat, e hendekut të prodhimit, inflacionit, kursit të këmbimit dhe normës së interesit të vendit të huaj, matin agresivitetin e politikës monetare në arritjen e objektivit të inflacionit, nga i cili ndikohet kërkesa agregate.

Vendi i huaj (Bashkimi Evropian)

Pjesa tjetër e botës në model përfaqësohet nga Bashkimi Evropian. Në kemi modeluar vetëm kurbën e Filips dhe hendekun e prodhimit për bashkimin evropian, meqenëse këta janë variabla kryesorë që kanë ndikim mbi ekonominë shqiptare. Ashtu siç pritet, në supozojmë se ekonomia shqiptare nuk ndikon ekonominë e Bashkimit Evropian, pasi është një vend i vogël.

Rregulli i Taylor në modelin DSGE

Rregulli Taylor u formulua nga John Taylor në studimin e tij të famshëm të vitit 1993 më titull “Mençuria kundrejt Rregullave të Politikës në praktike” (John Taylor, 1993: “Discretion versus policy rules in practice”). Pas këtij studimi Taylor publikoi një studim tjetër në 1999 në të cilin propozoi një modifikim të Rregullit të Taylor. Në modelin e ndryshuar Taylor propozonte që koeficientet e reagimit të hendekut të prodhimit ju dha vlera 1 kundrejt 0.5 në modelin origjinal. Taylor propozoi një rregull më vështrim nga e shkuara, që do të thotë që norma e interesit bazohet në vlerën e shkuar të inflacionit dhe devijimit të rritjes ekonomike nga trendi.

$$i = r^* + \pi^* + 1.5(\pi - \pi^*) + 0.5y \quad (41)$$

Ku: i është norma nominale e interesit të rregullit të PM, π^* është objektivi i inflacionit të BQ, r^* është norma reale afatgjate ekuilibër e interesit, π është inflacioni aktual i periudhës, dhe y është hendeku i prodhimit të periudhës aktuale.

Thjeshtësia dhe qartësia ka bere Rregulli i Taylor të përdoret gjerësisht si rregull i politikës monetare të shprehur në përcaktimin e normës së interesit baze.

Sipas studiuesve dhe politik bërësve të rëndësishëm (si Yellen, 2015) Rregulli i thjeshte i Taylor mund të përdoret për të përcaktuar normën e interesit të fondeve federale. Sipas Rregullit të Taylor norma e interesit të fondeve federale duhej të ngrihej nga niveli afër zeros. Ish shefja e FED-it nuk binte dakord duke argumentuar për një Rregull të Taylor të ndryshuar bazuar në këto argumente: Papunësia, edhe pse kishte rënë në nivelin 5%, nuk ofronte nivele të kënaqshme të punësimit, dhe së dyti norma federale e interesit ishte e ulët krahasuar me nivelet historike.

Përmirësimi i Rregullit të Taylor mund të behet edhe në mënyra të tjera siç është mbledhja e të dhënave më mire, të kuptuarit më mire të mekanizmave të transmetimit të PM dhe gjithashtu përmes “deregulation” apo në disa raste mbikëqyrjes më të mire të sistemit bankar. (shih Taylor 1996).

Ish shefja e FED thotë që e përdor Rregullin e Taylor si një ankore për të kuptuar nëse norma e fondeve federale është në nivele të arsyeshme. (Asso, 2010 dhe shënimet e takimit të FOMC, 31 Janar – 1 Shkurt 1, 1995).

Shqipëria kundrejt PM të BQE

Norma e interesit të një vendi ndikon në PM të një vendi tjetër. BQE ka vendosur normën e saj baze të interesit në territor negativ prej -0.5%. Me këtë PM akomoduese të BQE janë krijuar kushtet që investimet në Shqipëri të kenë kthim më të lartë. PM akomoduese e BQE ka rritur euroizimin dhe remitancat e emigranteve në drejtim të Shqipëri.

Shenjëstrimi i normës nominale të interesit si një Rregulli i Politikës monetare për të arritur objektivin final të stabilitetit të çmimeve është bere standard për bankat qendrore. Në 2009 Shqipëria braktisi shenjëstrimin e ofertës monetare, M3, si instrument i ndërmjetëm i politikës monetare, në favor të normës nominal të interesit. Përdorimi i Rregullit i Taylor, siç është i përcaktuar nga John Taylor në studimin e tij në 1992 është i gjere. Ai ndihmon një BQ të përcaktojë normën nominale të interesit bazë. Taylor dhe Rregulli i tij kanë pasur një influencë të madhe në instrumentet e PM të përdorura nga një BQ. Taylor i prezantoi gjetjet e tij në Konferencen Carnegie-Rochester mbi Politikat Publike në Nëntor 1992.

Rregulli i Taylor (Taylor, 1993) mund të shprehet nga ana matematikore si:

$$r = p + .5y + .5(p - 2) + 2 \quad (41)^*$$

Ku: r është norma reale baze e politikës monetare, p është inflacioni mesatar në 4 tremujoret e fundit, y është devijimi në përqindje i prodhimit aktual nga prodhimi potencial dhe 2 është norme mesatare afatgjate e interesit real.

$$y = 100(Y - Y^*)/Y^*$$

Y është PPB dhe Y është PPB potencial, ose trend.*

Taylor e shpreh Rregullin e tij të PM në terma real. Gjithashtu Taylor e konsideron koeficientet e reagimit të inflacionit dhe prodhimit më 0.5.

Një mënyrë tjetër për ta pare Rregullin e Taylor në terma nominal dhe të përgjithësuar është siç është paraqitur nga Hetzel (2000):

$$i_t = 2 + \pi_t + g_\pi(\pi_t - \pi^*) + g_x x_t \quad (42)$$

Ku: i_t është norma baze e interesit e PM, π_t është inflacioni aktual mesatar për katër periudhat tre mujore paraprake, π^* është objektivi i inflacionit të BQ, 2 është norma mesatare afatgjate e interesit real, apo norma natyrore e interesit, x_t është shmangja e prodhimit aktual nga ai potencial.

Pyetja që duam ti përgjigjemi në këtë kapitull përmbledhës është së çfarë efekti ka euroizimi në politiken monetare të BQ. A ka një model të Rregullit të Taylor që përformon më mire për ekonomitë më euroizim në nivelet e Shqipërisë? Çfarë ndodh më PM kur norma e interesit mbi të cilat bankat e nivelit të dyte i bazojnë interesat për depozitat dhe kreditë nuk varet nga politika monetare e BQ? Banka e nivelit të dyte në Shqipëri japin interes sipas formulës:

$$i = \text{Euribor} + \text{Primi i Riskut} \quad (43)$$

Euribor është norma mesatare e interesit që banka Evropiane i japin interes njëra tjetrës. Ajo influencohet nga norma e interesit baze të BQE.

Pra bankat e nivelit të dyte në Shqipëri lëvrojnë kredi, rreth 65% të kredive, duke u bazuar në politiken monetare të BQE.

Ne kemi propozuar që Rregulli i Taylor i formës së ekuacionit (41) nuk është i përshtatshëm për një vend më euroizim të lartë si Shqipëria dhe nuk është adekuat dhe duhet përshtatur për të marrë në konsiderate efektet e euroizimit. BQ e Shqipërisë duhet të adoptojë një version të përmirësuar. Në këtë kapitull kemi sugjeruar dy indikatorë që mund të përmirësojnë Rregullin e Taylor si norme të politikës monetare:

Së pari duam të konsiderojmë futjen në Rregullin e Taylor të ndryshimit të normës bazë të interesit të vendit të huaj, F ne periudhën t_n nga periudha t_{n-1} . Në propozojmë që koeficienti i ndryshimeve në normën së interesit të vendit të huaj që ka “dollarizuar” vendin tone të jete pozitiv, që do të thotë rritja e normës së interesit në vendin e huaj duhet të rrite normën e interesit në vendin tone, më një koeficient të caktuar, dhe anasjelltas. Kur diferenciali i normës së interesit mes kohës t dhe t_{n-1} është pozitiv ajo duhet të vendose presione rritëse në normën bazë të interesit të vendit tone. Ndërsa e kundërta, nëse diferenciali në mes të normave të interesit është negativ ajo do të ushtroje presione ulëse mbi normën e interesit.

Gjithashtu duke qenë se PM dhe norma baze e interesit të një vendi kërkon kohë që të japë ndikim në kursin e këmbimit ne propozojmë përfshirjen e një elementi të përqindjes së ndryshimit të kursit të këmbimit në Rregullin e Taylor. Propozimi ynë është që kursi i këmbimit të ketë koeficient negativ.

Prandaj në propozojmë një Rregull të Taylor që përfshin diferencialin e normës së interesit të vendit të huaj dhe diferencialin e përqindjes së ndryshimit të kursit të këmbimit mes monedhës kombëtare dhe asaj monedhe që ka dollarizuar ekonominë.

