

EFIKASITETI I POLITIKËS MONETARE NË SHQIPËRI DHE NEVOJA PËR REFORMA TË MËTEJSHME

*Michael Bolle**
*Thomas Meyer***

ABSTRAKT

Një test kyç për të kuptuar nëse një bankë qendrore ka udhëhequr një politikë të suksesshme monetare, është fakti se sa njerëzit i kanë besuar parasë së tyre. Në këtë studim ne vlerësojmë efikasitetin e Bankës së Shqipërisë, duke analizuar mekanizmat tradicionalë të transmetimit të politikës monetare dhe duke analizuar të dhënat e pritshmërive të inflacionit. Niveli i ulët i ndërmjetësimit financiar dhe dollarizimi euroizimi i luhatshëm jozyrtar, përfaqësojnë pengesa serioze për procesin e transmetimit. Për më tepër, duke marrë ndryshimet në normat afatgjata të interesit midis valutave të forta dhe lekut shqiptar si një të dhënë eksperimentale, ne vlerësojmë se pritshmëritë e inflacionit nuk janë stabilizuar akoma në një nivel të ulët, pavarësisht se inflacioni ka qenë i ulët dhe i qëndrueshëm vitet e fundit. Ngjarjet e jashtme, si për shembull prurja e qëndrueshme e remitancave, kanë kontribuar në regjistrimin e një inflacioni të qëndrueshëm, sepse ato suportojnë kursin e këmbimit dhe presionet e kufizuara inflacioniste nga ana e kërkesës.

Besueshmëria në politikën monetare dhe stabiliteti i sistemit bankar duhet të krijojnë pritshmëri të ulëta dhe të qëndrueshme të inflacionit. Nëse këto arrihen, atëherë duhet të ndërmerren hapa drejt inflacionit të shënjestruar. Nga pikëpamja jonë, reformat duhet

të përqendrohen në katër pika: (i) pakësimi i sasisë së dollarizimit, sepse bashkimet reale ekonomike janë shtuar jashtëzakonisht shumë në Evropë. (ii) rritja e nivelit të ndërmjetësimit financiar, por duhet të pengohet bumi i huamarrjes së pagarrantuar; (iii) shndërrimi i ekonomisë *cash* në një ekonomi të bazuar mbi bankat; dhe (iv) përmirësimi i cilësisë së institucioneve.

Fjalët kyç: ekonomia shqiptare, politika monetare, inflacioni i shënjestruar, zhvillimi financiar.

1. STABILITETI MONETAR DHE POLITIKA MONETARE: RASTI I SHQIPËRISË

Stabiliteti monetar është një ndër gurët themelore të suksesit të fundit të zhvillimit ekonomik të Shqipërisë. Duke parë normat e inflacionit si dhe luhatshmërinë e kursit të këmbimit, vihet re se Shqipëria ka shënuar sukses të dukshëm:

- inflacioni i çmimeve të konsumit zbriti nga 40 për qind në rreth 3 për qind në periudhën pas shpërthimit të krizës së skemave piramidale në vitin 1997. Kjo është akoma më e dukshme, nëse konsiderojmë faktin që vendet në tranzicion me rritje të shpejtë normalisht jetojnë disa tendenca të brendshme në lidhje me inflacionin për shkak të efektit Balassa-Samuelson (Kovács et al, 2002).
- Kursi i këmbimit është i qëndrueshëm; leku është vlerësuar kundrejt euros, dhe kjo tendencë është akoma edhe më e theksuar kundrejt dollarit.

Duke kërkuar një shpjegim për këtë sukses të jashtëzakonshëm, vëmendjen ta tërheq menjëherë kontributi i politikës monetare të Bankës së Shqipërisë, të cilën do ta cilësojmë si të aftë, vendimtare dhe të kujdesshme, të orientuar drejt objektivit të uljes së inflacionit. Banka e Shqipërisë vlerëson dhe kontrollon ecurinë e treguesve monetarë, të përcaktuar qartë në një program të përshtatshëm

monetar. Me një ambicie të qartë për të kaluar drejt inflacionit të shënjestruar në një periudhë afatmesme (Hadëri/Kolasi, 2003), Banka e Shqipërisë tashmë publikon një interval objektiv për nivelin e inflacionit, aktualisht 2 - 4 për qind. Marrëveshjet e riblerjes repo dhe operacionet e tregut të hapur janë instrumentet kryesore të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë. Politika e kujdesshme e bankës qendrore bie në sy, sidomos në vitet 2002 dhe 2003, kur normat e interesit të marrëveshjeve të riblerjes repo u rritën midis 7 dhe 8.5 për qind dhe më pas u ulën përsëri në 6.5 për qind, si një reagim ndaj zhvillimeve monetare. Programi monetar për vitin 2003 u adoptua, duke marrë parasysh raportin e parasë jashtë bankave me ofertën e parasë dhe angazhimin e fuqishëm mbi depozitat me maturim afatgjatë.

Përsa i përket kursit të këmbimit, banka qendrore operon brenda regjimit të kursit të luhatshëm të administruar të këmbimit. Kursi i këmbimit është klasifikuar si i pavarur dhe ndikohet nga ndërhyrjet e Bankës së Shqipërisë – kur është e nevojshme – për të zbutur luhatjet e lekut kundrejt dollarit dhe euros. Në periudhën janar – gusht 2003, Banka e Shqipërisë ndërhyri në treg duke blerë 46 milionë dollarë, me qëllim zbutjen e presionit të vlerësimit. Si rrjedhojë, në vitin 2003, leku ishte mjaft i qëndrueshëm krahasuar me euron. Kjo eksperiencë është e ndryshme nga ajo e vendeve të tjera të Evropës Qendrore dhe Lindore, kurset e këmbimit të të cilave shpesh vlerësohen, por normat e tyre nominale të kursit të këmbimit zhvlerësohen pak në mënyrë tipike.

Banka e Shqipërisë merr seriozisht në konsideratë stabilitetin financiar, sidomos nga pikëpamja e qëndrueshmërisë së kursit të këmbimit dhe mbajtjes së inflacionit në nivele të ulëta. Edhe në rastet kur Banka e Shqipërisë ndërhyr, e bën këtë veprim me shumë kujdes, vendosmëri dhe me dëshirë të mirë. Këto ndërhyrje janë vlerësuar edhe nga FMN, një institucion i njohur më tepër për kritikën e ndërhyrjeve sesa për përgëzime. Raporti i FMN për Shqipërinë (FMN, 2004) deklaron: “Banka e Shqipërisë ka administruar likuiditetin në mënyrë të aftë dhe të kujdesshme, dhe zbutja e kujdesshme e politikës monetare ka qenë e përshtatshme ... Banka e Shqipërisë duhet të vazhdojë tendencën e saj graduale, duke monitoruar kujdesshëm kushtet e ofertës së brendshme, çmimet

ndërkombëtare të energjisë dhe diferencat në normat e interesit”. Nuk ka dyshim që Banka e Shqipërisë duhet të vlerësohet për ecurinë e saj të mirë monetare, sepse ka kontribuar në stabilitetin e vendit me qëndrimin e saj monetar “transparent, sistematik dhe të orientuar sipas tregut” (Samiei, 2003).

Ne nuk jemi vetëm dhe zoti na ka dhënë dy sy: një për politikën dhe tjetrin për tregjet. Politika monetare e Bankës së Shqipërisë është mbështetur edhe nga politika fiskale, e orientuar drejt rifitimit të stabilitetit makroekonomik. Pas disa episodeve të këqija, Qeveria Shqiptare ka filluar të ripërforcojë kuadrin e kujdesshëm fiskal të vendit. Deficiti vjetor zbriti nga 12.1 për qind e PBB-së në vitin 1999 në 5.6 për qind në vitin 2003, ndërsa borxhi i përgjithshëm zbriti nga 71.6 për qind e PBB-së në vitin 2000 në 60.3 për qind në 2003 (BERZH, 2004). Këto shifra janë akoma edhe më domthënëse, nëse marrim parasysh faktin se lufta kundër varfërisë dhe papunësisë kërkon burime të konsiderueshme financiare. Duke vazhduar më tej vlerësimin tonë, mund të themi se në Shqipëri ka pasur tregje të favorshme. Meqënëse politika e qeverisë ka mbështetur angazhimin e fuqishëm të Bankës së Shqipërisë drejt një stabiliteti monetar, të njëjtën gjë kanë bërë edhe disa pjesëmarrës të tregut. Rritja e PBB-së ishte e lartë dhe e fortë, duke favorizuar uljen e papunësisë dhe rritjen e moderuar të pagave për të zbutur efektin e Balassa-Samuelsion, ndërsa vlerësimi i lekut zbuti koston, pa patur një ndikim të përgjithshëm negativ mbi eksportet. Ka, pa dyshim, edhe faktorë të tjerë që mund të kenë kontribuar në ecurinë bindëse të inflacionit dhe të kursit të këmbimit në Shqipëri. Për shembull, mund të përmendim rrjedhjen e kapitalit nga transfertat zyrtare dhe remitancat, të cilat mbështesin kursin e këmbimit (Samiei, 2003; Muço et al., 2003), si dhe ngjarjet e jashtme si faza dhe sasia e prodhimit të brendshëm ushqimor, të cilat kanë pasur, gjithashtu, efektet e veta ndihmuese (Banka e Shqipërisë, 2004).

Mund të arrihet në konkluzionin se ecuria e shkëlqyer monetare, e matur sipas treguesve standardë, ka ardhur si rezultat i ekspertizës së politikës dhe i disa çështjeve të tregjeve të favorshme. Fat i mirë dhe administrimi i mirë kanë patur një rol në këtë proces. Kushtet kanë qenë të mira në Shqipëri, së fundmi, dhe Banka e Shqipërisë ka qenë me të vërtetë e zgjuar për të përfituar nga kjo situatë e favorshme. Por,

mund të ndodhë në të ardhmen që, Shqipërisë t'i duhet të përballojë stuhi të tjera dhe, në këto situata, politika monetare mundet që sërish të bëhet më e komplikuar.

