

PËRHAPJA E KRIZAVE FINANCIARE NË SHQIPËRI: NJË KRAHASIM I KRIZËS RUSE DHE TURKE

*Renée Fry**
*Elvira Soji***

ABSTRAKT

Ky studim trajton mekanizmin e përhapjes së krizave në tregun shqiptar të këmbimit valutor gjatë krizës ruse të vitit 1998 dhe krizës turke të vitit 2001. Studimi përqendrohet në vlerësimin dhe mënyrën si krizat përhapen në këtë treg, pasi janë marrë parasysh vartësitë dhe tronditjet e jashtme të përbashkëta. Rezultatet për Shqipërinë krahasohen me efektet e këtyre krizave në vendet fqinje të Bullgarisë dhe Kroacisë. Kuptimi i mekanizmit të përhapjes së krizave në Shqipëri dhe i reagimit të këtij tregu ndaj krizave të tilla, në krahasim dhe me partnerët tregtarë dhe me vendet e tjera të rajonit dhe Evropës, është një çështje e rëndësishme në kontekstin e hyrjes së mundshme të Shqipërisë në Bashkimin Evropian dhe adoptimin e regjimit të inflacionit të shënjestruar. Nga rezultatet e përfuara vërehet se Shqipëria ka një treg financiar relativisht të izoluar në krahasim me vendet e tjera në model dhe nuk ndikohet nga “ngjitjet”.

1. HYRJE

Ky studim trajton mekanizmat e përhapjes së krizave financiare në tregun valutor shqiptar gjatë krizës ruse të vitit 1998 dhe krizës turke të vitit 2001. Studimi përqendrohet në vlerësimin nëse krizat

përhapen në këtë treg dhe në matjen e mekanizmave të përhapjes, pasi janë marrë parasysh vartësitë dhe goditjet e jashtme. Studimi është veçanërisht i interesuar në matjen e rëndësisë së fenomenit “të ngjitjes” në tregjet valutore të Shqipërisë, të Bullgarisë, të Kroacisë, të Gjermanisë, të Rusisë dhe të Turqisë. “Ngjitja” është transmetim i paparashikuar i goditjeve në tregjet valutore kombëtare gjatë periudhave të krizave.¹

Rëndësia e kuptimit të mekanizmit të përhapjes së krizave për Shqipërinë është e dyfishtë. i) Qëllimi kryesor i Bankës së Shqipërisë është stabiliteti i çmimeve. Shqipëria është një ekonomi relativisht e hapur, e orientuar kryesisht drejt importeve të cilat përbënin 29.17 për qind të Prodhimit të Brendshëm Bruto në vitin 2003.² Në këtë kontekst, kursi i këmbimit duhet të ketë një efekt të rëndësishëm në procesin e vendosjes së çmimeve. Përcaktimi i faktorëve të jashtëm dhe i krizave që ndikojnë tregun e këmbimit valutor është i rëndësishëm në procesin e marrjes së vendimeve nga banka qendrore, veçanërisht në qëllimin e vendosur për zbatimin e regjimit të inflacionit të shënjestruar (IT) në vitin 2007. ii) Transmetimi i krizave në shtetet kufitare me Evropën është një çështje e rëndësishme në kontekstin e hyrjes së mundshme të Shqipërisë dhe vendeve të tjera Evropës Juglindore në Bashkimin Evropian.

Krahasimi i madhësisë së ndikimit “të ngjitjes” së krizave në vendet e përzgjedhura mundëson analizimin e: i) si Shqipëria ndikohet nga goditje sistematike siç është kriza ruse që preku shumicën e vendeve në të gjithë botën; dhe ii) goditjeve të cilat janë me natyrë rajonale të tilla si kriza turke. Krahasimi i ndikimit të këtyre krizave në Shqipëri me Bullgarinë dhe me Kroacinë, lejon vlerësimin se si Shqipëria ndikohet nga goditjet botërore në krahasim me vende të tjera në kohë të qeta.

Një model me shumë ndryshore (multivariabël) është specifikuar duke përdorur sistemin e faktorit të përbashkët të fshehur (latent factor). Metoda e momenteve të përgjithshme (generalised moments method) dhe teknika e zbërthimit të shpërndarjes (variance decomposition) janë përdorur për të identifikuar rëndësinë relative të çdo krize në tregjet valutore në model. Shembuj të modeleve “ngjitëse” në tregjet valutore që përdorin modelin e faktorëve të përbashkët të

fshehur mund të gjenden në Dungey dhe Martin (2004) dhe Dungey, Fry dhe Martin (2003) për krizat aziatike. Dungey et al. (2002, 2003c) përdorin modelin e faktorit të përbashkët të fshehur për të trajtuar “ngjitjen” gjatë krizave ruse dhe të Long Term Capital Management (LTCM) në tregjet e borxhit dhe të kapitalit përkatësisht. Corsetti, Pericoli dhe Sbracia (2001, 2003), Bekaert, Harvey dhe Ng (2005) dhe Rigobon (2003) gjithashtu, përdorin modele faktoriale për të ilustruar konceptin e “ngjitjes”.³ Rigobon (2003) në veçanti analizon krizën ruse ndërsa Kaminsky dhe Reinhart (2001) përdorin analizën faktoriale për të vlerësuar sinkronizimin e tregjeve të kapitalit gjatë krizës ruse.

Shumë pak literaturë është shkruar në lidhje me “ngjitjen” nga kriza turke e vitit 2000–2001 në vendet e tjera të rajonit. Serwa dhe Bohl (2003) vlerësojnë shkurtimisht “ngjitjen” nga Turqia drejt Polonisë, Hungarisë dhe Republikës Çeke. Ata nuk gjejnë mbështetje për hipotezën e ekzistencës së “ngjitjes”, ndërkohë që gjejnë se vendet e Evropës Lindore nuk duken të ndikohen nga faktorë të përbashkët (të matur nga përbërës themelorë). Autorë të tjerë trajtojnë shkaqet dhe pasojat e krizës turke, por nuk vlerësojnë modelet empirike “të ngjitjes” (shihni Özatay dhe Sack (2002), Yeldan (2002) dhe Eichengreen (2002)).

Në këtë studim, modelohet transmetimi i efekteve “të ngjitjes” nga vendet që kalojnë kriza ekonomike në një grup vendesh të përzgjedhura paraprakisht. Gjithashtu, modeli përforcohet me modelimin e lëvizjeve të shkaktuara në secilin nga vendet jo vetëm nga vendi i krizës por dhe nga njëri-tjetri. “Ngjitja” nga Rusia është statistikisht e rëndësishme për Bullgarinë, Kroacinë, Turqinë dhe Gjermaninë. Shqipëria është i vetmi vend ballkanik ku “ngjitja” nga Rusia nuk është e rëndësishme, ndërsa Kroacia vendi që ndikohet më shumë nga kjo krizë. Disa ndikime nga kriza ruse përhapen në Shqipëri nëpërmjet Gjermanisë dhe Turqisë, dhe gjithashtu, vërehet një kanal transmetimi i krizës midis Kroacisë dhe Bullgarisë.

Rezultatet për krizën turke janë të ngjashme me ato të krizës ruse për Shqipërinë, që përveç një ndikimi shumë të vogël nga Kroacia mbetet kryesisht e pandikuar nga “ngjitja”. Në periudhën para krizës dhe gjatë krizës, kthimet nga kursi i këmbimit përcaktohen kryesisht

nga faktorë specifike vendas dhe jo nga faktorët botërorë. Bullgaria dhe Kroacia duken të pandikuara nga Turqia, megjithëse vërehen faktorë të anasjelltë të rëndësishëm në përhapjen e krizave. Në përgjithësi, kriza ruse ndikoi në mënyrë sistematike në shumë vende në model ndërsa kriza turke është më e lokalizuar.

Dy hipoteza mund të ngrihen për të shpjeguar faktin që Shqipëria është relativisht e pandikuar nga të dyja krizat, krahasuar me Bullgarinë dhe Kroacinë. Hipoteza e parë është se Shqipëria ka arritur t'i administrojë mirë këto kriza. Hipoteza e dytë është se tregjet financiare shqiptare janë relativisht më pak të zhvilluara sesa tregjet e vendeve të tjera ballkanike në model dhe drejtohen kryesisht nga faktorë idiosinkratikë. Hipoteza e dytë është më e mundshme. Sidoqoftë, njohja e ndikimit të krizave të tilla në Bullgari dhe Kroaci është e rëndësishme për Shqipërinë, sepse ato janë tregues të mënyrës se si tregu vendas mund të reagojë ndaj krizave të tilla, kur tregjet të jenë më të zhvilluara, veçanërisht në kuadrin e hyrjes së mundshme në Bashkimin Evropian dhe integrimin e zhvillimit të tregjeve financiare.

Studimi vijon si më poshtë: seksioni 2 paraqet zhvillimin e krizave ruse e turke dhe hedh një vështrim të shkurtër mbi regjimet e këmbimit valutator për vendet e përfshira në model. Në seksionin 3 prezantohet modeli i "ngjitjes" dhe shkurtimisht shpjegohet metodologjia e vlerësimit. Më pas, në seksionin 4 jepet një përmbledhje e bazës së të dhënave të përdorur. Seksioni 5 paraqet rezultatet empirike ndërsa përfundimet përfshihen në seksionin 6.