Një Rregull e Taylor për PM që përshkruan më mirë nevojën e Shqipërisë për një reagim me të mirë shprehet dhe propozohet si më poshtë:

$$i_t^h = \gamma_q \delta_{i^*} i_t^* + \gamma_\pi E_t \pi_t^h + \gamma_y y_t^h + \gamma_{st} q_t + u_{mt}^h \quad (44)$$

ku: i_t^h është norma nominale e interesit në vendin mëmë, δi_t^* është ndryshimi i normës së interesit në vendin e huaj nga periudha t_{n-1} , shmangja e inflacioni π_t^h nga objektivi, y_t^h është shmangja e prodhimit aktual nga prodhimi potencial dhe u_{mt}^h luhatjet e pashpjeguara në vendin tone.

Kalibrimi i parametrave për studimin tone:

Parametrat e modelit mund të kalibrohet ose të vlerësohen. Në përputhje me Taylor (1993) në vendosim të kalibrojmë ato që të rezultojnë në nivelin më të përshtatshëm me analizën që kemi paraqitur.

5.7.5 PM e Shenjëstrimin të Inflacionit përmes normës së interesit

Shenjëstrimi i inflacionit është një objektivi afatgjatë i PM dhe është relativisht i ri në politik-bërjen e bankave qendrore që është ndjekur kryesisht në tre dekadat e fundit. Ky objektivi i PM filloi që të ndiqej në Zelandën e Re në vitin 1990 dhe e përhap në pothuajse të gjithë vendet e botes. Më agimin e epokës së shenjëstrimit të inflacionit kjo politike monetare ka rezultuar e suksesshme kundër inflacionit të lartë. Një rol pozitiv në këtë arritje ka luajtur edhe rritja e pavarësisë së BQ për të formuluar objektivat dhe vënë në zbatim të tyre për të arritur objektivat.

Ekonomiksi modern pranon efektin e dy instrumenteve në përshpejtimin apo ngadalësimin. E para është politika fiskale. Kjo politike është në dore të qeverise. Përmes taksimit dhe shpenzimeve qeveria mund të ndikojë kërkesën dhe PBB. Disavantazhet i përdorimit të politikës fiskale janë përtej diskutimit të këtij studimi por mjafton të themi që kjo politike është një nga temat më të debatueshme politike.

Mjeti i dyte që perdoret është PM. Ky instrument është në duar të BQ. Kur BQ veren që ekonomia po ngadalësohet ajo përpiqet ta nxisë rritjen ekonomike duke printuar më shume para, ulur normën e interesit, blerës së bonove të thesarit për të ndikuar normën e Repo-ve apo përdorimit të mjeteve të tjera jo-konvencionale. Por BQ mund të ule shpejtësinë e ekonomisë kur ajo po vepron mbi potencial duke bere të kundërtën e masave të përmendura më sipër.

5.7.6 Instrumentet operacional të PM dhe mekanizmi i transmetimit

Vendet e dollarizuara, siç kemi pare në kapitullin “Euroizimi dhe Oferta Monetare” tenton të ule inflacionin pjesërisht për shkak të efektit kontraktues mbi politiken monetare të shkaktuar nga euroizimi.

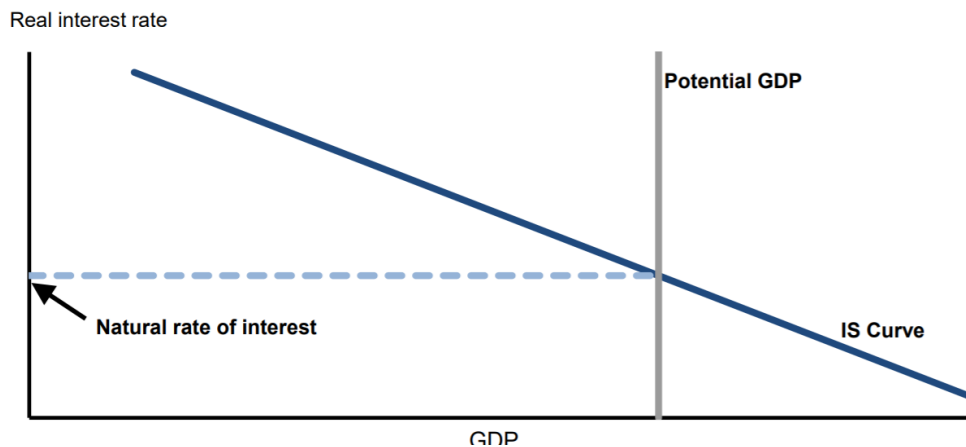
Në ekonomitë e dollarizuara mekanizmat e transmetimit të PM dobësohen për shkak të monedhës së huaj që përdoret gjerësisht në ekonomi. Më nivel të euroizimit të depozitave në rreth 60% dhe përdorim të gjere në vendosjen e çmimeve dhe shkëmbimeve të firmave dhe familjeve Euro ka një rol të rëndësishëm. BSH, apo çdo banke tjetër qendrore, mund të influencoje direkt vetëm ofertën monetare të monedhës kombëtare, rreth 40% në rastin e Shqipërisë, dhe ka vetëm instrumente të kufizuar në

pjesën tjetër. Çdo objektiv i rritjes së ofertës monetare sipas teorisë QTM mund të influencojë vetëm monedhën lek.

Problemet më shenjëstrimin e normës së interesit si instrument i PM

Mekanizmi i luhatjes së normës së interesit: Norma e interesit është norma ekuilibër e kërkesës për para dhe ofertës për para. Një rritje e normës së interesit mund të vijë për shkak të njërës nga arsyet e mëposhtme:

Grafiku 48: Mekanizmi i përcaktimit të normës së interesit



Burimi: Laubach&Williams (2015)

Nëse rriten investimet ato bëjnë që të rritet kërkesa për para duke shkaktuar rritjen e kërkesës për para e cila vendos presion mbi normës e interesit. Në këto raste BQ mund të qëndrojë asnjëse duke lënë forcat e lira të tregut të veprojnë për të korigjuar balancën përmes rritjes së normës së interesit. Një rritje e normës së interesit korigjon balancat duke bere investimet më të shtrenjta dhe rezultuar në ftohjen e ekonomisë.

Por nëse rritja e normës së interesit shkaktohet nga rënia e ofertës monetare ose fondeve që janë të gatshme për tu dhënë më kredi atëherë BQ mund të dëshirojë që të ndërhyjë për të rritur ofertën monetare.

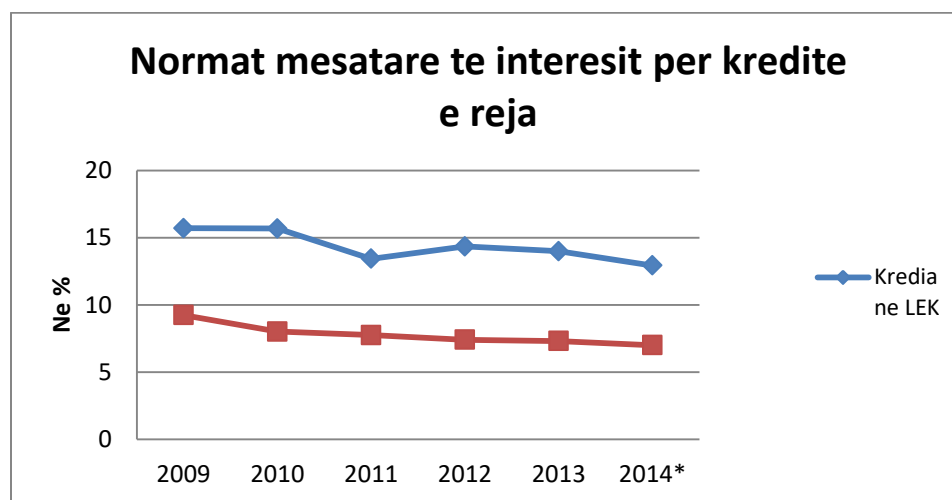
Diferenciali i normës së interesit: Një tjetër problem më përdorimin normës së interesit është paaftësia e BQ që të kontrollojë spread-in mes normës së kredisë dhe atë të depozitave.