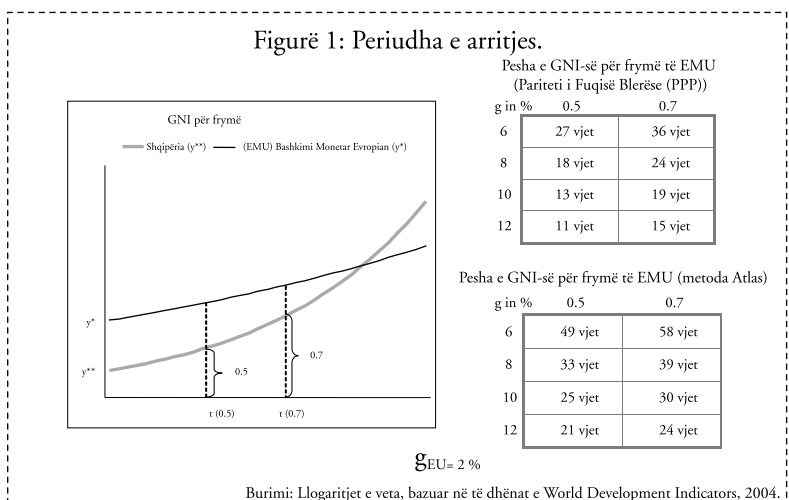
Politika monetare shqiptare tashmë funksionon në një ambient të vështirë makroekonomik. Kështu, papunësia është jashtëzakonisht e lartë dhe varfëria mbetet shqetësimi kryesor. Sektori informal vështirë të integrohet me ekonominë formale. Problemet energjitike vazhdojnë të ekzistojnë. Cilësia e institucioneve shqiptare është më e ulët se ajo e atyre të vendeve fqinje: treguesit e rreziqeve në lidhje me zbatimin e ligjit, me eficiencën e administrimit, me korrupsionin dhe me krimin e organizuar, kanë dalë rregullisht me rezultate të papëlqyeshme. Si pasojë e këtyre sfidave, mund të shtrohet pyetja, nëse politika monetare është e përgatitur për kohë të këqija dhe nëse Shqipëria do të jetë e detyruar të kalojë kohë të vështira. Në këtë rast, mund të shikohet edhe kompozimi i kuadrit monetar, nëse vlerësimi i rrezikut nxjerr në pah nevojën për reforma të mëtejshme.

2. KONVERGJENCA REALE DHE BAZAT MONETARE: NJË BASHKËVEPRIM KOMPLEKS

Treguesit standardë të mirëqenies ekonomike tregojnë se Shqipëria vazhdon të jetë një vend i varfër, sidomos në krahasim me Bashkimin Evropian. Të ardhurat neto për frymë vlerësohen të jenë rreth 1765 usd (BERZH, 2004), diku te 18 për qind e mesatares së Bashkimit Monetar Evropian. Treguesit e paritetit të fuqisë blerëse duken të njëjtë. Në vitin 2003, të llogaritura në bazë të paritetit të fuqisë blerëse, të ardhurat neto për frymë ishin rreth 4700 usd, rreth 7 ose 8 për qind e mesatares së Bashkimit Monetar Evropian (WDI, 2004). Në mënyrë të dukshme, rritja reale e të ardhurave neto është e dobët për të rritur mirëqenien e kombit dhe luftën kundër varfërisë, si dhe për të luftuar papunësinë.

Rritja ekonomike është e fuqishme në Shqipëri: pas një uljeje të ritmit në vitin 2002, rritja ekonomike arriti kulmin në 6 për qind. Kjo shifër është e mirë dhe e konsiderueshme, por jo spektakolare, duke qenë se Shqipëria hyri në tranzicion nga një bazë jo shumë e ulët. Megjithatë, një shifër prej 6 për qind nuk duket të jetë e

mjaftueshme: një llogaritje e thjeshtë tregon se, me një rritje prej 6 për qind, Shqipërisë do t'i duhej një periudhë 20 deri në 30-vjeçare për të arritur mesataren e të ardhurave neto për frymë të Bashkimit aktual Monetar Evropian në masën 50 deri në 70 për qind. Në llogaritjen e kësaj kohe merret parasysh fakti që rritja mesatare ekonomike e Bashkimit Monetar Evropian është 2 për qind dhe supozohet që rritja ekonomike e Shqipërisë do të jetë 6 deri në 12 për qind (shih figurën 1). Madje edhe me një rritje ekonomike prej 12 për qind dhe me një llogaritje të bazuar në metodën Atlas (WDI, 2004), llogaritjet tregojnë se procesi i arritjes do të donte të paktën një brez për të arritur 70 për qind të mesatares së Bashkimit Monetar Evropian.



Procesi i konvergencës, duke marrë 20-30 vjet me norma të larta rritjeje, por me një progres të ulët në konsum, mund të jetë më i gjatë sesa njerëzit janë përgatitur të presin. Ndoshta mund të kërkohet më shumë durim dhe vendosmëri, duke qenë se krahinat e pasura janë përgjatë kufirit ose gjatë bregdetit. Për më tepër, vende si Irlanda kanë treguar se është e mundur të mbajnë norma të larta të rritjes për një periudhë të gjatë kohe dhe të arrijnë një konvergencë reale në më pak se një brez.

Rritje e lartë do të thotë investime më të larta në kapitalin real dhe njerëzor, të nevojshme për një progres më të shpejtë teknik.

Ekuacioni 1 në figurën 2, i referohet disa bazave të procesit të rritjes: normat e rritjes varen nga raporti i investimit I/Y dhe eficientia e investimit k . Në një model të thjeshtë Harrod-Domar të rritjes ekonomike, të dy variablat janë marrë si të pavarur nga njëri-tjetri, në një model Solow, të dy variablat janë marrë si të ndërlidhur ndërmjet tyre nëpërmjet funksionit të prodhimit dhe tregjeve. Për t'i bërë gjërat më të thjeshta – modeli Solow funksionon për tregjet që funksionojnë mirë (neoklasike) të paktën në një periudhë shumë të gjatë – ne i referohemi këtij shembulli, por jo në mënyrë të thjeshtë, që rritja vret nga investimi në kapitalin real, kapitalin njerëzor dhe disa lloje progresesh autonome teknike.

Figurë 2: Disa baza.

$$(1) \quad g = k \left[\frac{I}{Y} \right]$$

$$(2) \quad \frac{S}{Y} = \frac{I}{Y} + \frac{Ex - Imp}{Y}$$

g: Norma e rritjes së GNI
 k: Prodhueshmëria minimale e kapitalit
 I: Investimet
 Y: GNI
 S: Kursimet

$$\text{If } \frac{S}{Y} < \frac{I}{Y}$$

$$\Rightarrow Ex - Imp < 0$$

Deficiti i Llogarisë Korrente

| Rritja në % | Deficiti i llogarisë korrente Korresponduese në % |
|-------------|---|
| 6 | 6.5 |
| 8 | 13.7 |
| 10 | 20.8 |
| 12 | 28.0 |

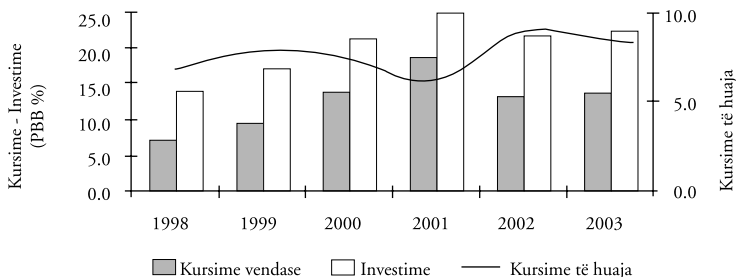
Burimi: Llogaritjet e veta.

Problemet e hasura nga rritja ekonomike – dhe mësimet që duhen nxjerrë – mund të vihen re lehtësisht. Një strategji konvergjence, e orientuar drejt rritjes, kërkon një shpërndarje të lartë të investimit sipas GNI³. Problemi qëndron në faktin se një vend relativisht i varfër si Shqipëria, me një nivel të ulët konsumi, vështirë se mund t'ia dedikojë burimet e saj të pakta rritjes së investimeve. Në kushtet e agregatëve monetarë kjo përkthehet si më poshtë: në periudhën afatgjatë, vende me të ardhura relativisht të ulëta si Shqipëria nuk mund të rrisin kursimet e tyre në një nivel të mjaftueshëm për të financuar investimet e larta, pa rrezikuar ekuilibrin monetar ose më keq akoma stabilitetin politik. Për të siguruar një ekuilibër

midis kërkesës së përgjithshme dhe ofertës së përgjithshme janë të nevojshme kursime më të larta, në mënyrë që të arrihet një investim më i lartë. Në të kundërt, kërkesa e ndikuar nga inflacioni rrezikon stabilitetin monetar.

Por, ka vetëm një përjashtim. Hendeku midis investimeve të larta të nevojshme dhe kursimeve të ulëta, të kufizuara nga të ardhurat, mund të mbyllet nëse një vend importon burime të jashtme nëpërmjet deficitit të llogarisë korente. Nga pikëpamja e ekonomisë së mirëqenies, një deficit i llogarisë korente mund të interpretohet si një import i burimeve të jashtme, të financuara nga një rrjedhje e njëtrajtshme e kapitalit të huaj në vend. Pra, niveli i kursimeve të brendshme mund të jetë akoma i ulët. Por, nëse mungesa e burimeve të brendshme plotësohet nëpërmjet një deficitit të llogarisë korente, i cili mundëson investimet e larta, dhe nëse hendeku korrespondues i kursimeve të brendshme mbushet nga një rrjedhje e kapitalit të jashtëm, atëherë stabiliteti makroekonomik mund të garantohet, ndërsa stabiliteti i jashtëm shprehet nëpërmjet një ekuilibri tregu të bilancit të pagesave. Këto lidhje shprehen në ekuacionin 2 të paraqitur në figurën 2. Ekuacioni 2 mund të interpretohet si një tautologji për shkak të përkufizimeve të kursimeve, të investimeve dhe të deficitit të llogarisë korente ose si një kusht i nevojshëm – veçanërisht monetar – për stabilitetin makroekonomik. Në këtë studim, ne i referohemi interpretimit të dytë duke interpretuar, në këtë mënyrë, deficitin e llogarisë korente si një import të burimeve të jashtme në

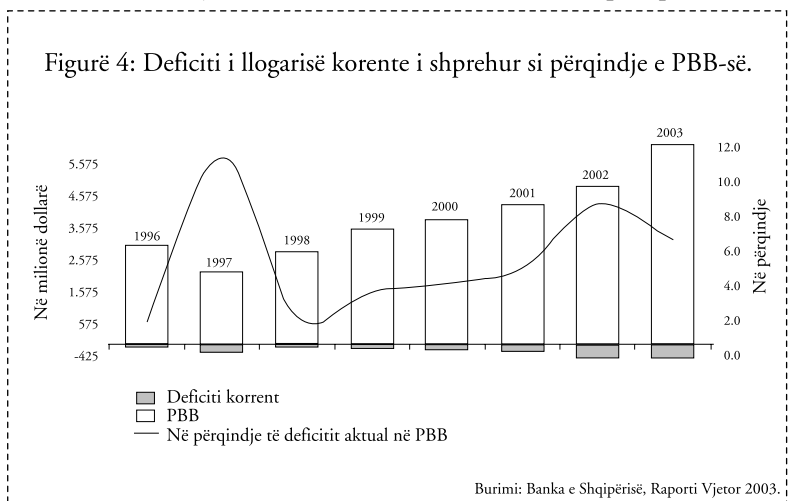
Figurë 3: Kursimet dhe investimet si një përqindje e PBB-së.



