

Banka e Shqipërisë

**BANKA QENDRORE DHE
POLITIKAT E SAJ NË KOHËN
E COVID-19**

SFIDAT PËR TË ARDHMEN

GENT SEJKO

2021

Përgjegjësia për informacionet dhe pikëpamjet e shprehura në këto prezantime, i takojnë tërësisht autorit.

Nëse përdorni të dhëna të këtij botimi, jeni të lutur të citoni burimin.

Publikuar nga:

Banka e Shqipërisë, Sheshi “Skënderbej”, Nr.1, Tiranë, Shqipëri

Tel.: + 355 4 2419301/2/3; + 355 4 2419401/2/3

Faks: + 355 4 2419408

E-mail: public@bankofalbania.org

Printuar në: 300 kopje

Printuar nga: sh.p.k.

ISBN: 978-9928-262-48-6

<i>Në vend të hyrjes</i>	5
<i>Kapitulli I: Pandemia, kriza dhe mësimet që nxorëm prej saj</i>	12
<i>Kapitulli II: Zbatimi i politikës monetare dhe rëndësia e stabilitetit bankar në Shqipëri, gjatë dy dekadave të fundit</i>	41
<i>Kapitulli III: A ndikon sjellja e politikës monetare në shëndetin e bankave në Shqipëri?</i>	81
<i>Kapitulli IV: Pandemia e COVID-19 dhe politika monetare. Të gjithë me sytë nga bilanci i bankës qendrore</i>	105
<i>Kapitulli V: Qetësia para stubisë. Politikat monetare, makroprudenciale e të mbikëqyrjes bankare siguruan rivendosjen e ekuilibrave makrofinanciarë</i>	137
<i>Kapitulli VI: Politikat e Bankës së Shqipërisë gjatë pandemisë. Çfarë funksionoi dhe si?</i>	173
<i>Kapitulli VII: E ardhmja e bankingsut qendror</i>	211

NË VEND TË HYRJES

Libri që keni në duar është shkruar në përmbushje të detyrimit të kritereve të transparencës dhe përgjegjshmërisë që Banka e Shqipërisë (BSH) ka ndaj publikut shqiptar. Ai ka si qëllim të përshkruajë e të shpjegojë në mënyrë të detajuar e të kuptueshme politikën dhe vendimmarrjen e saj gjatë pandemisë e në vazhdim, instrumentet e implementimit, dhe rezultatet e kësaj politike në ekonomi. Në përpyekjen për të përmbushur këtë objektiv, libri përfshin dhe diskuton një bashkësi çështjesh të tjera ekonomike e financiare që përveçse i shërbejnë qëllimit final të këtij projekti, ofrojnë një diskutim të plotë dhe interesant mbi tema të rëndësishme të ekonomisë e financës që shpesh marrin vëmendjen e opinionit shqiptar. Të marra së bashku, analizat dhe diskutimet e paraqitura arrijnë në përfundimin se pavarësisht goditjes së madhe që pandemia shkaktoi në ekonomi, efektet negative të saj arritën të kufizoheshin si rrjedhojë e ndërhyrjes së autoriteteve monetare e fiskale. Këto masa rezultuan të efektshme dhe siguruan premisat për rimëkëmbje pavarësisht vazhdimin të pandemisë.

Ngjarjet dhe faktet e përmbledhura dhe të përshkruara në këtë libër nuk përbejnë lajm apo risi nga këndvështrimi i informimit, ato nuk e njohin lexuesin me informacione apo të dhëna të reja apo të papublikuara më parë. Transparenca është një nga shtyllat më të rëndësishme institucionale, të cilës BSH-ja i ka kushtuar një

vëmendje gjithmonë në rritje. Si rrjedhojë, politikat e instrumentet e saj janë përshkruar në mënyrë të drejtpërdrejtë në momentin e vendimmarrjes ose në raportet e botimet periodike të institucionit. Materiali i paraqitur në vijim identifikon e përdor ngjarjet, faktet dhe raportimet e BSH-së si një instrument për të shpjeguar për publikun mekanizmin se si këto ngjarje ndikojnë e formulojnë vendimmarrjen dhe reagimin e Bankës së Shqipërisë.

Ndryshe dhe përtej komunikimeve të shpeshta dhe publikimeve të përmendura më lart, ky libër ka si qëllim jo vetëm të përmbledhë dhe të shpjegojë vendimmarrjen brenda një kuadri të përgjithshëm, por mbi të gjitha të japë një interpretim të kuptueshëm e intuitiv të kësaj vendimmarrjeje dhe mekanizmave e kanaleve përmes të cilave ajo shpërndahet në ekonomi.

Në këtë kuptim, libri është ndërtuar si një histori që komunikon me lexuesin qoftë ky një politikëbërës, vendimmarrës, studiues, analist apo edhe një qytetar i thjeshtë i interesuar. Shpresoj sinqerisht që libri ta sjellë lexuesin më afër BSH-së dhe vendimmarrjes së saj.

Pavarësisht fokusit te pandemia dhe politikat ekonomike e financiare përgjatë saj, në përpjekje për të dhënë një shpjegim të plotë dhe korrekt, libri tejkalon historikun e pandemisë për t'u shtrirë në të shkuarën dhe të ardhmen e bankingut qendror në Shqipëri. Ai trajton njëkohësisht çështje të rëndësishme që formojnë mjedisin dhe përcaktojnë aksiomatikat mbi të cilat funksionon ekonomia e sistemi financiar shqiptar. Janë pikërisht këto karakteristika e kufizime të cilat përcaktojnë dhe kushtëzojnë masën e natyrën e reagimit të Bankës së Shqipërisë, ashtu sikurse edhe suksesin e politikave të ndërmarra prej saj. Shpresoj që analizat dhe shpjegimet e ilustruara për këto fenomene do të ndihmojnë lexuesin të kuptojë më mirë funksionimin e ekonomisë dhe, siç u tha më lart, vendimmarrjen e Bankës së Shqipërisë. Ky do të ishte një kontribut i rëndësishëm në drejtim të edukimit financiar të publikut dhe do të rriste ndikimin dhe efektin e politikave monetare e makroprudenciale në ekonomi.

Libri përbëhet nga 7 kapituj, të cilët janë shkruar sipas strukturës së materialeve të diskutimit të përgatitura nga Banka e Shqipërisë. Ai është ndërtuar në mënyrë të tillë që të mund të lexohet si një material

i plotë apo sipas interesit për çështje të caktuara, edhe në kapituj të veçantë. Rrjedhimisht, çdo kapitull trajton një temë specifike dhe është shkruar për të qëndruar si një material i plotë në vetvete, duke prekur shkurtimisht tema që trajtohen dhe shpjegohen gjerësisht në kapituj të tjerë. Kjo “përsëritje” e qëllimshme dhe e përciptë e koncepteve dhe fenomeneve ekonomike, përveçse mundëson plotësimin e analizës së secilit kapitull më vete, siguron njëkohësisht edhe lidhjen organike të fenomeneve ekonomike e monetare të trajtuara në këtë libër.

Ky stil mundëson gjithashtu që ndërtimi i historisë të ndalet në trajtimin e disa çështjeve dhe fenomeneve, të cilat janë shpesh objekt i debatit mbi ekonominë e financat. Analiza e këtyre fenomeneve, që në vetvete duken si të vërteta të thjeshta e të drejtpërdrejta, kur kryhet sikur ato të ishin të shkëputura e të pavarura nga njëra-tjetra, mund të çojë në përfundime të gabuara, e rrjedhimisht në politikëbërje të gabuar. Të para nga këndvështrimi i një ekuilibri të përgjithshëm ekonomik e financiar, këto fenomene nuk janë as të thjeshta, as të drejtpërdrejta, e as të pavarura. Diskutimi ose keqinterpretimi në kontekstin e ekuilibrave të pjesshëm, mund të shoqërohet me kosto të mëdha, si për ekonominë ashtu edhe për kapacitetin e autoriteteve për të ndërmarrë politika rregulluese.

Për ilustrim mund të sjell në vëmendje diskutimin mbi adoptimin e Euros. Ky diskutim i shpeshtë dhe në pamje të parë i argumentuar, lë përshtypjen e një alternative racionale dhe dobiprurëse. Megjithatë, konkluzionet për adoptimin e Euros nuk mund të jenë të plota pa analizuar regjimin e kursit të këmbimit, rolin e tij në ekonominë shqiptare dhe në mekanizmat e transmetimit të politikave monetare e makroprudenciale, zhvillimet e sektorit të jashtëm, ndërveprimin e kursit të këmbimit me politikat dhe instrumentet e BSH-së dhe mbi të gjitha, rolin e tij informues për vendimmarrjen e sektorit privat dhe autoriteteve monetare. Nëse diskutimi shtrihet i plotë përgjatë të gjitha këtyre çështjeve, atëherë përfundimet e nxjerra mund të jenë të ndryshme nga përshtypja e parë. Për të përfutur një kuptim të plotë e për të formuar një gjykim të saktë, lexuesi duhet ta ndjekë këtë çështje përgjatë të gjithë kapitujve të trajtuar në libër.

Rrjedhimisht, për të kuptuar e gjykuar drejt analizën dhe vendimmarrjen e BSH-së në funksion të fenomeneve dhe goditjes së shkaktuar nga pandemia e COVID-19, si dhe atyre që mund të rezervojë e ardhmja, ju ftoj të lexoni të gjithë librin. Siç dhe kam theksuar më lart, për të lehtësuar leximin, materiali është formuluar dhe pasuruar me përshkrime dhe ilustrime të ngjarjeve e fenomeneve nga këndvështrimi i një lexuesi që nuk është domosdoshmërisht i fushës. Pavarësisht kësaj, metodat e analizës dhe përfundimet e paraqitura bazohen në metodat dhe standardet më të mira akademike të analizës empirike. Një pjesë e analizës empirike të shfrytëzuar në këtë libër publikohet për herë të parë, ndërsa pjesa tjetër bazohet në studime të publikuara dhe përgatitura nga BSH, si dhe nga literatura ndërkombëtare e fushës.

Libri hapet me një përshkrim të shpejtë të pandemisë, efekteve të saj dhe politikave të ndërmarra nga BSH-ja. Analizat për vlerësimin e goditjeve në ekonomi dhe në sistemin financiar përshkruhen dhe bazohen në studimet e modelet e BSH-së. Në të njëjtën mënyrë vlerësohet edhe natyra e intensiteti i politikave korrektuese, të cilat përshkruhen në detaje. Masat e marra nga BSH-ja janë të ngjashme me ato të ndërmarra nga bankat e tjera qendrore. Krahasimi i rezultateve të ushtrimeve të mësipërme me statistikën zyrtare të përshkruara në kapitullin e parë, i japin lexuesit një instrument për të vlerësuar e kuptuar efektet ekonomike e financiare të politikave të ndërmarra në përgjigje të krizës. Diferencat e vëzhguara dëshmojnë se vendimmarrja e BSH-së ka qenë e drejtë, e efektshme dhe e ka mbrojtur ekonominë dhe sistemin financiar nga pandemia, ashtu sikurse ka qenë i frytshëm edhe koordinimi i politikës monetare me atë fiskale. Kapitujt në vijim shpalosin historinë dhe analizën e plotë të kësaj vendimmarrjeje.

Kështu, kapitujt dy dhe tre përshkruajnë dhe dokumentojnë formalisht lidhjen e rëndësishme që ekziston ndërmjet ecures së treguesve makroekonomikë me stabilitetin e sistemit financiar, e rrjedhimisht edhe ndërveprimin e kushtëzimin që politikën monetare dhe ato të stabilitetit financiar ushtrojnë mbi njëra-tjetrën. Këta dy kapituj fillojnë atje ku mbaron analiza e paraqitur në botimin “Studime mbi Sistemin Bankar dhe Zhvillimin Ekonomik” (Sejko, 2018), për të diskutuar e studiuar hipotezat e shtrura në përfundimet

e studimeve të përmbledhura në atë libër. Rezultatet konkrete të përftuara nga ushtrimet empirike tregojnë se të dyja politikat janë të ndërvarura dhe kushtëzojnë njëra-tjetrën. Një konkluzion ky që mbështetet plotësisht edhe nga studimi i të dhënave të ekonomisë shqiptare.

Kjo ndërvarësi dhe kushtëzim, del qartë edhe në kapitullin e katërt, i cili prezanton e analizon zhvillimin dhe pasurimin e ekonomisë monetar përgjatë periudhës së pandemisë. Ashtu si ka ndodhur edhe në raste të tjera krizash, vendimmarrja e shpejtë dhe jashtë kornizave e bankave qendrore ka pasuruar (megjithëse ky term mund të marrë kuptimin e vet të plotë vetëm në periudha afatgjata, kur të vërtetohet dobishmëria e politikave të ndërmarra) shkencën e ekonomisë monetar, duke prezantuar koncepte të reja apo duke përqafuar koncepte të konsideruara tabu. Në rastin e pandemisë dhe kushteve konkrete në të cilat gjendej situata monetare, bankat qendrore (kur normat e politikës monetare kishin arritur kufirin zero ose gjendeshin shumë pranë tij) sollën në vëmendje bilancin e bankës si një instrument të përhershëm të politikës monetare. Ky është një koncept i rëndësishëm dhe meriton të diskutohet jo vetëm në aspektin teorik, por edhe në atë praktik, nga këndvështrimi i politikës monetare. Lexuesi do të kuptojë se një faktor kufizues për përdorimin e këtij instrumenti në ekonomitë e vogla, të hapura e të dollarizuara/euroizuara është pikërisht ndërvarësia dhe ndërveprimi i politikës monetare me stabilitetin financiar. Ky kapitull është publikuar për herë të parë në botimin e Konferencës shkencore (2021) “Pandemia dhe rimëkëmbja - strategjitë e përbaljes dhe pritshmëritë e zhvillimit”, një veprimtari e përbashkët organizuar nga Kuvendi dhe Akademia e Shkencave. Kapitulli u përfshi si pjesë integrale e këtij libri sepse plotëson një pjesë të rëndësishme të diskutimit pa të cilin historia nuk do të ishte e plotë dhe shtjellimet e dhëna në kapitujt pasardhës nuk do të ishin të qarta e të kuptueshme.

Një nga mesazhet kryesore të analizës së librit është se vendimmarrja dhe suksesi i politikave varet jo vetëm nga aftësia e kapacitetet profesionale të institucioneve politikëbërëse, por së pari dhe mbi të gjitha nga kushtet ekzistuese në ekonomi. Ashtu sikurse gjendja shëndetësore e pacientit kushtëzon përzgjedhjen e medikamenteve për trajtimin e problemeve specifike në mënyrë që të mos dëmtojnë

ekuilibrin e përgjithshëm shëndetësor të tij, edhe politikat e bankës qendrore kushtëzohen nga situata ekonomike dhe financiare e ekonomisë dhe e sistemit bankar në të cilin ajo vepron.

Kapitulli i pestë synon të përçojë pikërisht këtë mesazh. Ky kapitull përshkruan se si u koordinuan e ndërvepruan politikat monetare dhe ato të stabilitetit financiar përgjatë periudhës 2013-2019, herë duke mbështetur e herë duke kundërshtuar njëra-tjetrën. Në momente të caktuara, kjo nxitë përmirësime ligjore, institucionale e rregullative, të cilat mundësuan eliminimin e pasojave të shkaktuara ose që nxori në pah kriza financiare globale. Bashkësia e politikave të ndërmarra në këtë periudhë mundësoi pastrimin e bilanceve të sistemit bankar dhe konsolidimin e shëndoshjen e sistemit financiar, duke krijuar një situatë të qëndrueshme dhe hapësirë të mjaftueshme për politikat ekspansioniste monetare, si dhe ato makro e mikroprudenciale, këto të fundit të nevojshme për relaksim të përkohshëm të kufizimeve rregullative.

Është pikërisht falë situatës së qëndrueshme e të shëndetshme makroekonomike e financiare dhe pasurimit ligjor dhe institucional (përfshirë këtu edhe pasurimin e instrumenteve dhe procedurave të politikave monetare e të stabilitetit financiar) para pandemisë, që BSH mundi të ndërmarrë të gjitha masat për të mbrojtur ekonominë nga goditja e paprecedentë e pandemisë. Këto masa përshkruhen e shpjegohen gjerësisht në kapitullin e gjashtë të librit. Për ta bërë më të kuptueshëm për lexuesin, kapitulli i klasifikon, rendit e përshkruan të gjitha masat nga këndvështrimi i qëllimit për të cilin ato janë marrë, si dhe nga këndvështrimi i mekanizmit të transmetimit me të cilin ato përçohen në ekonomi. Përmes kësaj analize të zgjeruar, lexuesi mund të kuptojë dhe të gjykojë drejt qëllimin, të perceptojë zbatimin dhe së fundi të analizojë e të vlerësojë nga këndvështrimi i ekonomisë, sektorit apo dhe nga ai individual, efektin e tyre në kufizimin e efekteve negative dhe garantimin e qëndrueshmërisë makrofinanciare. Analizat dhe vlerësimet që shoqërojnë përshkrimin dhe mekanizmin e transmetimit të masave në ekonomi janë të bazuara në modelet dhe studimet e tjera të BSH-së. Përdorimi i modeleve dhe përfundimeve të tjera është shumë i vlefshëm jo vetëm për të vizualizuar e ilustruar vendimmarrjen, por edhe për të vlerësuar saktë kostot e kësaj vendimmarrjeje. Përmes analizës së shtjelluar,

në këtë kapitull synohet të përçohen tek lexuesi efektet dhe pasojat e politikave alternative, duke zgjeruar, hulumtuar e ilustruar me analiza numerike konkluzionet e paraqitura në kapitullin e katërt. Në këtë mënyrë mund të matet realisht kufiri i vendimmarrjes, përtej të cilit kostot tejkalojnë përfitimet.

Duhet theksuar se diskutimi i përshkruar më lart përqendrohet tërësisht te e tashmja dhe e shkuara. Dëshiroj të kujtoj në këtë rast lexuesin që të mos gënjehet nga ky iluzion. Teoria ekonomike, por edhe praktika, na tregojnë se pritshmëritë për të ardhmen luajnë një rol të madh në vendimmarrjen ekonomike e financiare. Në të vërtetë, fenomenet që nuk kanë ndodhur, janë të pranishme në ekonomi, përmes pritshmërive që kemi për të ardhmen dhe ndaj të cilave reagojmë. Kjo vlen jo vetëm për individët, por edhe për institucionet e politikave të tyre. Bazuar në këtë fakt dhe në tendencat dhe zhvillimet kryesore që mbizotërojnë agjendat e shoqërisë njerëzore në nivel global e kombëtar, libri hap një diskutim dhe analizon implikimet që këto zhvillime e tendenca do të kenë mbi bankën qendrore. Ky diskutim shtrihet në katër fusha kryesore që do të detyrojnë bankën të mbajë një qëndrim si për miradministrimin e ekonomisë, ashtu edhe për mbrojtjen e konsumatorit. Mbi të gjitha, sfidat e përshkruara ka të ngjarë të kërkojnë edhe pasurimin e rishikimin e mandatit dhe përgjegjësi të bankës qendrore. Ky është një diskutim që del jashtë bankës dhe që përfshin jo vetëm ligjvënësit dhe faktorin politik, por të gjithë shoqërinë. Rrjedhimisht, është e nevojshme që të gjithë këta aktorë të njihen me problematikat që zhvillimi i shoqërisë projekton te banka qendrore në mënyrë që të kryejnë vendimmarrje dhe zgjedhje të kujdesshme për të mbështetur bankën qendrore dhe misionin e saj, si dhe për të garantuar stabilitetin makroekonomik dhe financiar në vend.

KAPITULLI I: PANDEMIA, KRIZA DHE MËSIMET QË NXORËM PREJ SAJ

I. PANDEMIA GODET EKONOMINË SHQIPTARE

Në prag të pandemisë COVID-19, institucionet vendimmarrëse në mbarë globin sapo kishin stabilizuar me sukses ekonominë dhe sistemet financiare përkatëse me anë të një bashkësie politikash makroekonomike dhe rregullative që adresuan pasojat e shkaktuara nga kriza globale e vitit 2008 dhe krizat pasuese të borxhit në Eurozonë. Si kudo, edhe ekonomia jonë përjetoi një situatë disavjeçare axhustimi dhe përshtatjeje për të eliminuar pasojat negative që erdhën si rezultat i krizës financiare. Krahas këtyre sfidave, në fund të vitit 2019, Shqipëria u përball me dy tërmete të njëpasnjëshme, të cilat vështirësuan perspektivën e saj makroekonomike.

Ende pa adresuar plotësisht efektet e këtyre goditjeve, ekonomia shqiptare, sikurse e gjithë ekonomia globale, u përball me pandeminë COVID-19 dhe me recesionin e diktuar prej saj.

Ky ishte një recesion i ndryshëm nga luhatjet ekonomike të shtjelluara në literaturën ekonomike, i karakterizuar nga një përkeqësim uniform i treguesve makroekonomikë dhe socialë. Recesioni gjatë pandemisë mori trajtën e një “kome” ekonomike të vetë-induktuar, si një politikë frenimi ndaj shpërthimit të menjëhershëm të virusit COVID-19. Izolimi i diktuar shkaktoi ndërprerje të aktivitetit ekonomik përtej

efektit të goditjeve negative tradicionale, të shkaktuar nga rritja e frikës dhe e pasigurisë, si dhe nga rënia e besimit konsumator dhe të investitorëve. Në sajë të kësaj mbylljeje të aktivitetit ekonomik u mundësua frenimi i përhapjes së mëtejshme të virusit COVID-19, në kushtet e shterimit të menjëhershëm të kapaciteteve spitalore dhe të shëndetit publik.

Bazuar në udhëzimet e Organizatës Botërore të Shëndetësisë (OBSH), dhe me urdhër të Ministrisë së Shëndetësisë, që prej mesit të muajit mars 2020, u pezulluan të gjitha aktivitetet ekonomike, me përjashtim të shërbimeve për nevoja jetike. Kjo masë drastike solli një ndalim të menjëhershëm e tërësor, ndonëse të përkohshëm, të aktivitetit ekonomik. Vetëm pas stabilizimit të pjesshëm të ritmit të evoluimit të pandemisë në parametra të përballueshëm për infrastrukturën e shëndetit publik, rifillimi i aktivitetit ekonomik e financiar u realizua gradualisht në një hark kohor dymujor. Në këtë periudhë, politikat për rikthimin drejt një normaliteti në jetën publike mundësuan rinisjen e aktivitetit në hallkat më të domosdoshme për riaktivizimin ekonomisë. Megjithatë, në këtë fazë të parë të hapjes ekonomike, kur pandemia mbetet ende një kërcënim për shëndetin publik dhe ekonominë, niveli i përgjithshëm i aktivitetit ekonomik mbetet i kufizuar dhe larg dinamizmit të periudhës para nisjes së pandemisë. Ende sot, rreth 18 muaj nga shpërthimi i pandemisë COVID-19, ndërveprimi ekonomik e social mbetet i prekur si nga pasiguria shëndetësore, ekonomike e financiare, edhe nga masat aktive parandaluese ndaj përhapjes së virusit, të diktuar nga institucionet e shëndetit publik.

Sikurse pritej, vlerësimet empirike të kohës sugjeronin se kombinimi i pandemisë me këto masa të paprecedenta dhe të domosdoshme për sigurinë e shëndetit publik do të kontraktonin ekonominë në formë depresioni. Impakti i fortë dhe i menjëhershëm u vërejt në rënien drastike të konsumit, kursimeve dhe të investimeve. Raportimi i treguesve makroekonomikë në periudhat që pasuan, i konfirmuan këto tendenca. Megjithatë, përmasat e kontraktimit ekonomik u materializuan më të ulëta se parashikimet empirike që rezultuan në mungesë të politikave lehtësuese për zbutjen e efekteve të pandemisë. Masat lehtësuese rezultuan të suksesshme në zbutjen e këtyre goditjeve negative, veçanërisht, në konsum dhe në investime.

Një situatë e paprecedentë pandemie bëri të domosdoshëm koordinimin e një kuadri politikash të paprecedente nga institucione të ndryshme, jo vetëm në koncept, por edhe në përzgjedhjen dhe koordinimin e instrumenteve e politikave monetare, fiskale dhe financiare. Masat e bankave qendrore ishin të menjëhershme, të paprecedenta dhe në disa drejtime. Në një farë mënyre, politikat e ndërmarra u shtrinë në një territor të ri, të pashkelur më parë. Nevoja për një përgjigje të fortë ndaj goditjeve çoi në riformulimin e qëndrimeve, koncepteve dhe instrumenteve të politikës monetare në hapësirën kohore të 6 muajve.

Koncepti për formulimin e përgjigjes në nivelin teorik ishte hulumtuar më herët në një sërë materialesh që merrnin shkak nga zhvillimet monetare në Japoni në vitet 1990. Nga një kuadër teorik, këto politika u zbatuan në mënyrë të pjesshme dhe të përsëritur në periudhën që pasoi krizën financiare të vitit 2008, si edhe gjatë rizës evropiane të borxhit në vitin 2010. Ndonëse konsideroheshin masa kalimtare, këto politika janë vlerësuar me një shkallë të pranueshme suksesi. Tashmë, në kushtet e ndërprerjes së aktivitetit ekonomik të diktuar nga pandemia, politikat lehtësuese të bankave qendrore shkuan shumë më larg se më parë, në masë edhe në instrumente, duke rrëzuar njëkohësisht shume tabu teorike dhe praktike në fushën e bankingut qendror.