“Lag” (apo reagimi i vonuar) i politikës bazuar në normën e interesit: Një problem i tretë që lidhet më përdorimin e normës së interesit si instrument i PM është që PM ndikon kërkesën dhe ofertën agregate të fondeve më një vonese kohore, ose “lag”, për shkak të kostove të përshtatjes. Sipas literaturës ka dy aspekte të këtij “lag”: Së pari është aspekti i kohëzgjatjes dhe së dyti ai i ndryshueshmërisë (shih William & Laubach, 2015). Kohëzgjatja e reagimit të normës së interesit mbi kërkesën dhe ofertën llogaritet zakonisht të jete nga 1.5 vite në 2 vite në ekonomitë e vendeve të zhvilluara si SHBA. Duket së ka një konsensus për kohëzgjatjen e reagimit duket së nuk ka konsensus nëse kohëzgjatja është aq e madhe sa e bën përdorimin e normës së interesit jo efektive si instrument, madje destabilizuese. Efekti i normës së interesit për të ndryshuar realisht kërkesën dhe ofertën agregate brenda të njëjtit tre mujor është vlerësuar të jete tepër i ulët. Ndërkohë që sipas studiuesve (William & Laubach, 2015) efekti në afatgjatë është shumë domethënës.

Efektiviteti i PM të normës së interesit – rasti i Shqipërisë

Shqipëria ndryshoi instrumentin e PM në prag të krizës së madhe financiare botërore të 2008. BSH filloi të përdorte normën e interesit të Repo-ve 7 ditore si instrument më qellim kontrollin e inflacionit. Sipas studimeve në fillim kishte një ndikim pozitiv të lehte kundrejt reduktimit të diferencialit të normave të interesit në mes kredive të emetuara në lek kundrejt atyre në euro. Por ky trend pozitiv, i vitit 2010 – 2011, u shua më kalimin e viteve (shih studimin e Open.data.Albania, 2014).

Grafiku 49: Norma mesatare e interesit për kreditë e reja.

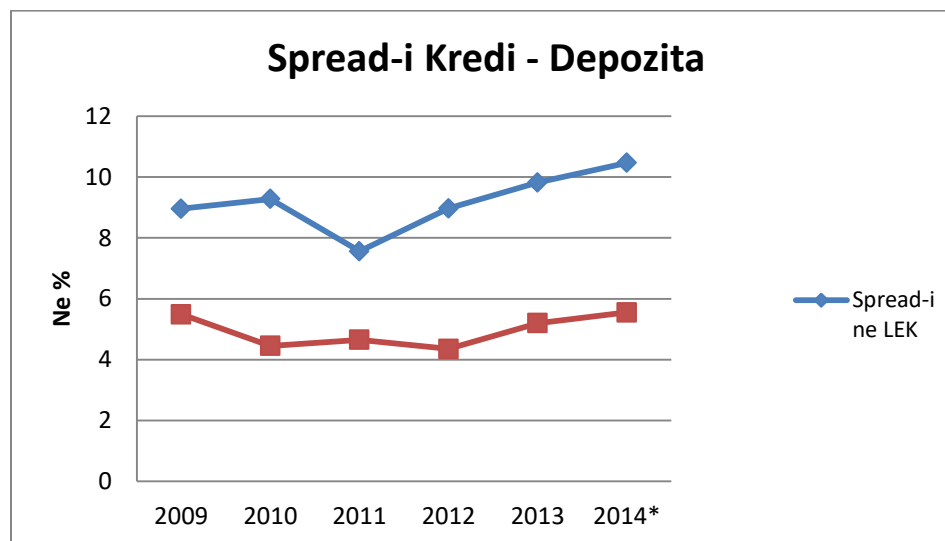


Burimi: Banka e Shqipërisë dhe Analiza dhe Komentet të ODA

Spredhi mes normës së interesit të kredive dhe depozitave u rrit duke reflektuar mungesën e efektivitetit të PM.

Sipas të dhënave dhe analizës (ODA, 2014) norma mesatare për një kredi 1-vjeçare në 2009 (viti në të cilin filloi të përdorej norma e interesit si instrument i PM) ishte 15.71% ndërsa në 2014 ishte 12.93%, duke shënuar një ulje prej 2.9%.

Grafiku 50: Spreadi i normave të interesit për Kredi - Depozita



Burimi: Banka e Shqipërisë dhe Analiza dhe Komentet të ODA, 2014

Ndërkohë që të njëjtën periudhë norma mesatare e depozitave 1-vjeçare kishte rënie prej 4.3% (nga 6.75% në 2009 në 2.46% në 2014). Në të njëjtën periudhë u rrit kreditimi në euro.

Inflacioni gjate kësaj periudhe ka qëndruar poshtë objektivave të BQ dhe është kombinuar më forcim të lek-ut dhe një rënie të rritjes mesatare ekonomike. Për shkak të këtyre faktorëve BSH ka mbajtur një PM akomoduese për të shtyre rritjen dhe inflacionin.

5.7.7 Euroizimi dhe PM e BQ

Por është një fakt që është nënvlerësuar në synimet e PM të BSH. Ai është fakti që oferta monetare dhe kërkesa për para është e varur të monedha që ka euroizuar ekonominë tone, euro. Duke gene së rreth 50% e depozitave dhe 65% e kredive janë në euro çdo vendim për normën baze të interesit të monedhës tone, lek, duhet të marre në

konsiderate edhe normën e interesit të depozitave dhe kredive në euro. Ka disa arsye që PM e monedhës lek duhet të marre parasysh normën e interesit të kredive dhe depozitave të euros:

i. Zëvendësimi i produktit

Nëse norma e interesit të kredive të lëvruara në lek është më e lartë së ajo në euro atëherë në do të presim që agjente racionale ekonomike të kërkojnë më shume kredi në euro së sa në lek. Ky zëvendësim zhbën çfarëdo objektivit të vendosur nga BSH apo cilado banke qendrore në një vend më euroizim të lartë.

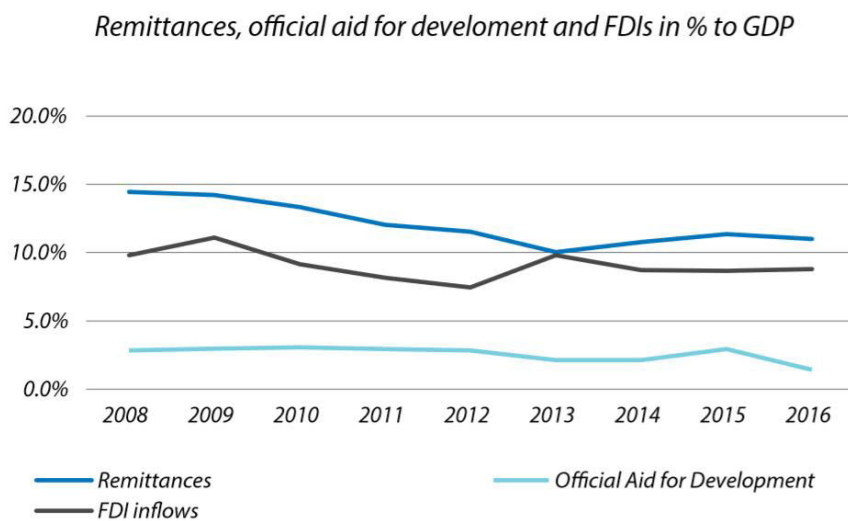
ii. Oferta e monedhës euro

Një norme interesi e lek më e lartë së ajo në norma e euros, siç ka qene situata në 19 vitet e shkuara që nga prezantimi i euros, tenton të rrisë kërkesën për kredi në euro, e cila ka çmim më të lire, duke bere euron një mjet më pak atraktiv për të kursyer duke rritur mundësinë që mbajtësin e euros të kryejnë blerje dhe rritur si rezultat shpejtësinë e qarkullimit të euros e cila rrit ofertën monetare në euro. Rritja e V^e , shpejtësia e qarkullimit të euros, rrit edhe më tepër euroizimin.

iii. Presioni i remitancave mbi PM

Remitancat financojnë një pjese të rëndësishme të deficitit të BP. Pas krizës Evropiane u vu një rënie e remitancave të emigranteve në drejtim të Shqipërisë por tendenca negative ka përfunduar.

Grafiku 50: Remitancat, ndihma e huaj dhe FDI në % të GDP



i

Burimi: BSH, për remitancat dhe FDI

<http://data.worldbank.org/indicator/DT.ODA.ALLD.CD> për “Official Aid for Development”.

Së pari, duhet të vëmë re që remitancat të shprehura si përqindje e PBB janë rritur por janë akoma në nivele poshtë atyre të para krizës financiare. FDI janë poshtë por afër nivelit mesatar afatgjatë, ndërsa transferimet në formën e garantëve dhe ndihmave kanë ardhur duke rënë.

Edhe pse të hyrat nga euro nuk janë rritur në mënyrë domethënëse është interesante të vëmë re që monedha lek është forcuar në mënyrë graduale kundrejt euros. Duke e qartë që PM e Shqipërisë është më e shtrënguar së sa ajo e euros dhe nuk është konsideruar tregu i parasë i partnerit tone kryesor tregtar, BE.