2. MJEDISI

a. Kriza ruse

Pas rënies së regjimit komunist në 1989 dhe shpërbërjes së Bashkimit Sovjetik, Shteti i ri i formuar i Federatës Ruse trashëgoi një ekonomi të mbiindustrializuar, e cila ishte joefikase dhe e mbizotëruar nga burokracia. Procesi i privatizimit në masë, i zbatuar gjatë viteve 1992-1994, rezultoi kryesisht në grumbullimin e kapacitetit prodhues në duart e administratorëve të mëparshëm të kompanive. Ata kishin

pak nxitje dhe kapital për të operuar kompanitë ose për marrjen përsipër të ristrukturimit të biznesit që ishte i nevojshëm (Illarionov (1999)). Siç shihet nga tabela 1, prodhimi midis viteve 1995 – 1997 ka qenë negativ dhe rritja e ekonomisë ruse mbështetej në investimet e huaja direkte dhe shpenzimet qeveritare.

17 gushti 1998 është cilësuar si fillimi i krizës ruse, sepse rubla u zhvlerësua dhe Rusia dështoi në përmbushjen e detyrimeve ndaj borxhit të jashtëm. Përpara krizës, Federata Ruse kishte grumbulluar një deficit të lartë buxhetor dhe administronte keq borxhin publik. Tabela 1 paraqet disa tregues kryesorë ekonomikë për Rusinë gjatë viteve 1995 – 1998. Miratimi i ligjeve jorealiste destabilizoi seriozisht përmbushjen e planeve të buxhetit dhe deficitit i qeverisë u kthye në një ngarkesë të papërballueshme për ekonominë ruse (Hale (1999)). Rritja konstante e borxhit publik çoi në rritjen e shpenzimeve për ta shlyer atë. Shpenzimet e interesave përbënin 8.7 për qind të PPB-së në muajt e parë të vitit 1998, ndërsa 60.9 për qind e të ardhurave nga taksat shkonin për të mbuluar shpenzimet e interesave. Këta dy faktorë çuan në krizën e borxhit, e cila më pas shkaktoi zhvlerësimin e monedhës dhe theksoi krizën bankare.

Tabelë 1: Tregues të zgjedhur për ekonominë ruse për periudhën 1995 – 1998.

Viti	1995	1996	1997	1998
Prodhimi i Brendshëm Bruto (ndryshimi)	-4.1	-3.5	0.8	-4.8
Norma e papunësisë (%)	8.8	9.9	11.3	13.3
Inflacioni (mesatarja vjetore në %)	66%	32%	13%	22%
Yield-i mesatar në periudhë afatshkurtër (3M) bono thesari	168.04	86.1	23.4	n.a.
Borxhi në valutë të huaj (në miliardë usd)	120.5	125	130.8	149
Bilanci tregtar (in bilionë usd)	20.4	26.8	19.8	13.3
Kursi i këmbimit (mesatarja e periudhës)	4.56	5.12	5.78	9.71

Burimi: International Financial Statistics.

Me gjithë masat e ndërmarra nga Qeveria Ruse për të kontrolluar krizën, përfshi përpjekjet për të zëvendësuar instrumentet e borxhit në rubla me borxh në monedhë të huaj, fiksimi i monedhës u braktis në 17 gusht 1998.⁴ Kjo krizë shkaktoi luhatje në tregjet financiare botërore (Committee on the Global Financial System (1999) dhe Kharas, Pinto, dhe Ulatov (2001)), sepse lidhjet financiare ndërkombëtare me Rusinë para fillimit të krizës ishin të forta. Në kohën e shpërthimit të krizës, totali i investimeve të jorezidentëve në ekonominë ruse në formë borxhi dhe kapitali, arrinte 200-250 miliardë usd.⁵ Shumë banka të huaja mbetën në grackë, sepse

ato kishin investuar borxhin publik (mbanin rreth 30 për qind të borxhit total rus), por edhe u kishin dhënë hua bankave tregtare ruse nëpërmjet marrëveshjeve të riblerjes, duke marrë si kolateral bonot e thesarit të Qeverisë Ruse. Ky faktor ishte veçanërisht i rëndësishëm për bankat gjermane (Van Rijckeghem dhe Weder (2001, 2003)).

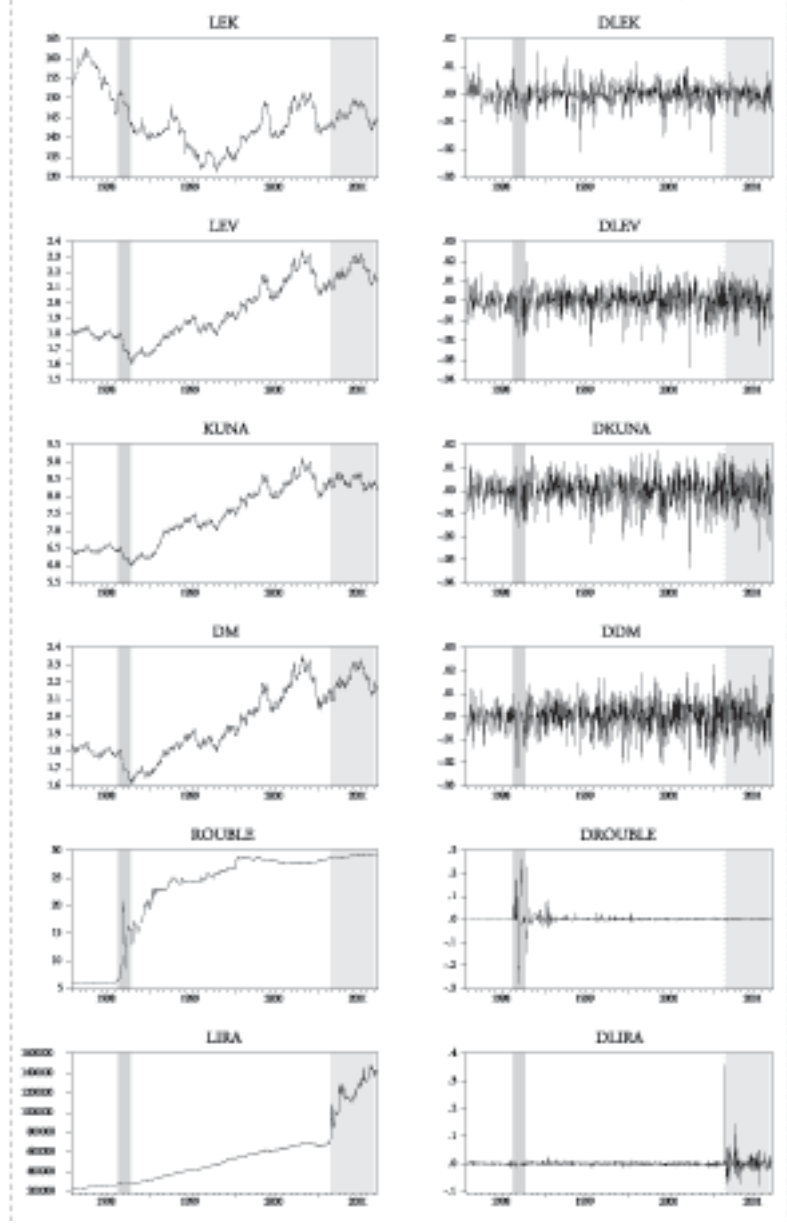
Kriza ruse ndikoi në rritjen e shqetësimeve për sa i përket rrezikut të kreditit. Likuidimi dhe mbyllja e pozicioneve të marra në tregun rus nga investuesit ndërkombëtarë u bë shumë e vështirë, pasi Qeveria Ruse vendosi moratoriumin 90 ditor mbi shlyerjen e kredive të marra nga jorezidentët. Braktisja e kursit fiks të këmbimit të rublës dhe mospagimi i borxhit çoi në sjellje më të kujdesshme të investuesve të huaj, si pasojë e rritjes së rrezikut dhe e uljes së likuiditetit (Greenspan (1999), Bank of England (2002), Dungey, Fry, González-Hermosillo dhe Martin (2003)). Për pasojë, shumë banka mbyllën pozicionet e tyre në tregjet e kapitalit jashtë Rosisë veçanërisht në Evropën Lindore, ku përfshihen dhe vendet e Ballkanit.

Sidoqoftë, ndryshe nga kriza të mëparshme financiare të cilat kanë pasur ndikim në vendet në zhvillim, si kriza financiare meksikane dhe aziatike, kriza ruse nuk ishte vetëm një krizë rajonale e përfshirë brenda Evropës Lindore por u shpërnda si në ekonomitë e zhvilluara ashtu dhe në ato në zhvillim (shih Dungey, Fry, González-Hermosillo dhe Martin (2002, 2003)). Përhapja e pasigurisë, si rrjedhim i mosshlyerjes së borxhit rus, duket qartë nga luhatjet në tregjet valutore të vendeve në studim siç mund të shihet nga grafiku 1.

b. Kriza turke

Turqia kaloi disa kriza gjatë viteve '90 dhe në fillim të vitit 2000. Gjatë kësaj periudhe Turqia kishte nivele të larta inflacioni dhe si rrjedhim, rritje negative të PBB-së reale (shih tabelën 2). Rritja ekonomike në mesin e viteve '90 varej nga shpenzimet qeveritare dhe ishte finacuar nga deficit i madh publik (shih grafikun 2). Në fund të vitit 1999, kur deficit publik kishte arritur 23 për qind të PBB-së, borxhi afatshkurtër ishte më i madh se rezervat dhe deficit i llogarisë korente kishte arritur 5 për qind të PBB-së, pjesërisht për shkak të mbivlerësimit të monedhës.