Paralelisht ndikimit kontraktues ekonomik, ndalimi i jetës ekonomike e sociale për një periudhë 1 deri në 2-javore, dukshëm vuri në pah stresin ekologjik që aktiviteti global shkakton mbi planetin. Në këtë drejtim, politikëbërja e guximshme në përgjigje të pandemisë vlerësohet e dobishme si në aspektin shëndetësor ashtu edhe në aspektin ekonomik e financiar. Politikat lehtësuese vazhdojnë të mbeten efektive aktualisht, 18 muaj pas fillimit të krizës së pandemisë. Megjithatë, pandemia dhe politikat lehtësuese monetare kanë shkaktuar edhe implikime afatgjata në tregjet e mallrave e shërbimeve, në tregjet monetare e financiare, si edhe në tregjet e punës dhe të burimeve natyrore. Problematika dhe efektet anësore kanë filluar të identifikohen në stabilitetin e çmimeve dhe atë financiar. Këto problematika kërkojnë vëmendjen e autoriteteve, si edhe nevojën për rishikimin e politikave ekonomike e financiare në afatin e shkurtër dhe ndryshime strukturore në strategjitë e zhvillimit afatgjatë.

Duke e zhvendosur vëmendjen në ekonominë tonë, në përgjigje të goditjes nga pandemia, BSH-ja ndërmoi një bashkësi masash të bazuara në të njëjtat parime si edhe bankat qendrore të ekonomive më të mëdha, duke mbajtur parasysh kufizimet dhe specifikat e tregut financiar dhe ato të ekonomisë shqiptare në përgjithësi.

Masat e marra ishin të njëkohshme për të adresuar çështje të politikës monetare, të stabilitetit financiar, të ekonomisë dhe problematika të tjera të sistemit bankar. Në funksion të adresimit të këtyre problematikave, normat e interesit, të cilat, në prag të pandemisë, ishin historikisht të ulëta, u ulën edhe më tej në intervale afër zeros. Një masë paralele ishte injektimi i likuiditetit me shumicë dhe pa kufizime sasiore për tregun bankar dhe për ekonominë. Njëkohësisht, u zbatua një paketë masash lehtësuese për aktivitetin e sistemit bankar, në formën e lehtësimit apo pezullimit të kërkesave rregullatore për të ruajtur të pandryshuar statusin dhe shëndetin financiar të njësisve ekonomike (familjeve dhe ndërmarrjeve), si dhe të sistemit bankar. Koordinimi i këtyre masave mundësoi dhe garantoi funksionimin e tregjeve dhe të ekonomisë, në kushtet e ndërprerjes së aktivitetit ekonomik.

Prej më se një viti nga shpallja e gjendjes së pandemisë, efektet negative të saj janë të dukshme dhe të dokumentuara si në statistikat monetare, financiare dhe fiskale, edhe në ato reale, por me frekuencë më të ulët. Konkretisht, aktiviteti ekonomik pësoi rënie me 11% në tremujorin e dytë të 2020, kur kulmuan masat shtrënguese të mbylljes ekonomike. Papunësia pësoi rritje nga 5.6% në prag të pandemisë në 7.4% në fund të vitit 2020.

Njohja e mirë e ekonomisë shqiptare dhe e funksioneve të saj të reagimit ndaj politikave dhe instrumenteve të bankës qendrore kontribuuan për materializimin e një reagimi të menjëhershëm dhe shumëdimensional të BSH-së. Reagimi i BSH-së ndaj pandemisë, nëpërmjet masave dhe politikave të ndërmarra, u mundësua nga identifikimi i saktë i problematikave ekzistuese dhe adresimi i tyre në periudhën para krizës, por në kushtet e reja, zhvillimi dhe pasuria e tregut financiar dhe e atij të kapitaleve kushtëzuan natyrën dhe masën e instrumenteve të zbatuar nga Banka.

Treguesit financiarë janë pasqyrues më të shpejtë të politikave monetare dhe financiare, krahasuar me treguesit e ekonomisë reale. Rrjedhimisht, në sajë të uljes së normave të interesit në ekonomi dhe masave provizore rregullative të implementuara në kohë rekord, u bë e mundur që kostoja e huamarrjes nga sistemi bankar të pësojë rënie me rreth 1% në 5.5% në tremujorin e dytë të vitit 2020. Rrjedhimisht, kreditimi i sektorit privat të ekonomisë ruajti ritmet vjetore prej 6-9% gjatë vitit 2020. Pavarësisht ngrirjes së aktivitetit ekonomik dhe recesionit të diktuar në tremujorin e dytë dhe të tretë të vitit 2020, në sajë të masave të ndërmarra u krijuan kushtet që sistemi bankar t'i rezistojë me sukses kësaj pandemie, duke ruajtur parametrat e shëndetit financiar në nivele të shëndetshme.

Vlerësimi i kushteve makroekonomike të arritura me anë të kësaj pakete të gjerë masash lejon të analizojmë pasigurinë që shoqëron zbatimin e politikave të tilla në kushtet e ekonomisë shqiptare, ndonëse jemi ende larg fundit të pandemisë. Nga një këndvështrim sfidues, suksesi dhe arritja e një objektivit me anë të politikave monetare e financiare nuk është një zgjidhje e garantuar, por një ngjarje me probabilitet të lartë ose të pranueshëm. Një arsye e fortë është se korniza e plotë e politikave monetare, të stabilitetit e të mbikëqyrjes bankare, të kursit të këmbimit dhe politikave fiskale, jo vetëm që kushtëzojnë dhe plotësojnë njëra-tjetrën, por përmes ndërveprimit të shumëfishtë e të njëkohshëm të kanaleve të transmetimit, kushtëzojnë realizimin e dëshiruar të objektivave të vendimmarrjes. Ky ndërveprim i politikave diktohet nga karakteristikat e ekonomisë shqiptare dhe dinamikat e zhvillimit të tregut financiar, të cilat bëjnë që politikat monetare dhe ato të stabilitetit financiar të jenë thellësisht të lidhura përmes dy ose më shumë mekanizmave të transmetimit monetar e financiar.

Fatmirësisht, vlerësimet paraprake dhe evoluimi i menjëhershëm dhe i koordinuar i masave të BSH-së, para dhe gjatë krizës, rezultoi i suksesshëm. Rezultatet e arritura ishin në përputhje me parashikimet e pritshmëritë të Bankës. Minimizimi i pasigurive që shoqëroi këto masa u mundësua edhe nga eksperiencia e përfutur gjatë krizës globale dhe administrimi i kujdesshëm nga BSH-ja i problematikave të sistemit bankar, gjatë dhe pas kësaj krize. Gjithashtu, zbatimi i politikave të nevojshme dhe kufizimi i efekteve anësore u mundësuan edhe nga rezultatet pozitive të arritura në kuadër të masave të ndërmarra para

pandemisë për të adresuar problematikat e shëndetit financiar të bankave të shkaktuara nga kriza globale.

Me bindje konstatojmë se politikat e ndërmarra nga bankat qendrore, dhe natyrisht edhe nga Banka e Shqipërisë, rezultuan të suksesshme dhe luajtën një rol vendimtar në ruajtjen e shëndetit të ekonomisë, minimizimin dhe shtrirjen në kohë të shokut të shkaktuar nga përgjigjia për kontrollin e pandemisë dhe efektet negative të saj.

Kjo eksperiencë ndikoi njëkohësisht për rishkrimin e manualit për adresimin e krizave ekstreme nga banka qendrore. Për t'i mundësuar lexuesit një përjetim më të plotë të kësaj përvoje, pjesa në vijim e këtij kapitulli do të shtjellojë në mënyrë disi më të hollësishme masat e ndërmarra dhe kushtet që diktuan këto politika.

Në prag të pandemisë COVID-19, perspektiva makroekonomike e ekonomisë shqiptare paraqitej e qëndrueshme megjithëse, si e përmendëm më parë, ekonomia ishte tronditur nga dy tërmete shkatërruese në shtator dhe nëntor të vitit 2019. Treguesit e shëndetit monetar dhe financiar paraqiteshin të përmirësuar, sikurse tregonin rritja e stokut të kredisë për ekonominë, ulja e kredive të këqija, qëndrueshmëria e kursit të këmbimit si dhe parashikimet pozitive për rritjen ekonomike. Pritshmëritë pozitive për zbutjen e goditjeve negative të shkaktuara nga tërmetet u konsoliduan edhe nga paketa e ndihmës e dalë nga konferenca e donatorëve. Për më tepër, ambienti i përgjithshëm makroekonomik global dhe i partnerëve ekonomikë të Shqipërisë ishte pozitiv, teksa pandemia nuk ishte konfirmuar si një kërcënim për ekonominë globale. Rrjedhimisht, pavarësisht goditjeve negative që sollën dy tërmetet, viti 2020 filloi me optimizëm dhe siguri për perspektivën makroekonomike të ekonomisë shqiptare.

Në vitet që i paraprinë pandemisë dhe tërmeteve, Banka e Shqipërisë kishte ndërmarrë një sërë masash dhe ndryshimesh të rëndësishme në kuadrin e implementimit të politikës monetare dhe të konsolidimit të stabilitetit financiar. Tërësia e këtyre masave ishte e fokusuar në dy drejtime: së pari, në kapërcimin e problematikave të shkaktuara nga efektet negative të krizës financiare globale të vitit 2008 dhe krizës së borxhit sovran në ekonomitë evropiane në vitin 2010; së dyti, nisur nga eksperiencia e dy krizave të shkuara, këto masa synuan

përforcimin e treguesve të shëndetit bankar dhe rritjen e kapacitetit të sistemit financiar për të përballuar më mirë goditje negative të mundshme ose kriza të ngjashme në të ardhmen.

Këto politika kishin dhënë rezultate të kënaqshme dhe kontribut të rëndësishëm në përmirësimin e kapacitetit të sistemit bankar për të amortizuar impaktin negativ të goditjeve të ngjashme. Fatkeqësisht, goditje të tilla u materializuan nga ngjarjet e lartpërmendura, pra tërmetet dhe pandemia fill pas tyre. Këtë panoramë të përmirësuar e konfirmonin nga njëra anë pritshmëria për rritje ekonomike pozitive, dhe nga ana tjetër ajo për rritje pozitive të kredisë mbështetur kryesisht nga kredia në lek. Gjithashtu, edhe kushtet e lehtësuara të kreditimit, niveli i lartë i kapitalizimit dhe i likuiditetit të bankave, si dhe rënia e raportit të kredive me probleme pranë niveleve të parakrizës financiare globale në rreth 8%, ishin indikatorë të perspektivës së përmirësuar makroekonomike.

Të gjithë treguesit konfirmonin se, në prag të pandemisë COVID-19 në fillim të vitit 2020, ekonomia shqiptare u gjend me një sistem financiar mjaft më të përgatitur dhe të konsoliduar për të amortizuar goditje të jashtme, pavarësisht tronditjeve nga tërmetet. Nga ky këndvështrim, kriza globale e vitit 2008 dhe kriza e borxheve sovraane të Eurozonës në vitet 2010-2013 kishin shërbyer si eksperiencia parapërgatitore për konsolidimin e sistemit financiar dhe përforcimin e treguesve kritikë të shëndetit financiar. Pandemia u shfaq pashmangshmërisht në Shqipëri në fillim të muajit mars 2020, ndonëse ishte kthyer në një lajm global në dhjetor të vitit 2019. Përtej çdo pritshmërie, virusi dhe emergjenca shëndetësore në përgjigje të tij dhanë një goditje të fortë në ekonomi dhe në psikologjinë e të gjithë aktorëve ekonomikë e socialë, si njësisive familjare, bizneseve dhe enteve publike. Mbyllja e aktiviteteve ekonomike nga mesi i muajit mars deri në fund të muajit maj të vitit 2020 dhe kufizimi i lëvizjeve të individëve sollën një rënie të të gjithë komponentëve të kërkesës agregate. Efekti i mbylljes ekonomike u shfaq më i theksuar në treguesit e konsumit privat dhe të sektorit të jashtëm të ekonomisë. Ndikimi rezultoi më i butë në disa sektorë jetikë të cilët u lejuan të vijojnë aktivitetin ekonomik për të furnizuar popullsinë me produkte dhe shërbime bazike. Paralelisht, mbyllja u shoqërua edhe me rënie të menjëhershme të ofertës së mallrave dhe të shërbimeve

në ekonomi. Impakti i dyfishtë i kësaj krize në kahun e kërkesës edhe në atë të ofertës është një karakteristikë e veçantë e saj.

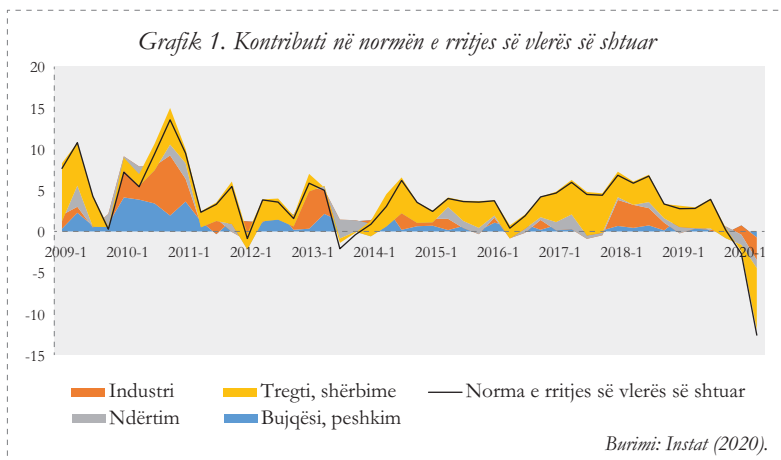
Në mungesë të aseteve financiare të kuotuar, në tregun shqiptar është e vështirë të gjendet një tregues domethënës me frekuencë raportimi ditor apo javor për të përshkruar numerikisht përmasat e goditjes së menjëhershme që pësoi ekonomia në javën e parë të mbylljes. Ndërhyrjet imediate të BSH-së dhe qeverisë bënë që edhe instrumentet e tregtueshme me frekuencë të lartë, të tregtuara e kuotuar në tregun ndërbankar, të mos e reflektonin këtë goditje në treguesit e raportuar me frekuencë javore ose mujore. Pavarësisht kësaj, shkalla e goditjes ekonomike e financiare u bë e qartë në vlerësimet e BSH-së, modelet e së cilës parashikonin një rënie drastike të prodhimit, ndalim të aktivitetit kreditues dhe përkeqësim të menjëhershëm të treguesve të shëndetit bankar e financiar.

Statistikat e publikuara nga INSTAT-i dhe BSH-ja tregojnë se goditja në treguesit e ekonomisë reale dhe në prani të masave të ndërmarra ka qenë e konsiderueshme. Referimi i fakteve të mëposhtme e ilustron këtë konkluzion.

- (i) statistikat e lëvizjeve të shtetasve gjatë muajve janar-korrik 2020 ishin më pak se gjysma e numrit të regjistruar në vitin e mëparshëm;
- (ii) eksporti (importi) i mallrave u reduktua me 16.8 (13.2)%;
- (iii) në tremujorin e dytë, vlera e udhëtimeve në bilancin e llogarisë korrente ishte 85% më e ulët se një vit më parë;
- (iv) sipas vlerësimeve të Bankës Botërore për vitin 2020 pritej një rënie e dërgesave të remitancave me 20%.

Sektorët që u goditën më së shumti si rezultat i masave kufizuese dhe parandaluese ishin sektorët më jetikë të ekonomisë, në terma të numrit të të punësuarve, numrit të ndërmarrjeve, si dhe të vlerës së shtuar, sikurse janë sektori i shërbimeve dhe i tregtisë (Grafiku 1). Këta dy sektorë përbëjnë mesatarisht 53% të totalit të vlerës së shtuar. Të dy sektorët janë të organizuar kryesisht në formën e ndërmarrjeve të vogla me 1 deri në 10 punëtorë, dhe të financiar

nga fonde vetjake¹. Gjithashtu, ndërmarrjet me aktivitet në shërbime ose tregti kanë akses të vogël ndaj huadhënies bankare. Dy arsytet dominuese për këtë janë kostot relativisht të larta të kredive për kushtet financiare të këtyre ndërmarrjeve të vogla, si edhe kushtet e tjera të ofertës së kredisë, të cilat e rritin më tej barrën financiare të financimit me hua për aktivitetin e tyre (Dushku dhe Ceca, 2019).



Rrjedhimisht, gjatë tremujorit të dytë të vitit 2020, është vërejtur një përkeqësim i pothuajse të gjithë treguesve dytësorë, i shfaqur në ulje të indekseve të besimit të bizneseve dhe konsumatorëve, ulje të shkallës së shfrytëzimit të kapaciteteve prodhuese, si dhe shtrëngim të kushteve kredituese nga sektori bankar. Të gjithë këta tregues mbështesnin skenarët për një tkurrje të thellë të PBB-së gjatë vitit 2020 me rreth -10%, e krahasueshme me rënien e thellë ekonomike të vitit 1997 (shih Grafikon 2, parashikimi i gushtit 2020).

Si rezultat i gjithë goditjeve negative në tregti, shërbime, dhe të gjithë aktivitetet e tjera ekonomike e financiare, ekonomia shqiptare u reduktua me -11% në tremujorin e dytë dhe -3.5% në tremujorin e tretë 2020. Fatmirësisht, kjo rënie rezultoi mjaft më e zbutur se në skenarët pesimistë të parashikimit. Sipas këtyre të fundit, rritja ekonomike pritej -25% gjatë tremujorit të dytë dhe -5.3% gjatë atij të tretë (Grafiku 2).

¹ Ceca dhe Dushku (2019). Rezultatet e vërtetimit të gjendjes financiare dhe huamarrëse të ndërmarrjeve mikro në Shqipëri, Banka e Shqipërisë, Material Studimor Nr. 35(74) 2019.

I. KUADRI I POLITIKAVE MAKROEKONOMIKE TË NDJEKURA NË ETAPËN E PARË TË PANDEMISË

Një rol të rëndësishëm në amortizimin e goditjeve që pësoi ekonomia gjatë pandemisë kanë masat e marra për forcimin e aftësisë së ekonomisë dhe të sistemit financiar për të përballuar goditjet. Këto masa kanë mundësuar amortizimin e goditjeve dhe kanë kufizuar transmetimin e tyre si në ekonominë reale edhe në treguesit e shëndetit financiar, siç vërehet në rezultatet aktuale më pak pesimiste kundrejt skenarëve të parashikuar për fundin e vitit 2020 dhe fillimin e vitit 2021. Edhe, statistikatat makroekonomike e financiare tregojnë se efektet e pandemisë mbi kursin e këmbimit, çmimin e instrumenteve të tregut bankar e financiar, çmimin e aseteve reale e financiare, normat e interesit në tregun financiar si edhe treguesit e stabilitetit, mbeten të kufizuara.

Fokusi i këtyre masave të ndërmarra nga Ministria e Financave dhe Ekonomisë (MFE) dhe BSH-ja ishte mbështetja e menjëhershme e ekonomisë dhe rigjallërimi i saj në një periudhë sa më afatshkurtër. Këto masa konsistuan si në drejtim të zbutjes së kushteve monetare me anë të kuadrit operacional të politikës monetare edhe në drejtim të lehtësimeve rregullative, që i mundësojnë sistemit financiar zbutjen e efekteve nga mbyllja e aktivitetit ekonomik.

Në funksion të zbutjes së kushteve monetare, Banka e Shqipërisë:

- uli normën bazë të interesit nga 1% në 0.5% në mars të vitit 2020;
- ngushtoi korridorin e mekanizmit të transmetimit të politikës monetare;
- ofroi likuiditet pa kufi, jo vetëm për sistemin bankar, por edhe për operatorët e tjerë të tregut, me qëllim stabilizimin e kushteve monetare dhe financiare; dhe
- ndërhyri në treg për të zbutur luhatjet e kursit të këmbimit, si rezultat i masave të marra për mbylljen e ekonomisë.

Në funksion të lehtësimeve rregullative dhe makroprudenciale:

- u nënshkrua një moratorium, i cili mundësonte: (i) pezullimin e përkohshëm të pagesave të kredisë për huamarrësit e prekur

- nga pandemia, fillimisht i miratuar deri në muajin qershor 2020 dhe më pas i zgjatuar deri në muajin gusht 2020; si dhe (ii) u ristrukturuan kreditë sipas aftësisë së huamarrësve të prekur nga pandemia deri në fund të 2020;
- u miratuan ndryshime rregullatore, të cilat u mundësojnë bankave të mbajnë të pandryshuar klasifikimin e kredive dhe nivelet e provigjionimit për kreditë me probleme deri në fund të 2020;
 - u pezullua alokimi i fitimit të bankave deri në fund të vitit, me qëllim që, në çdo rast të materializimit të humbjeve financiare, bankat të kenë kapital të mjaftueshëm jo vetëm për të mbuluar humbjet e tyre, por edhe për të mbështetur kredinë e re;
 - u ndërmorën masa dhe ndryshime të tjera rregullative që kishin si qëllim ruajtjen e qëndrueshmërisë së sistemit bankar dhe rritjes së kapaciteteve kredituese të sistemit bankar²;
 - u nënshkrua një marrëveshje angazhimi për një linjë repoje prej 400 milionë euro me Bankën Qendrore Evropiane (BQE), me qëllim parandalimin e mungesës së Euros në treg, si dhe uljen e cenimit të stabilitetit financiar në vend.

II. GJENDJA E EKONOMISË DHE PARASHIKIMET QË DIKTUAN KËTO POLITIKA?

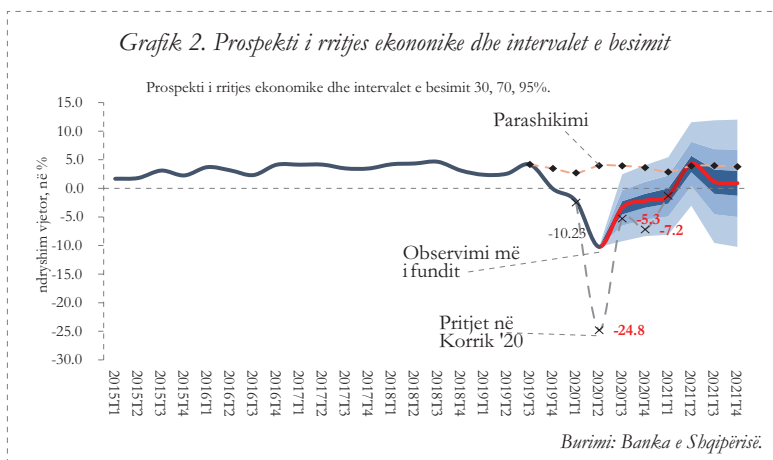
Natyrshëm, ndërmarrjet ekonomike dhe njësitë familjare e kanë ndërjetë thellë efektin në ekonominë e tyre. Rrjedhimisht, në kushtet e rënies ekonomike dhe përkeqësimit të disa treguesve, efekti pozitiv i politikave të ndërmarra mund të mos vlerësohet plotësisht. Megjithatë, nëse roli i këtyre politikave kushtëzohet dhe vlerësohet nisur nga efektet e parashikuara të goditjes në mungesë të këtyre masave të ndërmarra për mbështetjen e ekonomisë, dalin në pah efektet pozitive dhe të domosdoshme të tyre për ekonominë shqiptare. Për të hedhur më shumë dritë mbi to, do të vijoj me një përmbledhje të rezultateve që dolën nga ushtrimet parashikuese dhe vlerësuese të BSH-së. Nga këto vlerësime konstatohen efektet negative të shokut të pandemisë dhe shpërndarja në efekte të raundit të parë dhe të dytë në ekonomi e në sistemin financiar.

² Një përmbledhje e detajuar e tyre ndodhet në faqen zyrtare të Bankës së Shqipërisë: https://www.bankofalbania.org/Shtypi/Pergjigjia_e_Bankes_se_Shqiperise_ndaj_COVID-19/

III. VLERËSIMET E SKENARËVE TË BANKËS SË SHQIPËRISË NË PRAG TË PANDEMISË COVID-19

Bazuar në intuitën e përqasjes me kundërfakte³, kemi vlerësuar ndikimin që masat e marra kanë pasur në ekonomi, matur kryesisht në terma të PBB-së, inflacionit, kursit të këmbimit, kredisë dhe normës së kredive të këqija. Vlerësimi i Bankës së Shqipërisë për masat që janë marrë, është bërë duke parë diferencat midis parashikimeve të bëra nga ana jonë para dhe pas masave të marra nga institucionet kryesore, kryesisht nga BSH dhe MFE.