Burimi: llogaritjet e veta bazuar mbi Treguesit e Zhvillimit Botëror, 2004.

vend, shumë të nevojshme për vendet e varfëra për të ekuilibruar kërkesat e investimeve për rritje të lartë ekonomike dhe ruajtjen e mundësisë së një vendi të varfër për të arritur një standard jetese. Kjo është situata aktuale në Shqipëri. Figura 3 paraqet zhvillimet e kursimeve dhe të investimeve si një përqindje e PBB-së në Shqipëri. Duket qartë se raporti i kursimeve të brendshme kundrejt PBB-së është më i ulët sesa ai i investimeve, që rezulton nga deficit i llogarisë korente.

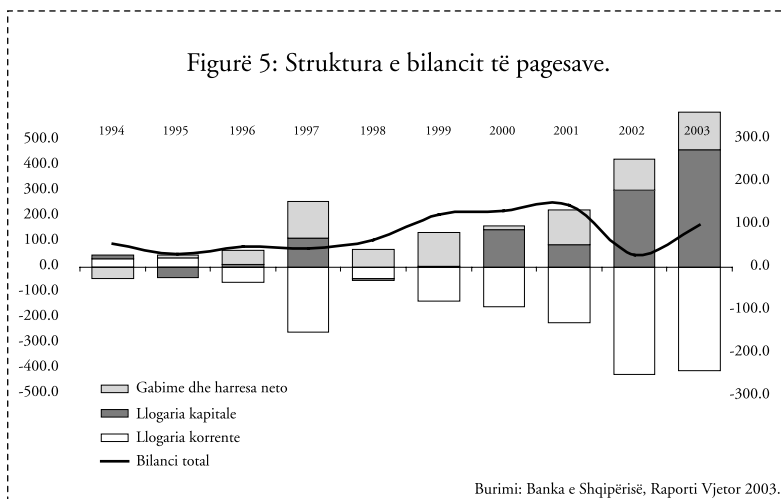
Një deficit i llogarisë korente, i cili i korrespondon diferencës së kursimeve dhe investimeve, është skicuar në figurën 4. Sipas llogaritjeve të Bankës së Shqipërisë, deficit i llogarisë korente vlerësohet të jetë në masën 6.7 për qind të PBB-së në fund të vitit 2003 dhe është zvogëluar në mënyrë të konsiderueshme krahasuar me atë të vitit 2002, ku ky raport ishte 8.7 për qind. (Shënim: deficit i llogarisë korente i Bashkimit Evropian arriti në 8.5 për qind në vitin 2003 dhe 9.1 për qind në vitin 2002; Komisioni Evropian, 2004.) Këto shifra korrespondojnë me llogaritjet e paraqitura në figurën 2. Norma e rritjes prej 6 për qind korrespondon me një deficit të llogarisë korente prej 6.5 për qind. Nëse raportet e kursimeve dhe investimeve mbeten të pandryshuara, një proces arritjeje me norma më të larta të rritjes ekonomike do të kërkonte një deficit më të lartë të llogarisë korente. Llogaritjet tregojnë se deficit i llogarisë korente ka qenë në përpjestim të zhdrejtë me PBB-në, madje dyfishohet, nëse norma e rritjes ekonomike është në nivelin 6-8 për qind.



Kjo është edhe ajo çka pritet: duke marrë parasysh vendimet e pandryshuara mbi kursimet dhe vendosmërinë politike për të përhapur stabilitetin monetar, rritje e lartë do të thotë deficite më të larta të llogarisë korente, të nevojshme për të nxitur burimet e huaja në ekonominë e brendshme. Pavarësisht nga fakti se në Shqipëri deficitin e llogarisë korente përdoret më shumë për konsum (nëpërmjet importeve të mallrave të konsumit), nuk duhet të harrohet se ai është i lidhur me investimet nëpërmjet kostove oportune. Importet e mallrave të konsumit kursejnë burimet e nevojshme për investimet private dhe publike, duke patur parasysh nivelin e ulët të kursimeve të brendshme në Shqipëri. Fatkeqësisht, të paktën nga një këndvështrim ekonomik, ne nuk jemi duke folur për SHBA. SHBA mund të përballojë deficite të llogarisë korente për vite me radhë për shkak të rolit të dollarit. Kjo i takon institucioneve të pas Luftës II Botërore (arkitektura ndërkombëtare e Bretton-Woods), dhe më vonë tregjeve të kapitalit që funksiononin mirë. Leku nuk shërben si një monedhë e rezervës ndërkombëtare dhe Shqipëria nuk mund të thuhet se ka një treg të gjerë dhe të mirëfilltë kapitali. Për vende të vogla dhe të varfëra si Shqipëria, deficite të larta të llogarisë korente mund të provohen lehtësisht se janë të papërballueshme. Një hyrje e qëndrueshme dhe e sigurt e kapitalit të huaj nevojitet për të financuar deficitin dhe për të mbështetur monedhën.

Në këtë kontekst Shqipëria është me fat: deficitin e saj të llogarisë korente financohet më shumë nga remitancat e emigrantëve shqiptarë, nëpërmjet rrjedhjeve të investimeve të huaja dhe nëpërmjet asistencës së huaj financiare (figura 5). Këto rrjedhje mbajtën të fortë lekun dhe shërbyen për të përforcuar pozicionin e përgjithshëm të jashtëm të Shqipërisë, gjatë vitit 2003. Leku është vlerësuar lehtë në krahasim me euron, dhe akoma më shumë në krahasim me dollarin. Për më tepër, rrjedhja mjaft e qëndrueshme e kapitalit ka treguar se leku nuk ka qenë plotësisht volatil. Patjetër, mbështetja në kushtet e favorshme, është një biznes me rrezik të lartë. Për sa kohë vendimet në lidhje me kursimet dhe investimet bazohen mbi perceptimet korrekte të kushteve të ardhshme ekonomike – veçanërisht mbi vazhdimësinë e normave të rritjes ekonomike dhe rrjedhjes së qëndrueshme të kapitalit drejt vendit – kushtet monetare do të mbeten mjaft të qëndrueshme për funksionimin e procesit të konvergencës. Por edhe nëse ka *shoke* të jashtme apo nëse dikush

ankohet nga frika e një sulmi spekulativ, monedha e vlerësuar disi – e matur sipas deficitit të llogarisë korente – mund të jetë nën presion. Leku ka treguar qëndrueshmëri për shkak të disa karakteristikave të veçanta të rrjedhjes së kapitalit të huaj. Remitancat nuk janë shumë të ndjeshme ndaj spekulimeve, investimet direkte të huaja janë akoma më të ulëta në rajon sipas raportit investime të huaja për frymë, rritja e eksporteve dhe inflacioni relativisht i ulët kanë ndihmuar në sigurimin e stabilitetit të monedhës vendase, duke mundësuar në të njëjtën kohë edhe financimin shumë të nevojshëm të deficitit të llogarisë korente.



Nuk rekomandohet zbatimi i një *stress-testi*, duke ndjekur një politikë të hapur me qëllim rritjen e deficitit të llogarisë korente në një nivel shumë të lartë, që t’i besohet tregjeve ose duke hequr dorë nga disiplina financiare apo monetare. Ekuilibri i jashtëm është disi i paqëndrueshëm dhe kursi i këmbimit mund të luhetet, duke u bërë më i paqëndrueshëm sesa pritej. Ka gjithmonë një mundësi të shpërthimit të një krize të monedhës me karakteristikat e saj shumë të njohura: zhvlerësim, krizë bankare dhe përhapje. Për të siguruar një proces arritjeje të përmbytur, politika duhet të krijojë mundësi për kursime më të larta – domethënë një ulje të ngadaltë të konsumit! – dhe nivele më të larta investimi. Në këtë mënyrë, strategjia e rritjes

ekonomike, e skicuar si më lart, duhet të jetë e në përputhje me rritjen e bazës së eksportit dhe pakësimin e deficitit tregtar, pra në njëfarë mënyre edhe me uljen e deficitit të llogarisë korente. Procesi duhet të bëhet gradualisht, por në mënyrë të vendosur. Nga ana tjetër, ky proces përmban edhe rreziqe: ka një kufi delikat që ndan arritjen e këtij qëllimi nga një krizë ekonomike, e karakterizuar nga nevojat afatshkurtra dhe qëllimet afatgjata. Por, ajo çka është më e rëndësishme, është fakti se Shqipëria ka nevojë të mbajë një politikë monetare serioze, për të siguruar një inflacion të ulët, të bazuar në një besueshmëri të shëndoshë dhe afatgjatë të tregut në funksionimin e procesit të konvergencës.

3. RREZIQET DHE PASOJAT E TYRE NË POLITIKËN MONETARE

3.1 Rreziqet: pritshmëritë afatgjata të inflacionit.

Sfida kryesore e Shqipërisë për vitet në vazhdim do të jetë realizimi i konvergencës reale, pa rrezikuar stabilitetin makroekonomik. Një normë afatmesme e rritjes, me një mesatare midis 6 dhe 8 për qind, duket si e realizueshme, me kusht që të vazhdojnë reformat strukturore dhe që politika monetare të jetë e orientuar drejt stabilitetit.

Nëse konvergjenca do të bazohet në një normë rritjeje më të lartë sesa mesatarja e viteve të fundit, ky proces domosdoshmërisht do të shoqërohet me një deficit të llogarisë korente më të lartë se më parë. Ky deficit do të jetë rezultat i rritjes së shkaktuar nga vëllimi i lartë i importeve, të nevojshme për të ngushtuar hendekun midis konsumit dhe kursimeve private. Megjithatë, kjo strategji disi e rrezikshme do të funksionojë vetëm nëse ajo mbështetet nga politika monetare dhe ajo fiskale, të cilat kanë për qëllim rritjen e kursimeve të brendshme dhe të eksportit, në një periudhë afatmesme dhe afatgjatë. Me fjalë të tjera, Shqipëria duhet që gradualisht, por në mënyrë të vendosur, ta kthejë deficitin e saj të llogarisë korente në një suficit të sigurt.