Sipas Taylor (1996) në supozojmë që parimi baze i analizës së politikave të bazohet në teori koherente për mënyrën së si rregullat e politikës ndikojnë ekonominë, dhe që kjo teori të shpjegohet në baze të modeleve ekonometrike.

Prandaj duke marrë në konsiderate nivelin e lartë të euroizimit në propozojmë një indikatorë shtese që ndikojnë normën baze të interesit të PM sipas Rregullit të Taylor.

i. Norma e interesit të politikës monetare të BQE

Për shkak së bankat kanë të drejte për lëvizje të lire të kapitali një norme e ulet interesi nga BQE e bën kreditimin në euro në tregun bankar Shqiptar më tërheqës së sa ai në lek.

Rregulli origjinal i PM të Taylor është më vështrim nga e kaluara por disa versione të Rregullit përfshijnë indikatorë më pritje. Studiues të ndryshëm e refuzojnë Rregullin më vështrim nga e kaluara në favor të atyre që marrin në konsiderate pritjet e të ardhmes (shih Clarida, et al. 1998).

Janë sugjeruar edhe shume indikatorë të tjerë për tu shtuar në Rregullin e Taylor si kursi i këmbimit apo çmimet e aseteve. Argumenti në favor të përfshirjes së tyre është që luhatjet e tyre mund të ndikojnë kërkesën agregate. Megjithatë disa nga luhatjet në këto indikatorë vijnë si rezultat i ndryshimeve në prodhim dhe inflacion. Shume studime empirike raportojnë që përdorimi i një forme të përshtatur të Rregullit të Taylor, siç është përfshirja e kursit të këmbimit, çmimi i aseteve, rezulton në një stabilizim më të madh të ekonomisë.

BSH fut një parametër GAP të kursit të këmbimit në Rregullin e Taylor. Ashtu siç kemi konkluduar më lart, në kapitullin 5.3 “Menaxhimi i kursit të këmbimit”

5.7.8 Modeli i PM i propozuar

Shqipëria më nivelin e lartë të euroizimi të ekonomisë do të përfitonte nga një Rregulli Taylor në PM që merret në konsideratë normën e interesit të BQE, e cila, siç është argumentuar më lart ndikon ekonominë tone. Në do të përdorim një model më dy vende në të cilin variablat janë diferenca mes vendit të huaj, BE, dhe atij mëmë, Shqipërisë.

“h” tregon që indikatorin është në vendin mëmë, dhe “*” është për vendin e huaj, BE. Rregulli i PM për vendin e huaj dhe atë mëmë janë si më poshtë:

$$i_t^* = \gamma_\pi \pi_{t+1}^* + \gamma_y y_t^* + u_{mt}^* \quad (45)$$

$$i_t^h = \gamma_{i^*} i_t^* + \gamma_\pi \pi_{t+1}^h + \gamma_y y_t^h + \gamma_{st} q_t + u_{mt}^h \quad (46)$$

Në ekuacionet (45) dhe (46) i_t^* është norma nominale e interesit të BQE, i_t^h është norma nominale e interesit të vendit tone, Shqipërisë dhe variablat i_t përkufizohet si $i_t = i_t^h - i_t^*$

Ku:

i_t : ndryshimi mes normës nominale të interesit të vendit tone, h, dhe atij të huaj, BE. Për i_t dhe variablat e tjerë një rritje e variablit tregon rritje të variablit në vendin

mëmë krahasuar më atë të vendit të huaj. Normat e interesit janë të shprehura në norma vjetore.

y_t : hendekun e prodhimit

p_t : tregon ndryshimin mes çmimeve në vendin tone dhe atij të huaj.

π_t : ndryshimin në mes të inflacionit të vendit mëmë më atë të vendit të huaj.

u_{mt} : tregon shock të PM në vendin e huaj dhe atë mëmë.

s_t : është kursit të këmbimit, ALL/EURO

$q_t = s_t - p_t$: ndryshimi e kursit të këmbimit nga periudha e mëparshme.

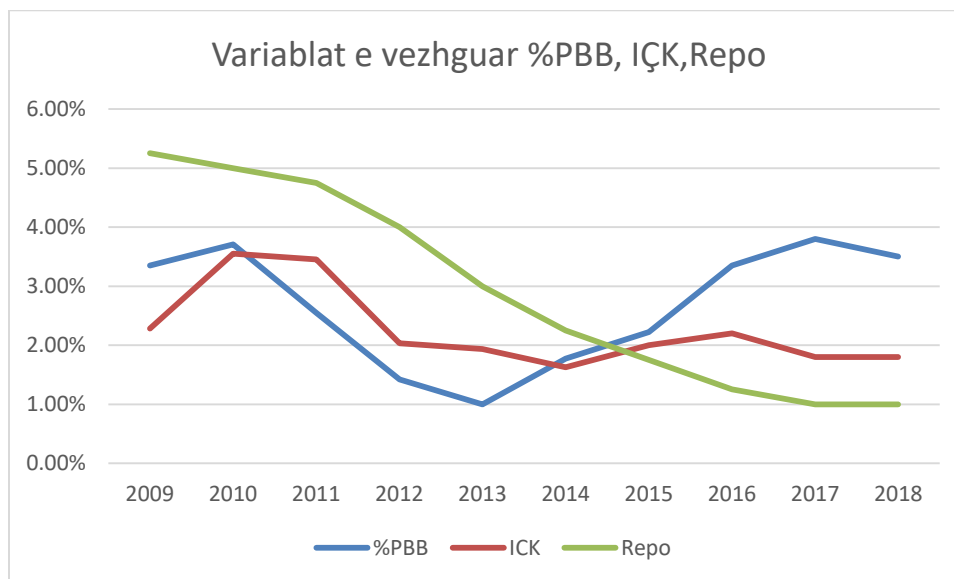
5.7.9 Zgjidhja e Ekuacioneve të modelit DSGE më parametra të kalibruara dhe interpretime

Modeli ynë bazohet në të dhëna të rritjes reale të PBB, inflacionit π të për të cilin marrim IÇK, dhe normën e interesit baze të BSH, Repo 7-ditore.

Të dhënat bazohet nga 2009 deri në 2018 si e vetmja periudhe që realisht BSH ka ndjekur një politike monetare të bazuar në shenjëstrimin e normës së interesit.

Siç mund të shihet nga grafiku lëvizja e normës baze të interesit ka qene e vonuar. Rënie të forta të % së rritjes së PBB dhe inflacionit janë shoqëruar më reagim të dobët të politikës monetare.

Grafiku 52: Variablat e vëzhguar %PBB, IÇK dhe Repo 2009 – 2018

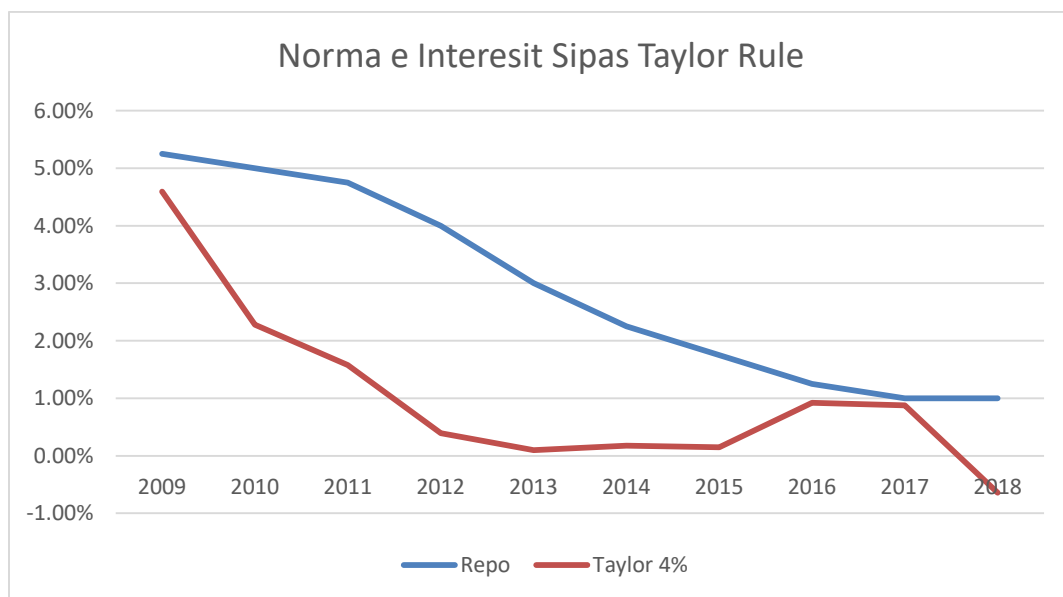


Por çfarë na tregon modeli?