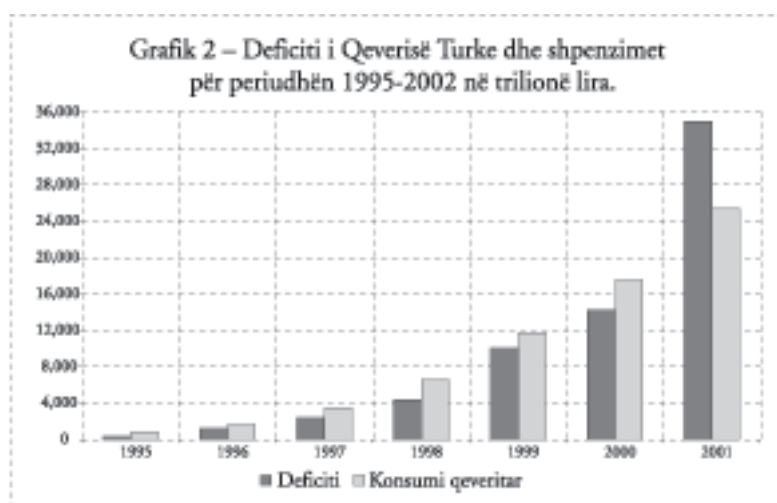
Grafik 1: Nivelet dhe këtimi (në formë logaritmike) nga kursi i këmbimit i lekur shqiptar, levit bullgar, kunës kroate, markës gjermane, rublës ruse dhe lirës turke nga janari 1998 deri në shtatorin e 2001 (kriza ruse është shënuar me hije jeshile dhe kriza turke me hije gri).



Tabelë 2 – Treguesit makroekonomikë të Turqisë për periudhën 1995-2002.

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Inflacioni	80%	86%	85%	65%	55%	54%	45%	25%
Papunësia	6.6	5.8	6.9	6.2	7.3	6.6	8.4	10.3
Rritja e PBB	90%	95%	81%	48%	61%	43%	55%	30%

Burimi: International Financial Statistics.



Për shkak të grumbullimit të deficitit të llogarisë korente deri në vitin 2000 dhe rritjes së deficitit publik (vendas dhe i huaj), Turqia u godit nga një krizë likuiditeti në nëntor të vitit 2000. Pavarësisht nga intervali i shkurtër kohor, kriza pati ndikime afatgjata në sistemin financiar, si pasojë e uljes së rezervave të bankës qendrore. Në dhjetor 2000, FMN ndërhyri duke i dhënë Turqisë një hua emergjente, e cila ishte një masë e përkohshme që vetëm shtyu krizën por nuk mundi ta ndalë atë. Në 22 shkurt 2001, Turqia u detyrua të braktisë kursin fiks të këmbimit.

c. Regjimi i kursit të këmbimit

Për të plotësuar kuadrin e informacionit të nevojshëm për të vlerësuar përhapjen e krizave ruse dhe turke në vendet e Ballkanit, kjo pjesë shkurtimisht paraqet regjimet e kursit të këmbimit të Shqipërisë, të Bullgarisë dhe të Kroacisë në mënyrë që rezultatet empirike të interpretohen më mirë. Këto vende ndjekin regjime të

ndryshme të kursit të këmbimit. Banka e Shqipërisë vepron nën një regjim të lirë të kursit të këmbimit, “jo të pastër”⁶, i cili nënkupton ndërhyrje sporadike të bankës qendrore në tregun valutor. Mënyrat dhe shpeshësia e ndërhyrjes janë të ndryshueshme, por banka kryesisht ndërhyr në periudha të mbi-ofertës për shkak të ardhjeve të emigrantëve që punojnë në Evropë, kryesisht në prill, korrik/gusht dhe dhjetor.

Që nga themelimi i saj në vitin 1994, Kroacia ka vepruar nën një regjim kursit të lirë këmbimi, ku në shumicën e kohës kursi i këmbimit për çdo monedhë të huaj pasqyron ekuilibrin kërkesë – ofertë. Në raste të veçanta, banka qendrore ndërhyr në tregun valutor për të ndaluar përhapjen e luhatjeve të mëdha si vlerësuese ashtu dhe zhvlerësuese. Banka qendrore nuk ka përcaktuar kufij për luhatjen e kursit të këmbimit, por deri tani kuna është luhatur brenda kufirit +/- 6 përqind ndaj markës/euros.

Bullgaria ndryshon nga të dyja vendet e mësipërme. Që nga hiperinflacioni i vitit 1996 – 1997, me anë të një marrëveshjeje është vendosur një bord monedhash (currency board), ku levi është i fiksuar ndaj një shporte monedhash.

3. MODELI

Kjo pjesë paraqet modelin e “ngjitjes” financiare në tregjet valutore duke përdorur sistemin e faktorit të përbashkët të fshehur (shih King, Sentana dhe Wadhvani (1994), Diebold dhe Nerlove (1989), Ng, Engle dhe Rothschild (1992) dhe Mahieu dhe Schotman (1994)). Kjo metodë është paraqitur fillimisht nga Dungey dhe Martin (2004) dhe është zhvilluar në mënyrë të veçantë për tregjet valutore në Dungey, Fry dhe Martin (2004). Modeli i “ngjitjes” synon të përfshijë si vartësitë midis tregjeve financiare të Shqipërisë (A), Bullgarisë (B), Kroacisë (C), Gjermanisë (G), Rusisë (R) dhe Turqisë (T), ashtu edhe ndikimin e ndonjë “ngjitjeje”, e cila transmetohet nga secili prej vendeve në model gjatë periudhës së krizës. Një model faktorial që përdoret shpesh në literaturën financiare, ku kthimi nga investimi është funksion i rrezikut sistematik dhe idiosinkratik, është shfrytëzuar për të modeluar lidhjet midis vendeve të sipërmendura (Solnik (1974) dhe Campbell, Lo dhe MacKinley (1997)).

a. Lidhjet para periudhës së krizës

Shënojmë $S_{i,t}$ përqindjen e kthimit nga kursi i këmbimit për monedhën e i^{e} ($S_{i,t}$) në kohën t , e cila llogaritet si diferenca ditore e logaritmit natyror të kursit të këmbimit, që shprehet:

$$s_{i,t} = 100 \times (\ln(S_{i,t}) - \ln(S_{i,t-1})). \quad (1)$$

Kthimet nga kursi i këmbimit çmesatarizohen dhe shënohen $Z_{i,t}$, ku

$$z_{i,t} = s_{i,t} - \bar{s}_i \quad (2)$$

dhe \bar{s}_i është mesatarja e kthimit nga kursi i këmbimit për secilën monedhë.

Modeli i “ngjitjes” mund të ndërtohet duke filluar nga një periudhë në të cilën nuk ka krizë financiare, përgjithësisht periudha para krizës. Seria e të dhënave $Z_{i,t}$ mund të ndahet në dy grupe: vrotimet e periudhës para krizës $x_{i,t}$, që përmban $t1$ vrotime dhe vrotimet e periudhës së krizës $y_{i,t}$, që përmban $t2$ vrotime.

Kthimet për secilën monedhë në periudhën para krizës mund të paraqiten si më poshtë,

$$x_{i,t} = \lambda_i W_t + \theta_0 V_t + \gamma_i C_{i,t} \quad i = A, B, C, G, R, T, \quad (3)$$

ku secili kthim është funksion linear i tre faktorëve të pavarur. Faktori i parë është faktor botëror (w_t) i cili ndikon në kthim me koeficient λ_i . Faktori i dytë është faktor fiks (v_t) me ngarkesë θ_0 . Faktori fiks është përfshirë në model për të kapur ndikimet që mund të rrjedhin nga përdorimi i kursit të këmbimit kundrejt dollarit amerikan dhe dhe jo kurset e secilit vend ndaj njëri-tjetrit. Këta dy faktorë së bashku përfshijnë vartësitë midis këtyre gjashtë tregjeve valutore dhe paraqesin rrezikun sistematik. Faktori i tretë për secilin vend është faktor specifik i vendit ($C_{i,t}$) me ngarkesë λ_i . Ky faktor përfshin informacion, i cili i përket vetëm një vendi dhe përfaqëson rrezikun idiosinkratik të përmendur më lart.

b. Lidhjet në periudhën e krizës

“Ngjitja” përcaktohet si përhapja e paparashikuar e tronditjeve në tregjet financiare mbi lidhjet normale të cilat ekzistojnë gjatë kohëve të qeta. Për të modeluar lidhjen gjatë periudhës së krizës, modeli i ekuacionit (3) mund të shtohet duke lejuar që goditje nga një vend, që është burimi i krizës, të transmetohen në vendet e tjera në model. Një shembull i thjeshtë është paraqitja e efektit të krizës ruse, nga Rusia në Shqipëri. Kthimi nga kursi i këmbimit në periudhë krize është shënuar si y_{it} . Ky kthim për Rusinë gjatë periudhës së krizës ndjek të njëjtin proces me ekuacionin (3), të cilit i shtohet një faktor shkëputjeje strukturore i shënuar me σ_R , që mbulon efektin e krizës. Kjo paraqitet:

$$y_{R,t} = \lambda_R W_t + \theta_0 V_t + \sigma_R \gamma_R C_{R,t} \quad (4)$$

“Ngjitja” nga Rusia në Shqipëri është modeluar duke lejuar që tronditja specifike në Rusi të ndikojë në kthimin nga kursi i këmbimit në Shqipëri gjatë periudhës së krizës. Kthimi në Shqipëri mund të shprehet si

$$y_{A,t} = \lambda_A W_t + \theta_0 V_t + \gamma_A C_{A,t} + \delta_A C_{R,t} \quad (5)$$

Kthimet në Shqipëri janë ende funksion i faktorëve botërorë dhe vendas, por tani, faktori specifik për Rusinë ($C_{R,t}$) i transmetohet Shqipërisë me ngarkesën δ_A .