Vazhdimësia e pozicionit të jashtëm të Shqipërisë mund të jetë nën presion në një periudhë afatgjatë, nëse thellimi i deficitit të llogarisë korente nuk reflekton vendimet e kursimeve dhe investimeve, të

bazuara mbi perceptimet korrekte të kushteve ekonomike. Rreziqet potenciale ndaj vazhdimësisë së llogarisë korente lidhen edhe me ndryshimet e mundshme në të ardhmen në çështjen e financimit si dhe me një mbivlerësim të rritjes së outputit. Karakteristikat e këtij procesi nënkuptojnë volatilitet të rritur të outputit si dhe sfida për të administruar rrjedhjet volatile të kapitalit.

Strategjitë monetare dhe ato të kursit të këmbimit kontribuojnë në mënyrë të rëndësishme në stabilitetin makroekonomik, duke siguruar kredibilitet në lidhje me pritshmëritë e inflacionit. Treguesit ekonomikë si për shembull, normat e ulëta dhe të qëndrueshme të inflacionit, stabiliteti i kursit të këmbimit dhe përvetësimi i tronditjeve (shokeve), janë thjesht tregues të besueshmërisë. Reputacioni i një banke qendrore mund të njehsohet nëpërmjet shkallës së besimit të njerëzve të para e tyre. Suksesi i një banke qendrore vlerësohet përgjithësisht nga niveli i besimit që kanë njerëzit të monedha. Regjimet e qëndrueshme monetare ndihmojnë në rritjen e besueshmërisë dhe të pranimit.

Nëse njerëzit kanë besim të monedha e tyre, ata mund të pranojnë përkohësisht edhe një inflacion më të lartë ose një kurs këmbimi më të luhatsëm. Në të kundërt, kur njerëzit kanë dyshime mbi monedhën e tyre, dyshimi i tyre do të shumëfishojë çekuilibrat afatshkurtër, duke reaguar në mënyrë prociklike kundrejt tronditjeve më të vogla. Për shembull, një zhvlerësim sado i vogël do të shkaktonte një riorganizim të shkallës së gjerë kundrejt monedhave të huaja (strehët e sigurta), sepse njerëzve do t'iu mungojë besimi në monedhën e tyre. Në këtë rast, frika e një zhvlerësimi në shkallë të gjerë do të ishte vetëpëruar.

Pavarësisht inflacionit të luftuar në mënyrë të suksesshme, ka disa të dhëna që tregojnë se politika monetare shqiptare ka një arritje më të ulët se sa ajo që besohet, përse i përket përcjelljes së besimit në stabilitetin e lekut dhe në vazhdimësinë e procesit të rritjes ekonomike, domethënë shpejtësisë dhe cilësisë së konvergencës reale të ekonomisë. Gjykimi ynë bazohet mbi disa vëzhgime teorike dhe empirike, të cilat lidhen me inflacionin e pritur. Nëse pritshmëritë e inflacionit nuk janë të favorshme dhe nuk mbahen të ulëta dhe të qëndrueshme, ato do të kanalizohen në norma interesi afatmesme dhe

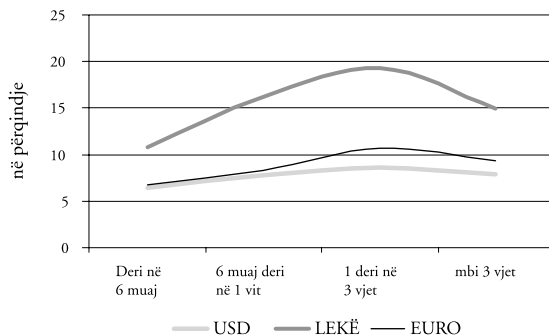
afatgjata, si dhe në pritshmëri mbi zhvillimet e ardhshme të kursit të këmbimit. Për këtë arsye, ato kanë një ndikim mbi ekonominë reale dhe çmimet, sepse shumica e investimeve kanë një horizont afatmesëm ose afatgjatë dhe firmat përpiqen të financojnë ato me një maturim korrespondent, duke shmangur një mospërputhje të maturimit midis investimit dhe financimit. Kontratat afatmesme dhe afatgjata zakonisht marrin në konsideratë normat e inflacionit të pritshëm. Pasiguria e lartë mbi inflacionin e ardhshëm, mund të rezultojë jo vetëm me prime thelbësore mbi pozicionet afatgjata, por gjithashtu mund të dekurajojë bizneset nga angazhimet e tyre në kontrata afatgjata (në lekë). Kjo e fundit mund të reduktojë sasinë e specializimit dhe të ndarjes së punës në ekonomi, sepse bizneset nuk janë në gjendje të krijojnë marrëdhënie specifike, me efekte të kundërta mbi rritjen ekonomike.

Një teori ekonomike e kohëve të fundit zbulon rëndësinë e pritshmërive – veçanërisht mbi normat e inflacionit – në përcaktimin e çështjeve të rritjes ekonomike dhe të punësimit. Shembujt më të spikatur janë debatet në lidhje me stabilitetin e kurbës së Phillips, me normën e papunësisë jopërsheptuese të inflacionit të (*non-accelerating inflation rate of unemployment NAIRU*) dhe me vlerësimin e ndikimeve jokejneziane të politikave të deficitit të shpenzimeve, për shkak të efektit Rikardo. Lidhur me teorinë e kursit të këmbimit, është i njohur roli i veçantë i pritshmërive mbi panikun spekulativ. Teoritë ekonomike fokusohen mbi mënyrën se si janë të ndërtuara pritshmëritë dhe mbi mënyrën se si shfaqen ato së bashku me argumentet e zgjedhjes racionale dhe me idetë e pritshmërive të adoptuara. Teoria ekonomike argumenton, megjithatë, se nuk ka dyshim që pritshmëritë e inflacionit janë të lidhura ngushtë me normat e inflacionit dhe kredibilitetin e politikave monetare të bankës qendrore. Dhe nuk ka dyshim, gjithashtu, që pritshmëritë e normave të inflacionit përfshijnë një vlerësim të karakteristikave të rritjes ekonomike në të ardhmen dhe të rreziqeve të lidhura me një funksionim eficient të bashkëveprimit kompleks midis variablave monetarë dhe ekonomisë.

Teoria e ndërtimit të pritshmërive të inflacionit është disi komplekse. Përsa i përket empirizmit të varfër dhe të thjeshtë, gjërat janë më të lehta. Megjithatë, është ende vështirë të gjenden

treguesit e përshtatshëm për të matur pritshmëritë e inflacionit të së ardhmes. Normat e interesit mbi kreditë e reja për maturime të ndryshme, të marra nga INSTAT, përdoren si treguesi ynë kryesor. Një vështrim i shpejtë mbi kurbën e *yield*-it të ndërtuar mbi bazën e maturimeve na siguron disa konkluzione mbi inflacionin e pritur. Kurba e *yield*-it ka një formë tipike jolineare, domethënë normat e interesit rriten me rritjen e kohës së maturimit, për maturime më të shkurtra se 6 muaj deri në 1-3 vjet, por norma e interesit për periudha maturimi më të gjata se 3 vjet është më e ulët sesa norma e interesit për periudha maturimi 1-3 vjet. Prandaj, kurba e *yield*-it është jolineare (shih figurën 6). Megjithatë, përveç pritshmërive të inflacionit, kurba e *yield*-it ndikohet edhe nga shumë faktorë të tjerë. Pasiguria mbi të ardhmen e institucioneve financiare mund të shkaktojë prime të rëndësishme mbi angazhimet afatgjata, e cila të krijon përshtypjen sikur pritshmëritë e inflacionit janë të larta, por në fakt ato reflektojnë një besueshmëri të ulët në sistemin financiar – domethënë një *premium* të likuiditetit të lartë. Ne iu drejtuam kësaj vështirësie duke krahasuar normat e interesit për maturime të ndryshme në monedha të ndryshme – domethënë lekë, dollar, euro – duke supozuar që premiumi i likuiditetit bazohet në dëshirën për fleksibilitet financiar dhe besueshmëri në institucionet financiare, por është më pak i ndjeshëm ndaj valutave në të cilën është kredituar. Maturimet afatgjata përfshijnë një *premium* likuiditeti, sepse kredidhënësi heq dorë nga disa shkallë të fleksibilitetit në

Figurë 6: Kurba e *yield*-it mesatar në vitin 2004: normat e interesit për kreditë e reja sipas maturimit.

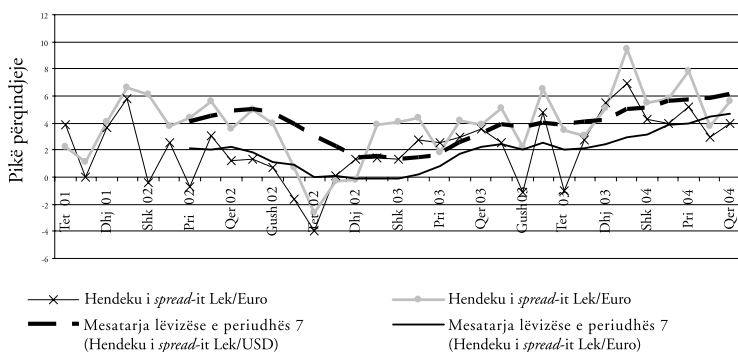


Burimi: INSTAT, 2004.

rastin e *shock*-eve, nëse angazhohet me një kredi më afatgjatë. Për më tepër, lloji i kolateralit, zakonisht i nevojshëm për të marrë një kredi, duhet të variojë midis maturimit, dhe prandaj, shpjegon një pjesë të kurbës së *yield*-it. Pjesa e mbetur e kurbës së *yield*-it mund të shpjegohet nëpërmjet një përzierjeje të pritshmërive të inflacionit dhe *premiumit* të likuiditetit.

Kurba e *yield*-it duket e njëjtë si për kreditë e reja në lekë ashtu edhe për ato në dollarë dhe në euro. Të gjitha kanë një zhvillim tipik jolinear. Megjithatë, gjerësia e diferencave midis normave të interesit afatshkurtër dhe normave të interesit afatgjatë për kreditë e dhëna në lekë, janë më të larta sesa ato të dhëna në dollarë apo në euro. Për të ilustruar këtë pikë, figura 7 tregon diferencën në spredet midis kredive të dhëna në lekë dhe atyre të dhëna në euro dhe midis kredive të dhëna në lekë dhe atyre të dhëna në dollarë. Spredet janë llogaritur si një diferencë midis normave të interesit për kreditë e reja me maturim më të ulët se 6 muaj dhe normave të interesit të kredive me maturim 1 - 3 vjet. Hendeku i spredeve përshkruan diferencën midis spredeve të maturimit për ato kredi të akorduara në lekë dhe në dollarë. Prandaj, një hendek me 4 pikë përqindjeje midis euros dhe lekut tregon që diferenca midis normës së interesit të periudhave afatgjata (1-3 vjet) dhe periudhave afatshkurtra (më pak se 6 muaj) është 4 pikë përqindjeje më lart në lekë sesa është ajo në euro.