- Nga vlerësimet paraprake të mbështetura në përbërjen sektoriale të ekonomisë dhe vlerën e shtuar për secilin sektor, si është theksuar edhe më lart, pritej që ekonomia të pësonte një goditje negative më të madhe nga sa u realizua. Konkretisht, parashikimet mbi rritjen ekonomike në Shqipëri të bëra në gusht dhe në tetor të vitit 2020, duke marrë në konsideratë tërësinë e informacionit të disponueshëm në atë periudhë, tregojnë për një reduktim të aktivitetit ekonomik gjatë vitit 2020 me -10% (Grafiku 2).



³ Kundërfakti është rezultati i mundshëm që merret për një apo disa tregues të ekonomisë në mungesë të një mase apo një politike të caktuar.

- Supozimet kryesore të parashikimit në muajin gusht kishin të bënim me rënien e konsumit dhe të të ardhurave të emigrantëve, me uljen e investimeve totale, me kontraktimin e kërkesës së huaj, si edhe të treguesve të tjerë. Rënia e menjëhershme e këtyre treguesve vinte si pasojë e efekteve të raundit të parë që shoqëronin mbylljen e aktivitetit ekonomik, ndërsa pritej një rigjallërim i aktivitetit ekonomik më pas. Konkreisht vlerësimet e marra mbi të dhënat e familjeve, bazuar në rezultatet e Vrojtimit mbi Pasurinë e Familjeve, tregojnë se vetëm si rezultat i mbylljes së aktivitetit në mars të vitit 2020, të ardhurat totale të familjeve shqiptare u ulën me 13%-16% në vitin 2020, ndërsa konsumi agregat i familjeve u ul me 9%-11%.
- Skenarët e ndërtuar mbi të dhënat e bilanceve të familjeve treguan se ulja e të ardhurave totale të familjeve do të shoqërohej me një rritje të numrit të familjeve të varfra me 3 pikë përqindje. Një vlerësim i përafërt tregon se ulja e të ardhurave totale do të çojë në 29%-30% të familjeve në Shqipëri në kategorinë e familjeve të varfra. Në këto kushte, në mungesë të një rikuperimi të shpejtë të ekonomisë, rritja e numrit të familjeve të varfra do të kishte një efekt afatmesëm deri në afatgjatë, në rënien e të ardhurave mesatare, të konsumit të familjeve, si dhe në rritjen e ngarkesës së borxhit.
- Informacioni që vjen nga të dhënat me natyrë mikroekonomike sugjeron se janë prekur në mënyrë të drejtpërdrejtë të ardhurat e 179,084 të punësuarve (ose 32% të totalit të të punësuarve në ekonomi), si dhe të ardhurat e 113,644 të vetëpunësuarve (ose 27% e totalit të të vetëpunësuarve). Nga ana tjetër, pritej pakësim i investimeve private me 20%, rënie e kërkesës së huaj me 8%, rënie e remitancave me 20% dhe ulje e kërkesës për punë me 2.5%.
- Gjithashtu, parashikimi mbi rritjen ekonomike në muajin tetor tregonte për një ulje të PBB-së, gjatë vitit 2020, me -4.5%, duke dëshmuar për ulje të pritshmërive dhe materializim të goditjeve negative të krijuara në kulmin e kufizimeve për shkak të pandemisë. Diferenca me afërsisht 5 pikë përqindje e PBB-së në vlerë absolute midis parashikimit në gusht dhe në tetor të vitit 2020, tregon gjithashtu për ndikimin që masat e marra, si brenda dhe jashtë, kanë pasur në PBB-në dhe në treguesit e tjerë makroekonomikë dhe financiarë.

- Krahas këtyre evidencave, vlerësimet tona të bazuara në modelet ekzistuese empirike tregojnë se një rënie kaq e madhe në rritjen ekonomike do të përkthehej në një rritje të deflatorit të konsumit me 1.5 pikë përqindje dhe një dobësim të lehtë të monedhës vendase me 1.1 pikë përqindje. Lidhja e fortë ndërmjet sektorit real dhe stabilitetit financiar e bën të pashmangshëm pasqyrimin e kontraktimit të aktivitetit tregtar në rritjen e treguesve të kredive me probleme, si edhe në përkeqësimin e bilanceve të familjeve dhe të vetë sistemit bankar. Si rezultat i rënies së aktivitetit ekonomik dhe materializimit të tij do të kishim një rënie të kreditimit me 24-40%, e cila do të përkthehej në rritje të raportit të kredive të këqija me 28 dhe 65 pikë përqindje. Kjo do të sillte një rritje të provigjionimit të humbjeve nga huatë me 44-85%, duke vënë në vështirësi sistemin bankar në vend.

Prtej që ky përkeqësim të ushqente një goditje të re në aktivitetin ekonomik, duke nisur një raund të dytë goditjesh negative e që më tej do të shpërndahej në sektorët e tjerë. Në sektorin fiskal, efekti i raundit të dytë të goditjeve do të ndikonte në uljen e të ardhurave të disponueshme për përbalimin e shpenzimeve emergjente të krizës, ndërkohë që nuk kishte ende një siguri për ecurinë e pandemisë ose për vlefshmërinë e vaksinave, si dy rrugët e mundshme për hapjen e ekonomisë pa cenuar shëndetin publik⁴.

IV. KUNDËRPËRGJIGJJA E BANKAVE QENDRORE NË BOTË DHE NË SHQIPËRI

Kriza shëndetësore e shkaktuar nga COVID-19 dhe efektet e paprecedenta negative në ekonominë globale dhe në zinxhirët e prodhimit të tregtisë globale, sollën një reagim të menjëhershëm dhe të jashtëzakonshëm të bankave qendrore në botë. Qëllimi kryesor i politikave të ndërmarra ishte rritja e likuiditetit në ekonomi, si dhe sigurimi i ofertës së kredisë me kushte të favorshme në mbështetje të sektorit privat, të familjeve dhe të ekonomisë në tërësi.

Tabela 1 e Aneksit 1 paraqet në mënyrë të përmbledhur tërësinë e politikave dhe masave të marra nga disa banka qendrore në

⁴ *Këto vlerësime bazohen në punët e publikuara të BSH-së dhe si të tilla janë lehtësisht të replikueshme.*

ekonomitë e mëdha (BQE-së dhe Rezervës Federale (FED)) dhe në vende të tjera të zhvilluara ose në zhvillim, përfshirë dhe politikat e ndërmarra nga BSH-ja. Këto masa përfshijnë politikat e zbatuara masivisht nga ekonomitë e zhvilluara dhe të ndjekura edhe nga shumë nga ekonomitë në zhvillim, përfshirë edhe Shqipërinë⁵.

Goditja negative e shkaktuar nga pandemia dhe parashikimet negative të treguesve ekonomikë e financiarë diktuan angazhimin e pjesës më të madhe të listës së instrumenteve të paraqitura në Tabelën 1, Aneksi 1, në kuadër të zbatimit të politikës monetare lehtësuese dhe të garantimit të stabilitetit financiar. Banka e Shqipërisë synoi të mbështetë aktivitetin ekonomik me anë të uljes së normës bazë të interesit dhe të normave të tjera të kuadrit operacional të politikës monetare, si dhe dhënies së likuiditetit të pakufizuar për ekonominë dhe sistemin bankar.⁶

- Politika e injektimit të likuiditetit të pakufizuar me kosto të ulët fikse i shërbente zhvillimit sa më normal të ndërmjetësimit financiar në ekonomi. Ky lehtësim i aksesit në likuiditet për aktorët financiarë dhe aktivizimi i masave shtesë për relaksim e kërkesave rregullative, sikurse ishte ndalesa e pagesës së kredive, kontribuuan në amortizimin e goditjes dhe shpërndarjen në kohë të goditjes negative, në funksion të zbutjes së efektit të këtyre goditjeve dhe, eventualisht, të ruajtjes së stabilitetit financiar të sistemit bankar.
- Ndërsa mbyllja e ekonomisë synonte zbutjen e kurbës së infektiveve, relaksimi i kërkesave rregullative dhe moratoriumi për shtyrjen e kësteve të kredisë synuan zbutjen e kurbës së goditjes financiare dhe amortizimin e efekteve negative në sistemin financiar.
- Krahas praktikave dhe masave të marra në kushtet e emergjencës, BSH bashkëpunoi me aktorë të tjerë brenda dhe jashtë vendit, ku mund të veçoj bashkëpunimin me BQE-në për sigurimin e linjave REPOe në valutë apo bashkëpunimin me institucionet ndërkombëtare si FMN-ja dhe Komisioni Evropian.

⁵ Tabela 1 (në Aneksin 1) paraqet një përmbledhje të detajuar të tërësisë së instrumenteve të përdorura nga bankat qendrore të zhvilluara dhe ato të EQLJL, në përgjigje të nështirësive të krijuar nga pandemia COVID-19 në ekonomi dhe në sistemin financiar. Në disa nga ekonomitë e zhvilluara mund të jetë marrë edhe ndonjë masë e veçantë, e cila lidhet me kushtet specifike të asaj ekonomie, por që nuk është relevante për kushtet e ekonomisë shqiptare.

⁶ Një përshkrim dhe analizë e hollësishme e intuitive për masat e ndërmarra nga Banka e Shqipërisë në kuadër të pandemisë dhe efektet e këtyre masave jepet në Kapitullin 6.

Të gjitha këto masa kontribuuan në stabilizimin e kushteve monetare dhe financiare, në ruajtjen e stabilitetit financiar dhe në kufizimin e efekteve negative të tyre në ekonominë reale.

- Së pari, masat me karakter mbikëqyrës, politikat e lehtësimit të kushteve monetare, si dhe masat në funksion të stabilitetit financiar mundën të kufizojnë goditjen nga sistemi në ekonominë reale, pavarësisht goditjes së madhe në treguesit realë të ekonomisë.
- Së dyti, bashkëpunimi i imponuar dhe i pakushtëzuar me partnerë brenda dhe jashtë vendit diktoi një përballim më të mirë të efekteve negative të pandemisë, duke shmangur fenomene negative, si falimentime, tërheqje masive të depozitave nga sistemi bankar apo dështime të aktorëve financiarë. Në këtë prizëm, kjo krizë dalloj nga krizat e tjera si kriza globale e vitit 2008, kriza e borxheve sovraane të Eurozonës, krizat e bilancit të pagesave dhe kriza të tjera me implikime të theksuara makroekonomike.

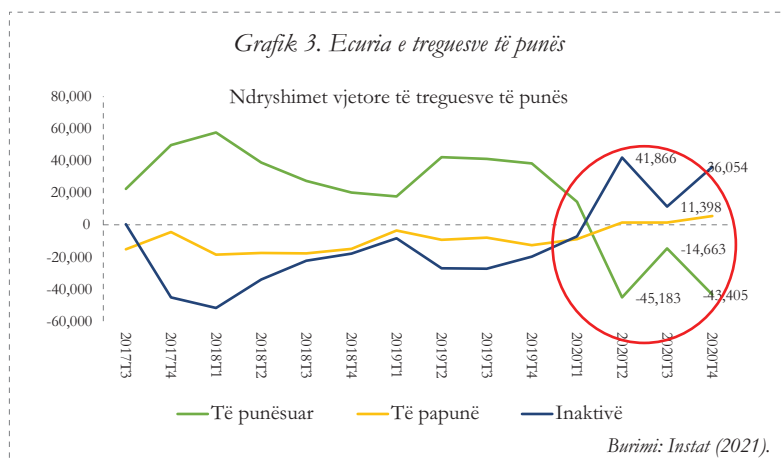
Sa i përket listës së gjatë të masave të ndërmarra nga bankat qendrore të ekonomive të zhvilluara dhe atyre në zhvillim të radhitura në tabelën e lartpërmendur, BSH-ja ka marrë të gjitha masat e mundshme për kushtet e Shqipërisë, në funksion të adresimit të krizës, duke kontribuar në ruajtjen e stabiliteti makroekonomik dhe financiar të vendit.

Së fundi, këto masa testuan instrumente të reja, të paprovuara më parë në kuadrin e politikave të bankave qendrore, ndonëse ato lindën nga nevoja për një përgjigje të menjëhershme dhe të paprecedentë. Si rezultat i këtyre masave, tashmë kuadri i politikës monetare ka evoluar dhe është rikonceptuar me elemente të reja të zbatimit të lehtësimit sasior përmes politikave të zgjerimit të bilancit. Kjo praktikë e aplikuar nga bankat e ekonomive të zhvilluara si FED-i, BQE-ja, Banka e Japonisë dhe banka të tjera qendrore, çoi në zgjerimin e bilanceve në masë të konsiderueshme. Në këtë këndvështrim, koncepti për politikëbërjen ndryshoi, duke u pasuruar me instrumente të reja dhe duke thyer kështu shumë tabu. Të marra së bashku, këto ndryshime, zhvillime të praktikës dhe të teorisë, janë një grup mësimesh të vlefshme.

V. ÇFARË NDIKIMI PATËN POLITIKAT E NDJEKURA?

Paketa e politikave të ndjekura, hapja graduale e ekonomisë në muajin qershor, lehtësimi i pjesshëm i kufizimeve si brenda dhe jashtë Shqipërisë, si dhe zgjatja e afatit të masave lehtësuese nga ana e Bankës së Shqipërisë, kontribuuan pozitivisht në reduktimin pritshmërive negative për ekonominë dhe përmirësimin e treguesve të tjerë makroekonomikë. Statistikat afatshkurtra të indeksit të shitjeve neto dhe të indeksit të fondeve të pagave tregojnë për një përmirësim të lehtë gjatë tremujorit të tretë dhe të katërt të vitit 2020. Megjithatë, normat vjetore të rritjes të këtyre indekseve për sektorët e shërbimeve, transportit, turizmit dhe industrisë nxjerrëse vazhduan të luhaten në terriore negative rritjeje përgjatë gjithë vitit 2020.

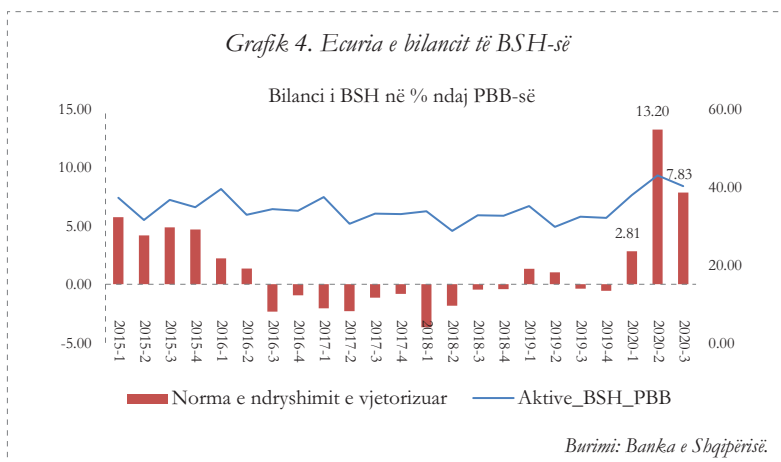
Nga ana tjetër, statistikat e punësimit gjatë mbylljes totale tregojnë se punësimi u ul me 45 mijë vende pune gjatë tremujorit të dytë 2021 krahasuar me të njëjtin tremujor të vitit 2020. Ndërsa në tremujorin e fundit të vitit 2020 rezultoi që punësimi u ul me 43 mijë vende pune, rreth 3.4% më poshtë se në tremujorin e katërt 2019, teksa paga mesatare mujore për një të punësuar ishte rritur me 1.3%.



Masat e marra nga Banka e Shqipërisë, si ulja e normës së interesit dhe ofrimi i likuiditetit pa kufi, kanë dhënë stimulim dhe nevojshëm monetar për të mbështetur funksionimin normal të tregjeve

financiare dhe për të siguruar rrjedhën e kredisë në ekonomi gjatë periudhës së mbylljes totale.

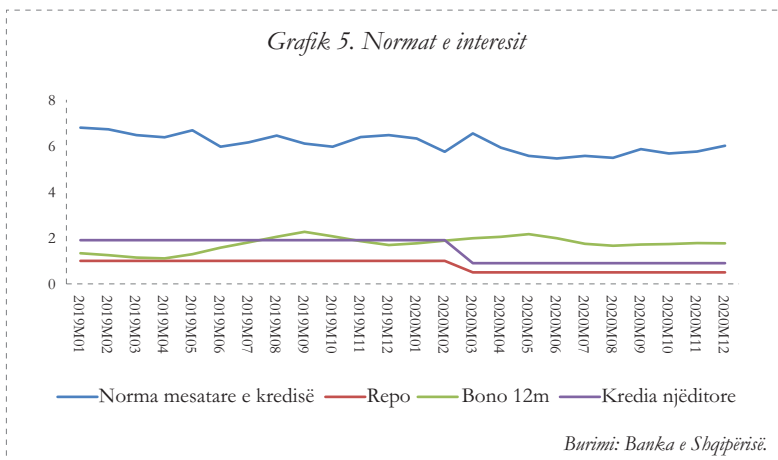
- Tregjet financiare kanë pasqyruar lehtësimin e kushteve monetare nga Banka e Shqipërisë. Koncretisht, normat e interesit të kredive edhe të depozitave për familjet dhe bizneset janë ulur mesatarisht me 0.5 pikë përqindjeje në fund të vitit 2020. Gjithashtu, zgjerimi i bilancit të BSH-së ka mundësuar stabilizimin e presioneve të likuiditetit, ndërsa kursi i këmbimit ka mbetur i qëndrueshëm. Në drejtim të plotësimit të nevojave të tregut për likuiditet afatgjatë, bilanci i BSH-së u rrit me 13.2 pikë përqindje në terma të PBB-së gjatë tremujorit II 2020, si dhe me 8 pikë përqindje gjatë tremujorit pasardhës. Ky zgjerim rezulton më i larti i vërejtur gjatë 5 viteve të fundit. Kontribut më të lartë në këtë rritje ka pasur blerja e letrave me vlerë të qeverisë.



- Masat e ndërmarra garantuan jo vetëm një vazhdimësi të funksioneve kritike të bankave, por edhe një ndërmjetësim financiar në nivele të larta. Pavarësisht goditjes së madhe që pësoi aktiviteti ekonomik, rritja vjetore e kredisë për sektorin privat rezultoi mesatarisht 6.6% në tremujorin e katërt 2020. Kjo rritje e stokut të kredisë është materializuar në kredi për biznese në lekë. Gjithashtu, gjatë tremujorit të fundit të vitit

2020 edhe totali i depozitave është rritur mesatarisht me 7.1%, e pasqyruar kryesisht në rritjen e depozitave të rezidentëve. Ky zgjerim i ndërmjetësimit financiar është materializuar pavarësisht shtrëngimit të standardeve të kredisë nga ana e bankave, veçanërisht i kushteve joçmim të kredisë gjatë tremujorit të dytë dhe të tretë të vitit 2020.

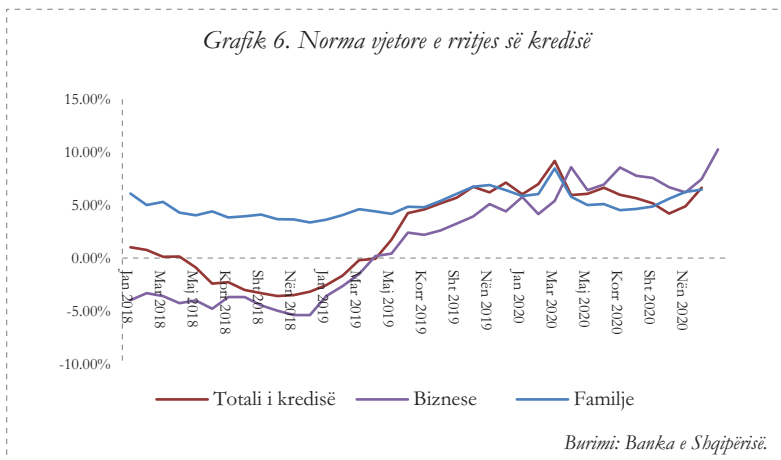
- Edhe treguesit makro të bankave dhe tregues të tjerë mikro dëshmuar për shenja të dukshme përmirësimi të perspektivës së shëndetit financiar të sistemit financiar. Bilancet e bankave në terma të kapitalizimit dhe likuiditetit paraqiten të shëndetshme, duke sinjalizuar aftësinë e tyre për të rezistuar ndaj goditjeve të raundit të parë.



Gjithashtu, vlerësimet me të dhëna mikro tregojnë se rreziku nga mospagimi i detyrimeve të familjeve ka pësuar rënie, i ndikuar kryesisht nga dy politika të ndërmarra në kushtet e pandemisë. Ulja e normës së interesit dhe shtyrja e afatit për pagesën e borxhit ndihmuar në uljen e përkohshme të këtij rreziku dhe në moscenimin e rezistencës⁷ së familjeve, duke evituar ndikimet negative që mospagimi i detyrimeve financiare të familjeve ndaj sistemit bankar në stabilitetin e sistemit financiar. Të dhënat mikro nga vrojtimet e familjeve tregojnë se pjesa dërrmuese e totalit të kredisë së marrë nga sistemi bankar zotërohet kryesisht nga familjet me të ardhura të larta dhe është kryesisht kredi e

⁷ *Memo: Vulnerabiliteti i familjeve shqiptare bazuar në të dhënat e Vrojtimin mbi Financat dhe Konsumin e Familjeve shqiptare të BSH-së (Dushku, 2020).*

kolateralizuar⁸. Vlerësohet se si rezultat i masave të marra nga BSH-ja kanë përfituar 15%-18% e familjeve që kanë marrë kredi, për të cilat rritja e ngarkesës së borxhit do të ishte një problem për shlyerjen e kësteve. Kjo do të materializohej në rritje të kredisë me probleme në të njëjtën masë.



Megjithatë, shtyrja e pagesës së kredisë mund të kishte implikime të rishpërndarjes së humbjeve, nga familjet tek bankat, nëse nuk ndodhte rigjallërimi i aktivitetit ekonomik dhe ulja e pasigurive për të ardhmen. Kjo pasi bankat, në momentin e heqjes së masave të marra, mund të përballëshin me humbje nga mosshlyerja e kredive, që do të sillte rritje të aktiveve me rrezik, rritje të kredive të këqija, duke gërryer kapitalin e tyre, rritjen e provigionimit dhe uljen e fitimit të bankave, si dhe uljen e ofertës së kredisë. Si rrjedhojë, mund të përballëshim me ngadalësim të aktivitetit ekonomik. Fatmirësisht, asnjë nga këta skenarë negativë nuk u materializuan.

Në përfundim, rritja ekonomike në vitin 2020 rezultoi -3.9%, dhe parashikohet që ekonomia të rigjallërohet në vitin 2021, duke arritur një rritje prej mbi 7% dhe vijuar me ritme pozitive edhe gjatë dy viteve në vijim. Çmimet e konsumit dhe kursi i këmbimit mbeten të qëndrueshëm

⁸ Vetëm 30% e numrit total të familjeve (ose 215,825 familje) në Shqipëri kanë të paktën një borxh. Vërebet se grupet e familjeve me të ardhurave nën percentilen e 60-të të të ardhurave janë më të ekspozuara ndaj borxhit informal. Ndërsa familjet me nivel të ardhurash mbi percentilen e 60-të të të ardhurave janë më të ekspozuara ndaj borxhit formal dhe kryesisht tek kredia hipotekare, e cila përbën afërsisht 55% të portofolit të kredisë bankare (Dushku, 2020).

dhe nuk pritet të përballen me luhatje nga faktorët e brendshëm. Sistemi bankar paraqitet i mirëkapitalizuar dhe i qëndrueshëm. Pavarësisht goditjes, efektet në treguesit e shëndetit bankar mbeten të kufizuara pa cenuar stabilitetin e tij. Megjithatë, perspektiva ekonomike në të ardhmen shoqërohet me një nivel të lartë pasigurie dhe rreziku në kahun e poshtëm. Në afatin e shkurtër, rreziqet lidhen më së shumti me evoluimin e pandemisë, me ashpërsinë dhe kohëzgjatjen e masave dhe të protokolleve të kujdesit të shëndetit, si edhe me hezitimin për konsum e investime private, për shkak të pasigurisë së shtuar. Në afatin e gjatë, rreziqet kryesore burojnë nga transformimet strukturore në ekonomi, si pasojë e ndryshimit të sjelljes së agjentëve ekonomikë pas pandemisë.

Pasiguria e lartë për të ardhmen nënvizohet gjithashtu edhe nga bilancet individuale të familjeve që tregojnë se familjet shqiptare janë shumë heterogjene në terma të të ardhurave, të pasurisë reale financiare, ngarkesës së borxhit, si edhe të rezistencës ndaj goditjeve që pësojnë të ardhurat e familjeve. Ky heterogjenitet i lartë ndikon në një transmetim digjithomogjen të politikës monetare, si dhe të goditjeve të ndryshme që mund të pësojnë bilancet dhe sjellja e familjeve.

VI. NË MBYLLJE

Siç është përmendur në hyrje, në vijim ky libër paraqet një përshkrim të ngjarjeve, vlerësim të fenomeneve dhe përmbledhje të politikave të ndërmarra nga BSH-ja në përgjigje të goditjeve negative të pandemisë. Nëpërmjet tij synohet të analizohet suksesi i këtyre politikave të kushtëzuara nga karakteristikat e ekonomisë shqiptare, nga stadi i zhvillimi të tregut financiar, si dhe nga nevoja për përshtatjen e politikave të saj me këto karakteristika.