Modeli i “ngjitjes” mund të përgjithësohet për të gjitha vendet i dhe të zgjerohet duke lejuar ekzistencën e lidhjeve “të ngjitjes” ndërmjet të gjitha vendeve. Kështu, secili nga vendet e rajonit kthehet në burim krize për vendet e tjera dhe ekuacioni i mësipërm transformohet në:

$$y_{i,t} = \lambda_i W_t + \theta_0 V_t + \gamma_i C_{i,t} + \sum_{j \neq i} \delta_{i,j} C_{j,t}, \quad i = A, B, C, G, T, R, \quad \forall i \neq j. \quad (6)$$

Së fundi, të gjithë faktorët janë iid (të shpërndarë në mënyrë identike të pavarur) me mesatare zero dhe shpërndarje njësi.

c. Zbërthimi i shpërndarjes (variancës)

Një përparësi e supozimit se faktorët janë të pavarur është se rëndësia relative e secilit faktor në ekuacionet (3) dhe (6) mund të përcaktohet mjaft thjesht, duke llogaritur zbërthimin e shpërndarjes. Duke përdor shembullin e mësipërm, shprehja për shpërndarjen në periudhën para krize mund të shkruhet si

$$\text{var}(x_{i,t}) = \lambda_i^2 + \theta_0^2 + \gamma_i^2. \quad (7)$$

Shpërndarja e kthimit nga kursi i këmbimit para krizës mund të zërthehet si funksion i elementeve përbërëse, ku kontributi i faktorit botëror si pjesë e totalit të shpërndarjes mund të shprehet si

$$\left(\frac{\lambda_i^2}{\text{var}(x_{i,t})} \right). \quad (8)$$

Kontributi i faktorit fiks mund të shprehet si

$$\left(\frac{\theta_0^2}{\text{var}(x_{i,t})} \right), \quad (9)$$

dhe kontributi i faktorit specifik të vendit mund të shprehet si

$$\left(\frac{\gamma_i^2}{\text{var}(x_{i,t})} \right). \quad (10)$$

Një zbërthim i ngjashëm është llogaritur për periudhën e krizës nga (6), ku për të gjitha vendet përveç Ruisë, varianca totale është shprehur si

$$\text{var}(y_{i,t}) = \lambda_i^2 + \theta_0^2 + \gamma_i^2 + \sum_{j \neq i} \delta_{i,j}^2 \quad \forall i \neq j, \quad (11)$$

ndërsa për Rusinë varianca totale është

$$\text{var}(y_{R,t}) = \lambda_R^2 + \theta_0^2 + (\sigma_R \gamma_R)^2 + \sum_{j=A,B,C,G,T} \delta_{R,j}^2 \quad j=A, B, C, G, T. \quad (12)$$

Duke ndjekur formulat e mësipërme, kontributi i “ngjitjes” në variancën totale në periudhën e krizës është

$$\frac{\sum_i^j \delta_{i,j}^2}{\text{var}(y_{i,t})} \quad \forall i \neq j \quad (13)$$

Analiza e ngjarjeve të krizës në seksionin 5 do të kryhet në kuadrin e zbërthimit të shpërndarjes, për të përcaktuar rëndësinë relative “të ngjitjes”, krahasuar me faktorët e tjerë botërorë dhe vendas.

d. Metodologjia e vlerësimit

Modeli në ekuacionet (3) dhe (6) është vlerësuar me anë të metodës së momenteve të përgjithshme (GMM) (shih Hamilton (1994), Kapitulli 14, dhe Hansen (1982)).⁷ Grupi e parametrave të panjohur në (3) dhe (6) të shënuara me θ vlerësohen duke barazuar numrin e momenteve të grupit të të dhënave me momentet teorike të përfutuara nga modeli. Për të vlerësuar modelin, momentet janë llogaritur për secilën periudhë para krize dhe gjatë krizës. Matrica variancë – kovariancë e periudhës para krizës është përdorur për të vlerësuar faktorin botëror, fiks dhe specifik vendas, ndërsa matrica variancë – kovariancë e periudhës së krizës është përdorur për të vlerësuar parametrat e “ngjitjes”. Kjo do të thotë se në rast se kemi 6 tregje kapitali, vetëm $\frac{6 \times 7}{2} = 21$ parametra mund të vlerësohen për secilën periudhë para krize dhe krize. Matrica Newey-West e ponderimit optimal është përdorur për të shmangur efektet e mundshme të autokorrelacionit.

e. Modeli i krizës ruse

Siç e thamë dhe më lart, vetëm 21 parametra mund të vlerësohen në periudhën para krizës dhe gjatë krizës. Si rrjedhim, për të identifikuar modelin, duhen vendosur disa kufizime në vlerësimin e lidhjeve “të ngjitjes”, duke pasur parasysh se numri total i mundshëm i kombinimeve të lidhjeve “të ngjitjeve” është 30. Modeli i periudhës

para krizës, i dhënë në ekuacionin (3), ka në total 13 parametra për t`u vlerësuar duke përdorur momentin e periudhës para krizës. Si rrjedhim, ekzistojnë 8 kufizime të mbiidentifikuara në modelin e parakrizës.

Zgjedhja e kufizimeve për të identifikuar modelin në periudhën e krizës bazohet në supozimin e lidhjeve midis ekonomive të mëdha dhe atyre të voglave si edhe në marrëdhëniet e bazuara në lidhjet tregtare rajonale. Supozimi i parë kryesor është se “ngjitja” nga Rusia është burimi i transmetimit të krizës në të gjitha tregjet valutore gjatë periudhës së krizës. Së dyti, Gjermania është një nga ekonomitë më të mëdha në Evropë dhe ka ekspozim të lartë në tregjet ruse dhe të Evropës Lindore. Duke qenë qendra e përbashkët financiare për të gjitha këto vende, Gjermania mund të kthehet gjithashtu, në një kanal të rëndësishëm për përhapjen e krizës (Kaminsky dhe Reinhart (2003)). Së treti, Turqia si një nga partnerët tregtarë historikë, transmeton “ngjitje” në Shqipëri, Bullgari dhe Kroaci por nuk merr “ngjitje” nga këto vende. Së fundi, lidhjet për shkak “të ngjitjeve” midis Shqipërisë, Bullgarisë dhe Kroacisë ekzistojnë prej ndërlidhjeve nëpërmjet marrëdhënieve tregtare dhe niveleve të njëjta të zhvillimit.

Duke pasur parasysh supozimet e mësipërme, ekuacionet për secilin treg valutor janë specifikuar më poshtë. Sidoqoftë, për lehtësi reference, tabela 3 përmbledh drejtimin në të cilin “ngjitja” supozohet të transmetohet. Për Shqipërinë, Bullgarinë dhe Kroacinë modeli i “ngjitjes” është specifikuar si

$$y_{i,t} = \lambda_i W_t + \theta_i V_t + \gamma_i C_{i,t} + \sum_j \delta_{i,j} C_{j,t}, \quad i=A,B,C, \quad j=A,B,C,G,R,T \quad \forall i \neq j, \quad (14)$$

ndërsa për Gjermaninë, Rusinë dhe Turqinë,

$$y_{i,t} = \lambda_i W_t + \theta_i V_t + \gamma_i C_{i,t} + \sum_j \delta_{i,j} C_{j,t}, \quad i=G,R,T, \quad j=G,R,T \quad \forall i \neq j. \quad (15)$$

Shkëputja strukturore përcaktuar në (6) nuk është përfshirë në specifikimin për Rusinë. Vlerësimi i ndarjes së strukturës për faktorin specifik rus rezultoi të jetë shpërthyes. Në vend të saj, faktori specifik i vendit është mbajtur konstant.

Tabelë 3: Përmbledhja e lidhjeve për shkak "të ngjitjes" në periudhën e krizës ruse.

Ngjitja nga	Contagion to					
	Shqipëria	Bullgaria	Kroacia	Gjermania	Rusia	Turqia
Shqipëria	jo/apl	po	po	jo	jo	jo
Bullgaria	po	jo/apl	po	jo	jo	jo
Kroacia	po	po	jo/apl	jo	jo	jo
Gjermania	po	po	po	jo/apl	po	po
Rusia	po	po	po	po	jo/apl	po
Turqia	po	po	po	jo	jo	jo/apl

f. Modeli i krizës turke

Përfshirja e Gjermanisë në krizën turke është problematike për shkak të problemeve të multikolinearitetit ndërmjet dy kurseve të këmbimit, meqenëse në periudhën para krizës Turqia vepronte nën një regjim fiks ndaj një shporte të përbërë nga dollarë dhe euro (marka përpara hedhjes në treg të euros). Ky fakt nuk shkaktoi probleme në vlerësimin e modelit të krizës ruse, ngaqë marka gjermane dhe euro në vitin 1998 kanë qenë dy monedha të ndryshme. Si rrjedhim, modeli do të vlerësohet duke përdorur vetëm Shqipërinë, Bullgarinë, Kroacinë, Rusinë dhe Turqinë.