Figurë 7: Hendeku i spredeve.



Burimi: Llogaritjet e veta, bazuar mbi të dhënat e INSTAT, 2004.

Studimi i hendekut të spredeve na lejon të ndajmë efektin e pritshmërive të inflacionit dhe të *premiumit* të likuiditetit mbi kurbën e *yield*-it. Duket bindëse të supozosh që *premiumi* i likuiditetit është i pavarur nga valuta në të cilën është dhënë, sepse reflekton çmimin e fleksibilitetit real ekonomik dhe financiar. Nëse ka *shock*-e frekvente, të cilat rrisin nevojën e planifikimit fleksibël financiar, atëherë ato do të ndikojnë kreditë në lekë, si dhe kreditë e dhëna në monedha të tjera. *Shock*-et monetare, të cilat do të ndikonin vetëm një monedhë, janë të përshira në pritshmëritë e inflacionit në mënyrë konceptuale. Prandaj, krahasimi i spredeve na jep një ide në lidhje me diferencat e inflacionit të pritur në ekonominë shqiptare. Hendeku i vazhdueshëm pozitiv i spredeve midis kredive të dhëna në lekë dhe atyre të dhëna në dollarë si dhe në euro, tregon që shumica e agjentëve ekonomikë presin që inflacioni në Shqipëri të jetë më i lartë sesa në SHBA apo në Bashkimin Evropian Monetar. Hendeku i spredeve nuk duhet të neglizhohet: në qershor të vitit 2004, diferenca midis kredive të reja të dhëna në lekë dhe atyre të dhëna në euro ishte 4 pikë përqindjeje, ndërsa diferenca midis kredive të reja të dhëna në lekë dhe atyre të dhëna në dollarë ishte akoma dhe më e lartë, 5.5 pikë përqindjeje. Natyrisht kreditë e dhëna në lekë përfshijnë një *premium* më të lartë mbi maturimet më afatgjata, të cilat mund të interpretohen si mungesë e besimit në stabilitetin e lekut. Si pasojë, njerëzit paguajnë më shumë kur bëhet fjalë për angazhimet e tyre afatgjata në lekë.

Premiumi i normave të interesit për kreditë e dhëna në lekë dhe hendeku në spredet e maturimit, tregojnë që pavarësisht inflacionit të fundit, besueshmëria afatgjatë në lekun dhe vazhdimësia e rritjes nuk është shumë e lartë. Mund të arrihet në përfundimin se pavarësisht të dhënave empirike të paraqitura më lart, pritshmëritë e inflacionit nuk janë aq të favorshme sa për të deklaruar fitoren në luftën kundër inflacionit në Shqipëri. Pritshmëritë e inflacionit nuk janë aq të shëndosha sa të shërbejnë si një bazë e sigurtë për inflacionin e ulët në një periudhë afatgjatë, për stabilitetin financiar dhe për rritjen të lartë e vazhdueshme.

3.2 Rreziqet: ndërmjetësimi financiar.

Ndërkohë që procesi i arritjes drejt niveleve më të larta të të ardhurave vazhdon, politika monetare ka kontribuar në katër pika

të rëndësishme, përsa i përket zgjidhjes së problemeve të stabilitetit monetar dhe të shpërndarjes së burimeve:

- 1) rritja e investimeve private sipas nivelit të dëshiruar;
- 2) ekuilibri i kursimeve të brendshme sipas nivelit korrespondues, për të mundësuar kushtet makroekonomike kërkesë-ofertë, të nevojshme për norma të ulëta inflacioni;
- 3) vendosja e normave të interesit të përshtatshme për të siguruar një rrjedhje të qëndrueshme të kapitalit privat, të nevojshëm për të financuar deficitin e llogarisë korentë; dhe
- 4) nevoja për një shpërndarje eficiente ndërkohore të fondeve sipas normave të qëndrueshme të kthimit dhe rrezikut.

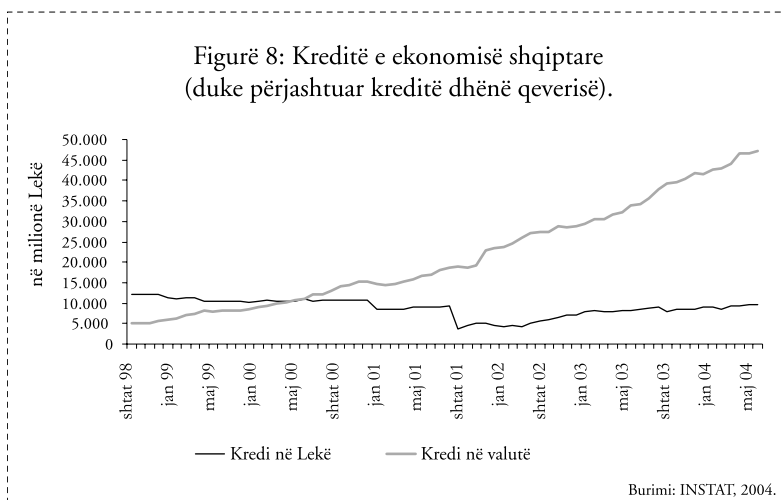
Banka e Shqipërisë është e vetëdijshme për sfidat e politikës monetare. Raporti vjetor i bankës deklaron “kanalizimi i kursimeve sipas investimeve aktuale duhet të jetë një prej prioriteteve kryesore” (Banka e Shqipërisë, 2004, f.27). Detyrat për politikën monetare janë të përmasave herkuliane dhe mund të zgjidhen siç duhet, vetëm nëse tregjet financiare punojnë në mënyrë eficiente. Banka e Shqipërisë ka qenë disi optimiste: “Niveli i normave reale të interesit inkurajon investimin e një pjese të kursimeve (private) si depozita bankare.” (Banka e Shqipërisë, 2004). Ky konstatim reflekton një pamje realiste të sistemit financiar dhe të funksionimit të tij në shpërndarjen e investimeve dhe kursimeve.

Tregjet financiare shqiptare janë të cekta, pavarësisht se kjo është e zakonshme dhe gjithashtu, përfaqëson edhe rastin e shumë vendeve të tjera në tranzicion. Të dhënat teorike dhe empirike tregojnë se tregjet financiare nuk janë të zhvilluara mjaftueshëm për të siguruar një shpërndarje eficiente të përkohshme dhe ndërkohore të burimeve:

a) ekonomia shqiptare është akoma një ekonomi *cash*. Kjo provohet edhe nga struktura e portofolit financiar të vendit. Në vitin 2000, tërheqjet spekulative të depozitave nxorën në dukje besueshmërinë e ulët të publikut në monedhën shqiptare dhe nxitën një rritje të rëndësishme të valutës përkundrejt ofertës së parasë. Në fund të vitit 2003, niveli i valutës jashtë bankave në krahasim me ofertën e parasë ishte 27 për qind, shumë afër me nivelin e lartë

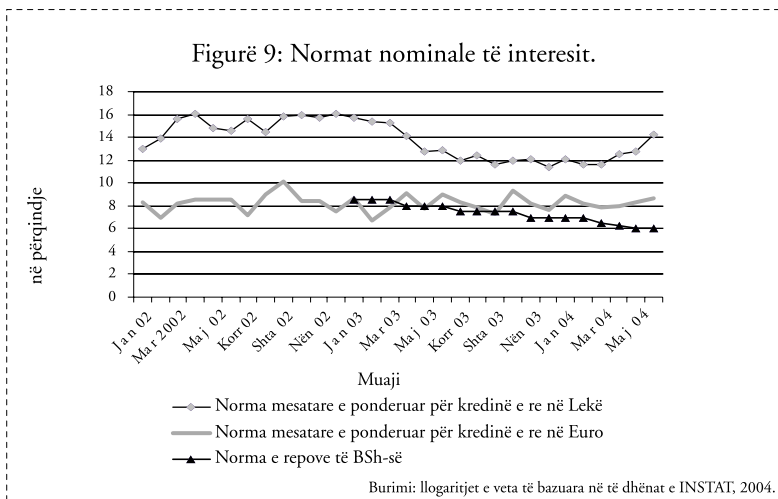
historik të mesatares prej 29.4 për qind të 4 viteve të fundit. (Banka e Shqipërisë, 2004.)

b) Shumica e kredive jepej në valutë të huaj. Gjykimi ynë bazohet në të dhënat empirike në lidhje me përdorimin e dollarit dhe të euros. Në Shqipëri (shih figurën 8) rritja e kredisë të dhënë në valutë të huaj lë pas rritjen e kredisë të dhënë në lekë. Kjo e dhënë është disi në përputhje me nocionin e stabilitetit monetar, sepse inflacioni i ulët dhe kursi i qëndrueshëm i këmbimit do të rriste atraktivitetin e lekut. Nga ana tjetër, është tërësisht në përputhje edhe me interesat e vendosur për kreditë. Norma e interesit për kreditë e dhëna në lekë është më e lartë, krahasuar me ato të kredive të dhëna në euro. Në vitin 2004, spredi ishte midis 3.2 dhe 5.7 pikë përqindjeje (shih figurën 9). Kjo diferencë është një argument i mirë për kërkimin e kredive në euro sesa në lekë. Siç duket dhe pavarësisht suksesit të politikës monetare, sukcesi i shënuar monetar nuk i bind dot njerëzit të kthehen te monedha e tyre.