Deri në fillim të vitit 2020, politikëbërja fokusohet kryesisht në kuptimin dhe vlerësimin e goditjeve që vinin nga fenomenet ekonomike dhe financiare. Fenomenet e tjera si ato natyrore ishin pjesë e debatit akademik në nivel hulumtimi teorik, por ende nuk ishin endogjenizuar si pjesë e objektivave të vendimmarrjes së bankave qendrore. Pandemia vuri në qendër të vëmendjes rolin e këtyre fenomeneve jofinanciare dhe nxori në pah nevojën e përfshirjes së tyre në politikëbërjen dhe

vendimmarrjen institucionale të aktorëve publikë.

Pandemia na ndërgjegjësoi për impaktin e goditjeve të menjëhershme dhe të paparashikueshme e mbi të gjitha, se këto goditje mund të na sfidojnë përtej skenarëve të zakonshëm të aplikuar në vendimmarrjen e bankave qendrore. Ajo sjell në vëmendje se problematikat të cilat prekin globin dhe që në dukje nuk lidhen drejtpërdrejt me politikat e bankës qendrore, kanë kapacitetin të shkaktojnë efekte negative shumë të rënda dhe duhet të përfshihen si pjesë e skenarëve normalë të politikës monetare e stabilitetit financiar. Konkretisht, çështjet që lidhen me problemet e mjedisit, të ngrohjes globale, të demografisë dhe me zhvillimet digjitale do të dominojnë problematikat sociale e ekonomike, si dhe zhvillimet teknologjike e politike në të ardhmen. Këto ndryshime prekin drejtpërdrejt dhe me forcë faktorët e prodhimit dhe ndikojnë produktivitetin e tyre. Si të tilla këto forca do të luajnë një rol vendimtar në stabilitetin e çmimeve dhe atë financiar në rang global, e duhet të mbeten në vëmendjen e drejtpërdrejtë të bankave qendrore si përcaktues të ekuilibrave të çmimeve dhe atyre financiarë.

ANEKS 1

Tabëlë 1: Përmbledhje e masave të ndërmarra nga bankat e tjera qendrore dhe Banka e Shqipërisë

Politikat e ndërmarra	Instrumentet	Ekonomitë e zhvilluara	Ekonomitë e vogla ose në zhvillim	Shqipëria
I. Politika monetare konvencionale	Ulja e normës bazë të interesit (nën zero në ekonomi të vogla të zhvilluara)	✓	✓	✓
	Ngushtim i korridorit të normës bazë	✓	✓	✓
II. Operacionet kredituese	Shtimi i frekuencës së REPO-ve deri në frekuenca ditore	✓	✓	✓
	Riformatim i REPOVE në (i) sasi të pakufizuar dhe (ii) kohëzgjatje deri në 5 vjet (Kroaci)	✓	✓	✓
	Lehtësim i kriterëve të kolateralit në operacionet kredituese	✓	✓	
III. Politikat makroprudenciale	Reduktim i normës së rezervës së detyrueshme		✓	
	Reduktim i Normave të Mjafueshmërisë së Kapitalit në kuadër të Bazel III	✓		
	Ulje të CCyB dhe masa të tjera lehtësuese në kuadër të plotësimit të tyre	✓	✓	✓
	Shtyrje e pagesave të kësteve të kredive		✓	✓
	Masa të tjera rregullative: <ul style="list-style-type: none"> pezullim/lehtësim i përkohshëm i kriterëve të Bazel II ose III në terma të likuiditetit, raportit kredi/kolateral (LTV); kapitalizim i dividendëve; pezullim i kriterëve të ponderimit të riskut për letrat me vlerë; zgjatje të kohës së kërkuar për plotësimin e rregulloreve jo-kritike për bankat 	✓	✓	✓
IV. Politikat monetare jo-konvencionale	Blerje të letrave me vlerë (deri në 10-15% të PBB-së) në funksion të uljes së <i>yield</i> -it kohor të letrave me vlerë të sektorit publik	✓	✓	
	Program nga qeveritë për mbështetjen e bizneseve të vogla me kredi të garantuara	✓	✓	✓

V. Ndërhyrjet në tregun valutor (NTV)	Ndërhyrje në tregun valutor (NTV) në funksion të (vlerësimit/zhvlerësimit të kursit): <ul style="list-style-type: none"> Në ekonomitë në zhvillim (Kroaci) dhe regjimet fiks të kursit (Danimarkë) NTV në formën e shitjes së valutës për të frenuar tendencat zhvlerësuese/devjuese. Efekt anësor: tharje e likuiditetit. Në ekonomitë me monedha të forta (Zvicër), të cilat shihen si “safe haven” NTV-të aplikohen për frenimin e tendencave mbiçmuese të monedhës vendase 		✓	✓
VI. SWAP	Kontrata SWAP me BQE-në ose FED-in për linja kontingjente valute, në funksion të stabilizimit të monedhës ose krizave të mundshme të bilancit të pagesave. Të gjitha vendet e Evropës Juglindore (EJL) kanë linja të tilla SWAP.		✓	✓
VII. <i>Forward Guidance</i>	Komunikim intensiv mbi politikat e marra dhe ato që priten të ndërmerren, si dhe për kohëzgjatjen e tyre.	✓	✓	✓

Zbatimi i masave në funksion të zbutjes së goditjeve nga pandemia, në shumicën e ekonomive, ka qenë përgjithësisht uniform, si përshkruhet më poshtë.

- Përveç përdorimit dhe intensifikimit të politikave konvencionale (uljes së normës së interesit, shtimit të likuiditetit dhe masat të tjera të ngjashme), bankat e vendeve të zhvilluara kanë përdorur politikat e lehtësimit sasior. Në qendër të këtyre politikave është zgjerimi i bilancit të bankave qendrore në ekonomitë përkatëse me anë të blerjes së letrave me vlerë në tregjet e kapitaleve, të emërtuara si programe të lehtësimeve sasiore. Këto praktika të lehtësimit të kushteve monetare u kthyen në instrumente të drejtpërdrejta dhe të përhershme të politikës monetare, veçanërisht në kushtet e normave të interesit afër zeros dhe të inefficiencës së mekanizmit të transmetimit të politikës monetare. Vërehet se këto banka kanë zgjeruar bilancin e tyre me 10% deri në 13.3% të PBB-së, nëpërmjet blerjes së letrave

- me vlerë të qeverisë dhe të sektorit privat ⁹.
- Bankat qendrore të vendeve të tjera në zhvillim kanë operuar, aty ku ka qenë e mundur, me anë të një zgjerimi më të ulët të bilancit të bankave, nga 0.4% deri në 5% të PBB-së.
 - Njëkohësisht, në pothuajse të gjitha vendet janë zbatuar lehtësime të përkohshme të kuadrit rregullativ të mbikëqyrjes bankare dhe politikave makroprudenciale, duke lehtësuar rregullat për kapitalin, likuiditetin, ristrukturimin e kredive e për të adresuar problematiken e stabilitetit financiar, eliminimin e kufizimeve rregullative mbi ofertën e kredisë dhe rritjen e kapacitetit kreditues të bankave.
 - Një grup tjetër i bankave qendrore kanë nënshkruar kontrata SWAP apo linja REPO-je në valutë me BQE-në dhe FED-in, si dhe kanë ndërhyrë për të zbutur luhatjet e të kursit të këmbimit, në funksion të garantimit të stabilitetit financiar në kushte turbulencash financiare.

⁹ *Analizimi i të dhënave të bilancit të BQE-së tregon që prej datës 15 mars 2020, deri në nëntor 2020, bilanci i saj është rritur me 2.0 trilionë euro, ose rreth 43% të bilancit të BQE-së. Totali i zgjerimit të bilancit të BQE-së mund të shkojë nga 2 në 3 trilionë euro nëse përfshihet edhe kredia për institucionet financiare. Kjo do të thotë një zgjerim i likuiditetit global me rreth 7% ose 11% përkundrejt nivelit të likuiditetit para pandemisë. Ky zgjerim pritet që të ketë ndikim edhe në ekonominë shqiptare, në treguesit kryesorë makroekonomikë.*

ANEKS 2

KALENDAR KRONOLOGJIK I PANDEMISË SË COVID-19 NË SHQIPËRI, 2020-2021

12 janar 2020

Organizata Botërore e Shëndetësisë (OBSH) konfirmoi se një koronavirus i ri ishte shkaku i një sëmundjeje të frymëmarrjes në një grup njerëzish në qytetin Wuhan, Provinca Hubei, Kinë.

25 shkurt 2020

Kreu i Urgjencës Kombëtare, z. Skënder Brataj, deklaroi se virusi COVID-19 nuk kishte mbërritur ende në Shqipëri. Ai prezantoi protokollin në rast se COVID-19 përhapej në Shqipëri, duke sqaruar se qytetarët që dyshojnë se janë prekur nga virusi duhet të telefononin numrin e Urgjencës Kombëtare 127.

Përfaqësues nga Ministria e Shëndetësisë dhe Mbrojtjes Sociale u takuan me Komitetin e Ekspertëve Teknikë dhe vendosën të rrisin buxhetin e spitaleve me 1 milion dollarë.

8 mars 2020

Shqipëria konfirmoi dy rastet e para me koronavirus, një baba dhe një djalë, të cilët kishin ardhur nga Firenze e Italisë.

8 mars – 3 prill 2020

Qeveria Shqiptare pezulloi fluturimet nga Italia e Veriut. Ministrja e Shëndetësisë dhe e Mbrojtjes Sociale, zj. Ogerta Manastirliu, njoftoi se kushdo që hyn në Shqipëri nga zonat e karantinuara të Italisë, do të duhet të izolohej. Ata që nuk do ta bënin këtë, do të përballeshin me ndëshkime.

8 mars 2020

Qeveria Shqiptare mbylli shkollat për 2 javë.

10 mars 2020

Në thirrjet telefonike, qytetarët u njoftuan nga kryeministri z. Edi Rama për politikën e re të bllokimit dhe këshillat mbrojtëse ndaj COVID-19.

Qeveria rriti pagat e punonjësve mjekësorë.
Të gjitha vendet publike u dezinfektuan.
Baret, restorantet, palestrat, diskotekat dhe vendet me muzikë live u mbyllën.
U ndalua qarkullimi i automjeteve private. Ushtria dhe Policia e Shtetit patrulluan rrugët, duke gjobitur qytetarët që thyenin rregullat.
U ndaluan aktivitetet fetare.

11 mars 2020

Shënohet humbja e parë e jetës nga koronavirusi në Shqipëri.

12 mars 2020

Filloi përdorimi i testeve për COVID-19. Rezultati i parë: 23 persona të infektuar.

12-16 mars 2020

U mbyllën të gjitha bankat tregtare. ATM-të ishin funksionale.

13–15 mars 2020 (Fundjavë)

Qeveria mbylli Tiranën dhe qytetet e mëdha. Lejohej vetëm aktiviteti i farmacive dhe i dyqaneve ushqimore.

15 mars 2020

Shqipëria mbylli të gjithë kufijtë e saj tokësorë deri në një njoftim të mëtejshëm.

16 mars 2020 (Fillon izolimi)

Qeveria pezulloi të gjitha fluturimet drejt dhe nga Mbretëria e Bashkuar.

Qeveria miratoi një “legjislacion urgjence” me akt normativ që hyri në fuqi pa miratim paraprak nga Parlamenti. U vendos shtetrrëhim kombëtar. Qytetarët duhet të qëndronin në shtëpitë e tyre nga ora 18:00- 6:00 e ditës pasardhëse.

17 mars 2020

Nga testimet për COVID-19 rezultojnë 55 persona të infektuar.

27 mars 2020

Qytetarët duhet të merrnin leje-dalje në platformën e-Albania, për arsye të domosdoshme, për vetëm 1 orë, në orarin 05.00-13.00.

Pensionistëve nuk u jepej leje-dalje. Personat që shkonin në punë, pajiseshin me leje të posaçme.

29 mars 2020

Qeveria Shqiptare ndihmon Italinë duke dërguar një grup prej 30 punonjësish mjekësorë në rajonin e Lombardisë.

25 prill 2020 (Faza e parë e rihapjes)

Ministrja e Shëndetësisë dhe Mbrojtjes Sociale, zj. Ogerta Manastirliu, njoftoi ndarjen e “Zonave të Kuqe” dhe “Zonave të Gjelbra”, dhe planet për lehtësimin e lëvizjes në këto të fundit. Në “Zonat e Gjelbra”, pensionistët mund të dilnin nga shtëpia në orarin 6:00 - 8:30 dhe qytetarët e tjerë në orarin 9:30 -17:30, të pashoqëruar. Makinat lejohen të qarkullojnë në orarin 9:30 - 17:30, deri në një 1 pasagjer.

26 maj 2020 (Faza e dytë e rihapjes)

Ministrja e Shëndetësisë dhe Mbrojtjes Sociale, zj. Ogerta Manastirliu, njoftoi se faza e dytë e rihapjes do të fillonte me hapjen e parashkollorëve, më 1 qershor 2020.

8 tetor 2020

Qeveria Shqiptare fal të gjitha gjobat për qytetarët që kanë shkelur masat anti-COVID-19 përgjatë 7 muajve të pandemisë dhe kthen makinat dhe patentat e bllokuara.

11 nëntor 2020

Qytetarët mund të dalin nga shtëpia në orarin 22:00-06:00, vetëm me leje në platformën e-Albania, për arsye pune të domosdoshme.

1 dhjetor 2020

Ministrja e Arsimit, Rinisë dhe Sportit, zj. Evis Kushi, njofton fillimin e procesit mësimor të alternuar online dhe në klasa.

Viti shkollor 2020 – 2021

Shkollat zhvillojnë mësim të alternuar online dhe në klasa, me turne.

2 shkurt 2021

Mbërrijnë në Shqipëri vaksinat e para anti-COVID-19 të kompanisë

BioNTech-Pfizer, të cilat u përdorën për personelin mjekësor dhe moshat më të rrezikuara.

24 shtator 2021

Fillon vaksinimi masiv.

20 gusht 2021

Ministrja e Arsimit, Sportit dhe Rinisë, zj. Evis Kushi, njofton fillimin e mësimit përsëritës në shkolla, duke nisur nga data 1 shtator 2021.

27 shtator 2021

Fillon mësimi i rregullt në shkolla.

Viti shkollor 2021 – 2022

Shkollat zhvillojnë mësim normal.

4 tetor 2021

Statistika për Shqipërinë sipas ODA (Open Data Albania):

- numri total i të testuarve: 1212575 (42.14% e popullsisë);
- numri i të infektuarve: 172001 (14.18% e totalit të rasteve të testuara);
- numri i vdekjeve: 2718;
- numri i pacientëve të shëruar: 160628;
- i infektuari në moshë më të re: 2 muajsh; në moshë më të madhe: 96 vjeç;
- popullsia totale: 2 829 741.

KAPITULLI II: ZBATIMI I POLITIKËS MONETARE DHE RËNDËSIA E STABILITETIT BANKAR NË SHQIPËRI, GJATË DY DEKADAVE TË FUNDIT

I. HYRJJE

Banka e Shqipërisë (BSH), bazuar në ligjin “Për Bankën e Shqipërisë”, është autoriteti i vetëm monetar i Republikës së Shqipërisë. Objektivi kryesor i saj është arritja dhe ruajtja e stabilitetit të çmimeve në një periudhë afatmesme. Në përputhje me këtë objektiv, ajo harton dhe zbaton politikën monetare që synon të sigurojë një kornizë gjithëpërfshirëse brenda së cilës merren vendime për nivelin e duhur të normës bazë të politikës monetare. Në këtë kuptim, BSH-ja harton dhe zbaton strategjinë e saj në mbështetje të kësaj politike.

Kjo strategji bazohet në një sërë parimesh, objektivash dhe instrumentesh të ndërmjetme që synojnë të sigurojnë një zhvillim të suksesshëm të politikës monetare. Përmes këtyre elementeve, banka qendrore ndërhyr në tregjet financiare dhe në ekonomi, për të garantuar objektivin e saj primar, stabilitetin e çmimeve.

Teoria dhe praktika botërore sugjerojnë se qëndrueshmëria e çmimeve është kontributi më i madh që banka qendrore mund të japë për të mbështetur rritjen ekonomike afatgjatë të vendit. Më konkretisht, nëpërmjet garantimit të stabilitetit të çmimeve, Banka e Shqipërisë jep një kontribut direkt në ruajtjen e ekuilibrave makroekonomikë të vendit, në uljen e primeve të rrezikut, në rritjen e qëndrueshme

ekonomike dhe në përmirësimin afatgjatë të mirëqenies, si dhe në mbështetjen e stabilitetit të sistemit financiar.

Në terma sasiorë, objektivi kryesor i Bankës së Shqipërisë, stabiliteti i çmimeve, përcaktohet në terma të ndryshimit vjetor të indeksit të çmimeve të konsumit (IÇK), të matur dhe publikuar nga INSTAT-i. Fillimisht, ky objektivi ka qenë brenda intervalit 2-4%, dhe nga viti 2006, ai u ripërkufizua si një objektivi pikësor prej 3% me një tolerancë luhatjeje prej 1 pikë përqindjeje rreth normës qendrore. Që nga viti 2015, për një ankorim më të mirë të pritjeve të inflacionit, objektivi i inflacionit në terma të çmimeve të konsumit është 3%. Vendosja e këtij objektivi është bërë në përputhje me stadin e zhvillimit të ekonomisë shqiptare, si një ekonomi e vogël dhe e hapur, bazuar në zhvillimin teknologjik të produkteve dhe përmirësimin cilësor të tyre, procesin e konvergencës drejt ekonomive më të zhvilluara dhe mbështetjen e funksionit ndërmjetësues të sistemit financiar (BSH, 2015).

Fillimisht, kuadri i politikës monetare u mbështet në regjimin e shënjestrimit monetar, i cili u ndoq deri në vitin 2009, vit në të cilin shënjestrimi i inflacionit u bë kuadri operacional i politikës monetare. Në bazë të këtij regjimi, Banka e Shqipërisë e mbështet vendimmarrjen e politikës monetare mbi një analizë të gjerë treguesish ekonomike, monetare dhe financiare, ku treguesi kryesor për vlerësimin e presioneve inflacioniste është devijimi i inflacionit të parashikuar, nga objektivi. Inflacioni i parashikuar përbën forcën shtytëse kryesore pas veprimeve të politikës monetare, ndërsa zhvillimet në treguesit e tjerë makroekonomike dhe financiare shërbejnë për të gjykuar ndikimin e tyre në stabilitetin e çmimeve.

Përgjithësisht, përqasja e politikës monetare të Bankës së Shqipërisë është e organizuar në dy shtylla, dhe është e ngjashme me qasjen e politikës monetare të Bankës Qendrore Evropiane (BQE). Në njërin anë është shtylla monetare, që tregon për rëndësinë që ka paraja dhe marrëdhënien e saj me inflacionin, për shkak se në terma afatgjatë, inflacioni është kryesisht fenomen monetar.

Ndërsa shtylla e dytë bazohet në përqasjen që rritja afatgjatë e ekonomisë përcaktohet nga faktorët realë, duke përfshirë burimet,

punën dhe kapitalin, rritjen e fuqisë punëtore dhe aftësive teknike të saj, teknologjinë etj. Në këtë drejtim, politika monetare ndihmon që nëpërmjet qëndrueshmërisë së çmimeve, ekonomia të arrijë potencialin e saj të rritjes. Në këtë prizëm, në vëmendjen e politikës monetare janë një sasi e konsiderueshme treguesish ekonomikë, monetarë dhe financiarë që japin informacionin e përshtatshëm për zhvillimet aktuale dhe të ardhshme të çmimeve, si dhe për rrezikun që i kanoset stabilitetit të çmimeve në një periudhë afatmesme.

Brenda këtij regjimi, treguesi kryesor i bilancit të presioneve inflacioniste në ekonomi është devijimi i parashikimit afatmesëm të inflacionit nga objektivi. Në vëmendje të vendimmarrjes janë edhe një numër i konsiderueshëm treguesish të tjerë që përfshijnë pritshmëritë e agjentëve ekonomikë mbi aktivitetin e ardhshëm ekonomik, vlerësimin mbi prodhimin potencial dhe hendekun e prodhimit, zhvillimet fiskale, monetare dhe financiare, zhvillimet e kursit të këmbimit, të treguesve të tregut të punës dhe zhvillimet e çmimeve të huaja, elemente këto që ndikojnë dhe përcaktojnë sjelljen e ardhshme të çmimeve.

Me një panoramë të plotë mbi zhvillimet e ardhshme të inflacionit dhe treguesve të tjerë makroekonomikë dhe financiarë, Banka e Shqipërisë synon të vlerësojë ndikimin që këta tregues do të kenë në stabilitetin e çmimeve dhe si rrjedhojë, në vendimet e saj për politikën monetare. Vlerësimet empirike kanë treguar që efektet e politikës monetare në ekonomi transmetohen me vonesë kohore që vlerësohet nga 8 deri në 12 tremujorë, prandaj politika monetare udhëhiqet nga ecuria e pritshme e inflacionit në periudhën afatmesme.

Duke qenë se vendimet për politikën monetare merren në kushte të pasigurisë që lidhen me vlerësimin e situatës aktuale dhe zhvillimet e pritshme në ekonomi, synohet që Banka e Shqipërisë të zbatojë një politikë monetare të kujdesshme, të udhëhequr nga e ardhmja që merr në konsideratë supozimet dhe kohën e vlerësimit të tyre për të siguruar një vendimmarrje të besueshme, transparente dhe të balancuar, me qëllim garantimin e stabilitetit të çmimeve.

Banka e Shqipërisë përveç objektivit kryesor ka edhe objektiva operacionale, që realizojnë lidhjen midis operacioneve të politikës

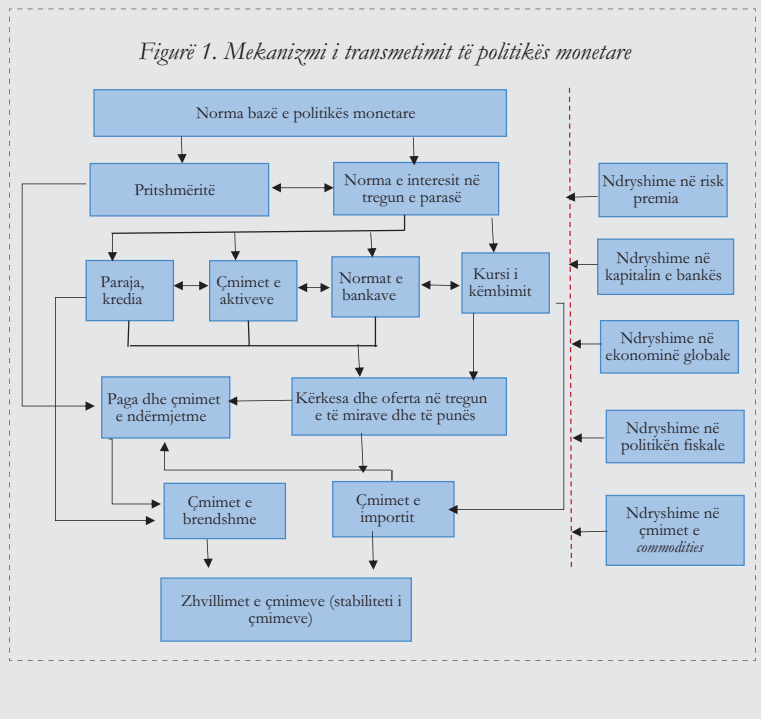
monetare dhe objektivit kryesor. Zgjedhja dhe përcaktimi i tyre bëhet në bazë të regjimit të politikës monetare, shkallës së zhvillimit të ekonomisë dhe tregut financiar. Objektivit operacional i politikës monetare të Bankës së Shqipërisë është orientimi i normave afatshkurtra të interesit të tregut ndërbankar pranë normës bazë të interesit dhe kufizimi i lëvizjeve të tyre (Dokumenti i Politikës Monetare, 2015).

Në këtë mënyrë, për të arritur objektivat e saj sasiorë dhe për të sinjalizuar veprimet e politikës monetare, Banka e Shqipërisë mbështetet kryesisht në këto instrumente: operacionet e tregut të hapur, lehtësirat e përhershme, rezerva e detyruar, menaxhimi i likuiditeti dhe implementimi i politikës monetare. Banka e Shqipërisë përdor operacionet e tregut të hapur, kryesisht me anë të marrëveshjeve të riblerjes (repo) dhe të marrëveshjeve të anasjella të riblerjeve (repo të anasjella) me afat shtatë ditë, për të ulur dhe për të rritur përkohësisht likuiditetin në sistemin bankar. Në këtë kontekst, repo (ose repo e anasjelltë) përbën normën kryesore të interesit që shpreh qëndrimin e politikës monetare të Bankës së Shqipërisë, si dhe shërben si sistem referimi për normat e tjera të interesit dhe kufizimin e luhatjeve të tyre. Supozohet se arritja e këtij objektivit rrit efektivitetin dhe transparencën e politikës monetare, duke ndihmuar në një kontroll më të mirë të normave afatgjata të interesit në ekonomi. Vizualizimi i mekanizmit të transmetimit të politikës monetare, nëpërmjet ndikimit që norma bazë e interesit ka në veçanti në inflacion dhe në treguesit e tjerë, është paraqitur në Hapësirën Informuese 1. Kjo skemë paraqet në mënyrë të thjeshtuar të gjithë procesin (që në të vërtetë është më i komplikuar dhe jolinear), por më së shumti shërben për të kuptuar dhe për të ilustruar kanalet kryesore që ndikohen nga ndryshimet e politikës monetare.