Tabela 4 përmbledh drejtimet "e ngjitjes" të supozuara për t'u transmetuar në tregjet në shqyrtim. Ekuacioni për periudhën e krizës turke për Shqipërinë, Bullgarinë dhe Kroacinë është specifikuar si

$$y_{i,t} = \lambda_i W_t + \theta_0 V_t + \gamma_i C_{i,t} + \sum_{j \neq i} \delta_{i,j} C_{j,t}, \quad i=A, B, C, \quad j=A, B, C, R, T \quad \forall i \neq j, \quad (16)$$

Rusia është përfshirë si ndryshore kontrolli, për të mbuluar ngjarjet në Evropën Lindore gjatë kësaj periudhe dhe është marrëse "e ngjitjes" por jo transmetuese e saj. Kështu që, ekuacioni për Rusinë gjatë periudhës së krizës është i njëjtë me atë të periudhës së parakrizës. Domethënë:

$$y_{R,t} = \lambda_R W_t + \theta_0 V_t + \gamma_R C_{R,t} + \delta_{R,T} C_{T,t}. \quad (17)$$

Specifikimi për Turqinë përfshin shkëputjen strukturore në faktorin specifik të vendit por, dhe supozohet që asnjë nga vendet e tjera nuk ndikon Turqinë:

$$y_{T,t} = \lambda_T W_t + \theta_0 V_t + \sigma_T \gamma_T C_{T,t}. \quad (18)$$

Tabelë 4: Përmbledhje e lidhjeve për shkak "të ngjitjes" në periudhën e krizës turke.

Ngjitja nga	Ngjitja në				
	Shqipëria	Bullgaria	Kroacia	Rusia	Turqia
Shqipëria	jo/apl	po	po	jo	jo
Bullgaria	po	jo/apl	po	jo	jo
Kroacia	po	po	jo/apl	jo	jo
Rusia	jo	jo	jo	jo/apl	jo
Turqia	po	po	po	po	jo/apl

4. TË DHËNAT

Të dhënat e përdorura, janë kurset e këmbimit valutor të Shqipërisë, Bullgarisë, Kroacisë, Turqisë, Ruisë dhe Gjermanisë kundrejt dollarit amerikan.⁸ Vrojtimet që mungojnë për shkak të fundjavëve dhe të pushimeve nuk janë përfshirë.⁹

a. Kriza ruse

Periudha për vlerësimin e modelit faktorial për krizën ruse është përcaktuar nga 30 janari 1998 deri në 14 tetor 1998. Periudha para krizës shtrihet nga 30 janari deri në 13 gusht 1998 me një total prej 127 vrojtimesh. Kjo periudhë është zgjedhur për të shmangur ndikimet e rënies së skemave piramidale në Shqipëri të vitit 1997 dhe përfundon përpara mosshlyerjes së borxhit publik të Ruisë. Periudha e krizës zgjat nga 14 gushti deri në 14 tetor 1998 me një total prej 38 vrojtimesh. Përfundimi i krizës është zgjedhur për të shmangur dështimin e LTCM në SHBA. Përfshirja e periudhës së

Tabelë 5 – Të dhënat statistikore për kthime (logaritmike) për periudhën para dhe të krizës.

Vendi	Periudha	Mesatareja	Mediane	Maksimumi	Minimumi	Dev. Std.
Shqipëria	Para	-0.0002	-0.0003	0.0112	-0.0103	0.0035
	Kriza	-0.0006	-0.0007	0.0096	-0.0094	0.0044
Bullgaria	Para	-0.0003	-0.0006	0.0139	-0.0118	0.0046
	Kriza	-0.0019	0.0000	0.0198	-0.0181	0.0085
Kroacia	Para	-0.0001	-0.0001	0.0114	-0.0121	0.0046
	Kriza	-0.0013	0.0012	0.0109	-0.0160	0.0077
Gjermania	Para	-0.0002	0.0004	0.0122	-0.0135	0.0048
	Kriza	-0.0018	-0.0012	0.0114	-0.0218	0.0070
Rusia	Para	0.0003	0.0003	0.0014	-0.0003	0.0002
	Kriza	0.0181	0.0011	0.2588	-0.2779	0.0940
Turqia	Para	0.0016	0.0012	0.0127	-0.0093	0.0037
	Kriza	0.0005	0.0002	0.0128	-0.0090	0.0043

falimentimit të LTCM do të vështirësonte ndarjen e ndikimit të krizës ruse nga ai i LTCM në Shqipëri, Bullgari dhe Kroaci, sepse periudha e falimentimit të LTCM është përjashtuar.

Gjatë periudhës së krizës mesataret e kthimeve nga kursi i këmbimit ulen konsiderueshëm për të gjitha monedhat dhe ndryshimi midis minimumit dhe maksimumit të kthimeve rritet ndjeshëm. Për më tepër, luhatshmëria e kthimeve pothuajse dyfishohet për shumë kurse këmbimi (shih tabelën 5). Krahasimi i matricës së korrelacionit në periudhat para dhe të krizës në tabelën 6, pasqyron një ndryshim të rëndësishëm në korrelacion midis të gjitha vendeve. Për më tepër, ka një rritje në korrelacionin e të gjitha vendeve me Rusinë dhe Turqinë. Kjo lë të kuptohet se tregjet në shqyrtim mund të jenë ndikuar nga kriza dhe se marrëdhëniet midis tyre kanë ndryshuar gjatë krizës.

Tabelë 6 – Matrica e korrelacioneve për periudhën para dhe të krizës (me të zeza) ruse.

Para/Kriza	Shqipëria	Bullgaria	Kroacia	Gjermania	Rusia	Turqia
Shqipëria		-0.03	0.03	0.04	0.01	-0.01
Bullgaria	0.11		0.89	0.32	0.31	0.80
Kroacia	0.03	0.54		0.43	0.33	0.72
Gjermania	-0.01	0.34	0.51		0.25	0.33
Rusia	-0.02	-0.08	-0.12	-0.12		0.05
Turqia	0.15	0.51	0.29	0.25	-0.08	

b. Kriza turke

Periudha e krizës turke shtrihet nga 3 janar 2000 deri në 10 shtator 2001. Periudha para krizës arrin deri në 21 shkurt 2001, ditën para se Turqia të braktiste regjimin e kursit të këmbimit fiks. Periudha e krizës është përcaktuar nga 22 shkurti deri në 10 shtator 2001, për

Tabelë 7 – Statistikat për kthimet (logaritmike) për periudhën para dhe gjatë krizës turke.

Vendi	Periudha	Mesatarja	Mediana	Maksimumi	Minimumi	Dev. Std.
Shqipëri	Para	0.0002	0.0004	0.0117	-0.0208	0.0038
	Kriza	0.0000	0.0006	0.0082	-0.0082	0.0031
Bullgaria	Para	0.0004	0.0010	0.0181	-0.0336	0.0073
	Kriza	0.0000	0.0004	0.0168	-0.0228	0.0068
Kroaci	Para	0.0003	0.0007	0.0178	-0.0336	0.0074
	Kriza	-0.0002	-0.0001	0.0151	-0.0259	0.0074
Rusi	Para	0.0002	0.0000	0.0253	-0.0070	0.0027
	Kriza	0.0002	0.0000	0.0038	-0.0035	0.0010
Turqi	Para	0.0008	0.0010	0.0145	-0.0112	0.0040
	Kriza	0.0050	0.0011	0.3569	-0.0789	0.0405

të shmangur përfshirjen e ndikimeve të mundshme nga çrregullimet e tregjeve financiare për shkak të sulmeve terroriste mbi Qendrën Tregtare Botërore.

Devijimi standard në krizën turke nuk ndryshon shumë në periudhën para krizës dhe gjatë krizës për të gjitha monedhat, përveç lirës turke. Kjo mund të merret si provë se kriza turke nuk është sistematike si kriza ruse. Matrica e korrelacionit në tabelën 8 e përforcon këtë hipotezë, sepse vërehet një ndryshim shumë i vogël në korrelacionet midis tregjeve gjatë periudhës së para dhe gjatë krizës turke, përveç lidhjes midis Turqisë dhe Kroacisë.

Tabelë 8 - Matrica e korrelacionit për periudhën para dhe të krizës (me të zeza) turke.

	Shqipëri	Bulgaria	Kroaci	Rusi	Turqi
Shqipëri		- 0.01	0.02	0.12	0.11
Bulgaria	0.05		0.06	0.06	- 0.05
Kroaci	0.07	- 0.00		- 0.18	0.08
Rusi	0.04	- 0.02	0.06		- 0.09
Turqi	- 0.00	0.16	0.63	- 0.04	

5. REZULTATET EMPIRIKE

Tabelat 9 dhe 10 paraqesin zbërthimin e luhatshmërisë së kursit të këmbimit të monedhave të vendeve në model ndaj dollarit amerikan, për krizën ruse dhe turke përkatësisht. Në secilën tabelë, paneli i parë paraqet zbërthimin për periudhën para krizës ndërsa paneli i dytë jep zbërthimin për periudhën e krizës.¹⁰

a. Zbërthimi i parakrizës

Në secilën periudhë para krize, faktori specifik i vendit është faktori më i rëndësishëm për Shqipërinë. Gjatë periudhës para krizës ruse 99.87 për qind e luhatshmërisë së lekut shkaktohet nga faktorë specifikë të vendit (paneli 1, tabela 9) krahasuar me 90.99 për qind për periudhën para krizës turke (paneli 1, tabela 10). Ky rezultat është në kontrast me rezultatet për Bullgarinë dhe Kroacinë zbërthimet e të cilave janë shumë të ngjashme para krizës ruse, ku 77 për qind dhe 70 për qind e luhatshmërisë në tregjet valutore shpjegohet nga faktorët

botërorë dhe pjesa tjetër nga tronditje idiosinkratike. Ngjashmëria e Shqipërisë me Bullgarinë dhe Kroacinë duket gjatë periudhës para krizës turke, sepse në këtë periudhë, Bullgaria dhe Kroacia ndikohen kryesisht nga faktorët specifikë të vendit (90.10 dhe 95.72 për qind përkatësisht). Ky ndryshim i theksuar në rezultatet për Bullgarinë dhe Kroacinë krahasuar me periudhën e parakrizës ruse, mund të shpjegohet nga fakti se Gjermania nuk është përfshirë në modelin e krizës turke për shkak të çështjes së multikolinearitetit të diskutuar më parë.