Roli i fortë i dollarit në Shqipëri është një gjeagjzë në vetvete, duke qenë se vëllimi i tregtisë është më i lartë me vendet evropiane. Pjesë e shpjegimit për pozicionin e fortë të dollarit mund të jenë remitancat e larta në dollarë nga emigrantët shqiptarë, si dhe një stok ekzistues i lartë i dollarit në qarkullim, ndoshta që prej ditëve të para të tranzicionit. Në fakt, bankat kanë mbledhur më shumë depozita

në dollarë sesa në euro; vetëm gjatë muajve të fundit ky rregull është përmbysur. Pas tronditjes së vitit 1997, askush nuk i qorton shqiptarët për mosbesimin dhe mosdepozitimën e parave në sistemin bankar. Në fakt, stabiliteti i cili duhet të jetë siguruar nëpërmjet dollarit gjatë kësaj periudhe të vështirë, është ndoshta shpjegimi më i mirë për trajtimin aktual më të favorshëm. Dollari është akoma një njësi e rëndësishme llogarie, një mjet shkëmbimi dhe një denominim për produktet financiare. Sidoqoftë, tregtia midis Shqipërisë dhe SHBA është njëqind herë më e vogël se ajo midis Shqipërisë dhe Bashkimit Evropian. Nevoja e marrëdhënieve tregtare çon në një kalim nëpërmjet variacioneve të kursit të këmbimit nga efektet e bilancit. Prandaj, mund të rezultojë me rregullime të vonuara dhe efekte kundërintuitive.



c) gjendja e varfër e tregjeve financiare karakterizohet nga një përdorim i ulët nga ana e publikut e kredive bankare dhe të kolateralit për të siguruar transaksionet, të cilat me zor kryhen në sektorin privat. Kreditimi i sektorit privat është në nivelin 6.8 për qind të PBB-së (2002), pavarësisht se ai tregon një rritje të rëndësishme që prej vitit 1999, kur ai ishte vetëm 3.8 për qind e PBB-së (WDI, 2004). Kreditimi i përgjithshëm i ekonomisë i siguruar nga sektori bankar ka rënë që prej vitit 1997, duke reflektuar një kreditim më të ulët ndaj qeverisë. Megjithatë, pretendimet mbi qeverinë akoma llogariten mbi

85 për qind të kreditimit të brendshëm në vitin 2003, më i ulët nga niveli prej 95 për qind i vitit 1998 (INSTAT, 2004).

d) ndërkohë që tregjet financiare në Shqipëri janë të sunduara nga sektori bankar, shkalla e ndërmjetësimit financiar (rol i bankave si ndërmjetësuese në kanalizimin e fondeve nga depozitorët të huamarrësit) është akoma e ulët. Shkalla e ndërmjetësimit financiar është akoma dhe më e ulët në krahasim me ekonomitë e tjera në tranzicion. Ekspozimi i sektorit të ndërmarrjeve në valutë të huaj duket shumë i lartë. Nëse monedha vendase do të dobësohej, për sektorin bankar do të shfaqeshin rreziqet e kreditit, gjë që do të sillte ndërlikime për drejtimin e politikave monetare dhe të kursit të këmbimit.

Një shtim i shpejtë i ndërmjetësimit financiar dhe zgjerimi i bilancit të sektorit financiar mund të sjellë një volatilitet të lartë në ecurinë e institucioneve financiare individuale dhe të sektorit financiar, në përgjithësi. Për shembull, duket se sipërmarrjet vendase do të mbështeteshin kryesisht në burimet e jashtme të financimit sesa në fondet e brendshme. Në të njëjtën mënyrë familjet, me përmirësimin e prospekteve të të ardhurave dhe besueshmërisë, mund të marrin pjesë në konsumin ndërkohor.

Në Shqipëri reformat e kuadrit financiar vazhdojnë me paralajmërimin për ndërprerjen e kreditimit dhe të ndërmjetësimit bankar. Sërish, theksojmë se autoritetet janë të ndërgjegjshme për sfidat e së ardhmes. Qëllimi i privatizimit të Bankës së Kursimeve ishte nxitja e dinamikës së sistemit të brendshëm bankar. Progresi i rëndësishëm është bërë edhe në zbatimin e planit mbikëqyrës të zhvillimit. Përpjekjet për të reduktuar ekonominë *cash* reflektohen në programin “Përtej parasë”, i inicuar nga Banka e Shqipërisë dhe në përpjekjet e Qeverisë Shqiptare për të përdorur transfertat bankare për të paguar punonjësit e tyre. Me asistencën teknike të FMN-së dhe BB-së në disa fusha, janë realizuar tashmë mbikëqyrja e kujdesshme dhe parandalimi i pastrimit të parave, janë marrë masa për përmirësimin e cilësisë së sistemit financiar dhe të ndërmjetësimit financiar. Megjithatë, karakteristikat ekzistuese të sistemit financiar akoma kanë disa pasoja të ashpra për funksionimin e politikës monetare për shkak të kanaleve të dobëta të transmetimit.

Sfida kryesore për politikëbërësit do të jetë administrimi i shtimit të ndërmjetësimit financiar dhe një zgjerim dinamik i aktivitetit të institucioneve financiare, pa rrezikuar stabilitetin e ekonomisë. Në këtë nivel, tregjet financiare në Shqipëri nuk janë të përgatitura të operojnë në mënyrë mjaft eficiente për të siguruar zhvillim ekonomik të mëtejshëm, të shpejtë dhe të vazhdueshëm.

3.3 Pasojat: kanalet e dobëta të transmetimit.

Eficienca e tregjeve financiare është vendimtare në vendosjen e stabilitetit makroekonomik, duke ekuilibruar kursimet private (dhe ndoshta publike) dhe investimet. Duke influencuar normat e interesit dhe kufizimet e kredisë një bankë qendrore mund të kontrollojë procesin e rregullimit të kërkesës ndaj ofertës, duke stabilizuar kërkesën e ndikuar nga inflacioni në një nivel të dhënë papunësie. Prosesi funksionon kështu: normat e larta të interesit dhe kufizimet e kredisë i bëjnë investimet më të shtrenjta dhe kursimet më tërheqëse. Kështu kërkesa ekonomike ulet, sepse firmat mund të vendosin të investojnë më pak, dhe familjet të shpenzojnë më pak. Për më tepër, bilanci i firmave mund të ndikohet në drejtim të kundërt, sepse ato duhet të rrefinancojnë kreditë ekzistuese me një normë më të lartë të interesit. Duke iu referuar disa aspekteve të teorisë moderne ekonomike, mund të jemi të prirur të pranojmë nocionin e influencës mbi pagat dhe mbi normat e udhëhequra nga pritshmëritë të inflacionit përshpejtues. Duke analizuar kanalet e transmetimit të politikës monetare në Shqipëri nëpërmjet interesit, kanaleve të kredisë dhe kursit të këmbimit, mund të përftohesh disa vëzhgime për të vlerësuar instrumentet e politikës monetare shqiptare.

Kanali i kreditit funksionon nëpërmjet kufizimeve të kreditit. Nëse bankat tregtare nuk janë në gjendje ose të gatshme, t'iu reflektojnë klientëve të tyre ndryshimet e normave repo në një kohë të saktë, atëherë ata mund të rregullojnë nivelin e kreditimit. Për këtë arsye një rritje në normat repo mund të çojë në nivele më të ulëta kreditimi, ndërkohë që normat e interesit mund të mbeten të pandryshuara. Në Shqipëri, sektori bankar i siguron pak kredi sektorit privat, ndërkohë që shumica e kredisë akordohet në valutë të huaja. Kështu, kanali i kreditit mund të funksionojë si një sistem rregullator mbi çmimet e brendshme.

Për një funksionim të mirë të kanalit të normës së interesit, kalimi i ndryshimeve të normës së interesit të Bankës së Shqipërisë vendimmarrësve, në sektorin privat, është vendimtare. Në një situatë të zhvillimit të ulët financiar, normat e interesit në sektorin bankar nuk reflektojnë domosdoshmërisht ekuilibrin midis investimeve dhe kursimeve, por janë të drejtuara nga racionimi i kreditit dhe frika e zgjedhjes së kundërshtarit. Një normë më e lartë interesi, nëse nuk kalohet te klientët, mund të përkeqësojë cilësinë e portofolit të kredisë dhe do të rezultojë me fitime më të ulëta. Në fakt, norma e interesit afatshkurtër mbi kreditë e reja të dhëna në lekë u rrit gjatë vitit 2004 me 1.5 pikë përqindjeje, ndërsa Banka e Shqipërisë uli normën e interesit në të njëjtën kohë nga 7 deri në 6 për qind në qershor (INSTAT, 2004). Kjo e dhënë eksperimentale të paktën tregon se Banka e Shqipërisë duhet të merret me diferencat e mëdha kohore, ndërsa ndryshimet e normave të interesit të kalohen. Për më tepër, vëllimet e ulëta të kredisë dhënë sektorit privat, dhe në përgjithësi niveli i lartë i parasë në qarkullim - Shqipëria shpesh konsiderohet një ekonomi *cash* – tregojnë që, edhe nëse ndryshimet e normave të interesit do të kalohen shpejt, efekti real mbi kërkesën dhe çmimet duhet të jetë disi i kufizuar. Qeveria qendrore është huadhënësi kryesor (nga vëllimi prej 85 për qind) dhe mund të vihet në dyshim fakti që shpenzimet qeveritare do të ngadalësoheshin nga rritja e moderuar e normave të interesit, sepse nuk ka një shtrëngim të fortë buxheti. Stimujt e vendosur nga ndryshimet e normave të interesit, mund të mos jenë të mjaftueshëm për rregullimet thelbësore të çmimeve në një periudhë kohe të paparashikueshme.

Delikatesa e kanalit të kursit të këmbimit qëndron në faktin se ajo mund të ndikojë çështje të ndryshme të ekonomisë me shpejtësi të ndryshme. Çmimet e mallrave të importuar reagojnë shpejt ndaj ndryshimeve të kursit të këmbimit. Megjithatë, efekti i ndryshimeve të kursit të këmbimit mbi konkurrencën mund të transmetojë ndryshime më të vogla në kërkesën agregate të brendshme. Kjo mospërputhje në intervalet kohore mund të prodhojë një efekt kamzhik në ekonomi, nëse banka qendrore përqendrohet më shumë në inflacionin aktual se sa në atë afatgjatë (Ball, 1999, Svensson, 2000).

Në ekonomitë e vogla të hapura si Shqipëria funksionimi i kursit të këmbimit është më i ndjeshëm ndaj sasisë së transaksioneve,

aseteve dhe detyrimeve në valutë të huaj. Transfertat zyrtare të larta dhe remitancat nga emigrantët shqiptarë përfaqësojnë pjesën më të madhe të rrjedhjeve të kapitalit. Ato mund të konsiderohen më pak të ndjeshme ndaj themeleve ekonomike; ato supozohen të reagojnë kundërciklikisht, sepse “anëtarët dhe miqtë e familjes” jashtë shtetit (përfshi FMN) mund të tregohen më zemërgjerë, në kushte të vështira ekonomike. Megjithatë, presioni i lekut së bashku me ngjarjen e depozitave të vitit 2002, është një tregues që kjo lidhje është më e cekët se sa duket.

Për më tepër, efekti i bilancit – domethënë efekti i ndryshimeve të kursit të këmbimit mbi vlerën neto të kompanive me detyrimet në valutë të huaj (dhe asetet) – mund të shkaktojë një efekt të kundërt mbi kërkesën. Nëse detyrimet në valutë të huaj nuk kufizohen, nga të ardhurat në valutë ose instrumentet financiare, bilanci i kompanisë mund të vuajë nga një zhvlerësim, dhe firmat mund të detyrohen të shkurtojnë investimet. Një zhvlerësim i monedhës atëherë mund të shkaktojë një ulje të kërkesës së brendshme pavarësisht efekteve të tij ekspansioniste (Kasa, 2001). Pozicioni i fortë i dollarit dhe euros në ekonominë shqiptare plotëson kanalin e kursit të këmbimit.