Tabela 10: Koeficientet e zgjedhur për të kalibruar sistemin:

Output Gap	0.5
Inflation Gap	0.5
i^*	-0.2
Exch Dif	0.25

Grafiku 53: Norma e interesit sipas Taylor Rule më normën baze të interesit të vendit të huaj krahasuar më normën baze të interesit të BSH.



Burimi: BSH dhe autori

5.8 Përmbledhje e kapitullit 5.

Në këtë kapitullin diskutuam ndikimin e euroizimit në kërkesën agregate dhe inflacion. Gjithashtu me interes të veçantë është ndikimi që ka euroizimi në PM dhe instrumentin e shenjëstrimit të masës monetare. Duke qenë se Shqipëria ka përkeqësim të parametrave makroekonomik, si inflacioni, rritja ekonomike dhe NNI, është me rëndësi studimi i efekteve të euroizimit. Analiza ekonometrike e modelit të ndikimit të EK dhe ED në fondamentet ekonomike rezulton me një lidhje negative mes variablave të pavarur dhe atij të varur, rritjes ekonomike. Ne vazhdim analizuam nëse luhatjet e KK shpjegohen me Modelin Monetar. Duke qenë se KK përdoret si variabël endogjen në përcaktimin e PM të BSH është e rëndësishme përcaktimi i faktorëve shkakësorë të

luhatjeve të KK dhe të vërtetojmë nëse modeli UIP i KK shpjegon luhajat kundrejt euros. Konkludojmë qe sipas Modelit Monetar KK ka lëvizje stokastike prandaj informacioni që jep për NI baze të PM të BSH është i kufizuar dhe jo i mbështetur statistikisht. Më pas shqyrtoam hendekun e prodhimit dhe normën natyrore të interesit për te arritur ne një model te Rregullit te Taylor me norme bazë të interesit të vendit te huaj,

BE.

KAPITULLI VI: DISKUTIME, KONKLUZIONE DHE REKOMANDIME

6.1 Konkluzionet e studimit.

BQ e Shqipërisë ka ndjekur një PM akomoduese pas Recesionit të Madh të 2008. Në arrijmë në konkluzionin se euroizimi ka dobësuar reagimin e BSH ndaj gjendjes ekonomike duke sjelle ndikim në shpejtësinë e përgjigjes ndaj rënies së ritmeve të rritjes ekonomike. Norma natyrore e interesit është në territor negativ, dhe norma baze politike e interesit, Repo, nuk është ulur në nivele afër ose poshtë normës natyrore të interesit, në atë nivel që të ketë ndikim të mjaftueshëm në nxitjen e rritjes ekonomike. Një norme baze interesi, në rastin tonë norma Repo, që është më e vogël se norma natyrore e interesit është norme mjaftueshëm akomoduese për të nxitur rritjen e investimeve dhe si rezultat të ketë kontribut në inflacion.

Në modelin tonë me Rregullin e Taylor të përshtatur për të marrë në konsideratë ndryshimet e normës së interesit bazë të vendit të huaj, BQE, dhe lëvizjet e kursit të këmbimit, rezultojnë disa përfundime të rëndësishme:

Diferenciali i normës së interesit të vendit të huaj: Koefficienti i këtij indikator është pozitiv, që do të thotë që nëse $i_t^* - i_{(t-1)}^*$ është pozitive atëherë norma e interesit në vendin tonë duhet të reagojë në mënyrë rritëse për të reflektuar lëvizjet e normës së interesit të monedhës që ka dollarizuar vendin tonë. Në të kundërt kur ky diferencial është negativ atëherë norma nominale e interesit, i_t^h duhet të reagojë po ashtu në drejtim të një politike monetare më akomoduese.

Diferenciali i Kursit të këmbimit: Një monedhe kombëtare e forte, siç kemi parë në 8 vitet e fundit, kundrejt monedhës tjetër kryesore që qarkullon në ekonominë tonë nënkupton një kërkesë më të lartë për monedhën kombëtare ose një PM më

kontraktuese të vendit tonë krahasuar me vendin e huaj, BQE. BSH dëshiron që ekonomia të jete konkurruese, të rrisë eksportet dhe përmirësojë bilancin e pagesave. Një monedhe e forte kombëtare do të ketë efekt dhe të shkaktojë korrektimin me ulje të efektivitetit të normës politike të interesit të vendit tonë. Një monedhe kombëtare e dobët krahasuar me monedhën kryesore konkurruese në tregun tonë është tregues i ofertës monetare më të madhe se oferta monetare e monedhës tjetër kryesore në ekonominë tonë.

Politika e shtrënguar monetare e BSH është shoqëruar dhe theksuar nga fenomenet e analizuara statistikisht në kapitujt 5.3, 5.4, 5.5 dhe 5.6.

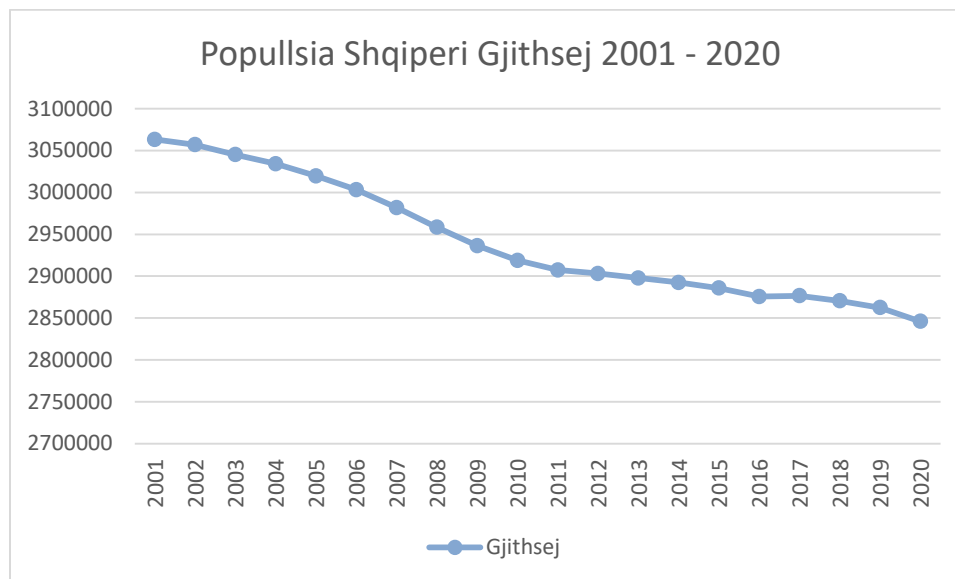
Së pari në kapitullin 5.3 konkludojmë që ED dhe EK kanë ndikim negativ në prodhimin kombëtar, edhe pse ED nuk është mjaftueshëm i rëndësishëm nga analiza statistikore.

Së dyti në konkludojmë se BSH ka ushtruar një PM të shtrënguar në krahasim me partnerin tregtar kryesor të Shqipërisë. Përkeqësimi i bilancit të pagesave dhe rënia e remitancave nga emigrantet – si rezultat i krizës së Madhe Financiare - u shoqëruar forcimin e monedhës kombëtare, Lek. PM e BSH ndikon kryesisht stokun e parasë lek, ndërsa stoku i sasisë së parasë euro varet nga shumë faktorë të tjerë përfshirë bilancin e pagesave dhe remitancat. Një PM më shumë akomoduese nga BQE krahasuar me BSH ka rritur euroizimin dhe ka ulur inflacionin.

Së treti, sipas analizës tonë në Kap. 5.5 në matjen e prodhimit potencial të Shqipërisë, apo trendit afatgjatë të prodhimit, duke përdorur metoda të ndryshme, arrijmë në konkluzionin që ka një rënie të prodhimit potencial. Arsyet janë disa dhe përfshin keq menaxhimi i financave publike, mungesa e investimeve në rritjen e

produktivitetit, sidomos prodhimit të bazuar në njohuri – kundrejt prodhimit bazuar në industrinë fasone – dhe më e rëndësishmja është rënia e popullsisë për shkak emigrimit.

Grafiku 54: Popullsia e Shqipërisë Viti 2001 – 2020.



Burimi: Instat, Baza Statistikore Online: <http://databaza.instat.gov.al/>

Rënia e popullsisë së Shqipërisë me 7% ndërmjet 2001 dhe 2020 është e lidhur direkt me rënien e prodhimit potencial. Ndërkohë që automatizimi i prodhimit ka rritur nevojën për një force punëtore të trajnuar. Politikat e gabuara në arsim kanë rezultuar në mungesa të thella në rritjen e produktivitetit të punës.