Gjermania dhe Turqia janë të ngjashme para krizës ruse me rreth 60 për qind të luhatshmërisë së kursit të këmbimit, të shkaktuar nga faktorët specifikë të vendit. Turqia nga ana tjetër, shtyhet nga faktorët botërorë para periudhës së saj të krizës, që mund të vijë si rrjedhim i administrimit të suksesshëm të regjimit të kursit fiks (kundrejt euros dhe usd-së) në fund të vitit 2000. Përpara të dyja krizave, Rusia drejtohet kryesisht nga faktorët specifikë të vendit (99 dhe 94.59 për qind). Faktori fiks është i parëndësishëm për vlerësimin e krizës ruse, por ka ndikim në vlerësimin e krizës turke. Sërisht, kjo mund të jetë pasojë e përjashtimit të Gjermanisë nga ky model. Faktori fiks mund të përfshijë disa nga ndikimet që Gjermania mund të ketë pasur në vendet e shqyrtuara.

b. Zbërthimi i krizës

Kriza ruse është sistematike dhe shpërndahet në të gjitha vendet, me përjashtim të Shqipërisë (tabela 9). Edhe Gjermania ndikohet ndjeshëm dhe 33.57 për qind e luhatshmërisë së tregut valutor për markën shkaktohet nga “ngjitja” nga Rusia. Vërehet se “ngjitja” nga Rusia që kalon në vendet e Ballkanit (me përjashtim të Shqipërisë) është e rëndësishme, dhe shkakton ndryshime të mëdha në tregjet valutore të këtyre vendeve. Krahasuar me të gjitha vendet në model, Kroacia ndikohet më tepër nga Rusia në përqindje. Testet e Wald për efekt të përgjithshëm “të ngjitjes” paraqitur në tabelën A4 të shtojcës 2, tregojnë se “ngjitja” është statistikisht e rëndësishme gjatë krizës ruse nga Rusia dhe nga vende të tjera.

Vende të tjera, si Gjermania, Turqia dhe Bullgaria, u kthyen në burim “ngjitjeje” gjatë krizës ruse si rezultat i ndërveprimit të tregjeve. Gjermania në veçanti, kthehet në burim “ngjitjeje” për Bullgarinë

(28 për qind), Turqinë (19 për qind) dhe Shqipërinë (12.9 për qind). Në fakt, ndikimi kryesor i krizës ruse për Shqipërinë kalon nëpërmjet Gjermanisë dhe më pak nëpërmjet Turqisë, ndërsa vërehet shumë pak ndikim direkt nga Rusia ose nga vendet e tjera të rajonit.

Ngjashmëritë midis Bullgarisë dhe Kroacisë në periudhën e parakrizës mbarten në periudhën e krizës ruse. “Ngjitja” shkakton një luhatshmëri të ngjashme në tregjet valutore për levin dhe kunën, megjithë ndryshimet e pakta të burimit të krizës. Luhatshmëria e shkaktuar nga kriza ruse në Bullgari është 63.64 për qind e totalit të luhatshmërisë, krahasuar me 65.89 për qind për Kroacinë. Gjithashtu, vërehet një ndërveprim i theksuar midis këtyre dy tregjeve në periudhën e krizës ruse, veçanërisht nga Bullgaria dhe Kroacia. Në përgjithësi, “ngjitja” nuk është individualisht e rëndësishme në krizën turke, përveç në rastin e ndikimit të Turqisë në Shqipëri dhe Kroaci. Nga tabela 10 vërejmë se megjithëse këto lidhje janë të rëndësishme, ato kontribuojnë më pak se 2.5 për qind e totalit të luhatshmërisë të kthimeve. Testet e “ngjitjes” totale në tabelën A4 tregojnë se “ngjitja” nga Turqia në katër vendet e tjera është e rëndësishme dhe “ngjitja” në Shqipëri dhe Bullgari nga Kroacia është gjithashtu, e rëndësishme.

Ngjashmëritë midis Bullgarisë dhe Kroacisë nuk janë të dukshme gjatë periudhës së krizës turke (tabela 10). Kroacia vazhdon të jetë vendi kryesor ku “ngjitja” shkakton luhatjetë më të mëdha, 23.35 për qind e totalit të luhatshmërisë. Çuditërisht, “ngjitja” nga Bullgaria është burimi më i madh “i ngjitjes” për Kroacinë, rreth 13.95 për qind e luhatshmërisë. Gjatë krizës turke ka më shumë “ngjitje” ndërmjet tregjeve të ndryshme të vendeve të Ballkanit sesa në krizën ruse.

Një nga rrjedhojat kryesore të këtyre rezultateve për Shqipërinë në krahasim me partnerët e saj rajonale, është se drejtimi nga faktorë specifikë të vendit e imunizon atë nga goditje të jashtme dhe nga kriza “ngjitëse”. Kjo mund të tregojë se “ngjitja” ka ndikim të vogël për Shqipërinë, për shkak të natyrës specifike të vendit, pavarësisht nga regjimi i kursit të këmbimit. Regjimi i kursit fiks në Bullgari dhe i kursit të administruar brenda kufirit 6 për qind të Kroacisë nuk izolon asnjë nga këto vende nga “ngjitja” gjatë periudhës krizës.

Dy hipoteza mund të shpjegojnë pse Shqipëria nuk ndikohet nga “ngjitja” në krahasim me partnerët e saj, Bullgarinë dhe Kroacinë. Hipoteza e parë është se politika monetare dhe ndërhyrjet në tregun valutor në Shqipëri në këtë periudhë kanë shmangur efektet e krizës. Kjo hipotezë mund të jetë e vërtetë, veçanërisht gjatë krizës ruse, e cila shkaktoi luhatje në ekonomi si Gjermania dhe SHBA, që duhet të jenë shumë më të afta se Shqipëria të shmangin kriza të tilla. Hipoteza e dytë është se tregjet financiare shqiptare janë relativisht pak të zhvilluara në krahasim me ato të Bullgarisë dhe Kroacisë dhe nuk janë pjesë e konsiderueshme e portofoleve të investuesve ndërkombëtarë, dhe kështu shmangën panikun e shitjes së monedhës së tyre kombëtare.

Ky nivel i zhvillimit të tregjeve financiare shqiptare mund të ketë vepruar si një lloj kontrolli natyral i kapitalit. Rasti i Shqipërisë mund të krahasohet me atë të Kamboxhias, të Laosit si edhe të Kilit, të cilët megjithëse janë gjeografikisht respektivisht pranë Tailandës dhe Meksikës, nuk u përfshinë gjatë trazirave të tregut financiar të krizave aziatike (Okonjo-Iweala et al (1999)) dhe meksikane (Edwards (1998)). Njohja e ndikimeve të krizave të jashtme në tregjet bullgare dhe kroate përbën informacion të rëndësishëm për sa i përket efekteve të mundshme të goditjeve të ardhshme në Shqipëri nga vende të tjera, ndërkohë që tregjet zhvillohen.

Tabelë 9: Zbërthimi i luhatshmërisë së kursit të këmbimit gjatë krizës ruse.

Faktor	Shqipëri	Bullgari	Kroaci	Gjermani	Rusi	Turqi
Periudha para krizës						
Bota	0.13	77.12	69.79	38.53	0.07	36.17
Vendi	99.87	22.88	30.21	61.47	99.93	63.83
Fiks	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Totali	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Periudha e krizës						
Bota	0.10	28.04	26.57	25.59	0.07	24.32
Vendi	81.66	8.32	11.50	40.84	98.60	42.91
Fiks	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ngjitje nga						
Shqipëri	-	0.01	0.04			
Bullgari	0.00	-	7.13			
Kroaci	0.01	3.76	-			
Gjermani	12.90	28.00	6.64	-	1.33	19.00
Rusi	0.90	29.93	44.79	33.57	-	13.77
Turqi	4.43	1.94	3.33	-		
Totali	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Tabelë 10: Zbërthimi i luhatshmërisë së kursit të këmbimit gjatë krizës turke.