4. QËLLIMI PËR REFORMA: NJË PËRQASJE EKSPERIMENTALE

Rreziqet e sipërpërmendura dhe dobësia e dukshme e kanaleve të transmetimit janë kushte të vështira për një politikë monetare eficiente. Kjo është veçanërisht e vërtetë, nëse të dhënat empirike tregojnë pritshmëri të papëlqyeshme të inflacionit. Inflacioni solid i pak viteve më parë mund të mos ketë qenë i mjaftueshëm për të krijuar një kredibilitet largpamës në vazhdimësinë e rritjes dhe të konsolidimit të sistemit financiar. Kjo del si konkluzion i konsideratave teorike dhe të dhënave empirike të mbledhura këtu.

Stoku relativisht i vogël i kredive private dhe niveli i lartë i kredive dhënë në valutë të huaj, tregojnë faktin se sektori financiar është shumë i cekët për të suportuar efektivisht zhvillimin ekonomik. Brishtësia financiare dhe monetare theksohet edhe nga pritshmëritë e normave të inflacionit në të ardhmen, të cilat shprehen në diferencat

e spredeve të maturimit midis lekut dhe dy valutave kryesore. Vihet re mungesa e një besimi afatgjatë nga ana e pjesëmarrësve të tregut në lidhje me vazhdimësinë e konvergencës reale dhe eficiencën e bazave monetare, të cilat i shtohen brishtësisë së situatës aktuale. *Shock*-et më të vogla mund të shkaktojnë çrregullime thelbësore, sepse njerëzit kanë tendencën të reagojnë në një mënyrë kapriçioze, ndërkohë që nevojitet një besim i shëndoshë afatgjatë në kredibilitetin dhe vazhdimësinë e monedhës. Pritshmëritë destabilizuese mund të jenë vetëvepruese.

Fatmirësisht, kushtet nuk janë aq të këqija në Shqipëri në vitin 2004. Të dhënat empirike përfaqësojnë një rritje të rëndësishme të besueshmërisë në vazhdimësinë e çështjeve që kanë të bëjnë me rritjen ekonomike dhe në potencialin për stabilitetin e ardhshëm të monedhës shqiptare. Duhet të theksohet se këto sinjale janë një tregues i besimit që njerëzit kanë në angazhimin e Bankës së Shqipërisë për të ndjekur stabilitetin e orientuar nga politika monetare në të kaluarën. Duhet të evidentojmë disa sinjale pozitive:

- a) një zhvendosje drejt depozitave bankare nga mbajtjet e *cash*-it si dhe një rritje e raportit të depozitave në lekë kundrejt totalit të depozitave, reflektojnë një rritje të besueshmërisë. Për më tepër, besueshmëria në sektorin bankar duket se është përmirësuar, nëpërmjet rritjes së depozitave lokale dhe të huaja në vitin 2003 (Banka e Shqipërisë, 2004);
- b) në fund të vitit 2003, struktura e portofolit të asetëve financiare shqiptare të matur nga raporti i parasë jashtë bankave ndaj ofertës së parasë, ishte afër nivelit të katër viteve të fundit (mesatarisht 29.4për qind), (Banka e Shqipërisë, 2004, faqe 52). Pas tërheqjes të depozitave në vitin 2002, ky është një zhvillim inkurajues;
- c) zhvillimi i strukturës së portofolit në drejtim të kredive afatmesme dhe afatgjata është një sinjal pozitiv. Bankat tregtare janë më të prirura drejt financimit të projekteve afatgjata. Kjo tregon besueshmërinë në stabilitetin afatgjatë të monedhës vendase dhe në perspektivën për një rritje të mëtejshme ekonomike;
- d) ka edhe disa të dhëna empirike që flasin për një zhvillim më të balancuar të strukturës së ofertës së parasë krahasuar

me strukturën e ofertës në valutë të huaj. Rritja e pritur e kredisë për shkak të përfshirjes së Bankës së Kursimeve, do të kontribuojë në rritjen e kredive të dhëna në lekë. Diferencat e normës së interesit për kreditë e dhëna në lekë dhe atyre të dhëna në valutë, shfaqin një tendencë në rënie, duke shkaktuar kështu një rritje të kredive të dhëna në lekë.

Nivelet e ulëta të zhvillimit financiar, si rezultat i mungesës së ndërmjetësimit të përshtatshëm financiar, janë pengesa serioze për rritjen ekonomike afatgjatë, për stabilitetin e brendshëm dhe të jashtëm të sistemit financiar dhe për funksionimin e qetë të kanaleve të transmetimit. Përpjekjet e vazhdueshme janë të nevojshme për të rritur ndërmjetësimin financiar, pa kompromentuar cilësinë e shpërndarjes, në mënyrë që të parandalohet një bum i papërbalueshëm i kredive. Sektori financiar akoma ka nevojë të forcojë strukturat e tij, duke përfshirë bankingun, duke u fokusuar mbi zhvillimin e produkteve dhe lehtësive për të operuar në vende të tjera. Ndërmjetësimi financiar dhe mbikëqyrja e kujdesshme do të luajnë një rol të rëndësishëm në kthimin e ekonomisë nga orientimi i saj mbi financimin e *cash*-it në një sistem financiar të automatizuar. Një numër i rëndësishëm hapash është hedhur në këtë drejtim.

Nuk ka dyshim që cilësia e institucioneve financiare ka nevojë të përmirësohet. Sipas karakteristikave të çështjeve ekonomike dhe politike të së kaluarës, dikush mund të jetë i prirur të jetë dakord me konstatimet, të cilat theksojnë se reformat kanë qenë të pamjaftueshme. Gjatë negociatave të fundit mbi Marrëveshjen e Stabilizim-Asocimit, zyrtarët e Bashkimit Evropian shprehën mendimin se “Shqipëria duhet të përshpejtojë shpejtësinë e reformave të saj, në mënyrë që të sigurojë që në fund të procesit të negociatave të jetë në gjendje të zbatojë marrëveshjen në rregull” (KOM, 2004). Raporti i Bashkimit Evropian përmend disa çështje të lidhura me korrupsionin dhe krimin e organizuar, me sistemin juridik dhe administrimin publik, me funksionimin e duhur të demokracisë, të të drejtave të njeriut dhe të minoriteteve, dhe me formalizimin e mëtejshëm të ekonomisë. Duket që raporti nuk e përmend fare Bankën e Shqipërisë.

Cilësia e dobët e institucioneve është një pengesë serioze për rritjen dhe zhvillimin. Mund të jetë e vërtetë që është bërë vetëm

një progres i ngadaltë në ndërtimin e institucioneve si për shembull, përforcimi i ligjit dhe mbrojtja e të drejtave. Reformat, si privatizimi dhe heqja e barrierave administrative për hapjen e bizneseve të reja kanë marrë sërish një vrull të ri (BERZH, 2004). Dhe Komisioni Evropian deklaroi se vendosmëria dhe angazhimi i gjerë politik janë të nevojshme, në mënyrë që t'u jepet drejtim shumë çështjeve të mbetura pezull (KOM,2004).

Banka e Shqipërisë ka provuar tashmë angazhimin e saj për një politikë monetare transparente dhe të orientuar sipas stabilitetit dhe reformave institucionale. Lista e reformave të fundit, siç janë përmendur edhe nga Banka e Shqipërisë në Raportin Vjetor të vitit 2003 (Banka e Shqipërisë, 2004), është vërtet shumë mbresëlënëse: modernizimi i sektorit financiar, forcimi i ndërmjetësimit bankar, miratimi i standardeve të kontabilitetit dhe kapaciteti mbikëqyrës. Shembuj të bindshëm në lidhje me punën për një infrastrukturë tregu më të sigurtë dhe eficiente vihen re edhe në përfundimin e sistemit RTGS dhe vendosjen e lehtësive të kredive njëditore të kolateralizuara. Ekspertiza dhe kuadri ligjor janë përmirësuar me teknikën e ofruar nga Banka Botërore, FMN, BE, BERZH dhe donatorë të tjerë të Bankës së Shqipërisë.

Por, ka akoma shumë punë për t'u bërë në kuadrin e ndërtimit “të sektorit financiar shqiptar”. Liberalizimi i lëvizjeve të kapitalit mund të shërbejë si një shembull i mirë. Kjo detyrë ka të bëjë më shumë me transfertat e kapitalit jashtë, drejt një zgjerimi më të vogël të transfertave të kapitalit brenda dhe me kuadrin ligjor për mbrojtjen e të drejtave të investitorëve dhe për riatdhesimin e fitimeve. Sipas një deklaratë të BERZH (EBRD, 2004), autoritetet shqiptare janë të vendosura të sigurojnë liberalizimin e plotë deri në fund të vitit 2010 dhe duket se ka një konsensus mbi faktin se vazhdimi i reformave të sektorit financiar, përmirësimet e instrumenteve të politikës monetare dhe përmirësimet e mbikëqyrjes bankare, janë shumë të rëndësishme për progresin e Shqipërisë drejt një tregu më të fortë kapitali.

Banka e Shqipërisë duket se ka një qëllim të vendosur për të shkuar zyrtarisht drejt inflacionit të shënjestruar në një periudhë afatmesme (Hadëri dhe Kolasi, 2003). Sipas Memorandumit Suplementar

mbi Politikat Ekonomike dhe Monetare për Shqipërinë, Banka e Shqipërisë ka theksuar së fundmi vendosmërinë e saj për të forcuar kapacitetin e saj për të adoptuar regjimin e inflacionit të shënjestruar (FMN, 2004). Këshillohet që procesi të mos jetë i shpejtë. Kalimi në një regjim të ri të politikës monetare nuk duhet të bëhet së afërmi. Sipas të dhënave të prezantuara këtu – ndërmjetësimi i ulët financiar, kreditë e dhëna kryesisht në valutë dhe pritshmëritë e pafavorshme të inflacionit, të shprehura nëpërmjet diferencave të spredeve të maturimit midis lekut dhe valutave të huaja – theksojmë se duhet të bëhet me kujdes prezantimi i kujdesshëm, interpretimi dhe trajtimi i regjimit të inflacionit të shënjestruar. Kjo duhet të shërbejë për gjetjen e hapësirës dhe të kohës për përmirësimin e besueshmërisë afatgjatë dhe zhvillimit të mëtejshëm të institucioneve të tregut financiar.