Hapësirë Informuese 1: Paraqitja skematike e mekanizmit të transmetimit të politikës monetare

Mekanizmi i transmetimit të politikës monetare është procesi nëpërmjet të cilit vendimet e politikës monetare të bankës qendrore ndikojnë ekonominë në përgjithësi dhe çmimet në veçanti. Duke qenë se në sajë të këtij procesi ndikohen një numër i caktuar treguesish ekonomikë dhe financiarë, me një vonesë kohore që shkon nga 8-12 tremujorë, është e rështurë të parashikohet efekti i saktë që vendimet e politikës monetare kanë në nivelin e çmimeve dhe në ekonomi. Përcaktimi i kësaj norme bazohet në informacionin përkatës dhe analizat e thelluara mbi ekonominë dhe faktorët kryesorë, të brendshëm dhe të jashtëm, që e ndikojnë atë.

Figura më poshtë paraqet në mënyrë skematike kanalet kryesore të transmetimit të politikës monetare, nga norma bazë e interesit tek inflacioni dhe aktiviteti ekonomik në vend. Banka qendrore, duke qenë autoriteti i vetëm i emetimit të parasë, është si rrjedhojë dhe i vetmi autoritet që përcakton normën bazë të interesit të politikës monetare, normë të cilën e ndjekin normat e tjera.



Kanalet kryesore që ajo ndikon nëpërmjet ndryshimit të normës së interesit janë:

- **Ndikimi në normat e interesit të bankave dhe të tregut të parasë:** Nëpërmjet ndryshimit të normës bazë të interesit të politikës monetare, ndikohen drejtpërdrejt normat e interesit të tregut të parasë¹ (money market rate) dhe në mënyrë indirekte, ndikohen normat e depozitave dhe të kredive që bankat u vendosin klientëve të tyre, kryesisht familjeve dhe bizneseve.
- **Ndikimi në pritsshmëritë e agentëve ekonomikë.** Pritshmëritë mbi normën bazë të interesit të politikës monetare ndikojnë normat afatmesme dhe normat afatgjata të interesit. Normat afatgjata ndikohen nga pritsshmëritë mbi normat afatshkurta të interesit.

Politika monetare mund të ndikojë pritsshmëritë e agentëve ekonomikë për inflacionin e pritshëm, si dhe ndikon në ecurinë e çmimeve. Një bankë qendrore me nivel të lartë kredibiliteti bën që pritsshmëritë e agentëve ekonomikë në lidhje me çmimet të ancorohen drejt inflacionit të shënjestruar, duke bërë që agjentët të mos i rrisin apo t'i ulin çmimet si rezultat i frikës nga një inflacion i lartë apo deflacion.

- **Ndikimi në çmimet e aktiveve.** Çmimet e aktiveve (si për shembull çmimet e aksioneve, pasurive të patundshme) dhe të kursit të këmbimit, ndikohen si rezultat i vendimmarrjes së politikës monetare, në kushtet financiare dhe të pritsshmërive të agentëve për të ardhmen. Nga ana tjetër, ndryshimet e kursit të këmbimit mund të ndikojnë direkt në inflacion, në sajë të të mirave të importuara që ndikojnë në konsum, por edhe në kanale dhe tregues të tjerë.
- **Ndikimi në vendimet për kursimet dhe investimet.** Ndryshimet e normave të interesit të depozitave dhe kredive ndikojnë në sjelljen e kursimeve dhe të investimeve të familjeve dhe të firmave. Për shembull, nëse supozojmë që çdo gjë tjetër mbetet e pandryshuar, një rritje e normës së interesit ul kërkesën për kredi nga ana e individëve për të financuar konsumin ose investimet e tyre; e kundërta ndodh kur ulen normat e interesit të kredive.

Nga ana tjetër, konsumi dhe investimet ndikohen nga ndryshimet në çmimet e aktiveve, në sajë të ndikimit që ato kanë në pasurinë dhe në vlerën e kolateralit të tyre. Për shembull, nëse çmimet e aksioneve apo të pasurive të patundshme rriten, kjo bën që individëve që i kanë ato, t'u rritet vlera, dhe si rrjedhojë të kenë ndikim në rritjen e konsumit; ndërsa kur çmimet e pasurive të patundshme ulen, kjo sjell ulje të konsumit.

¹ Tregjet e parasë janë tregjet ku tregtohen letrat me vlerë me afat të shkurtër maturimi, deri në 1 vit. Banka e Shqipërisë kryen operacione të përkohshme të injektimit ose tërheqjes së likuiditetit për orientimin e normave të interesit në tregun ndërbankar pranë normës bazë të interesit.

Gjithashtu, çmimet e aktiveve ndikojnë në kërkesën agregate edhe nëpërmjet vlerës së kolateralit, pasi rritja e tyre rrit vlerën e kolateralit dhe si rrjedhojë, ndikon huamarrësin të marrë më shumë hua dhe/ose redukton risk premiumin e kërkuar nga huadhënësit/bankat.

- ***Ndryshime në kërkesën agregate dhe në çmime.*** *Ndryshimet në konsum dhe investime do të ndryshojnë kërkesën relative për të mira dhe shërbime. Kur kërkesa agregate është më e lartë se oferta, do të kemi një rritje të çmimeve. Ndryshimet në kërkesën agregate ndikojnë kërkesën për punë dhe tregun e të mirave të ndërmjetme, të cilat mund të ndikojnë pagat dhe çmimet në tregjet respektive.*
- ***Ndikimi i ofertës së kredisë nga ana e bankave.*** *Ndryshimet e normës bazë të politikës monetare ndikojnë në koston marxhinale të bankave të sigurimit të fondeve, e cila varet nga fondet e brendshme ose kapitali i bankës. Ky kanal bëhet shumë i rëndësishëm gjatë periudhave të krizave, kur në kushtet e mungesës së kapitalit, bankat e kanë të vështirë të gjejnë fonde për ta rritur atë. Përveç kanalit tradicional të kredisë bankare, që ka të bëjë me sasinë e kredisë së ofruar nga ana e bankave, është edhe kanali i marrjes përsipër të rrezikut (risk-taking channel) që ka të bëjë me iniciativat e bankës për të ndërmarrë rreziq. Ky kanal vepron nëpërmjet dy mekanizmave. Së pari, ulja e normave të interesit rrit vlerën e aktiveve dhe të kolateralit. Në kushtet kur kjo rritje e vlerës së aktiveve është e qëndrueshme, si bankat ashtu edhe huamarrësit e tjerë mund të ndërmarrin më shumë rreziq. Së dyti, normat e ulëta të interesit i bëjnë aktivet me rreziq më tërheqëse, pasi agentët janë në kërkim të normave më të larta të kthimit. Si rezultat i këtyre dy efekteve, bankat zbusin standardet e kredisë, çka sjell një rritje të tepruar të ofertës së kredisë, që në të ardhmen sjell paqëndrueshmëri financiare.*

Krahas zbatimit të politikës monetare në përputhje me objektivin kryesor, në vendimmarrjen e saj, Banka e Shqipërisë udhëhiqet edhe nga parime të tjera. Një parim i rëndësishëm është ai i regjimit të lirë të kursit të këmbimit dhe administrimit të rezervës valutore. Ky regjim mbështetet në faktin që vlera e monedhës vendase ‘Lek’ kundrejt valutave të huaja përcaktohet lirisht në tregun e këmbimeve valutore dhe luhatjet e kursit të këmbimit reflektojnë lëvizjen e lirë të mallrave e të kapitalit në shkëmbimet tregtare dhe financiare të Shqipërisë me partnerët e saj tregtarë.

Nga njëra anë, kjo politikë i jep politikës monetare të Bankës së Shqipërisë fleksibilitetin maksimal në arritjen e objektivit të

inflacionit. Nga ana tjetër, ajo i siguron ekonomisë shqiptare një mjet të dobishëm për të përballuar goditjet e ndryshme ekonomike, duke rivendosur shpejt ekuilibrin në transaksionet tregtare me jashtë. Në përputhje me politikën monetare, si një garanci për përballimin e goditjeve të rënda në sektorin real të ekonomisë, si dhe në mbështetje të qëndrueshmërisë financiare të vendit, Banka e Shqipërisë angazhohet të ruajë një nivel të mjaftueshëm të rezervave valutore, duke respektuar njëkohësisht të dy kriteret sasiore (Banka e Shqipërisë, 2015):

- (i) ruajtjen, në afat të mesëm, të një niveli rezervash valutore të mjaftueshëm për të përballuar të paktën 4 muaj importe të mallrave e shërbimeve;
- (ii) ruajtjen, në afat të mesëm, të një niveli rezervash valutore të mjaftueshëm për të mbuluar borxhin e huaj afatshkurtër të ekonomisë shqiptare.

Në funksion të respektimit të këtyre objektivave, si dhe në mbështetje të stabilizimit dhe zhvillimit të tregjeve të brendshme financiare, Banka e Shqipërisë mund të ndërhyjë në tregun e brendshëm valutator me qëllim plotësimin e nevojave për likuiditet në monedhë të huaj, në zbatim të politikës monetare dhe asaj të kursit të këmbimit, si dhe mbulimit të nevojave të vendit në periudha krizash.

Këto ndërhyrje nuk reflektojnë politikën monetare dhe as synojnë të ndikojnë ecurinë e kursit të këmbimit. Në të njëjtën kohë, këto politika nuk cenojnë përmbushjen e objektivit kryesor të Bankës së Shqipërisë. Ndërhyrjet e Bankës së Shqipërisë në tregun valutator bëhen në përputhje me rregulloret e brendshme për ndërhyrjet, të cilat janë publike dhe transparente. Në përputhje me parimet e kuadrit të politikës monetare, Banka e Shqipërisë nuk ka asnjë angazhim konkret në lidhje me ndërhyrjet në tregun valutator, me qëllim përcaktimin e nivelit të kursit të këmbimit.

Parimi tjetër lidhet me supozimin se politika monetare mund të ketë efekte të padëshiruara në tregues të ndryshëm ekonomikë e financiarë. Mendohet se përçimi i këtyre efekteve mund të rrisë rreziqet për

stabilitetin e çmimeve në një kohë të dytë². Prandaj, në përputhje me objektivin kryesor të saj, Banka e Shqipërisë nxit, mbështet dhe promovon stabilitetin e sistemit financiar. Në këtë drejtim, Banka e Shqipërisë duke qenë autoriteti i vetëm mbikëqyrës, licencues i bankave dhe institucione të tjera financiare, nxit besimin publik tek institucionet, tregjet dhe infrastruktura financiare e brendshme, duke identifikuar dhe analizuar rregullisht rreziqet dhe kërcënimet ndaj stabilitetit financiar.

Prioritet mbetet ruajtja e likuiditetit, aftësisë paguese dhe funksionimit normal të sistemit bankar, duke u bazuar në parimet e tregut³, e cila shërben padyshim në drejtim të stabilitetit të çmimeve dhe stabilitetit makroekonomik të vendit. Kriza financiare globale e viteve 2007-2009 ritheksoi rëndësinë që qëndrueshmëria e sistemit financiar ka për ekonominë.

Në këtë drejtim, Banka e Shqipërisë luan një rol parësor në zbatim të politikës makroprudenciale, nëpërmjet së cilës banka angazhohet në vlerësimin, monitorimin dhe identifikimin e veprimeve për trajtimin e rreziqeve të sistemit financiar, me fokus të veçantë në rrezikun sistemik dhe sektorin bankar.

Aty ku është e nevojshme, mbështetur në standardet më të mira ndërkombëtare dhe në procedurat ekzistuese në vend, kjo veprimtari kryhet në bashkëpunim me autoritete të tjera publike. Gjithashtu, strategjia e politikës makroprudenciale përmban një numër objektivash të ndërmjetëm që korrespondojnë me rreziqet kryesore që ndiqen në vijimësi nga Banka e Shqipërisë. Ky proces zhvillohet paralelisht me procesin e rregullimit dhe të mbikëqyrjes së bankave dhe të subjekteve të tjera të licencuara nga Banka e Shqipërisë: (i) për të siguruar ruajtjen e shëndetit financiar dhe të stabilitetit financiar në vend; (ii) për të parandaluar krizat, si dhe për të mbrojtur depozituesit; (iii) për të monitoruar zhvillimet në treg dhe për të rekomanduar masat e nevojshme; (iv) për të nxitur disiplinën e tregut, duke kërkuar rritjen e transparencës për produktet dhe shërbimet bankare e financiare; dhe (v) për të ndikuar në zhvillimin e një konkurrence të ndershme dhe trajtim të barabartë.

² *Shih Banka e Shqipërisë (2015).*

³ *Shih Banka e Shqipërisë (2019).*

Nga ana tjetër, për të siguruar vijueshmërinë e funksioneve kritike të bankave, të sigurimit të stabilitetit financiar dhe minimizimit të kostove të taksapaguesve, që prej vitit 2017, Banka e Shqipërisë është Autoriteti i vetëm i Ndërhyrjes së Jashtëzakonshme. Në këtë rol, Banka e Shqipërisë garanton një ndërhyrje të organizuar në bankat me paafësi paguese, duke minimizuar ndikimin e mundshëm në ekonominë reale, financat publike dhe stabilitetin financiar.

Të gjitha funksionet dhe atributet që ka Banka e Shqipërisë, si një bankë qendrore moderne, i japin asaj mundësinë që brenda kuadrit ligjor, të veprojë me përgjegjshmëri, transparencë dhe kredibilitet për të arritur objektivin e saj kryesor, ata të ndërmjetëm, si dhe për të mundësuar lidhjen ndërmjet tyre.

Megjithatë, zhvillimet që çuan drejt krizës financiare globale përgjatë viteve 2007-2012, të pasuara nga tkurrja e madhe e aktivitetit ekonomik global, rihapën edhe njëherë debatin mbi veçantinë e lidhjes midis politikës monetare dhe qëndrueshmërisë së tregjeve dhe institucioneve financiare. Nga njëra anë, kriza financiare globale tregoi qartë se zhvillimet në sektorin financiar janë kritike për përcimin e efekteve të politikës monetare në ekonominë reale. Në anën tjetër, ajo tregoi se arritja dhe ruajtja e qëndrueshme e nivelit të çmimeve, në përputhje me regjimin e shënjestrimit të inflacionit, duhet të bashkërendohet në përputhje edhe me objektiva të tjerë të lidhur me kushtet makroekonomike dhe financiare. Ashtu si në shumicën e krizave bankare, kjo krizë tregoi se kur cikli i kredisë përmbysset, kushtet bankare bëhen vendimtare për transmetimin e politikës monetare.

Për më tepër, siç shprehet Albertazzi, *et al.*, (2020), lidhja midis politikës monetare dhe stabilitetit të sektorit financiar merr një rëndësi të madhe, veçanërisht, në ato vende ku sektori bankar vepron si ndërmjetësi financiar kryesor. Në këto raste, pasiguria e tij përbën pengesën kryesore për arritjen e objektivit kryesor të bankës qendrore, atë të stabilitetit të çmimeve, si dhe bëhet pengesë për nxitjen dhe mundësimin e një rritjeje të qëndrueshme ekonomike.

Literatura empirike mbi vlerësimin e lidhjes midis politikës monetare dhe stabilitetit financiar na paraqet evidenca të përziera midis tyre

(Albertazzi, *et al.*, (2020). Përgjithësisht, para krizës financiare globale, në literaturën empirike nuk gjendeshin dëshmi domethënëse që tregonin se kanali i huadhënies bankare (bank lending channel) apo kushtet e sektorit financiar nuk shërbejnë për transmetimin e politikës monetare. Një ndër arsytet e mungesës së evidencave të kësaj lidhjeje i atashohet modeleve tradicionale të analizimit të kanalit të huadhënies bankare, të cilat nuk janë në gjendje të vlerësojnë rrezikun sistemik.

Me disa përjashtime, përgjithësisht ka pasur një analizë të pakët të efekteve spirale që përçohen nga politika monetare në stabilitetin e bankës. Albertazzi, *et al.*, (2020) vunë në dukje se në lidhje me krizën financiare globale, kur cikli i kredisë përmbysset, karakteristikat bankare bëhen më vendimtare për transmetimin e politikës monetare.

Kështu pra, ekzistojnë evidenca të qarta që provojnë se heterogjeniteti midis bankave në burimet e financimit dhe nivelet e kapitalizimit nxjerrin në pah rënien e ofertës së kredisë nga disa banka, të cilat në vijim mund të kthehen në pengesë për transmetimin e politikës monetare. Gjithsesi, Bean, *et al.*, (2010), na tregon se reagimi i politikës monetare përballë kësaj situatë dhe stresit të shtuar financiar nuk ka qenë gjithmonë i njëjtë. Në disa raste, reagimi në vendet e zhvilluara ka qenë përgjithësisht asimetrik, ndërsa në vendet e tjera në zhvillim ka qenë relativisht më i madh dhe njëkohësisht jolinear⁴.

Vlerësohet se ka ende aspekte të paqarta për zbulimin e rreziqeve sistemike, të cilat kanë hapur një debat të gjerë midis politikëbërësve dhe akademikëve mbi arsyen pse stabiliteti financiar duhet të jetë objektiv i politikës monetare. Përvoja e kohëve të fundit nga shumë banka qendrore, sugjeron se për të kryer me përgjegjësi detyrën parësore në drejtim të arritjes dhe ruajtjes me sukses të qëndrueshmërisë së çmimeve, duhet të merren në konsideratë një sërë rrethanash shoqëruese brenda të cilave zhvillohen politikat dhe institucionet.

Një nga zhvillimet më problematike është prania e vazhdueshme e rreziqeve të lidhura me brishtësinë e sistemit financiar. Ky shqetësim ngre pyetjen se çfarë duhet të bëjnë bankat qendrore në rrethanat kur

⁴ *Shih ndër të tjerë Caputo (2005); dhe Floro dhe Roye (2017).*

problemet e lidhura me brishtësinë financiare vazhdojnë, ndërkohë që kushtet ekonomike kërkojnë një ndërhyrje më të shpejtë dhe më të fortë nëpërmjet politikave të duhura.

Në këtë drejtim, analizat dhe materialet kërkimore të Bankës së Shqipërisë i kanë kushtuar një vëmendje të veçantë marrëdhënies midis politikës monetare, stabilitetit financiar dhe ndërveprimit midis tyre. Ky kapitull na paraqet një pasqyrë të plotë të zbatimit të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë gjatë dy dekadave të fundit, si dhe mënyrën se si Banka e Shqipërisë ka vendosur fokusin e vendimmarrjes së saj mbi stabilitetin financiar. Kjo panoramë është dhënë nëpërmjet rezultateve të punëve kërkimore të Bankës së Shqipërisë, të plotësuar me vlerësimet përkatëse mbi funksionin e reagimit të politikës monetare në Shqipëri. Paralelisht, na krijohet një tablo e plotë me problematikat kryesore të mosfunksionimit të tij dhe karakteristikat dalluese që përbëhen nga: norma afatshkurtër e interesit⁵, si instrumenti kryesor indirekt i zbatimit të politikës monetare dhe operimi nën regjimin e shënjestrimit të inflacionit nën një kurs të lirë këmbimi.

Rezultatet empirike të vlerësimit të reagimit të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë, bazuar në rregullin e Taylor-it tregojnë se zbatimi i politikës monetare është bërë në përputhje me parimet e regjimit të shënjestrimit të inflacionit, ku qëndrueshmëria e çmimeve si objektivi kryesor mbetet në reagimin e politikës së saj.

Gjithashtu, rezultatet tregojnë se transmetimi i efekteve të politikës monetare është i lidhur ngushtë edhe me zhvillimet makroekonomike dhe financiare në vend, ku qëndrueshmëria e stabilitetit financiar është bërë një element i rëndësishëm në zbatimin e politikës monetare, kryesisht pas krizës financiare globale.

Për më tepër, rezultatet mbështesin promovimin e një politike monetare të kujdesshme, e cila e shoqëruar me politika të tjera makroprudenciale, është kontributi më i mirë që Banka e Shqipërisë mund të japë për arritjen e qëndrueshmërisë së çmimeve dhe të

⁵ *Që nga tremujori i tretë i vitit 2000, politika monetare e Bankës së Shqipërisë zbatohet nëpërmjet përdorimit të instrumenteve indirekte që përbëhen nga një normë bazë referimi, siç janë marrëveshjet e riblerjes me maturim shtatëditor, të aplikuar në ankandet e rregullta javore të Bankës së Shqipërisë, të cilat respektivisht njihen si REPO dhe REPO e anasjellë.*

rritjes ekonomike të vendit, qoftë në periudhën afatmesme, ashtu edhe në atë afatgjatë.

Kapitulli është i organizuar si më poshtë: pjesa në vazhdim jep një përmbledhje të literaturës teorike dhe empirike lidhur me marrëdhënien në kohë midis qëndrimit të politikës monetare dhe stabilitetit të sektorit financiar (bankar); më pas, paraqiten disa vlerësime mbi zbatimin e politikës monetare në Shqipëri gjatë dy dekadave të fundit dhe implikimet që rezultojnë prej tyre; pjesa e fundit bën një përmbledhje mbi gjetjet kryesore empirike dhe nxjerr në pah rrugët për hulumtime të ardhshme.

II. RISHIKIMI I LITERATURËS: ÇFARË KEMI MËSUAR DERI MË TANI?

Debati nëse banka qendrore duhet të reagojë apo jo ndaj çekuilibri meve të sektorit financiar ka qenë dhe mbetet akoma një çështje e diskutueshme gjatë dekadës së fundit. Përpara krizës financiare globale ka ekzistuar pikëpamja se politika monetare nuk duhet të reagojë ndaj lulëzimit të ciklit financiar, pasi kjo është e kushtueshme dhe mund të shkaktojë dëme të rëndësishme në ekonomi. Megjithatë, mbas krizës financiare globale janë pasuruar dhe shtuar evidencat në lidhje me rolin e stabilitetin financiar në politikën monetare në disa drejtime.

Së pari, tashmë kemi në dispozicion evidenca të shumta që na tregojnë mbi lidhjen ndërmjet rritjes së lartë të çmimit të aktiveve/kredisë dhe krizave financiare [(si Borio dhe Drehmann (2009), Schularick dhe Taylor (2012), Jordà *et al.* (2015), Brunnermeier dhe Schnabel (2016), Mian *et al.* (2017)]. Së dyti, ka një sërë studimesh te reja që na tregojnë për ekzistencën e *risk-taking channel* të politikës monetare, si p.sh. Borio dhe Zhu (2008), Adrian dhe Shin (2010), Jimenez *et al.* (2012), Dell’Ariccia *et al.* (2017)). Së treti, zhvillimet në teorinë ekonomike kanë hedhur më shumë dritë në lidhje me mënyrën se si pasosmëria e tregjeve financiare mund të ndikojë në aktivitetin makroekonomik [Classens dhe Kose (2017)]. Të gjitha sa më sipër kanë sjellë edhe njëherë në qendër të debatit rolin e politikës monetare në kuadër të stabilitetit financiar.

Prej disa dekadash, bankat qendrore në ekonomitë e zhvilluar dhe ato në zhvillim kanë si objektiv kryesor të politikës monetare arritjen dhe ruajtjen e stabilitetit të çmimeve. Ky objektiv, siç sugjeron Loayza dhe Schmidt-Hebbel (2002), përcaktohet zakonisht në ligjet e bankave qendrore në shumicën e vendeve.

Duke marrë në konsideratë zhvillimet e fundit në ekonomi, si mbas krizës financiare globale, ashtu edhe gjatë krizës së shkaktuar nga pandemia, shumica e bankave qendrore kanë modernizuar dhe përshtatur kuadrin e tyre të politikës monetare. Kjo ka bërë që përveç objektivit kryesor, bankat qendrore ta kthejnë vëmendjen e tyre edhe ndaj episodeve që lidhen me rreziqet e mundshme në sistemin financiar, të cilat do të pengonin arritjen e objektivit kryesor në një moment të dytë.

Në disa raste, bankat qendrore janë të mandatuara të ruajnë edhe qëndrueshmërinë financiare, si një objektiv të dytë të politikës së tyre. Ky objektiv shtesë është zakonisht plotësues, por ndonjëherë mund të bëhet primar, duke i detyruar politikëbërësit të optimizojnë vendimmarrjen e tyre duke bërë një ndërthurje të objektivave të cilët shpesh ndryshojnë gjatë cikleve të biznesit dhe të kredisë. Mbështetja ndaj kësaj përjasaje ndahet midis atyre që pretendojnë se stabiliteti i çmimeve është një kusht i nevojshëm dhe i mjaftueshëm për stabilitetin financiar, dhe atyre që janë më të kujdesshëm dhe që pohojnë se ai do të prirët të promovojë stabilitetin financiar.