Faktor	Shqipëri	Bullgari	Kroaci	Rusi	Turqi
Periodha para krizës					
Bota	0.80	1.76	1.24	0.09	99.47
Vendi	98.07	98.10	95.72	94.69	0.01
Fiks	1.12	0.14	3.04	5.21	0.51
Totali	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Periodha e krizës					
Bota	0.79	1.63	0.94	0.09	0.51
Vendl	90.98	90.95	72.80	93.14	99.49
Fiks	1.03	0.12	2.31	5.13	0.00
Ngjitje nga					
Shqipëri	-	0.47	8.31		
Bullgari	0.53	-	13.95		
Kroaci	4.22	6.33	-		
Rusi				-	
Turqi	2.48	0.49	1.69	1.64	-
Totali	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

5. PËRFUNDIME

Ky studim krahasoi ndikimet e krizës ruse të vitit 1998 dhe të asaj turke të vitit 2001 në tregjet valutore në Shqipëri, me ndikimet të këtyre krizave në vendet fqinje të Bullgarisë dhe Kroacisë. Gjermania, Rusia dhe Turqia u përfshinë në model si një ndryshore kontrolli në rastin e Gjermanisë ose si ndryshore kontrolli dhe burime krize në rastin e Rusisë dhe Turqisë. Shqipëria, Bullgaria dhe Kroacia janë të lidhura në mënyrë direkte dhe indirekte nëpërmjet tregtisë dhe lidhjeve financiare me të dyja vendet e krizës. Në kuadër të zgjerimit të Bashkimit Evropian, është e rëndësishme të kuptohet se si anëtare të mundshme të Bashkimit Evropian ndikohen nga kriza në partnerët e tyre tregtarë dhe ekonomi kyçe brenda rajonit. Rezultatet e vlerësimit të modeleve të krizave ruse dhe turke janë të ndryshme. Kriza ruse, duke qenë një shock botëror, përhapet individualisht dhe në total në të gjitha vendet e përfshira në model, por pak u shtri në Shqipëri. Bullgaria dhe Kroacia janë të ngjashme për sa i përket faktorëve përcaktues të luhatshmërisë në tregjet e tyre valutore, të cilat janë kryesisht botërore. Nga ana tjetër, kriza turke duket të jetë specifike vendase dhe nuk u shpërnda në rajon.

Në të dyja krizat, Shqipëria ishte relativisht e pandikuar dhe ishte vazhdimisht e drejtuar nga faktorët specifikë të vendit. Kjo është në

kontrast të plotë me të dyja vendet e tjera të Ballkanit, të cilat ishin më shumë të influencuara nga shock-et globale. Arsyeja e vetme pas elasticitetit të Shqipërisë ndaj krizës, mund të qëndrojë në nivele të ulëta zhvillimi të tregut dhe të aseteve të tij. Sidoqoftë, kuptimi i ndikimit të shock-eve të jashtme në tregjet bullgare dhe kroate, jep influenca depërtuese të mundshme në shock-et e ardhshme në Shqipëri, ndërsa tregjet e saj financiare zhvillohen. Këto rezultate janë konkurruese me ato të nxjerra nga Dornbusch, Park dhe Claessens (2000) që sa më e lartë të jetë shkalla e integritit të tregut financiar, aq më i theksuar do të jetë ndikimi “ i ngjitjes” nga *shock*-et.

6. SHTOJCA

Shtojcë 1: Burimi.

Tabelë A1: Burimi dhe kodet.

Vendi	Burimi	Të dhënat/Kodi
Shqipëri	Departamenti i Operacioneve Monetare, Banka e Shqipërisë.	
Bullgari	Faqja e internetit të Bankës Qendrore të Bullgarisë nga 29 janar – 29 nëntor 1998, Rrjedhje e të dhënave për periadhin 30 nëntor 1998 – 31 dhjetor 1999.	BULGLV\$
Kroaci	Rrjedhje e të dhënave	CROATK\$
Gjermani	Rrjedhje e të dhënave	USWGMRK
Rusi	Rrjedhje e të dhënave	RSUSDSP
Turqi	Terminali Rojter	TRLUSD

Shtojcë 2: Vlerësimi i parametrave.

Tabelë A2: Kriza ruse – trejzet valutore. Vlerësimi i parametrave (t-statistik në kllapa).

Faktori	Shqipëri	Bullgari	Kroaci	Gjermani	Rusi	Turqi
World	0.011 (0.397)	0.321 (10.078)	0.304 (8.174)	0.273 (6.465)	0.020 (0.389)	0.176 (5.957)
Vendi	0.307 (12.385)	0.175 (3.816)	0.200 (7.163)	0.345 (13.198)	0.770 (10.511)	0.234 (7.883)
Fiks	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Ngjitje nga						
Shqipëri		0.006 (0.073)	-0.040 (-0.214)			
Bullgari	0.003 (0.027)		-0.900 (-0.934)			
Kroaci	0.014 (0.181)	0.588 (0.243)				
Gjermani	0.353 (2.127)	-0.931 (-2.553)	-0.441 (-1.775)		-0.259 (-0.474)	-0.452 (-3.414)
Rusi	0.042 (0.582)	-0.431 (-2.391)	-0.513 (-3.790)	-0.406 (-3.414)		-0.172 (-2.460)
Turqi	-0.305 (-1.842)	0.361 (0.587)	0.459 (1.201)			

Tabelë A3: Kriza turke – tregjet valutore. Vlerësimi i parametrave (t-statistik në kllapa).

Factor	Shqipëri	Bullgari	Kroaci	Rusi	Turqi
Periudha para krizës					
World	-0.022 (-1.304)	0.093 (2.674)	-0.017 (-2.237)	0.366 (18.603)	-0.004 (-0.392)
Vendi	0.246 (8.146)	-0.695 (21.166)	-0.147 (-15.307)	0.004 (0.095)	0.112 (10.954)
Fiks	-0.026 (-1.794)	-0.026 (-2.522)	-0.026 (-2.522)	-0.026 (-2.522)	-0.026 (-2.522)
Shkëputja strukturore					-1264.139 (-0.095)
Ngjitje nga					
Shqipëri		0.203 (0.435)	-0.203 (-0.600)		
Bullgari	0.027 (0.460)		0.093 (1.971)		
Kroaci	0.359 (0.570)	-1.244 (-1.308)			
Turqi	0.008 (2.327)	-0.010 (-0.975)	0.004 (1.983)	-0.003 (-1.153)	

Tabelë A4: Testet statistikore të Wald për ngjitjet gjatë krizës ruse dhe turke.

*tregon rëndësi në 10 për qind nivel rëndësie.

**tregon rëndësi në 5 për qind nivel rëndësie.

Burimi	Kriza ruse	Kriza turke
Shqipëri	0.194 ^(a)	2.045 ^(a)
Bullgari	0.846 ^(a)	0.460 ^(a)
Kroaci	0.029 ^(a)	7.825 ^{(a)(b)}
Turqi	3.320 ^(a)	104.016 ^{(a)(b)(c)}
Rusi	22.385 ^{(a)(b)}	
Gjermani	8.781 ^(a)	
Ngjitje e përbashkët	91.360 ^{(a)(b)}	36.250 ^{(a)(b)}
(a) Vlera kritike chi-squared 2: 5% = 5.991; 10% = 4.605 (b) Vlera kritike chi-squared 3: 5% = 7.815; 10% = 6.251 (c) Vlera kritike chi-squared 4: 5% = 9.488; 10% = 7.779 (d) Vlera kritike chi-squared 5: 5% = 11.071; 10% = 9.236 (e) Vlera kritike chi-squared 19: 5% = 30.144 10%= 27.204 (f) Vlera kritike chi-squared 10: 5% = 18.307; 10% = 15.987		

SHTOJCË 3: KRONOLOGJIA E NGJARJEVE.

- 2 korrik 1997 Banka e Tajlandës njoftoi adoptimin e regjimit të kursit të këmbimit të administruar të Bahtit.
- 23 tetor 1997 Tregu i Bursës së Hong Kongut humbi 23 për qind dhe normat e interesit njëditor arritën në 250 për qind.
- 17 nëntor 1997 Korea braktis mbrojtjen e fitores.
- 14 korrik 1998 Njoftimi se Rusia do të marrë 22.6 bilionë usd nga FMN dhe nga donatorë të tjerë.
- 20 korrik 1998 FMN miraton një shtesë asistence prej 11.2 miliardë usd për Rusinë.
- 6 gusht 1998 Tregu i borxhit rus fillon rënien.
- 11 gusht 1998 Investuesit e huaj janë shtyrësit kryesorë pas rënies së tregut të kapitalit. Frika për një jen të dobësuar dhe perspektiva e zhvlerësimit të monedhës kineze, shkakton tronditje në të gjitha tregjet.
- 13 gusht 1998 Aksionet ruse humbin më shumë se 10 për qind si rrjedhim i shtimit të frikës së një krize likuiditeti të bankave ruse.
- 17 gusht 1998 Njoftimi për zhvlerësimin e rublës.
- 20 gusht 1998 Shqetësime që bankat ruse mund të falimentojnë dhe Venezuela mund të zhvlerësojë monedhën e saj.
- 21 gusht 1998 Banka Qendrore e Ruisë pranon se disa banka ruse mund të falimentojnë duke e theksuar krizën financiare. Në Gjermani (një huadhënës kryesor për Rusinë) tregu i kapitalit ra ndjeshëm, duke shkaktuar humbje në Londër dhe Paris. LTCM humb 550 milionë usd.
- 26 gusht 1998 Bursa ra ndërsa Rusia njoftonte planin e ristrukturimit të borxhit të saj.
- 27 gusht 1998 Qeveria Ruse nuk arrin të shesë bonot e thesarit të ristrukturuara, duke përhapur frikën se kriza botërore mund të vazhdojë.
- 21 shtator 1998 LTCM humb 550 milionë usd të tjera.
- 20 nëntor 2000 Kriza e likuiditetit në Turqi.
- 6 dhjetor 2000 FMN, 10 bilionë usd paketë financiare për Turqinë.
- 22 shkurt 2001 Braktisja e kursit fiks të lirës turke.
- 11 shtator 2001 Sulmet terroriste në Qendrën Tregtare Botërore.