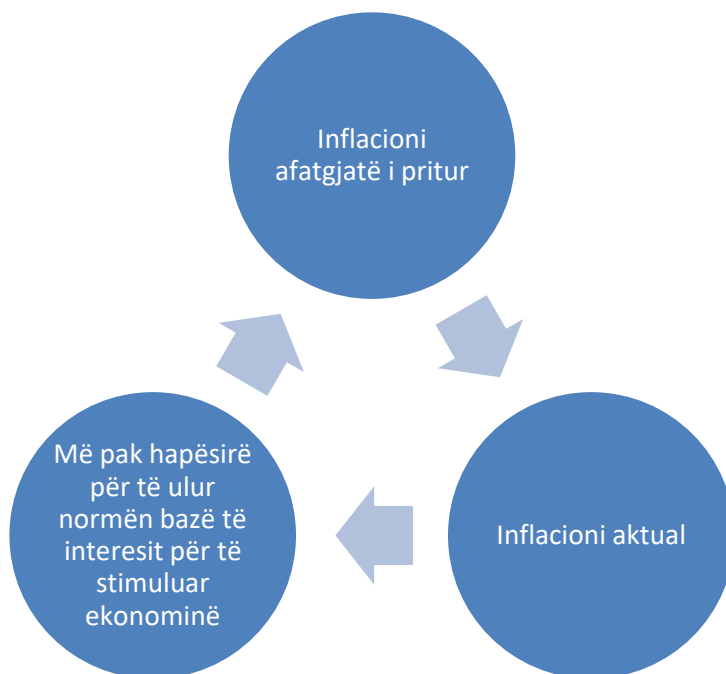
Së katërti është vërejtur një rënie e normës natyrore të interesit. Në Kapitullin 5.6 shohim që Kriza e Madhe financiare e që filloi në 2008 pasohet me një rënie të NNI për Shqipërisë. Por të njëjta rezultate shohim në llogaritjet e NNI për BE dhe SHBA (shih Laubach & Williams, 2015) apo në analizën e kreut të Rezervës Federale Amerikane, Jerome Powell, në analizën e Konferencës së Çikagos në Qershor 2020 (Powell, 2020).

Në Kapitullin 5.5. studiojmë dhe matim NNI. Rezultatet i krahasojmë me studime të tjera dhe me metoda ekonometrike të ndryshme të matjes se NNI. Rezultatet konvergjojnë në faktin që vërehet një rënie e NNI.

Arsyet e rënies se NNI lidhen me faktorët e trajtuar në Kapitullin 5.5. Këto përfshijnë rënien e popullsisë – popullsia është variabël i rëndësishme në funksionin e prodhimit dhe prodhimin potencial për shkak të ndikimit në normën natyrore të punësimit – plakja e popullsisë ekzistuese përmes rënies së lindshmërisë dhe largimit të fuqisë punëtore të re dhe të trajnuar, si dhe ritmet e ulëta të rritjes së produktivitetit.

Rënia e NNI sinjalizon më pak hapësirë në nivelin e poshtëm për të ulur normën baze të interesit për të stimuluar ekonominë.

Figura 9: Cikli i presioneve deflacioniste.



Kufizimi i poshtëm në PM, nivele afër ose nën zero të normës baze të interesit, ndikojnë në pritjet për inflacionin afatgjatë të agjenteve ekonomik. Inflacioni i prituri ndikon në inflacionin aktual dhe në normën e interesit.

Ky është një cikël i rrezikshëm dhe për të dale nga ky cikël duhet marre masa agresive, jo-konvencionale në PM. BSH ka dështuar në ndërmarrjen e një reagimi më agresiv për t'ju përgjigjur realitetit ku kemi vlerësim të kursit këmbimi, rënien e prodhimit potencial, rënien e NNI dhe rënie të zgjerimit të stokut të parasë M3.

Informacioni dhe matjet e përfuara në Kapitullin 5.3., 5.4., 5.5., dhe 5.6., i përdorim në Kapitullit 5.7. në propozimin e Rregullit të Taylor me informacion të normës baze të interesit të BQE. Modeli ynë bazohet në të dhëna e rritjes reale të PBB, inflacionit π të për të cilin marrim informacionin e IÇK, dhe normën e interesit baze të BSH, Repo 7-ditore. Të dhënat janë të periudhës nga 2009 deri në 2018. Kjo është periudha gjatë të cilës BSH ka ndjekur një politike monetare të bazuar në shenjëstrimin e normës së interesit.

Tabela 10 përmbledh koeficientet e kalibruar të modelit dhe Grafiku 52 paraqet krahasimet e PM të ndjekur nga BSH dhe asaj që propozohet nga modeli i Rregullit të Taylor me normë interesit të vendit të huaj.

Nga studimi i të dhënave empirike arrihet në deduksionin i cili paraqitet grafikisht në Grafikon 52. Konkludojmë se stabilizimi i ekonomisë përmes normës baze të interesit ka qenë i vonuar. Rënie të forta të % të rritjes së PBB dhe inflacionit janë shoqëruar me reagim akomodues por jo të mjaftueshëm të politikës monetare. Rregulli i Taylor me NI* ofron një përafrim më të përshtatshëm për përcaktimin e normës baze të interesit.

6.2. Konkluzione nga Literatura

Sipas të dhënave të studimit Modeli Monetar i korrelacionit mes kursit të këmbimit të Lek me atë të Euro nuk është statistikisht domethënës. Sipas teorisë

ekonomike të Modelit Monetar ekziston një regresion statistikisht domethënës mes kursit të këmbimit nominal dhe fondamenteve monetare dhe të prodhimit.

Literatura ekonometrike sugjeron që në periudha me afat më të gjatë mund të evidentohet një lidhje me e forte, megjithatë ne jemi të kufizuar nga periudha e shkurtër e Euro si dhe nga transformimet e mëdha politike dhe ekonomike të Shqipërisë që nga viti 1991. Kjo mund të jetë arsyeja për një lidhje kaq të dobët regressive mes këtyre variablave.

Rezultatet nuk japin mbështetjen që të shpjegojmë forcimin e Lek me anë të Modelit Monetar si përcaktues të forcimit të kursit të këmbimit, siç është sugjeruar nga ekspertet e bankës së Shqipërisë.

Të njëjta rezultate përfitohen kur përdorim $t = 1$ leg, ose vonese në kohë me 1 vit. Rezultatet nuk përmirësohen dhe tregojnë për një lidhje të pa rëndësishme statistikore.

Studime të mëtejshme duhen realizuar në këtë fushe për shkak të rëndësisë që ka kursi i këmbimit dhe ecuria e monedhës Lek për ekonominë Shqiptare. Modeli Monetar sipas rezultateve tona nuk shpjegon luhatjet e kursit të këmbimit duke mbështetur një shpërndarje stokastike, ose një “random walk”.

Logjika ekonomike do të sugjeronte një forcim të Euro për shkak se vëzhgojmë që ka transferim të kapitalit nga bankat bija në bankat mëmë si dhe në periudhën e marre në studim kishte një rënie të konsiderueshme të remitancave.

Një forcim i Lek-ut kundrejt Euro që nuk shpjegohet nga Modeli Monetar mund të shpjegohet me faktin që politika monetare e BSH:

Është më e shtrënguar se politika monetare e BE. Kjo do të thotë që BSH duhet të përdorë një politike monetare më lehtësuese për të zhvlerësuar monedhën lek. Kjo politikë do të ishte në përputhje me masat jo-konvencionale të ndërmarra nga bankat qendrore të ekonomive më të mëdha (si ne rastin e BQE dhe FED).

Dobësimi i Euros në kushtet ligjit të kërkesë-oferte duhet të vije për shkak të masës monetare të shtuar të monedhës euro në tregun shqiptar. Kjo masa monetare shtese mund të ketë mbetur në Shqipëri për shkak të niveleve të reduktuara të transferimit të kapitalit si rezultat i normës baze të interesit në nivele afër zero ose sub-zero në vendet e BE, aty ku kanë qendrën shumica e bankave që zotërojnë aksionet e bankave të nivelit të dytë në Shqipëri, ose kanë hyre në tregun shqiptar nga rritja remitancat (e refuzuar nga të dhënat), efekti i UIP apo nga trafiqe të paligjshme. Kjo e fundit është sugjeruar edhe nga zyrtarë të BSH si dhe nga studime të tjera.

Si konkluzion, Lek-u është i forte dhe forcimi i tij nuk ndihmon në Modelin e Ri Ekonomik të synuar nga qeveria Shqipëria (një model i bazuar në prodhimin dhe eksportet dhe jo në konsum). Prandaj studime të mëtejshme duhet të shpjegojnë shkaqet reale të këtij forcimi dhe politika monetare duhet përshtatur në përputhje.

Edhe pse Modeli Monetar nuk mbështet forcimin e Lek si rezultat i fondamenteve monetare dhe ekonomike duket se drejtuesit e BSH mendojnë ndryshe. Sipas të dhënave të tyre oferta monetare në Euro është rritur.