Mester (2021) shprehet se nëse ekonomia është tashmë afër objektivave të saj të politikës monetare për punësimin maksimal dhe stabilitetin e çmimeve, atëherë vazhdimi i mbajtjes së normave shumë të ulëta të interesit për t'u afruar edhe më pranë këtyre objektivave mund të kontribuojë në një rritje të dobësive financiare. Kjo krijon mundësinë për një periudhë të ardhshme me paqëndrueshmëri financiare që mund të rrezikojë arritjen e objektivave të politikës monetare me kalimin e kohës. Megjithatë, sipas Issing (2003), luhatshmëria e lartë e inflacionit i shton problemet, duke krijuar perceptim të gabuar ndaj pritjeve të kthimeve reale në të ardhmen dhe duke u kthyer kështu në një prej faktorëve kryesorë që krijon paqëndrueshmëri financiare.

Në anën tjetër, ai përkeqëson problemin asimetrik të informacionit midis huadhënësve dhe huamarrësve. Gjithsesi, sipas këtij autori, një lulëzim i ciklit të biznesit, i shoqëruar me inflacion të lartë, konsiderohet tradicionalisht si mjedisi tipik në të cilin lulëzojnë investimet reale dhe fluskat e çmimeve të aktiveve.

Likuiditeti i tepërt i ofruar nga banka qendrore është një nga faktorët kryesorë përgjegjës për zhvillimin e standardeve të dobëta të kreditimit. Rritja e tepërt e kredisë në funksion të pritshmërive realiste të kthimit, është shpesh baza për paqëndrueshmërinë financiare. Pra, sipas tij, çmimet e qëndrueshme dhe politika monetare e fokusuar në këtë objektiv luajnë një rol të rëndësishëm që tregjet financiare të jenë të qëndrueshme, ndonëse duhet pranuar se stabiliteti i çmimeve dhe stabiliteti financiar priren të përforcojnë njëri-tjetrin në planin afatgjatë.

Një sugjerim tjetër lidhet me argumentin se nën regjimin e shënjestrimit të inflacionit, përzgjedhja e strategjisë së politikës monetare optimale ka implikime për stabilitetin financiar dhe mund të jetë vendimtare për të parandaluar krizën dhe mundësuar rimëkëmbjen e sistemit. Argumenti këtu qëndron se sipas kësaj përqsajeje, politika monetare optimale nuk mund të shmangë që ndonjëherë tendosjet në sistemin financiar të jenë të tilla që të mund të pranohen devijimet nga norma e dëshiruar e inflacionit gjatë periudhave më të shkurtra kohore, në mënyrë që të ruhet stabiliteti i çmimeve në periudhën afatmesme dhe afatgjatë.

Megjithatë, lidhur me këto pretendime, siç tregohet nga Albertazzi, *et al.*, (2020), evidencat janë të përziara. Përpara krizës financiare globale, nuk kishte ndonjë dëshmi domethënëse që tregonte se kanali i huadhënies bankare apo kushtet e sektorit financiar (bankar) ndikojnë në mekanizmin e transmetimit të politikës monetare. Kjo ndoshta edhe për faktin se modelet tradicionale që analizonin kanalin e huadhënies bankare nuk ishin në gjendje të kapnin rreziqet sistemike, por në rritje. Disa studime akademike kanë gjetur mbështetje për pikëpamjen e transmetimit të dobët, për shkak të tregjeve të pazhvilluara financiare, i cili përbën një problem më vete në vendet në zhvillim [Mishra, *et al.*, (2012)]. Studime të tjera, ndër të cilat nga Berg, *et al.*, (2013), argumentojnë se dështimet për të zbuluar

transmetimin në ekonomitë në zhvillim shpesh nxiten nga të dhënat dhe problemet metodologjike. Gjithsesi, siç shprehet Albertazzi, *et al.* (2020), me disa përjashtime, rezultatet e ndryshme pothuajse nuk e mbështesin ekzistencën e efekteve spirale (*spill-overs*) që përçojnë ndikimin e sjelljes së politikës monetare në stabilitetin e sektorit financiar (bankar). Në një rën anë, kriza financiare globale tregoi se kur cikli i kredisë përmbysset, kushtet bankare bëhen vendimtare për transmetimin e politikës monetare. Në anën tjetër, dihet se çekuilibri në sektorin financiar mund të krijohet edhe në një mjedis me çmime të qëndrueshme, të cilat nënkuptojnë se bankat qendrore duhet të jenë të vetëdijshme se stabiliteti i çmimeve nuk është kusht i mjaftueshëm për qëndrueshmërinë financiare.

Midis këtyre faktorëve të ndryshëm ka dëshmi që sugjerojnë se heterogjeniteti në kushtet e bankave (të tilla si: burimi i financimit ose niveli i kapitalizimit) theksuan rënien e ofertës së kredisë nga disa banka dhe penguan më tej transmetimin e politikës monetare. Gjithsesi, siç shprehet Bean, *et al.* (2010), dëshmitë e fundit tregojnë se reagimi i politikës monetare përballë kësaj situate dhe stresit të shtuar financiar nuk ka qenë gjithmonë i njëjtë. Në disa raste, reagimi në vendet e zhvilluara ka qenë përgjithësisht asimetrik, ndërsa në vendet e tjera në zhvillim ka qenë relativisht më i madh dhe njëkohësisht jolinear⁶.

Bean, *et al.* (2010) shpjegon se si përçimi i efekteve të politikës monetare në këtë rast kalon përmes kanalit të parasë dhe atij të kredisë për ekonominë. Përçimi i efekteve të politikës monetare sipas pikëpamjes së kanalit të kredisë, siç shprehet Stiglitz (2017), mund të funksionojë nëpërmjet dy kanaleve: kanalit të bilancit të huamarrësit dhe kanalit të huadhënies bankare. Për shembull, në këndvështrimin tradicional të rolit të parasë, një mekanizëm kyç i transmetimit të politikës monetare është kanali i normës së interesit. Banka qendrore drejton normat nominale të interesit shumë afatshkurtra për të ndikuar në normat reale të interesit afatgjatë.

Këto të fundit, nga ana e tyre, ndikojnë në nivelin e përgjithshëm të investimeve dhe konsumit. Në këtë kuptim, një politikë monetare shtrënguese prirret të rrisë normat reale të interesit dhe, për rrjedhojë,

⁶ *Shih ndër të tjerë Caputo (2009) dhe Floro dhe Roye (2017).*

koston e kapitalit për huamarrësit aktualë dhe ata potencialë. Kjo do të shkaktonte një rënie të investimeve, duke çuar në rënie të kërkesës dhe prodhimit të përgjithshëm, dhe duke sjellë kështu një efekt domino edhe tek treguesit e tjerë makroekonomikë e financiarë, dhe anasjelltas. Nga ana tjetër, shumë studime të kohëve të fundit tregojnë se efektet e politikës monetare përçohen në ekonomi në dy drejtime.

Së pari, dëshmohet⁷ se në kushtet e kurbës së ulët të *yield*-eve, agjentët ekonomikë mund të ngarkohen me një nivel më të lartë borxhi, me argumentin se niveli i tyre do të mbetet i pandryshuar për një periudhë të gjatë. Për pasojë, aftësia e tyre paguese mund të precipitohet në një rrezik potencial për rrezikun sistemik si në rastin e parë të rritjes së tyre. Kjo nënkupton se ajo çfarë vlerësohet si aftësi paguese e mirë në fillim, mund të rezultojë e keqe me rritjen e normave. Në këtë rast, duhet pranuar se ajo çfarë mund të humbasë nga rritja e normave pritet të përfitohet nga rritja e fuqisë paguese për shkak të rritjes ekonomike. Në këtë prizëm, trajektorja e normave pritet të ndodhë nëse presionet inflacioniste janë përtej objektivit të bankës qendrore, e cila siç shprehet Gross (2018) në kushtet e ulëta të normave, rritja e tyre nuk pritet të ndikojë stabilitetin e sistemit financiar.

Së dyti, sipas Rajan (2005), kostot e ulëta të financimit afatshkurtër për bankat, së bashku me kthimet e ulëta nga obligacionet qeveritare, për shkak të nivelit të ulët të kurbës së *yield*-it pranë kufirit më të ulët zero ndikojnë në marzhet më të vogla të interesit, të cilat duke qenë të gjithë treguesit e tjerë të barabartë, nënkuptojnë një ulje të përfitueshmërisë dhe në veçanti, një reduktim të të ardhurave neto nga interesi të bankave, duke nxitur kështu stimulim të tyre për të kërkuar *yield*-in më të lartë.

Disa autorë⁸ mendojnë se rentabiliteti më i ulët aktual, por edhe ai i pritshëm, prirjen të përkeqësojnë pozicionin e kapitalit të bankave dhe të dëmtojnë kapacitetin e tyre ndërmjetësues. Në njërin krahë, për të ruajtur marzhet e tyre të fitimit, bankat nxiten të rrisin artificialisht vlerën e garancisë së marrë (kolateraleve). Në anën tjetër, bankat

⁷ *Shih: Maddaloni dhe Peydró (2011); Jiménez, et al. (2012, 2014); Altunbaş, et al. (2010, 2014); dhe Dell'Ariccia, et al. (2017).*

⁸ *Van den Heuvel (2002); dhe Dell'Ariccia, et al. (2014).*

mund të reagojnë ndaj marzheve të ulëta, duke ribalancuar portofolet e tyre drejt aktiveve më të rrezikshme në kërkim të kthimeve të pritshme më të larta, të cila mund të ushqejnë rritjen e rrezikut, duke çuar në paqëndrueshmëri financiare të sektorit bankar⁹. Një mënyrë tjetër, siç shprehet Albertazzi, *et al.* (2020), në të cilën normat e ulëta të interesit mund t'i bëjnë bankat të marrin më shumë rrezik është nëpërmjet ndikimit të tyre në vlerësimet, të ardhurat dhe flukset monetare. Një ulje e normës së politikës priret t'i shtyjë bankat të rrisin në mënyrë artificiale vlerat e aktiveve dhe kolateralit, të cilat nga ana e tyre modifikojnë vlerësimet e bankave për probabilitetin e mospagimit të shkaktuar nga humbja dhe paqëndrueshmëria, duke rritur tolerancën e tyre ndaj rrezikut.

Kjo është arsyeja pse së fundmi disa studime fokusohen më konkretisht në lidhjen ndërmjet qëndrimit të politikës monetare dhe stabilitetit financiar. Qëllimi është të hetohet nëse stabiliteti financiar luan një rol në vendimmarrjen e politikës monetare. Në këtë rast, hipoteza kryesore është nëse bankat qendrore marrin parasysh stabilitetin financiar kur vendosin për veprimet e politikës monetare (vendimmarrja e normës bazë). Kjo hipotezë testohet duke prezantuar një tregues të stabilitetit financiar (qoftë një indeks i përbërë i stabilitetit financiar ose një tregues ekonomik i lidhur fort me këto zhvillime, në varësi të zgjedhjes specifike të një vendi dhe/ose metodologjisë).

III. METODOLOGJIA DHE REZULTATET EMPIRIKE

Në paradigmen e politikës monetare, ashtu siç e përmendëm edhe më lart norma e interesit është instrumenti kryesor i politikës së bankës qendrore, për arritjen e objektivit kryesor të saj. Taylor (1993), në kontributin e tij kryesor, ka propozuar një rregull të thjeshtë të përgjithshëm që njihet me emrin e tij dhe përshkruan marrëdhënien midis normës së interesit të bankës qendrore dhe objektivave të saj të lidhur me normën e inflacionit dhe nxitjen e rritjes së produktit të brendshëm bruto (PBB) në afatin e mesëm. Në njërën anë, ky rregull është interpretuar si një mënyrë për të paraprirë në kohë kahun e politikës monetare të bankës qendrore.

⁹ *Shih, Borio, et al. (2017); dhe Borio dhe Gambacorta (2017).*

Në anën tjetër, ai është vlerësuar si një politikë rregullash fikse për të udhëhequr politikën monetare, në përgjigje të ndryshimeve të kushteve makroekonomike të vendit. Gjithsesi, sot ky rregull është bërë një udhëzues popullor për të vlerësuar qëndrimin dhe performancën e politikës monetare si në rastin e ekonomive të zhvilluara ashtu edhe në rastin e atyre në zhvillim [Hofmann dhe Bogdanova (2012)]. Kjo është arsyeja pse kërkimi shkencor lidhur me të është i gjerë, duke e bërë atë metodën më popullore për të përshkruar funksionin e reagimit të politikës monetare të bankave qendrore.

Në parim, ky rregull shpreh se si banka qendrore ndryshon instrumentin e saj, normën bazë të interesit afatshkurtër, në përputhje me arritjen e objektivave të saj lidhur me: devijimin e inflacionit nga norma e dëshiruar dhe e targetuar e saj, dhe devijimin midis rritjes reale të PBB-së dhe normës potenciale të rritjes së saj. Supozimi kryesor i këtij rregulli është që banka qendrore të rrisë normën bazë të interesit për të reaguar ndaj rritjes së inflacionit përtej objektivit të saj të synuar dhe/ose kur rritja e aktivitetit ekonomik është përtej prodhimit potencial që tregon për një mbinxehje të ekonomisë dhe anasjelltas. Përgjithësisht, ky rregull njihet si rregulli i Taylor-it duke iu atribuar autorit që e propozoi këtë funksion të reagimit të politikës monetare për SHBA-në¹⁰.

Në literaturë ekzistojnë një sërë punimesh që trajtojnë në mënyrë teorike dhe empirike funksionin e politikës monetare të bankës qendrore. Është pikërisht kjo literaturë mbi të cilën jemi bazuar për të vlerësuar një funksion standard të reagimit të politikës monetare, për të parë se si ka reaguar norma bazë e interesit e Bankës së Shqipërisë ndaj ndryshimeve të inflacionit dhe të aktivitetit ekonomik ndaj nivelit të synuar. Gjithashtu, ky rregull është zgjeruar nëpërmjet përfshirjes së një treguesi të stabilitetit financiar, për të vlerësuar ndikimin që ai ka për funksionin e reagimit të politikës monetare dhe për të matur masën e reagimit të saj ndaj zhvillimeve në qëndrueshmërinë e sistemit financiar.

¹⁰ Sipas rregullit original të Taylor-it supozohet se norma bazë e politikës monetare rritet me 0.5 pikë përqindje (i) për çdo pikë përqindje të rritjes së inflacionit ndaj normës së targetuar të inflacionit (ii) për çdo pikë përqindjeje të prodhimit përtej nivelit të tij potencialit. Pra, ky rregull supozon që banka qendrore ndryshon instrumentin e saj të politikës (normën bazë) në përgjigje të devijimeve të vëzhguara të inflacionit dhe aktivitetit ekonomik nga ekuilibrat e tyre të dëshiruar afatgjatë, të cilat përfaqësohen përkatësisht nga niveli i synuar i stabilitetit të çmimeve dhe ai i rritjes së mundshme ekonomike. Në këtë drejtim, rregulli i Taylor-it parashikon gjithashtu që kur inflacioni është në objektiv dhe prodhimi është në potencial (hendeku i prodhimit është zero), banka qendrore do të vendosë normën reale të interesit bazë në 2%, krahasuar me mesataren e tij historike.

Funksioni standard për vlerësimin e reagimit të politikës monetare është paraqitur si më poshtë:

$$r_t = r^* + \beta_p (\bar{p}_t - p^*) + \beta_y (y_t - y_t^*) \quad (1)$$

Ku norma bazë e politikës monetare (paraqitet si funksion i normës natyrore të interesit, r^*), reagimit të normës së interesit ndaj devijimit të inflacionit ndaj inflacionit të targetuar dhe reagimit të normës së interesit ndaj devijimit të prodhimit nga niveli potencial i tij. Nga pikëpamja e ndërthurjes së gjetjeve empirike me trajtimin teorik të rregullit të Taylor-it, Swensson (1999) dhe Woodford (2001), nënvizojnë se ky funksion i reagimit të politikës monetare është i përshtatshëm për banka qendrore që zbatojnë regjimin e shënjestrimit të inflacionit. Sauer dhe Sturm (2007) shprehen se përfshirja, si e devijimit të inflacionit nga objektivi ashtu edhe e devijimit të prodhimit të brendshëm real nga potenciali, tregon që të dyja janë elemente të rëndësishme të reagimit të politikës monetare që ndikojnë në analizimin e rreziqeve ndaj stabilitetit të çmimeve dhe në përcaktimin e sjelljes së tij në të ardhmen.

Në këtë material, për të vlerësuar nëse politika monetare ka reaguuar ndaj ndryshimeve të hendekut të inflacionit dhe të prodhimit dhe masës përkatëse, jemi bazuar në përqsasjen e zhvilluar nga Clarida, *et al.* (1998) dhe Clarida, *et al.* (2000), që inkorporon edhe sjelljen autoregresive të reagimit të politikës monetare, e cila është në linjë me parimin që politika monetare rregullon nivelin e normave afatshkurtra drejt normës natyrore të interesit. Për më tepër, kemi vlerësuar edhe reagimin e politikës monetare ndaj çekuilibrimëve të sistemit financiar, mbështetur në modelin e propozuar nga Baxa, *et al.* (2013). Më shumë detaje në lidhje me specifikimin e funksionit optimal të reagimit të politikës monetare janë paraqitur në Hapësirën Informuese 2.

Hapësirë Informuese 2: Vlerësimi i funksionit optimal të reagimit të politikës monetare

Forma më e zakonshme e basur në literaturë në lidhje me reagimin e politikës monetare është ajo e përdorur nga Clarida, et al. (1998) dhe Clarida, et al. (2000), e cila paraqitet si vijon:

$$r_t = (1 - \beta_r) * (\beta_0 + \beta_p \hat{p}_{t+1} + \beta_y \hat{y}_{t-1}) + \beta_r r_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

β_0 , β_0 është konstante dhe shpreh nivelin optimal (ekuilibër) të normës afatgjatë të interesit. Ky njihet edhe si niveli i normës natyrore të interesit¹¹, i cili garanton përmbushjen e objektivit të bankës qendrore pa cenuar treguesit e tjerë makroekonomikë. \hat{p} kap identitetin $(p - p^*)$ dhe shpreh diferencën midis devijimit të normës aktuale të inflacionit nga niveli i tij i targetuar në periudhën t ; \hat{y} shpreh benedekun e prodhimit; r_{t-1} normës nominale të interesit për periudhën e mëparshme; β_r kap efektin e zbutjes së normës së interesit dhe i referohet mekanizmit me të cilin normat aktuale të interesit përshtaten pjesërisht drejt nivelit optimal të dëshiruar r^* , sipas identitetit $r_t = (1 - \beta_r) r_t^* + \beta_r r_{t-1}$ ¹². Vlera e koeficientit β_r ¹³ tregon sjelljen autoregresive të normës afatshkurtyr të interesit, e cila shpreh shkallën e reagimit të politikës monetare ndaj nevojës për të axhustuar nivelin e normave afatshkurtra drejt normës natyrore. Nëse vlera e tij është mjaft e lartë, atëherë kjo nënkupton një proces të ngadalshëm rregullimi; β_p dhe β_y kapin efektin e reagimit të politikës monetare në përgjigje të devijimit të normës aktuale të inflacionit dhe nivelit të prodhimit nga ai i shënjestruar, të cilët priten të kenë vlera pozitive.

Clarida, et al. (2000), bazuar në parimin themelor të rregullit të Taylor-it $\beta_p > 1$, nënkupton se norma e politikës monetare axhustohet më shpejt dhe në një masë më të madhe se norma e devijimit të inflacionit nga objektivi, përndryshe do të pritet që efekti shuarës i normës reale do të akomodonte inflacionin në mënyrë provoklike. Ky njihet edhe si kushti i stabilitetit të rregullit të Taylor-it. Sipas Mohanty dhe Klau (2004), nëse vlerësimi empirik nuk plotëson kushtin e stabilitetit, siç sugjerojnë këta autorë, është e vështirë të trajtohet rregulli i Taylor-it si udhëzues për zbatimin dhe analizimin e kësaj politike. Prandaj, kushti vendimtar për stabilitetin e këtij modeli

¹¹ Shih ndër të tjerë punimin e Markov dhe Nitschka (2013).

¹² Sipas Castelnovo (2003) është e rëndësishme të theksohet se r^* , të cilën ne e quajmë si rregulli i Taylor-it, nuk është domosdoshmërisht niveli i dëshiruar i normës së interesit, dhe në fakt norma e interesit nuk mund të arrijë kurrë r^* , për shkak se norma e inflacionit dhe niveli i prodhimit mund t'i përgjigjet lëvizjes së normës së interesit para se të arrijë r^* .

¹³ Sugjerohet që parametri zbutës të ketë një vlerë $0 \leq \beta_r \leq 1$. Nëse $\beta_r = 0$, atëherë supozohet që nuk ka inerci të normës së interesit dhe në këtë mënyrë, modeli ynë zvogëlohet në një rregull të thjeshtë Taylor.

është që vlera e β_p duhet të jetë më e madhe se 1, përndryshe kushti i stabilitetit nuk plotësohet. Së fundmi, ε_t shpreh termin e gabimit Lagrange të lidhur me rregullin e Taylor-it. Ky tregues shpreh ndryshimin midis vlerës optimale të normës së interesit të vlerësuar sipas funksionit të rregullit të Taylor-it dhe vlerës aktuale të kësaj norme. Në anën tjetër, mbështetur në sugjerimin e Brandao-Marques, et al. (2020), duke qenë se Banka e Shqipërisë synon në mënyrë aktive të mbajë normën e interesit afatshkurtër sistematikisht pranë normës së saj të politikës, atëherë termi i gabimit pritet të kapë tronditjet e vërteta të politikës monetare.

Nga pikëpamja empirike, literatura ofron edhe një sërë punimesh në të cilat rregulli i Taylor-it përdoret për të vërtetuar hipotezat mbi reagimin e politikës monetare lidhur me zhvillimet e tjera ekonomike. Në këtë aspekt, Baxa, et al. (2013)¹⁴ ofron një model të zgjeruar të këtij rregulli, i cili përveç treguesve të përfshirë tradicionalisht në rregullin e Taylor-it, si inflacioni dhe bendeuku i prodhimit, përfshin gjithashtu edhe një tregues shtesë si ai i kushteve të stabilitetit financiar (bankar). Rregulli tradicional i Taylor-it, siç shprehet Hofman dhe Bogdanova (2012), mund të mos evidentojë saktë të gjitha zhvillimet në lidhje me stabilitetin makroekonomik. Si pasojë, ai ka të ngjarë të ketë një paragjykim në rënie gjatë lulëzimit financiar dhe një paragjykim në rritje gjatë krizave financiare. Kjo mund të korrigjohet me përfshirjen e një treguesi të lidhur me këto episode krizash, për të parë nëse efekti i drejtpërdrejtë i këtij treguesi ndaj normës së interesit është cilësor në rëndësi, sikurse paraqitet më poshtë:

$$r_t = (1 - \beta_r) * (\beta_0 + \beta_p \hat{p}_{t+1} + \beta_y \hat{y}_{t-1}) + \beta_r r_{t-1} + \beta_s s_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Ku, s përfaqëson treguesin e stabilitetit financiar (bankar); β_s shpreh elasticitetin e reagimit të politikës monetare ndaj brishtësisë së sektorit financiar (bankar).

Në mënyrë të përmbledhur rezultatet janë paraqitur në Tabelën 1.

¹⁴ Kjo përqaasje është zbatuar edhe në punimet e Floro dhe Roye (2017).

Tabela 1. Rezultatet empirike për periudhën sipas përfaqjes së MPM-së

Treguesi	Kampioni							
	T1 2004 – T2 2021				T4 2008 – T2 2021			
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]
Norma natyrore e interesit β_0	1.66	3.42*	3.25*	5.12*	3.80*	2.95*	2.27*	3.42*
Axhustimi i normës bazë së interesit $\beta_{r,t-1}$	0.96*	0.96*	0.94*	0.93***	0.93*	0.94*	0.94*	0.92*
Reagimi i normës së interesit ndaj inflacionit të pritshëm, një vit më pas $\beta_{p,t+4}$	2.77*				1.39**			
Reagimi i normës së interesit ndaj inflacionit të pritshëm, një tremujor më pas (<i>forward</i>) $\beta_{p,t+1}$		2.52*		2.41*		1.86*		1.59*
Reagimi i normës së interesit ndaj inflacionit të tremujorit të kaluar (<i>backward</i>) $\beta_{p,t-1}$			1.49*				1.29*	
Reagimi i normës së interesit ndaj hendekut të prodhimit $\beta_{y,t-1}$	0.46*	0.31	0.58*	0.17	1.10**	0.21	0.21	0.62*
Reagimi i normës së interesit ndaj paqëndrueshmërisë financiare $\beta_s,t-1$				0.16*				1.0
R ² axhustuar	0.98	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99
Nr. i vëzhgimeve	67	68	68	70	48	51	51	50
Nr. i instrumenteve	13	11	13	16	13	11	13	18
SSR	3.4	2.5	2.8	3.1	2.1	1.7	1.5	1.7
Statistika J	8.2	6.1	9.5	6.6	7.2	6.8	5.9	9.0
Prob. i Stat. J	0.51	0.53	0.39	0.83	0.62	0.45	0.75	0.78

Rëndësia statistikore: * $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.10$.