Teoria ekonomike rendit një numër kushtesh që duhet të përmbushen përpara se inflacioni i shënjestruar të bëhet një strategji e suksesshme, duke përfshirë një mandat të qartë për stabilitetin e bankës qendrore, për një kurs fleksibël këmbimi, për një inflacion të ulët dhe për një pritshmëri të ulët të inflacionit, për një administrim transparent të politikës monetare dhe për një kuptim të gjerë të mekanizmave të këtij regjimi, nga ana e publikut.

Shumë prej këtyre kushteve janë përmbushur në Shqipëri: një mandat i qartë për stabilitetin e çmimeve të një banke qendrore, kurs fleksibël këmbimi dhe inflacion i ulët. Administrimi i politikës monetare është transparent. Deri tani, gjithsesi, pritjet për inflacionin nuk duken të jenë të bazuara në besueshmërinë afatgjatë të qëndrueshmërisë së rritjes së lartë ekonomike, normave të ulëta të inflacionit në periudhën afatgjatë dhe eficiencës së regjimit të kursit të këmbimit. Gjithashtu, mund të ketë hapësirë për përmirësimin e edukimit të publikut, në lidhje me mekanizmat e politikës monetare. Banka e Shqipërisë është duke punuar mbi çështjen e komunikimit, nëpërmjet një fushate publicitare kundër spekulimit të rritjes së çmimeve, gjatë festave. Kjo fushatë po kryhet për herë të dytë këtë vit (Banka e Shqipërisë, 2004).

Vendosja e inflacionit të shënjestruar konsiston në lejjimin e sigurimit të një ankore për ndërtimin e pritshmërive. Kjo kërkon

një zotësi për të reaguar në mënyrë fleksible ndaj çdo lloj *shock*-u financiar, monetar dhe ekonomik, duke rritur kapacitetin për kontroll efektiv. Por, nëse objektivi nuk përmbushet shumë herë për shkak të *shock*-eve të shpeshta të jashtme, mund të vihet në rrezik besueshmëria e bankës qendrore. Ekonomia shqiptare, ashtu si edhe ekonomitë e tjera të vogla të hapura, mund të jetojë eksperiencën që inflacioni të ndikohet më shumë nga *shock*-et e jashtme si kursi i këmbimit dhe lëvizjet e kapitalit, sesa nga faktorët e brendshëm (Mishkin, 2000, Masson et al, 1997). Për më tepër, mund të ketë disa probleme praktike. Për shkak të shkallës së ulët të ndërmjetësimit financiar dhe të prishjeve strukturore të shpeshta të serive kohore, mund të jetë e vështirë të bësh parashikime të sakta.

Inflacioni i qëndrueshëm i viteve të fundit mund të mos ketë qenë i mjaftueshëm për të krijuar një besueshmëri largpamëse të shëndoshë. Në vend të prirjes për të prezantuar një regjim të ri të politikës monetare kaq shpejt, qëllimi i Bankës së Shqipërisë duhet të jetë krijimi i besueshmërisë afatgjatë në monedhën vendase, gjë që do të shërbejë si një aset i besueshëm në procesin e konvergjencës reale. Besueshmëria afatgjatë në monedhën vendase është kërkesa themelore për suksesin e politikës monetare, e cila do të lejojë të merren vendimet e duhura mbi investimet dhe kursimet, që janë të nevojshme për vazhdimësinë e rritjes ekonomike. Në këtë rast, tregjet mund të pranojnë pak volatilitet në kursin e këmbimit ose deviacione më të vogla nga objektivat e shpallur të inflacionit.

Adoptimi zyrtar i regjimit të inflacionit të shënjestruar mund të presë deri në një rritje të besueshmërisë së tregut dhe deri në një materializim të lekut. Për sa kohë pritshmëritë mbi inflacionin në të ardhmen nuk sinjalizojnë një rritje të besueshmërisë, një regjim i tillë mund të shtojë pasigurinë në drejtimin e politikës monetare. Të dhënat empirike mund të gjenden duke vëzhguar spredet e maturimit të kredive të dhëna në lekë, në euro dhe në dollarë, ashtu siç tregohet edhe këtu.

Duhet të ketë një ankorë për të zhvilluar besueshmërinë në monedhën vendase përtej qëndrimit të pastër dhe kompleks të politikës monetare. FMN sugjeron që Banka e Shqipërisë duhet të vazhdojë përqasjen e saj graduale për të mbajtur një inflacion të

ulët, të monitorojë kushtet e ofertës së brendshme dhe të vëzhgojë diferencat e normës së interesit (FMN, 2004). Kjo do të funksionojë në një sistem të kursit fleksibël të këmbimit, nëse tregjet mësojnë t’i besojnë monedhës së tyre dhe nëse pritshmëritë e inflacionit fillojnë të shprehin konsolidimin e besueshmërisë afatgjatë. Vendet kanë zhvilluar strategji të ndryshme për të ankoruar monedhën e tyre dhe për të kontribuar në ndërtimin e besueshmërisë së tyre afatgjatë si për shembull, kurset e këmbimit, bordet e monedhës ose (*alas*) inflacioni i shënjestruar. Shqipëria nuk ka nevojë për një kurs monetar për të arritur një sukses në ndërtimin e besueshmërisë së saj, sepse ajo tashmë ka një kurs, ende të panjohur për teorinë ekonomike, por të lehtë për t’u zbuluar nëpërmjet vlerësimit të kujdesshëm të drejtimit të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë, e cila është e mirëzhvilluar dhe i shërben qëllimit për të cilin është krijuar. Ne dëshirojmë ta quajmë atë, kurs institucional.

Në Shqipëri, ky kurs bazohet në angazhimin e qëndrueshëm dhe të provuar të reformave institucionale, të nevojshme për konvergencën e Sistemit Evropian të Bankave Qendrore. Në vitet e fundit, Banka e Shqipërisë ka shprehur ambicien e saj për të përafruar modelin e saj me atë të Bankës Qendrore Evropiane. Kjo ancorë mund të konsiderohet një *benchmark* i rëndësishëm, bazuar në një angazhim lehtësisht të ndjekshëm. Cilësia institucionale nuk përfshihet ndër detyrat e një banke qendrore. Megjithatë, duke patur parasysh rëndësinë e institucioneve në drejtimin e politikës monetare dhe në zhvillimin e ekonomisë si dhe të shoqërisë civile, Banka e Shqipërisë ka pranuar rolin e saj drejtues në ndërtimin e institucioneve në Shqipëri.

Banka e Shqipërisë ka treguar se është në gjendje të realizojë këtë angazhim. Gjatë vitit 2003, Banka e Shqipërisë ka përmirësuar kuadrin operacional dhe sistemin e saj mbikëqyrës rregullator, në përputhje të plotë me kërkesat e harmonizimit të Bashkimit Evropian (Banka e Shqipërisë, 2004).

Dhe angazhimi në vetvete është shumë i qartë: “Banka e Shqipërisë u ka prezantuar përfaqesuesve të Bankës Qendrore Evropiane, në drejtim të arritjes të një konvergjence me Bankën Qendrore Evropiane. Ky objektiv i rëndësishëm reflektohet

në një prej neneve të një marrëveshjeje dypalëshe midis Republikës së Gjermanisë dhe Republikës së Shqipërisë, sipas të cilës ekspertët gjermanë do të asistojnë Bankën e Shqipërisë në procesin e konvergencës” (Banka e Shqipërisë, 2004).

Ne jemi të lumtur dhe të nderuar që jemi në bord.

LITERATURË

Ball, Laurence (1999): "Policy Rules for Open Economies", in *Monetary Policy Rules*, ed. John Taylor, University of Chicago Press, Chicago.

Banaka e Shqipërisë, (2004): *Raporti Vjetor 2003*, Tiranë.

Banaka e Shqipërisë (2004a): *Buletini Ekonomik*, Maj 2004, Tiranë.

COMM (2004): *Albania - Stabilisation and Association Report 2004, Working Paper*, COM (2004) 203 final, European Commission, Brussels.

EBRD (2004): *Transition Report update*, European Bank for Reconstruction and Development, London.

ECB (2004): *Annual Report 2003*, European Central Bank, Frankfurt/Main.

Hadëri, Sulo dhe Kolasi, Gramoz (2003): *A dubet të adoptojë Banaka e Shqipërisë një regjim të inflacionit të shënjestruar, studim i prezantuar në Konferencën e Katërt Ndërkombëtare: Ekonomia Shqiptare, Ecuria dhe Sfidat e Politikës*, Shtator 11-12, 2003, Sarandë, Shqipëri.

IFS (2004): *International Financial Statistics*, Washington DC.

IMF (2003): *Albania: Selected Issues and Statistical Appendix*, Country Report No 03/64, International Monetary Funds, Washington DC.

INSTAT (2004): *Seritë kohore në ekonominë shqiptare*.

Kasa, Kenneth (2001): *Will Inflation Targeting Work in Developing Countries?*, in FRBSF Economic Letter, 2001-01.

Kovács, Mibály A. et al (2002): *On the Estimated Size of the Balassa-Samuelson Effect in Five Central and Eastern European Countries*, in NBH Working Paper, 2002

Masson, Paul; Savastano, Miguel and Sharma, Sunil (1997): *The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries*, in Working Paper No. 130, International Monetary Fund, Washington, DC.

Mishkin, Frederic S. (2000): *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*, in NBER Working Paper No. 7618.

Muço, Marta; Peter Sanfey dhe Taci, Anita (2003): *Inflacioni, Kursi i këmbimit dhe Roli i Politikës Monetare në Shqipëri, studim i prezantuar në Konferencën e Katërt Ndërkombëtare: Ekonomia Shqiptare, Ecuria dhe Sfidat e Politikës*, Shtator 11-12, 2003, Sarandë, Shqipëri.

Samiei, Hossein (2003): *Vlerësimi i Politikës Monetare në Shqipëri duke përdorur Rregullin e Normës së Interesit, studim i prezantuar në Konferencën e Katërt Ndërkombëtare: Ekonomia Shqiptare, Ecuria dhe Sfidat e Politikës*, Shtator 11-12, 2003, Sarandë, Shqipëri.

Svensson, Lars E. O. (2000): Open-Economy Inflation Targeting, in Journal of International Economics, 50, pp. 155 - 183.

WDI (2004): World Development Indicators, World Bank, Washington D.C.

SHËNIME

* Michael Bolle është Profesor i Politikës Ndërkombëtare Ekonomike dhe Koordinator i Ezoneplus, një projekt ndërkombëtar kërkimi mbi Zgjerimin Lindor të Eurozonës. (www.ezoneplus.org).

** Thomas Meyer është Kryeasistent Kërkimi dhe merret kryesisht me çështjet kërkimore të lidhura me tregjet e kapitalit, me bankingun dhe me politikën monetare.

¹ *Gross National Income*-E ardhura kombëtare neto.