Prandaj konkludojmë që transmetimi i PM të vendit të huaj, BE, ka pasur ndikim në ofertën monetare të Shqipërisë, veçanërisht oferta monetare në euro.

Të dhënat tregojnë që Shqipëria po operon në nivel të prodhimit potencial prej 2.2%. Norma bazë e interesit prej 1% e BSH mund të mos jetë mjaftueshëm lehtësuese për ekonominë shqiptare sepse prodhimi potencial ka rënë krahasuar me vlerat e tij historike duke shënuar nivelet më të ulëta në 25 vitet e fundit, inflacioni mbetet në nivele të ulëta dhe Qeveria nuk ka reaguar fuqishëm me politiken fiskale. Politika monetare nuk ka qenë aq e shpejte për të reaguar dhe reflektuar situatën. Megjithatë PM është akomoduese krahasuar me standarde historike, ajo nuk është mjaftueshëm për të nxitur rritjen ekonomike me të dhënat makroekonomike aktuale. BSH duhet të konsiderojë nëse norma baze e interesit duhet të jete afër zeros apo madje edhe në territor negativ. Matjet e BQ për prodhimin potencial prej 4% duket se është më e lartë se rezulton në të dhënat tona.

6.3. Rekomandimet përkatëse të studimit.

Ky punim ngre disa çështje me rëndësi për PM dhe dobësitë e shfaqura në efektivitetin e instrumenteve dhe arritjen e objektivave. Studimi evidenton disa nga shkaqet kryesore si euroizimi, PM jo mjaftueshëm akomoduese. Gjithashtu studimi sjell në fokus edhe disa shkaqe të tjera si rënia e numrit të popullsisë, plakja e popullsisë dhe produktiviteti i punës.

Në të shkuarën e largët Shqipëria ka përjetuar nivele shqetësuese të inflacionit. Por në periudhën e marrë në studim inflacioni ka qenë në nivelet të ulëta. Prandaj paraqesim rekomandimet e mëposhtme:

- Një PM dhe Politike fiskale më agresive për të adresuar situatën ekonomike.
-
- Në rekomandojmë përdorimin e Rregullit Taylor të axhustuar me normën e interesit të vendit të huaj – monedha e të cilit përdoret gjerësisht krahas monedhës kombëtare - në PM të një vendi të vogël, të hapur me euroizim në nivele të larta. Me lart vëzhguam që PM e vendit të huaj, BE, që është i madh dhe monedha e të cilit, euro, përdoret gjerësisht në vendin tonë, vështirëson dhe komplikon PM të vendit tonë, i cili është një vend i vogël dhe i hapur. Në rastin e Shqipërisë kanalet e transmetimi dobësohen për shkak të Bilancit të Pagesave, transferimit të kapitalit përmes efektit të UIP, remitancat dhe investimet në Shqipëri nga emigrantet si dhe nga ekonomia informale dhe flukset hyrëse nga trafiket e paligjshme. Modeli i PM të që aktualisht përdoret nga BSH e merr informacionin përmes për euron nga Kursi i këmbimit. Në argumentuam që kursi i këmbimit nuk shpjegohet nga Modeli Monetar dhe në përcaktimin e KK mund të kenë ndikim edhe faktorë të tjerë ekzogjenë. Edhe në rastin kur mungojnë këto shtrembërime në informacionin e KK efekti i PM të vendit të huaj në monedhën e tyre, euro, ka një “lag” prej 12 – 18 muajsh. Nëse konsiderojmë edhe 12 – 18 muaj që të reflektohet në ekonominë tonë efekti i përgjigjes së PM të BSH do të kemi një anakronizëm prej rreth 24 – 36 muajsh. Sipas modelit të propozuar në këtë studim PM monetare reagon më shpejt duke marrë sinjalet direkt përmes ndryshimeve të

- normës baze të interesit të vendit euroizues.
- Vazhdimin e një PM akomoduese për të ngushtuar hendekun e prodhimit.
 - Integrimin në modelin e PM të diferencialit të normës të interesit të vendit të huaj (BE) dhe ruajtjes së informacionit të përftuar nga luhatjet e kursit të këmbimit.
 - Monitorimin e ofertës monetare si një tregues i rëndësishëm i kërkesës për para.
Në periudha krize duhet që baze monetare të rritet edhe përmes PM jo konvencionale për të nxitur investimet, punësimin, rritjen e prodhimit dhe inflacionit.
 - Si pjese e portofolit të politikave jo-konvencionale BSH mund të konsiderojë të blejë obligacione ose aksione të kompanive që janë në vështirësi financiare për të rritur likuiditetin në treg.
 - Gjithashtu BSH duhet të konsiderojë instrumentet jo-konvencionale të PM që sigurojnë investimin e kapitalit të depozituar në banka përmes mjeteve të përdorura tashme në vende të zhvilluara siç është garantimi i investimeve në sektorë kyç të ekonomisë si bujqësia dhe turizmi.
 - Ne rekomandojmë që BSH të konsiderojë të pranueshëm nivele të inflacionit afatshkurtër më të lartë se 3%. Inflacioni afatshkurtër mund të lejohet të arrijë 5% për të balancuar periudhat me inflacion të ulët, në mënyrë që inflacioni afatgjatë të jetë në nivelin e +3%.
 - Rekomandojmë që BSH të bëjë vlerësim periodik të politikës monetare, objektivave, strategjisë dhe instrumenteve të PM.

LISTA E REFERENCAVE / BIBLIOGRAFIA

Kota e Dushku (2010) “Macro econometric model of Albania: A follow up”

Castelnuovo, Efram. 2003. “Taylor rules, omitted variables, and interest rate smoothing in the US.” *Economics Letters* 81:55-59.

Taylor, John, 1996 – “Policy Rules as a means to a more effective monetary policy” FOMC transcripts, January 31-February 1, 1995).

Bank of Albania: Argita Frashëri, Valentina Semi, Rudina Lilaj, Enian Çela, Lindita Vrioni, Arlinda Koleniço. Remittances: 16 June 2018

Mishkin, Frederic. 2009. “Is Monetary Policy Effective during Financial Crises?” NBER working paper series (14678).

Pier Francesco Asso, George A. Kahn, and Robert Leeson, 2010 RWP 10-05 The Taylor Rule and the Practice of Central Banking

Milton Friedman. 1968. “The Role of Monetary Policy” *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 1. (Mar., 1968), pp. 1-17.

John B. Taylor. 1993. “Discretion versus policy rules in practice” Stanford University, Stanford, CA 94905”.

John B. Taylor. 2001. “The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules

Friedman, Milton. *Money Mischief: Episodes in Monetary History* (Harvest Book) (p. 3). Houghton Mifflin Harcourt. Kindle Edition.

Banka e Anglisë “A brief history of banknotes” Bank of England
<http://www.bankofengland.co.uk/banknotes/Pages/about/history.aspx>

Prof. Dr. Ksenofon Krisafi për Pjesën e parë - Periudha 1863 – 1944;

Victor Olivo, 2015, “Friedman, Monetarism and Quantitative Easing”, MPRA Paper No. 69205.

Pier Francesco Asso, George A. Kahn, and Robert Leeson, 2010, “The Taylor Rule and the Practice of Central Banking” - Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper RWP 10-05

Pier Francesco Asso, George A. Kahn, and Robert Leeson February 2010 RWP 10-05

Berg, A and Borensztein, E. (2000), “Full Dollarization The Pros and Cons”, pp.03-11.

- Kokenyne, A., Ley, J and Veyrune, R. (2010), Dedollarization, pp. 4-6
- Bernanke. B.S. (2002), On Milton Friedman's Ninetieth Birthday November 8, 2002
- Calvo, G A (1999): "Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is a Carrier" NBER WORKING PAPERS .
- Cuko/Duraj. (2006), "Eurozimi I njeanshem ne Shqiperi; Nje kosto per tu marre parasysh?" ACER 2006
- Luçi, E., Muço, M and Sojli, E., (2006), Euroisation in Albania:From Spontaneous to Consensual
- François R. Velde. (2006), "Chronicles of a Deflation Unforetold," Federal Reserve Bank of Chicago, November 2006.
- Kadareja, A. (2014), Leksion per Politiken Monetare
- Merollari, K and Mosko, A. (2015), The Level of Euroization of Albanian Economy
- Masson, P. (1997), The scope for inflation targeting in developing countries. IMF WP 97/130.
- McCallum, B.T., Nelson. E. (2010), Money and Inflation: Some Critical Issues
- Milton Friedman, (1965), Time Magazine.
- Mishkin, F. S. (2000), Inflation Targeting in Emerging Market Countries, in NBER Working Paper No. 7618
- Myriam Quispe-Agnoli. (2002), Costs and Benefits of Dollarization
- NUTI, M. (2001), Costs and benefits of unilateral euroisation in Central Eastern Europe. Working paper series: Russian-European Centre for Economic policy.
- Manjani, O. (2014), Estimating the Determinants of Financial Euroization in Albania.
- Rostowski, J. (2001), "The Eastern Enlargement of the EU and the Case for Unilateral Euroization" in Financial Vulnerability and Exchange Rate Regimes. Emerging Markets Experience. Cambridge: Mit Press.
- Sebastian E, and Magendzi, I. I. (2001), Dollarization, Inflation And Growth
- Shijaku, G. (2012), Optimal Level Of Reserve Holdings: An Empirical Investigation In The Case Of Albania
- Castillo, S. (2013), Dollarization and Macroeconomic Stability in Latin America

Wojcik, C. (2002), Alternative options for the monetary integration of central and eastern european Eu accession countries. Occasional paper No.3 .