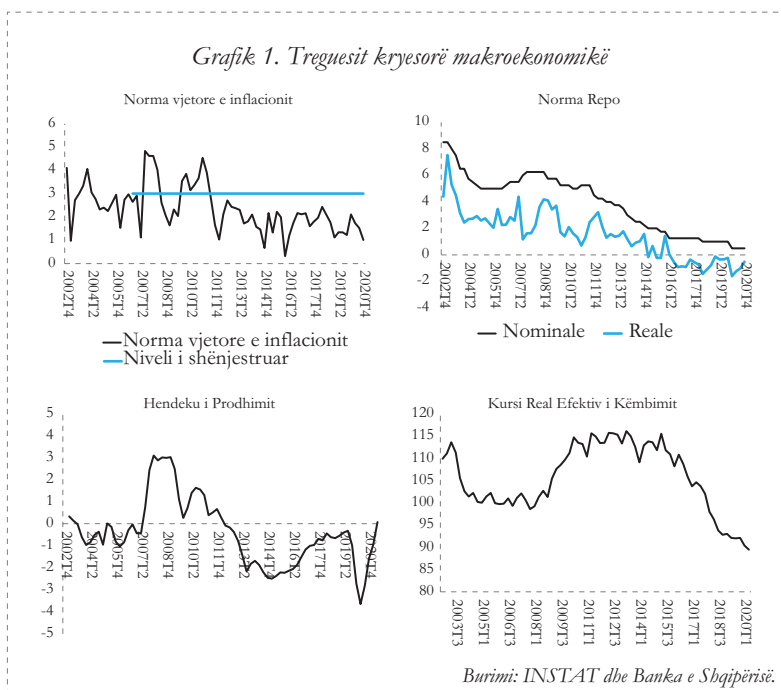
Rreshitë i fundit nënkupton vlerën e probabilitetit të testit statistikor për vlefshmërinë e instrumenteve.

SSR – Shuma në katror e gabimeve.

Burimi: Llogaritje të autorit. Shënim: Vlerësimet janë bërë me metodën e përfaqjes së GMM-së që adreson çështjen e endogjenitetit të treguesve midis njëri-tjetrit.

Për vlerësimet mbi reagimin e politikës monetare nga ana e Bankës së Shqipërisë janë marrë në konsideratë zhvillimet në normën bazë të interesit, të inflacionit dhe të prodhimit të brendshëm bruto nga viti 2004 deri në tremujorin e dytë të vitit 2021. Gjithashtu, për të parë ndikimin që çekuilibrat financiarë kanë në funksion të reagimit të politikës monetare kemi përfshirë edhe zhvillimet në këtë sektor, nëpërmjet vlerësimeve, të BSI-së (indeksi i shëndetit bankar) nga Shijaku (2016).

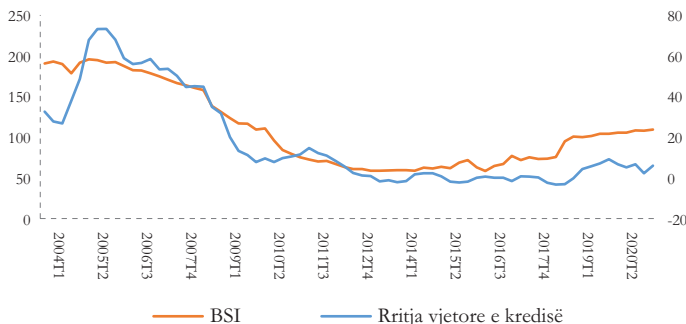
Grafikët më poshtë paraqesin një panoramë të përgjithshme të situatës makroekonomike në vend dhënë nëpërmjet treguesve kryesorë që janë përfshirë në funksionin e reagimit të politikës monetare.



Shqipëria gëzonte një rritje të lartë dhe të qëndrueshme ekonomike në fillim të viteve 2000, e mbështetur nga një zgjerim i shpejtë dhe i fuqishëm i sektorit financiar, i cili solli rritje të ndjeshme të kërkesës së brendshme agregate. PBB-ja reale u rrit mesatarisht me 6.0% ndërmjet

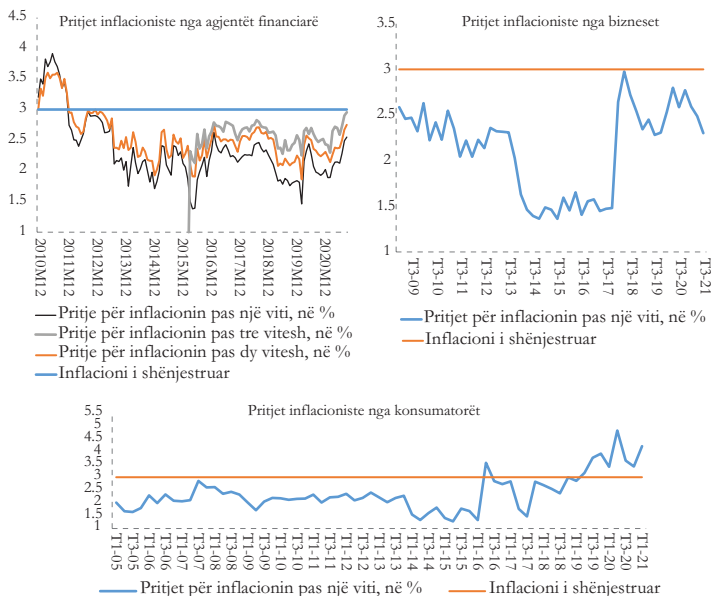
viteve 2000-2007 dhe u mbështet kryesisht nga kërkesa e brendshme dhe prodhimi i mallrave të patregueshme (Grafiku 1). Kriza financiare globale që goditi të gjithë ekonomitë botërore pati ndikimin e saj edhe në Shqipëri, kryesisht nëpërmjet efekteve të raundit të dytë, që sollën reduktim të investimeve dhe të konsumit privat.

Grafik 2. Treguesit financiarë



Burimi: Banka e Shqipërisë.

Grafik 3. Pritjet inflacioniste të agjentëve ekonomikë



Burimi: Banka e Shqipërisë.

Nga ana tjetër, kriza e borxheve në BE, niveli i lartë i pasigurisë dhe rënia e besimit së bizneseve dhe konsumatorëve, sollën rënie të kërkesës për kredi dhe ulje të remitancave, të cilat nga ana e tyre shkaktuan një zvarritje të kërkesës së brendshme edhe në vitet pas krizës. Që nga fillimi i krizës globale në vitin 2008 e në vazhdim, rritja ekonomike u ngadalësua mesatarisht në 2.4%. Gjatë dy viteve të fundit, përkatësisht 2019-2020, ekonomia shqiptare përjetoi dy goditje të forta, goditjen nga tërmeti në tremujorin e katërt të 2019 dhe kriza e shkaktuar nga COVID-19 në 2020. Në këto kushte, si rezultat i masave kufizuese të vendosura nga autoritetet për të frenuar përhapjen e virusit, ekonomia u tkurr me -3.3% gjatë vitit 2020. Kjo rënie erdhi kryesisht si rezultat i kontributit negativ të sektorit të shërbimeve dhe konsumit privat.

Të dhënat në lidhje me ecurinë e përgjithshme të çmimeve tregojnë se gjatë periudhës 2002-2011, inflacioni është luhatur mesatarisht në nivelin e 3%, brenda objektivit të Bankës së Shqipërisë (Grafiku 1). Megjithatë, ka periudha që niveli i inflacionit është përtej këtij niveli, me 1-2 pikë përqindje, devijim ky që i atribuohet kryesisht rritjes së çmimeve të lëndëve të para në tregjet ndërkombëtare. Ndërsa periudha më pas, nga viti 2012 e në vazhdim, shoqërohet me rënie të nivelit të inflacionit, mesatarisht në nivelin e 1.7%, poshtë nivelit të shënjestruar të bankës qendrore. Zhvillimet në nivelin e çmimeve reflektojnë si zhvillimet në mjedisin e brendshëm makroekonomik, ashtu edhe atë të jashtëm. Nga ana tjetër, kjo rënie e nivelit të përgjithshëm të çmimeve është shoqëruar edhe me rënie të pritshmërive të agjentëve ekonomikë në lidhje me inflacionin e pritshëm (Grafiku 3).

Përsa i përket zhvillimeve në sektorin bankar, ky sektor ka rritur ndjeshëm intensifikimin e ndërmjetësimit financiar, kryesisht pas vitit 2004, si rezultat edhe i privatizimit të plotë të sistemit bankar dhe rritjes së pranisë së bankave private me kapital evropian. Deri para krizës financiare globale, normat vjetore të rritjes së totalit të kredisë kanë qenë mesatarisht mbi 40%. Ndërsa pas krizës financiare globale, kjo dinamikë ndryshoi, ku normat e rritjes së kredisë u ngadalësuan ndjeshëm, madje arritën edhe në nivele negative.

Ky ngurtësim i kreditimit erdhi si rezultat jo vetëm i rënies së kërkesës për kredi, por edhe i ofertës kryesisht ndaj bizneseve, ndikuar më së

shumti, por jo vetëm, nga stoku i lartë i kredive të këqija që arriti nivelin 23% në vitin 2013. Një ripërtëritje e kredisë vërehet gjatë vitit 2019 e në vazhdim, mbështetur kryesisht nga kredia në Lek dhe ndaj individëve. Nga ana tjetër, të dhënat mbi normën bazë të interesit tregojnë se Banka e Shqipërisë ka reaguar në funksion të ruajtjes së stabilitetit të çmimeve që është objektivi i saj kryesor.

Kështu, në periudhën kur inflacioni i parashikuar ka qenë mbi nivelin e shënjestruar (Grafiku 1), BSH-ja ka rritur normën bazë të interesit, e anasjella ka ndodhur kur niveli i pritshëm i inflacionit ka qenë nën nivelin e targetuar. Të dhënat e mësipërme pasqyrojnë disa nga treguesit, të cilët merren në konsideratë në procesin e vendimmarrjes së politikës monetare, që siç e pohuam edhe më sipër, vepron në një mjedis më kompleks, subjekt të goditjeve të ndryshme, si nga ana e kërkesës ashtu edhe nga ana e ofertës.

Për të parë se si Banka e Shqipërisë ka reaguar nëpërmjet normës bazës së interesit, si dhe rëndësinë që i ka kushtuar zhvillimeve në sistemin bankar, para dhe pas krizës financiare globale, në Tabelën 1 (Hapësira Informuese 2) janë paraqitur rezultatet mbi funksionin e reagimit të politikës monetare, bazuar në specifikime të ndryshme.

Në vijë të përgjithshme, pavarësisht specifikimeve, rezultatet tregojnë që Banka e Shqipërisë i ka kushtuar vëmendje të veçantë arritjes së objektivit të saj parësor të stabilitetit të çmimeve. Rezultatet tregojnë që Banka priret të përdorë instrumentin e normës bazë të interesit për të ankoruar në radhë të parë presionet inflacioniste drejt nivelit të tij të shënjestruar, si para edhe mbas krizës financiare globale, në përputhje me parimet e regjimit të shënjestrimit të inflacionit. Për më tepër, rezultatet konfirmojnë përçimin e efektit të normës bazë të interesit nëpërmjet mekanizmit të transmissioinit të politikës monetare. Rezultatet e tjera konfirmojnë se Banka e Shqipërisë tregon një vëmendje të rëndësishme edhe ndaj treguesve të tjerë makroekonomikë dhe financiarë. Kjo përqsje konfirmohet veçanërisht në rastin e zhvillimeve lidhur me hendekun e prodhimit dhe të çekuilibrave të sektorit bankar. Sjellja e saj ndaj këtyre treguesve është e drejtpërdrejtë dhe kryesisht prociklike. Në njërën anë, kjo nënkupton se Banka e Shqipërisë priret të rrisë normën bazë të interesit për çdo shmangje të nivelit të prodhimit mbi potencialin

e tij, si dhe rritje të çekuilibrave financiarë, me qëllim që ato të mos cenojnë stabilitetin bankar dhe objektivin e stabilitetit të çmimeve.

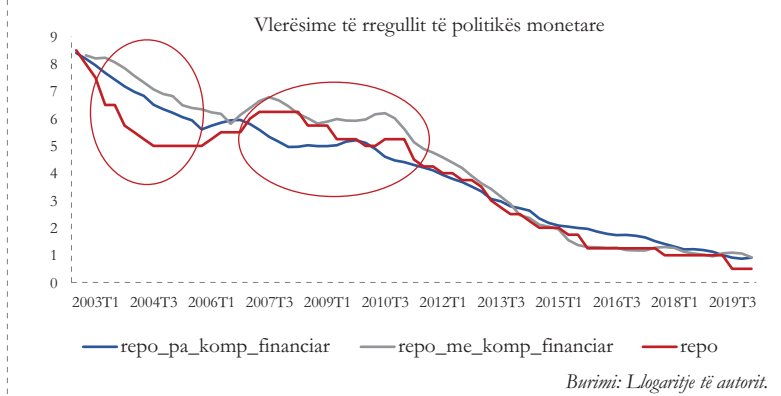
Edhe pse me një lidhje më të moderuar, gjetjet konfirmojnë se përçimi i efektit të këtyre kanaleve ndaj trajektores së normës së interesit është forcuar akoma më tepër pas krizës financiare, ku stabiliteti bankar është bërë kanali i dytë më i fortë pas atij të lidhur me normën e inflacionit. Ky rezultat tregon se vendimmarrja e politikës monetare për normën e interesit është e lidhur ngushtë jo vetëm me zhvillimet në nivelin e çmimeve, por edhe me zhvillimet makroekonomike, e veçanërisht me ato të tregjeve financiare dhe bankare. Kjo do të thotë se ky sektor pritet të luajë një rol edhe më domethënës në përcaktimin e trajektores së normës afatshkurtër të interesit dhe sjelljen e politikës monetare në të ardhmen.

Megjithatë, madhësia e secilit tregues është relativisht më e vogël se koeficienti i lidhur me treguesin e presioneve inflacioniste. Kjo dëshmon se politika monetare reagon ndaj objektivave të tjerë dytësorë, por gjithsesi vëmendjen më të madhe e merr shmangia e normës së inflacionit nga niveli i shënjestruar i tij. Kjo konfirmon se ankorimi i pritjeve inflacioniste mbetet prioriteti kryesorë i Bankës së Shqipërisë. Pra, edhe vendimmarrja dhe strategjia e saj e zbatimit të politikës monetare pasqyrojnë këtë objektiv.

Në Grafikonin 4 kemi paraqitur normën nominale të interesit Repo, si dhe parashikimin e përfutur në sajë të modelit ku është i përfshirë edhe treguesi i çekuilibrave financiarë përkatësisht `repo_pa_komp_financiar` dhe `repo_me_komp_financiar`. Paraqitja grafike vizualizon atë çfarë rezultateve e paraqitura na tregojnë në Tabelën 1. Interpretimi i rezultateve duhet bërë me kujdes pasi reagimi i normës së interesit është gjykuar mbi vlerat historike të treguesve dhe jo me vlerat e parashikuara në momentin kur është marrë vendimi, për ta afuar më shumë lexuesin me vendimmarrjen e politikës monetare.

Para krizës financiare globale, vërehet që Banka e Shqipërisë i ka kushtuar më shumë vëmendje devijimeve të inflacionit ndaj nivelit të shënjestruar, duke bërë që ecuria e normës Repo të jetë e ngjashme me atë të `repo_pa_komp_financiar`, por edhe më e ulët, gjë që tregon për përparësinë që ka objektivi i inflacionit. Ndërsa gjatë krizës financiare,

Grafik 4. Norma nominale e interesit dhe vlerësimet sipas rregullit të Taylorit



vërehet që norma Repo, duke marrë në konsideratë edhe ndikimet që kanë zhvillimet në sistemin financiar në funksionin e reagimit të politikës monetare, ndjek më së shumti repo_me_komp_financiar. Periudha gjatë krizës financiare dhe në vazhdim tregon për një vëmendje më të shtuar ndaj zhvillimeve në sistemin financiar, gjithmonë duke pasur parësore zhvillimet në nivelin e përgjithshëm të çmimeve.

Megjithatë, siç e përmendëm edhe më lart, zhvillimet në normën bazë të interesit të politikës monetare reflektojnë reagimet ndaj parashikimeve mbi treguesit kryesorë si inflacioni, prodhimi i brendshëm bruto dhe çekuilibrat financiarë, të cilët përcaktohen në kushte të larta pasigurie. Nga ana tjetër, Banka e Shqipërisë, që mbas krizës financiare bankare, ka forcuar jo vetëm procesin mbikëqyrës dhe rregullator, por udhëheq edhe politikën makroprudenciale¹⁵. Kjo politikë fokusohet në përforcimin e kornizës për vlerësimin e rrezikut sistemik; ndërtimin e kornizës për përshtatjen e instrumenteve/ mjeteve të politikës makroprudenciale, si dhe të zhvillojë kapacitetet për vlerësimin e ndikimit të instrumenteve të kësaj politike në rastin

¹⁵ Dokumenti i Strategjisë së Bankës së Shqipërisë për politikën makroprudenciale është miratuar në muajin gusht 2017 dhe ofron një kornizë të përgjithshme operationale për zbatimin e politikës makroprudenciale. Kjo strategji synon: a) të krijojë lidhje mes objektivit përfundimtar të politikës makroprudenciale dhe të objektivave të ndërmjetëm e instrumenteve makroprudenciale; b) të themelojë një kornizë të shëndetshme për zbatimin e instrumenteve makroprudencial, duke përfshirë treguesit për monitorimin e ecurisë së rrezikut sistemik dhe për udhëzimin e vendimeve të lidhura me zbatimin, rikalibrimin ose çaktivizimin e instrumenteve makroprudenciale; c) të shpjegojë procesin e vendimmarrjes, si edhe procesin e komunikimit ndërinstitutional dhe publik në Bankën e Shqipërisë, në lidhje me zbatimin e politikës makroprudenciale.

e Shqipërisë. Elemente këto të cilat nuk janë të përfshira drejtpërdrejt në vlerësimin e reagimit të politikës monetare, por ndikimi i tyre është marrë në mënyrë indirekte nga impakti në treguesin e shëndetit bankar.

IV. VËREJTJE PËRFUNDIMTARE

Zhvillimet që çuan në krizën financiare globale që shpërtheu në vitin 2007 dhe turrja e madhe e aktivitetit ekonomik global që pasoi më pas rihapën edhe njëherë debatun mbi veçantinë e lidhjes midis politikës monetare dhe stabilitetit të tregjeve dhe institucioneve financiare. Në një rën anë, kriza tregoi qartë se zhvillimet në sektorin bankar janë kritike për përçimin e efekteve të politikës monetare në ekonominë reale. Në anën tjetër, ajo tregoi se arritja dhe ruajtja e qëndrueshme e nivelit të çmimeve, në përputhje me regjimin e shënjestrimit të inflacionit, duhet të bashkërendohet në përputhje edhe me objektivat e tjerë të lidhur me kushtet makroekonomike dhe financiare në vend.

Ashtu si në shumicën e krizave bankare, kjo krizë tregoi se kur cikli i kredisë përmbysset, kushtet bankare bëhen vendimtare për transmetimin e politikës monetare. Kjo mbështetet edhe nga eksperiencia e bankave të tjera qendrore që dëshmojnë se vëmendja e tyre kryesore përqendrohet në arritjen dhe ruajtjen e stabilitetit të çmimeve, por edhe në tregues të tjerë makroekonomikë dhe financiarë, të cilët mbeten gjithashtu domethënës.

Për këtë qëllim, ky punim paraqet një vlerësim empirik, i cili bazohet në parimet standarde të rregullit të Taylor-it, në rastin e një ekonomie të vogël, të hapur e në zhvillim si Shqipëria, për të parë nëse zhvillimet e lidhura me stabilitetin financiar (bankar) janë të rëndësishme për politikën monetare. Në të njëjtën kohë, shikohet nëse banka qendrore reagon ndaj ndryshimeve të inflacionit dhe hendekut të prodhimit dhe ankorimeve të tjera ekonomike, në një mënyrë të qëndrueshme dhe të parashikueshme.

Rezultatet e gjetura në rastin e analizimit të politikës monetare sipas përqsjes së Rregullit të Taylor-it japin një përshkrim empirik thellësisht të qartë mbi sjelljen e Bankës së Shqipërisë në raport me vendimmarrjen e saj. Rezultatet tregojnë se funksioni i reagimit të

politikës monetare të Bankës së Shqipërisë është orientuar drejt arritjes së objektivit të saj kryesor, stabilitetit të çmimeve. Njëkohësisht, rezultatet tregojnë që në vëmendje të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë janë edhe objektiva të tjerë, si qëndrueshmëria e sistemit financiar, cenueshmëria e të cilit do të pengonte arritjen e objektivit kryesor në një kohë të dytë.

Më konkretisht, rezultatet empirike tregojnë se Banka e Shqipërisë reagon në mënyrë të rëndësishme, duke rritur normën bazë të interesit në përgjigje të devijimeve të pritshme të inflacionit, në përputhje me arritjen e objektivit të saj kryesor sipas parimeve të regjimit të shënjestruar dhe anasjelltas. Gjithashtu, vlerësimet tregojnë se zhvillimet financiare janë të rëndësishme për reagimin e politikës monetare, kryesisht pas periudhës së krizës financiare globale. Kjo konfirmon se Banka e Shqipërisë reagon në mënyrë të rëndësishme për të zbutur rreziqet që kërcënojnë stabilitetin e sistemit financiar (bankar), të cilët cenojnë arritjen dhe ruajtjen e stabilitetit të çmimeve, si dhe stabilitetin makroekonomik.

Rezultatet e gjetura në rastin e analizimit të politikës monetare janë thellësisht të rëndësishme edhe nga pikëpamja e implikimeve të vendimmarrjes. Në këtë kuptim, rëndësia e gjetjeve empirike që mund të nxirren nga ky punim janë domethënëse në dy drejtime.

Së pari, rezultatet mbështesin faktin se sjellja e politikës monetare e Bankës së Shqipërisë është racionale dhe përcaktohet nga zbatimi i parimeve të një rregulli të thjeshtë dhe të qartë. Këto parime i japin më tepër peshë arritjes së objektivit kryesor, pa cenuar treguesit e tjerë makroekonomikë. Kjo përqaasje e saj mbetet e pandryshuar pavarësisht ndodhisë së krizës financiare.

Në njëërën anë, kjo tregon se përfshirja e pritjeve ndaj këtyre treguesve në vendimmarrjen e politikës monetare ka një peshë më të madhe. Në anën tjetër, fortësia e rezultateve empirike, e konfirmuar si para krizës financiare dhe pas saj, është dëshmi se angazhimi i bankës për arritjen e objektivave të saj është i pandryshueshëm. Kjo nënkupton se banka qendrore mbetet e angazhuar në përmbushjen e objektivit të saj kryesor sipas parimeve të një rregulli. Në njëërën anë, parimet e këtij rregulli i japin peshë më shumë arritjes së objektivit kryesor të lidhur

me nivelin e inflacionit. Në anën tjetër, ato pasqyrojnë objektivin e Bankës për të garantuar një rritje ekonomike të qëndrueshme dhe një sistem financiar të shëndoshë.

Zbatimi i parimeve të rregullave të qarta është një element mjaft i rëndësishëm për bankën qendrore për të komunikuar më mirë synimet e saj të politikës monetare në të ardhmen, duke e bërë orientimin e vendimmarrjes së saj në të ardhmen lehtësisht të kuptueshëm dhe të pritshëm edhe nga agjentët ekonomikë. Nga ana tjetër, siç nënvizon dhe Woodford (2003), kjo përjasje jep kontribut më të madh në menaxhimin e pritjeve të sektorit privat, nëpërmjet ankorimit të pritshmërive të agjentëve ekonomikë me objektivin e bankës qendrore, duke ulur njëkohësisht dhe pasigurinë në treg.

Kjo sfidë e bankës qendrore kapërcehet në sajë të rritjes së besimit të publikut ndaj aftësisë së bankës qendrore për të arritur këtë objektiv, që sigurohet me rritjen e pavarësisë, përgjegjshmërisë, besueshmërisë dhe transparencës. Një element padyshim i rëndësishëm ka të bëjë jo vetëm me përmirësimin e kanaleve të komunikimit, por edhe me rritjen e kapitalit human në përmirësimin e proceseve analitike dhe kërkimore ndaj fenomeneve aktuale dhe atyre të pritura.

Së dyti, dhe më e rëndësishmja, rezultatet tregojnë se mbështetja e vendimmarrjes së Bankës së Shqipërisë në axhustimin e normës të interesit, brenda hapësirës së mbetur për të operuar nëpërmjet këtij instrumenti, mbetet përsëri një përjasje mjaft e rëndësishme për arritjen e objektivave kryesorë. Gjithsesi, siç sugjerohet nga Bailey, *et al.*, (2020a), sfidat pas periudhës së krizës financiare globale, e veçanërisht pas asaj të pandemisë, nënkuptojnë se vendimmarrësit duhet të jenë të përgatitur për të reaguar me vendosmëri dhe shpejt ndaj të papriturave, duke përdorur të gjitha instrumentet që kanë në dispozicion, si dhe të zgjerojnë gamën e instrumenteve të tjera alternative.