LITERATURE

Bae, K.H., Karyoli, G.A., Stulz, R.M. (2003), "A New Approach to Measuring Financial Contagion", *Review of Financial Studies*, 16(3), 717-764.

Bekaert, G., Harvey, C.R. dhe Ng, A. (2005), "Market Integration dhe Contagion", *Journal of Business*, 78(1), part 2, fosebcoming.

Bank of England (2002), *Financial Stability Review*, London, Engldhe, June.

Campbell, J.Y., Lo, A.W. dhe MacKinley, A.C. (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, New Jersey.

Committee on the Global Financial System (1999), *A Review of Financial Market Events in Autumn 1998*, Bank fose International Settlements, Basel, Switserldhe, October 1999.

Corsetti, G., Pericoli, M. dhe Sbracia, M. (2001), "Coserelation Analysis of Financial Contagion: What One Should Know Befosee Running A Test", mimeo University of Rome III.

Corsetti, G., Pericoli, M. dhe Sbracia, M. (2002), "Some Contagion, Some Interdependence": Mosee Pitfalls in Testing fose Contagion", *Journal of International Money dhe Finance* (fosebcoming).

Diebold, F.X. dhe Nerlove, M. (1989), "The Dynamics of Exchange Rate Volatility: A Multivariate Latent-Factose ARCH Model." *Journal of Applied Econometrics*, 4(1), 1-22.

Dornbusch, R., Park, Y.C., Claessens, S. (2000), *Contagion: Understanding How It Spreads*. Bota Bank Research Observer, 15, 177-197.

Dungey, M. dhe Martin, V.L. (2004), "A Multifactose Model of Exchange Rates with E paparashikuar Shocks: Measuring Contagion in the East Asian Currency Crisis", *Journal of Emerging Market Finance*, 3(3), 305-330.

Dungey, M., Fry, R.A. dhe Martin, V.L. (2004), "Currency Market Contagion in the Asia-Pacific Region", *Australian Economic Papers*, fosebcoming.

Dungey, M., Fry, R., González-Hermosillo, B., Martin, V.L. (2002), "The Shpërndarja of Contagion in Developed dhe Developing International Bond Markets", in *Risk, Measurement dhe Systemic Risk*, October, Bank fose International Settlements, Basel, Switserldhe.

Dungey, M., Fry, R.A., González-Hermosillo, B. dhe Martin, V.L. (2003a), "Characterizing Global Investoses' Risk Appetite fose Emerging Market Debt During Financial Crises", *IMF Woseking Paper*, #WP/03/251.

Dungey, M., Fry, R.A., González-Hermosillo, B., dhe Martin, V.L. (2003b), "Empirical Modelling of Contagion: A Review of Methodologies", Cambridge Endowment fose Research in Finance, University of Cambridge Woseking Paper No. 8.

Dungey, M., Fry, R.A., González-Hermosillo, B., dhe Martin, V.L. (2003c), "E paparasbikuar Shocks dhe Systemic Influences: The Impact of Contagion in Global Equity Markets in 1998", IMF Woseking Paper, WP/03/84.

Edward, E. (1998), "Interest Volatility, Capital Controls dhe Contagion", NBER Woreking Paper 6756.

Edwards, S. dhe Savastano, M. A. (1999), "Exchange Rates in Emerging Economies: What do we know? What do we need to know?", NBER WP 7228.

Eichengreen, B. (2002), "Crisis Prevention dhe Management: Any New Lessons from Argentina dhe Turqia?", Bota Bank Finance Foseum 2002: Aligning Financial Sectose Knowledge dhe Operations.

Eichengreen, B., Rose, A.K. dhe Wyplosz, C. (1995), "Exchange Market Mayhem: The Antecedents dhe Aftermath of Speculative Attacks", *Economic Policy*, 21, 249-312.

Eichengreen, B., Rose, A.K. dhe Wyplosz, C. (1996), "Contagious Currency Crises", NBER Woseking Paper, 5681.

Favero, C.A. dhe Giavazzi, F. (2002), "Is the International Propagation of Financial Shocks Non-linear? Evidence from the ERM", *Journal of International Economics*, 57(1), 231-246.

Greenspan, A. (1999), "Risk, Liquidity dhe the Economic Outlook", *Business Economics*, January, pp20-24.

Hale, G. (1999), "Rusian August 1998 Financial Crisis: Is Asia to Blame?" Mimeo.

Hamilton, J.D. (1994), *Time Series Analysis*, Princeton University Press.

Hansen, L.P. (1992), "Large Sample Properties of Generalized method of Moments Estimatoses", *Econometrica*, 50, 1029-1054.

Illarionov, A. (1999), "How the Rusian Crises was Oseganised", *Problems of Economic Transition*, Volume 41, No.11, 7-56.

Kaminsky, G. L. dhe Reinhart, C. (2003), "The Centre dhe the Periphery: the Globalization of Financial Turmoil", NBER Woseking Paper 9479.

Kharas, H., Pinto, B., Ulatov, S. (2001) "An Analysis of Rusia's 1998 Meltdown: Fundamentals dhe Market Signals". *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 1-68.

King, M., Sentana, E., Wadhvani, S. (1994), "Volatility dhe Links

Between National Stock Markets”, *Econometrica*, 62(4), 901–933.

Mahieu, R. dbe Schotman, P. (1994), “Neglected Common Factors in Exchange Rate Volatility”, *Journal of Empirical Finance*, 1(3-4), 279-311.

Mishkin, F. S. (2000), “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, NBER Working Paper No. 7618.

Ng, V.K., Engle, R.F. dbe Rothschild, M. (1992), “A Multi-Dynamic Factor Model of Stock Returns”, *Journal of Econometrics*, 52(1-2), 245-266.

Okonjo-Iweala, N., Kwakwa, V., Beckwith, A. dbe Ahmed, Z. (1999), “Impact of Asia’s Financial Crisis on Cambodia dbe the Lao PDR”, *Finance dbe Development*, Volume 36, Number 3.

Özqatay, F. dbe Sak, G. (2002), “The 2000-2001 Financial Crisis in Turqia”, in Collins, S. dbe Rodrick, D. (eds) *Brookings Trade Forum 2002, Currency Crises: What Have we Learned?* May 2, 2002.

Pericoli, M. dbe Sbracia, M. (2003), “A Primer on Financial Contagion”, *Journal of Economic Surveys*, 17(4), 571-608.

Pesaran, H. dbe Pick, A. (2003), “Econometric Issues in the Analysis of Contagion”, *CESifo Working Paper #1176*.

Serwa, D. dbe Bobl, M.T. (2003), “Financial Contagion, Vulnerability dbe Resistance. A Comparison of European Capital Markets”, *mimeo European University, Viadrina Frankfurt*.

Solnik, B.H. (1974), “An Equilibrium Model of the International Capital Market”, *Journal of Economic Theory*, 8, 500-524.

Yeldan, E. (2002), “Behind the 2000/2001 Turkish Crisis: Stability, Credibility dbe Governance ofse Whom?”, *paper presented at the IDEAs Conference, Chennai, December 2002*.

Van Rijkeghem, C., Weder, B. (2003), “Spillovers Through Banking Centers: A Panel Data Analysis of Bank Flows”, *Journal of International Money dbe Finance*, 22(4), 483-509.

Van Rijkeghem, C., Weder, B. (2001), “Sources of Contagion: Is It Finance ofse Trade?”, *Journal of International Economics*, 54(2), 293–300.

SHËNIME

* Renée Fry: Centre for Applied Macroeconomic Analysis (CAMA) and the Research School of Pacific and Asian Studies (RSPAS) the Australian National University, Australia

renee.fry@anu.edu.au

** Elvira Sojli: Warwick Business School Doctoral Researcher
Warwick Business School, UK

elvira.sojli04@phd.wbs.ac.uk

¹ Për një përmbledhje të përkufizimeve të termit “ngjitje” dhe metodologjitë e matjes së saj referojuni Dornbusch, Park dhe Claessens (2000), Dungey, Fry, González-Hermosillo dhe Martin (2003b), Pericoli dhe Sbracia, (2003) dhe Pesaran dhe Pick (2003).

² Treguesi i hapjes së ekonomisë është 37 për qind, dhe është matur si mesatarja e raportit tregti (importe+eksporte) me PBB-në për periudhën 1996-2003.

³ Metoda të tjera për matjen e “ngjitjes” përfshijnë, por nuk janë të vetmet, testin e korrelacioneve nga Forbes dhe Rigobon (2002), testin e kufijve të shumëfishtë nga Bae, Karolyi dhe Stulz (2003), Eichengreen, Rose dhe Wypolz (1995, 1996) dhe Favero dhe Giavazzi (2002).

⁴ Për kronologjinë e ngjarjeve, referojuni shtojcës 3.

⁵ C.Harris dhe J.Grant, Financial Times, 28 Aug 1998.

⁶ Edwards dhe Savastano (1999), faqe 7.

⁷ Modelet janë aplikuar duke përdorur Gauss 5.0.

⁸ Burimi i të dhënave dhe kodet janë përfshirë në tabelën A1 të shtojcës 1.

⁹ Të dhënat ditore për shtatë ditë të javës janë vetëm për Shqipërinë, Bullgarinë dhe Kroacinë.

¹⁰ Parametrat e vlerësuar si dhe t-statistikat e tyre janë paraqitur në tabelat A2 dhe A3 në shtojcën 2.