Wooldridge.L.M. (2013), Econometrics – A modern Approach. South-Western, Cengage Learning

Xhepa, S. (2002), Eurizimi i ekonomise Shqiptare nje alternative per tu konsideruar. Tirane: Banka e Shqiperise.

Jeffrey Frankel .2015. “The Plaza Accord, 30 Years Later” , Harpel Professor of Capital Formation and Growth Harvard Kennedy School, Harvard University Conference on Currency Policy Then and Now: 30th Anniversary of the Plaza Accord, Baker Institute for Public Policy, Rice University, October 1, 2015

Jukes, 2017 The Three Worst Currencies of 2017 Show That Politics, Not Economics, Are Driving Markets <http://bloom.bg/2jvy8lu>

Zefi/Shehu, 2015, Euroizimi dhe PM e Bankes se Shqipërisë, Epoka Press.

Exchange Rates and Interest Parity* Charles Engel University of Wisconsin, Madison,WI, USA National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, USA

Bruyn, Gupta and Stander. 2012, Testimi i Modelit Monetar te Kursit te Kemmbimit për Afriken e Jugut: Evidence nga 101 vite te dhëna”, Contemporary Economics Journal.

Kenneth Rogoff, Vania Stavrakeva, “The Continuing Puzzle of Short Horizon Exchange Rate Forecasting

Jeffrey Frankel “The Plaza Accord, 30 Years Later”, Harpel Professor of Capital Formation and Growth Harvard Kennedy School, Harvard University Conference on Currency Policy Then and Now: 30th Anniversary of the Plaza Accord, Baker Institute for Public Policy, Rice University, October 1, 2015

Milton Friedman, “The Case for Flexible Exchange Rates,” in Essays in Positive Economics, Chicago: University of Chicago Press, 1953, pp. 157-203.

Yin-Wong Cheung, Menzie D. Chinn, Antonio Garcia Pascual, “Empirical exchange rate models of the nineties: Are any fit to survive? 2005

Illir Vika & Erion Luçi, 2011 “The equilibrium real exchange rate of lek vis-à-vis euro: Is it much misaligned?

David Hauner, Jaewoo Lee, and Hajime Takizawa, 2011, “In Which Exchange Rate Models Do Forecasters Trust? WP/11/116.

Marta Muço, Peter Sanfey and Anita Taci, 2003, “Inflation, exchange rates and the role of monetary policy in Albania”.

Kit Juckes, 2017, “The Three Worst Currencies of 2017 Show That Politics, Not Economics, Are Driving Markets <http://bloom.bg/2jvy8lu> 2017

Charles Engel, Nelson C. Mark and Kenneth D. West, 2012, “FACTOR MODEL FORECASTS OF EXCHANGE RATES”.

Meri Papavangjeli and Arlind Rama, 2016, “ Vlerësimi i performancës parashikuese: Modeli Gap në Yada”.

Altin Zefi and Elona Shehu, “The stability of money supply in the view of euroization” 2015.

Bernd Borchardt, OSCE Ambassador in Albania
<http://shekulli.com.al/p.php?id=588322>”, 2017

Charles Engel, 2013, “Exchange Rates and Interest Parity” - University of Wisconsin, Madison, WI, USA National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, USA

Bruyn, Gupta and Stander, 2012, “Testing the Monetary Model for Exchange Rate Determination in South Africa: Evidence from 101 Years of Data” 2012.

Paul Krugman, “Exchange Rates: The Concise Encyclopedia of Congress”

Hisahiro Naito, “Balassa Samuelson Effect: An Application of the Specific Factor Model”

Petra Gerlach-Kristen, Robert N McCauley and Kazuo Ueda, 2012, “Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lessons” Monetary and Economic Department October 2012 JEL

Bank of Albania, “Dokumenti i Politikës Monetare”, 2015

Donders, J. and C. Kollau. 2002. The Cyclically Adjusted Budget Balance: The Brussels Methodology, Division of General Financial and Economic Policy of the Ministry of Finance

Dupasquier, C., A. Guay and P. St-Amant. 1999. “A survey of alternative methodologies for estimating potential output and the output gap”, Journal of Macroeconomics 21(3)

Dushku Elona. 2007. “Themainmethods of temporal disaggregation”, Bank of Albania

Hodrick, Robert J. and Edward C. Prescott. 1997. "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 29, No. 1, pp. 1–16.

Julia Bersch and Tara M. Sinclair. 2011. *Mongolia: Measuring the Output Gap* - WP/11/79

Karel Havik, Kieran Mc Morrow, Fabrice Orlandi, Christophe Planas, et al. 2014 "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps"

Sejko, Genti. 2019. E ardhmja dhe sfidat e ekonomisë e sistemit bankar“ *Revista Monitor*

Scott, A, 2000, "Stylized facts from output gap measures," *Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper DP2000/07*

Vasilika Kota. 2007. *Alternative methods of estimating potential output in Albania* * Bank of Albania.

Brian Blackstone, (2019) *Negative Rates, Designed as a Short-Term Jolt, Have Become an Addiction*, *wsj.com*

Knut Wicksell, (1936) *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, 1898, English translation, London: Macmillan and Company, , p. 102.

Thomas A. Lubik and Christian Matthes (2015): *Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches*

Michael Woodford, (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Warren Mosler and Mathew Forstater, (2004) *The Natural Rate of Interest is Zero* 2004 Working Paper No. 37

Thomas Laubach, John Williams, (2015) *Natural-interest-rate-redux*, Federal Reserve Bank of San Francisco

Thomas Laubach and John Williams, (2001) *Measuring the natural rate of interest*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Vasilika Kota, (2007) *Alternative methods of estimating potential output in Albania*

Vuslas Us, (2018) *Measuring the Natural Interest Rate for the Turkish Economy*

Janet Yellen, (2015) The economic outlook and the monetary policy, Economic Club of Washington

Moritz Schularick, Alan M. Taylor, (2010) Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008*

Alejandro Justiniano and Giorgio E. Primiceri, (2010) Measuring the equilibrium real interest rate

Karel Havik, Kieran Mc Morrow, Fabrice Orlando, Christophe Planas, Rafal Raciborski, Werner Röger, Alessandro Rossi, Anna Thum-Thysen, Valerie Vandermeulen, (2014) The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps

Genti Sejko, Governor of Central Bank of Albania, (2019) Monitor.al: E ardhmja dhe sfidat e ekonomisë e sistemit bankar

Sebastian Edwards, I. Igal Magendzo, 2001, Dollarization, Inflation and Growth NBER Working Paper No. 8671

Della Valle, Vasilika Kota, Romain Veyrune etj, 2018 – Tiranë : Banka e Shqipërisë.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780444534545000128> .

Taylor, John, B. 2001. "The Role of the Exchange Rate in Monetary-Policy Rules." American Economic Review, 91 (2): 263-267.

Aizenman, Joshua – 2011 - The Impossible Trinity – from the Policy Trilemma to the Policy Quadrilemma

Borensztein, Gregorio, Wha Lee – 1995: “How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth”

Tomás J.T. Baliño, Adam Bennett, and Eduardo Borensztein – 1999 Monetary Policy in Dollarized Economies

WB Report 2018 me titull: “Dobesia Rritja e Ngdalte” (kapitulli 5, faqe 15)

Jagdish Handa – 2009 – Monetary Economics

Henrique S. Basso, Oscar Calvo-Gonzalez, and Marius Jurgilas, FINANCIAL DOLLARIZATION THE ROLE OF BANKS AND INTEREST RATES

Basso, H., O. Calvo-Gonzalez, and M. Jurgilas, 2007, “Financial Dollarization: the Role of Banks and Interest Rates,” ECB Working Paper No. 748

Franco Modigliani, 1977, "The Monetarist Controversy Or, Should We Forsake Stabilization Policies" American Economic Review, March /1977

Yellen, Janet, 1996, "Monetary Policy: Goals and Strategy", National Association of Business Review.