Siç shprehet Albertazzi, *et al.*, (2021), ekziston një element kyç për politikëbërjen e bankës qendrore nga pikëpamja e perspektivës për të ardhmen, i cili lidhet me nevojën për të kuptuar më mirë faktorët themelorë që nxisin kreditimin dhe çekuilibrat financiarë. Prandaj, me rëndësi është që modelimi i ciklit të kredisë të përfshijë jo vetëm

elemente strukturore, por edhe elemente të tjera që kanë të bëjnë me konkurrencën, rregullimin, inovacionin financiar dhe ndërmjetësimin nga institucionet financiare jobankare. Kjo kërkon nga ana e bankës qendrore, që të përcaktojë kuadrin e duhur institucional për të minimizuar disa nga aspektet e padëshiruara që rezultojnë nga lidhja midis stabilitetit të çmimeve dhe stabilitetit financiar. Gjë që sugjeron forcimin e mbikëqyrjes efektive dhe rezolutave për zgjidhjen e shpejtë të ngërçeve të institucioneve financiare, si dhe përfshirjen e një game më të gjerë mjetesh apo instrumentesh makroprudenciale.

Së fundi, por jo më pak e rëndësishme, është thelbësore të kemi parasysh kufizimet që lidhen me përqsasjen e ndjekur në analizën e këtij punimi. Në njërën anë, parimet e rregullit të Taylor-it nuk pasqyrojnë saktë rolin e instrumenteve të tjera të politikës monetare jotradicionale, p.sh. politikat e lidhura me bilancin kontabël të bankave ose ato të ndërhyrjes në kursin e këmbimit etj. Në anën tjetër, analiza e këtij punimi mbështetet duke pranuar si të mirëqenë supozimin tonë kryesor se sjellja e politikës monetare të bankës qendrore ndaj goditjeve të lidhura me objektivin e saj parësor dhe më gjerë, është lineare dhe simetrike.

Kjo nënkupton se reagimi i saj është i njëjtë si në rastin e goditjeve pozitive, ashtu dhe në rastin e atyre negative. Gjithashtu, supozohet se ky reagim mbetet i njëjtë pavarësisht ndryshimit të madhësisë së goditjeve. Kjo nënkupton se adresimi i këtyre çështjeve mbetet një prioritet në studimet e ardhshme.

Së fundi, një kufizim tjetër lidhet me faktin që analiza është fokusuar në përgjigjen historike të bankës qendrore ndaj hendekut të inflacionit, të prodhimit dhe të treguesit të shëndetit bankar, pa marrë në konsideratë të gjitha elementet që lidhen me përcaktimin e reagimit të politikës monetare optimale, elemente që duhet të merren në analizë nga hulumtime të tjera.

Për ta mbyllur, ashtu siç pohon edhe Smets (2019), është politika makroprudenciale ajo që duhet të kujdeset për të siguruar stabilitetin financiar, por politika monetare gjithmonë duhet ta mbajë në vëzhgim atë (stabilitetin financiar), pa harruar sigurimin e stabilitetit të çmimeve, si objektiv kryesor të bankës qendrore në afatin e mesëm.

LITERATURA

Albertazzi, U., Barbiero, F., Marques-Ibanez, D., Popov, A., D'Acri, C., and Vlassopoulos, Th. (2020) "Monetary policy and bank stability: the analytical toolbox reviewed", ECB Working Paper Series No. 2377 / February 2020.

Amato, D., dhe Thomas Laubach. (1999) "The Value of Interest Rate Smoothing: How the Private Sector Helps the Federal Reserve", Economic Review, Vol. 84 (3): pp. 47-64.

Arellano, Manuel, dhe Stephen, Bond. (1991) "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", The Review of Economic Studies, Vol. 58 (2), 1991: pp. 277-297.

Arellano, Manuel, dhe Olympia Bover (1995) "Another Look at the Instrumental Variables Estimation of Error Components Models", Journal of Econometrics, Vol. 68 (1), pp. 29-51.

Bailey, D., Clark, J., Colombelli, A., Corradini, C., De Propris, L., Derudder, B., Fratesi, M., Kemény, T., Kogler, D., Lagendijk, A., Lantton, P., Ortega Argilés, R., dhe Usai, S. (2020b) "Rethinking regions in turbulent times", Regional Studies, 54(1), pp. 1-4.

Bailey, D., dhe Tomlinson, P. (2020a) "COVID-19, the economy and the West Midlands' recovery: A regional perspective." In J. Mair (Ed.), "The pandemic; where did we go wrong? A very public inquiry", pp. 154-159.

Ball, L., (1999) "Policy Rules for Open Economies", in John B. Taylor, ed., Monetary Policy Rules: Chicago: University of Chicago Press, pp. 203-46.

Bank of Albania, (2015a) "Monetary Policy Document", January 2015.

Banka e Shqipërisë, (2019) "Strategjia afatmesme e zhvillimit të Bankës së Shqipërisë për periudhën 2019-2021", Banka e Shqipërisë, Publikime joperiodike / Botime të veçanta.

Batini, N., dhe Haldane, A., (1999) "Forward-looking Rules for Monetary Policy", In J.B. Taylor, Monetary Policy Rules, (2001), (pp. 157-192). Chicago: University of Chicago Press.

Batini, N., Harrison, R., dhe Millard, S.P., (2003) "Monetary Policy rules for an Open Economy", Journal of Economic Dynamics and Control, Vol. 27, pp. 2059-2094.

Bauducco, S., Bulíř, A., dbe Čihák M., (2008) "Taylor Rule under Financial Instability." IMF Working Paper, No 08/18.

Baxa, J., Horváth, R., dbe Vašíček, B., (2013) "Time-varying monetary-policy rules and financial stress: Does financial instability matter for monetary policy?"; *Journal of Financial Stability*, Vol. 9 April (2013), pp. 117-138.

Bean, C., Paustian, M., Penahver, A., dbe Taylor, T. (2010) "Monetary policy after the fall. Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead", Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Economic Policy Symposium Aug. 26 - 28, 2010 in Jackson Hole, Wyo.

Berger, H., dbe Weber H., (2012) "Money as Indicator for the Natural Rate of Interest", IMF Working Papers 12/6, International Monetary Fund.

Bernanke, B. (2015) "The Taylor Rule: A benchmark for monetary policy?", retrieve from the Brookings Website <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/28/the-taylor-rule-a-benchmark-for-monetary-policy/>.

Blejer, I.M., (1998) "Central Banks and Price Stability: Is a Single Objective Enough?", *Journal of Applied Economics*, Vol. 1(1), November (1998), pp. 105-122.

Borio, C. dbe Gambacorta, L. (2017) "Monetary Policy and Bank Lending In a Low Interest Rate Environment: Diminishing Effectiveness?", *Journal of Macroeconomics*, Vol. 54, pp. 217-231.

Borio, C., Gambacorta, L. dbe Hofmann, B. (2017) "The Influence of Monetary Policy On Bank Profitability", *International Finance*, Vol. 20(1), pp. 48-63.

Brandao-Marques, L., Gelos, G., Harjes, Th., Sabay, R., dbe Xue, Y. (2020) "Monetary Policy Transmission in Emerging Markets and Developing Economies", IMF Working Paper WP/20/35.

Brousseau, V., dbe Detken, C., (2001) "Monetary Policy and Fears of Financial Instability", ECB Working Paper, No. 89, November (2001).

Bulíř, A., dbe Čihák, M., (2008) "Central Bankers' Dilemma When Banks Are Vulnerable: To Tighten or not to Tighten?", International Monetary Fund, Mimeo.

Caputo, Rodrigo. (2009) "External Shocks and Monetary Policy. Does it Pay to Respond to Exchange Rate Deviations?", *Central Bank of Chile Revista de Análisis Económico*, Vol. 24, (1), pp. 55-99 (Junio 2009).

Castro, V., (2011) "Can central banks' monetary policy be described by a linear (augmented) Taylor rule or by a nonlinear rule?", *Journal of Financial Stability* Vol. 7 (2011), pp. 228-246.

Cecchetti, S.G. dhe Li, L., (2008) «Do Capital Adequacy Requirements Matter For Monetary Policy?», *Economic Inquiry, Western Economic Association International*, Vol. 46(4), pp. 643-659.

Clarida, R., Gali, J., dhe Gertler, M., (1998) "Monetary Policy Rules in Practice Some International Evidence", *European Economic Review*, Vol. 42 (1998), pp. 1033-1067.

Clarida, R., Gali, J., dhe Gertler, M., (2000) "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115(1), pp. 147-180.

Coibion, O., dhe Gorodnichenko, Y.O., (2012) "Why Are Target Interest Rate Changes So Persistent?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 4(4), October (2012).

Curdia, W., dhe Woodford, M., (2010) "Credit Spreads and Monetary Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42(1), September 2010, pp. 3-35.

Di Maggio, M., dhe Kacperczyk, M. (2017) "The Unintended Consequences of the Zero Lower Bound Policy", *Journal of Financial Economics*, Vol. 123 (1), pp. 59-80.

Dushku, E., dhe Kota, V., (2011) "A Bayesian Estimation of A Small Structural Model for the Albanian Economy", *Bank of Albania Working Paper Series* 04(27)2011.

Fuhrer, J., dhe Tootell, G., (2008) "Eyes on the Prize: How did the FED Respond to the Shock Market?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55(4), pp. 796-805.

Gali, J., (2008) "Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework", Princeton: Princeton University Press.

Gerdesmeier, D., dhe Roffia, B., (2004) "Taylor Rules for the Euro Area: the Issues of Real-time Data", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, No 37/2004.

Giannoni, M.P., (2002) "Does Model Uncertainty Justify Caution? Robust Optimal Monetary Policy In A Forward-Looking Model", *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 6(01), pp. 111-144.

Hansen, L., (1982) "Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp. 1029-1054.

- Hau, H. dbe Lai, S. (2016) “Asset Allocation and Monetary Policy: Evidence from the Eurozone”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 120(2), pp. 309-329.
- Hetzl, R.L., (2000) “The Taylor Rule: Is It a Useful Guide to Understanding Monetary Policy”, *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly*, Vol. 86(2), Spring (2000).
- Hofmann, B., dbe Bogdanova, B., (2012) “Taylor rules and monetary policy: a global “Great Deviation”?”, *BIS Quarterly Review*, September 2012.
- Leitemo, K., dbe Söderström, U., (2005) “Simple Monetary Policy Rules and Exchange Rate Uncertainty”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 24(3), April (2005), pp. 481-507.
- Loayza, N., dbe Schmidt-Hebbel, K. (2002) “Monetary policy functions and transmission mechanisms: an overview”, *Central Bank of Chile, Santiago*.
- Markov, N., dbe Nitschka, Th., (2013) “Estimating Taylor Rules for Switzerland: Evidence from 2000 to 2012”, *Swiss National Bank Working Papers 2013-8*.
- McCallum, T. B., dbe Nelson, E., (2000) “Nominal Income Targeting in an Open-Economy Optimising Model”, *NBER Working Paper No. 6675, June (2000)*.
- Mohanty, M.s., dbe Klau, M., (2004) “Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies: Issues and Evidence”, *Bank for International Settlements, March (2004)*.
- Orphanides, A., (2001) “Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data”, *The American Economic Review*, Volume 91, No. 4 (Sep., 2001), pp. 964-985.
- Piegallini, A., dbe Rodano, G. (2017) “A Simple Explanation of the Taylor Rule”, *Economic Issues Journal Articles, Economic Issues*, Vol. 22(1), pp. 25-35.
- Puckelwald, J., (2012) “The Influence of the Macroeconomic Trilemma on Monetary Policy – A Functional Coefficient Approach for Taylor Rule”, *16th Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM)*.
- Roodman, D., (2009) “A Note on the Theme of Too Many Instruments”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 71(1), pp. 135-158.
- Rostagno, M., Altavilla, Ca., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Guilhem, S.A., dbe Yiangou, J. (2021) “Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank”, *Oxford University Press Oxford, UK*, (2021), 448.

Rudebusch, G., dbe Svensson, L., (1999) "Policy Rules for Inflation Targeting", in John B. Taylor, ed., *Monetary Policy Rules: Chicago: University of Chicago Press*, pp. 203-46.

Rudebusch, G.D. (2002) "Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, pp. 1161-1187.

Taylor, J.B., (1993) "Discretion versus Policy Rules in Practices", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, pp. 195-214.

Taylor, J.B., (1999) "The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by European Central Bank", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43(3), pp. 655-679.

Taylor, J.B. (2008) "Monetary Policy and the State of the Economy", *Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives February 26, 2008*

Taylor, J.B., dbe Williams, J.C., (2011) "Simple and Robust Rules for Monetary Policy", In Friedman, B., Woodford, M., (eds), *Handbook of Monetary Economics*, Elsevier, 3B: pp. 829-60.

Teranishi, Y., (2012) "Credit spread and monetary policy", *Economics Letters* Vol. 114, Issue 1, January 2012, pp. 26-28.

Sauer, S., dbe Sturn, J.E., (2007) "Using Taylor Rules to Understand European Central Bank Monetary Policy", *German Economic Review*, Volume 8 (3), August (2007), pp. 375-398.

Silkeos, P., dbe Bohl, M., (2008) "Asset Prices as Indicators of Euro Area Monetary Policy: An Empirical Assessment of their Role on a Taylor Rule", *Open Economic Review*, Vol. 20(1), pp. 39-59.

Shijaku, G., (2012) "The Role of Money as an Important Pillar for Monetary Policy: the Case of Albania", *Forthcoming Bank of Albania Working Paper*.

Shijaku, G., (2016) "Banking Stability and its Determinants: A Sensitivity Analysis on Methodological Changes", *Bank of Albania, Economic Review 2016 H1*.

Shijaku, G., (2018) "Fiscal policy, output and financial stress in the case of developing and emerging European economies: a threshold VAR approach", *Bank of Albania Working Paper series 37 (76) 2018*.

Svensson, L., (1999) "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", *Journal of Monetary*

Economics, Vol. 43, June (1999), pp. 607-79.

Van den Heuvel, S. J. (2002) "Does Bank Capital Matter For Monetary Transmission?", *Economic Policy Review*, Vol. 8 (1), pp. 259-265.

Wang, R., Morley, B., and Ordóñez, J., (2016) "The Taylor Rule, Wealth Effects and the Exchange Rate", *Review of International Economics* Vol. 24(2), May 2016, pp. 282-301.

Woodford, M., (2001) "The Taylor Rule and Optimal Policy", *American Economic Review*, No. 91 (2), pp. 232-37.

Woodford, M. (2003) "Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy", Princeton: Princeton University Press.

Yau, R., (2010) "Estimating Forward-looking Taylor Rule by GMM with Factor Instruments", *International Conference on Applied Economics* (2010).

SHTOJCË

Tabela 2. Rezultatet sipas përfaqësjes së testit të njësisë së rrënjës [Kampioni: T2 2004 – T4 2015]

Treguesi	Augmented Dickey-Fuller					
	Nivel			Diferenca e Parë		
	Konstante	Konstante dhe trend	Asgjë	Konstante	Konstante dhe trend	Asgjë
	[0.0214]	[0.0009]	[0.0542]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
	[0.0004]	[0.0003]	[0.0913]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
	[0.0004]	[0.0003]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
	[0.1456]	[0.3865]	[0.0161]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
BSI	[0.3834]	[0.7447]	[0.7326]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
	Phillips-Perron					
	[0.0212]	[0.0012]	[0.0542]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
	[0.0004]	[0.0003]	[0.1949]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
	[0.0004]	[0.0003]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
	[0.1277]	[0.3532]	[0.0135]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
BSI	[0.4408]	[0.7447]	[0.7447]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]

Burimi: Llogaritje të autorit.

KAPITULLI III: A NDIKON SJELLJA E POLITIKËS MONETARE NË SHËNDETIN E BANKAVE NË SHQIPËRI?

1. HYRJE

Ndërveprimi midis politikës monetare dhe zhvillimeve në tregjet dhe institucionet financiare nuk është një temë e panjohur. Lidhja midis tyre është intensifikuar më tej gjatë dekadës së fundit, duke u bërë një prioritet i rëndësishëm i politikëbërësve dhe rregullatorëve. Ky opinion i përgjithshëm ndryshoi me kalimin e kohës edhe për shkak të mënyrës dhe strategjisë se si autoritetet monetare reagues në vijim të ngjarjeve të lidhura me krizën financiare globale (së pari) dhe më pas me krizën e borxhit sovran evropian. Duhet të pranohet, gjithsesi, se pavarësisht përpjekjeve të vazhdueshme, mbetemi ende larg zhvillimit të një përgjigjeje të kënaqshme për këtë çështje.

Nën supozimin se politika monetare ka njëfarë ndikimi në stabilitetin financiar, do të ishte e arsyeshme të pritej që shqetësimet e stabilitetit financiar të imponojnë kufizime të veçanta në politikën monetare dhe të kërkojnë një marrëveshje që lidh politikën dhe objektivat e tyre së bashku. Nëse hipoteza hidhet poshtë, pra nuk gjendet një lidhje midis stabilitetit financiar dhe politikës monetare, atëherë nënkuptohet se stabiliteti financiar nuk është i nevojshëm të merret në konsideratë gjatë vendimmarrjes dhe zbatimit të politikës monetare, dhe të dyja politikat mund të ndjekin kursin e tyre për arritjen e objektivave kryesorë pa kufizime ndaj njëra-tjetrës.

Gjithsesi, duhet pranuar se opiniononi mbizotërues për lidhjen midis tyre, por edhe sistemet ekonomike, si dhe strukturat e politikave dhe institucioneve kanë ndryshuar vazhdimisht me kalimin e kohës, në përputhje me kushtet dhe zhvillimet aktuale të sistemit financiar. Prandaj, në këtë punim do të përqipemi të hulumtojmë më tej mbi këtë marrëdhënie, në rastin e një ekonomie të vogël e të hapur si Shqipëria. Shqipëria ofron një kampion studimi mjaft interesant dhe të rëndësishëm, veçanërisht për faktin se sektori bankar vepron si ndërmjetësi financiar kryesor, duke përbërë 90% të tij, i cili në krahasim me tregjet e tjera evropiane është më pak i zhvilluar dhe ka një numër të kufizuar instrumentesh dhe agjentësh.

Megjithëse, krizat financiare dhe bankare nuk janë aspak një fenomen i ri, përvoja jonë para dhe pas krizës ka treguar se politika monetare mund të ketë implikime të rëndësishme për brishtësinë financiare të bankave. Ka një sërë studimesh që kanë analizuar sistemin bankar në tërësi apo dhe në nivel bankash në veçanti, duke dhënë përgjigje mbi rolin e sistemit bankar, faktorët përcaktues të tij në nivel makro e mikro, çështje të lidhura me rrezikun, provigjionet, fitimet e bankës etj. [(Sejko, Dushku (2018), Yzeiraj (2015), Vika (2009), Shijaku dhe Ceca (2010), Kalluci (2011), Dushku dhe Kota (2014), Dushku (2016), Shijaku (2017) Vika dhe Suljoti (2018), Papavangjeli (2020) etj.]. Këto materiale kanë evidentuar aktivitetin ekonomik, kursin e këmbimit, normat e interesit, karakteristikat e sistemit bankar si faktorë të rëndësishëm të shëndetit bankar. Megjithatë, një çështje që nuk është trajtuar plotësisht e që kërkon ende një përgjigje formale empirike, mbetet roli i politikës monetare në stabilitetin e shëndetit bankar. Natyrisht, vendimmarrja e politikës monetare ndikon tërthorazi stabilitetin përmes efekteve të saj në normat e interesit, nivelin e përgjithshëm të çmimeve, në nivelin e prodhimit etj., por ende nuk ka një dëshmi të drejtpërdrejtë lidhur me efektin që politika monetare ka tek shëndeti i bankave në rastin e Shqipërisë.

Në këtë material kemi analizuar efektin e politikës monetare në shëndetin e bankave në Shqipëri, veçanërisht në marrjen e rrezikut nga bankat, duke përfshirë gjithashtu edhe elemente specifike të bankave. Rezultatet tregojnë për një ndikim të rëndësishëm të politikës monetare në bilancet e bankave, si para ashtu edhe pas krizës financiare globale.

Kapitulli është organizuar si vijon: fillimisht paraqesim një përmbledhje të eksperiencës botërore në ndërlidhjen midis politikës monetare dhe shëndetit të bankave, duke vijuar me një përshkrim të përgjithshëm të karakteristikave kryesore të sistemit bankar në Shqipëri; më pas prezantohet filozofia e modelit në tërësi, duke vazhduar me diskutimin e rezultateve dhe në fund me një përmbledhje të gjetjeve dhe implikimet që kanë ato në rastin e Shqipërisë.

2. NDËRLIDHJA MIDIS POLITIKËS MONETARE DHE STABILITETIT FINANCIAR, NËN KËNDVËSHTRIMIN E EKSPERIENCËS BOTËRORE

Megjithëse literatura për ndikimin e politikës monetare në stabilitetin financiar, daton që para krizës financiare globale, kjo temë mori një vëmendje të shtuar veçanërisht pas kësaj krize, jo vetëm për të kuptuar rolin e faktorëve të veçantë në shëndetin financiar të bankave në veçanti apo të sistemit në tërësi, por edhe për të kuptuar më shumë mbi rolin e politikës monetare në të.

Rishikimi i literaturës në lidhje me efektet e politikës monetare në stabilitetin financiar jep një përshkrim të plotë të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare. Literatura teorike dhe empirike është e ndarë kryesisht në dy drejtime, midis atyre që mbështesin pikëpamjen që politika monetare ndikon stabilitetin financiar të bankave dhe atyre që janë kundër tij. Debatimi aktual midis njohësve të kësaj çështjeje mund të përmbledhet në dy pozicione të ndryshme.

Doktrina “klasike” dhe mbështetësit e saj mendojnë se shumica e krizave makroekonomike, përfshirë edhe krizën financiare globale, janë rezultat i zbatimit të një politike monetare të gabuar, që nëpërmjet normave afatshkurtra të interesit në nivele të ulëta për një kohë të gjatë inkurajojnë bankat, bizneset dhe familjet, të ndërmarrin më shumë rrezik. Kjo pasi kur normat e interesit janë të ulëta, kredia dhe ngarkesa e borxhit duken të përballueshme. Megjithatë, përcaktimi i normave të interesit varet nga kushtet makroekonomike dhe financiare, dhe si rezultat ato mund të rriten në të ardhmen. Kjo kërkon që kredimarrësit të jenë largpamës dhe të konsiderojnë edhe efektet e normave të larta të ardhshme të interesit, si dhe të ndryshimeve në kursin e këmbimit

etj., si dhe efektet që mund të rrisin ngarkesën e borxhit, në kushtet kur të ardhurat e biznesit e të familjes mbeten të pandryshueshme. Këto llogari janë më të vështira për t'u bërë kur normat e interesit qëndrojnë të ulëta për një kohë të gjatë, duke ndikuar edhe pritshmëritë e tyre. Është pikërisht kjo sjellje e bankave, bizneseve dhe individëve që ka qenë në qendër të vëmendjes së analizave dhe studimeve ekonomike, si pjesë e mekanizmit të transmetimit monetar, të quajtur “kanali i marrjes së rrezikut”. Të këtij mendimi janë edhe një sërë autorësh, të cilët mbështesin idenë se ekspozimi i bankave ndaj politikës monetare mund të jetë i madh nëse ka mospërputhje të mëdha të maturimit midis aktiveve nominale me afat të gjatë (si hua hipotekare) dhe detyrimeve nominale me afat të shkurtër (si depozita), e cila reflektohet edhe në hendekun e normave të interesave. Ky argument nuk përkrahet nga të gjithë ekonomistët, të cilët megjithëse nuk e përjashtojnë ndikimin e politikës monetare në arritjen dhe ruajtjen e stabilitetit financiar, nuk e konsiderojnë krizën financiare si një rezultat të drejtpërdrejtë të normave të ulëta të politikës monetare ekspansioniste. Mbështetësit e këtij argumenti mendojnë që ndikimet/luhatjet e shëndetit financiar të bankave të nxitura nga veprimet e politikës monetare janë të një rëndësie të vogël. Arsyeja kryesore, sipas tyre, lidhet me modernizimin e kuadrit operacional të politikës monetare sipas parimeve të regjimit të shënjestrimit të inflacionit dhe zbatimit të lirë të kursit të këmbimit, por edhe inovacionit financiar.

Praktikat e bankave qendrore tregojnë se këto elemente ofrojnë/garantojnë njëkohësisht përmirësimin e kushteve monetare e kredituese. Ato janë, gjithashtu, thelbësore për të shpërndarë në mënyrë më efektive rreziqet, duke u bërë kontributi më i mirë që banka qendrore mund të japë në mbështetje të rritjes së qëndrueshme dhe afatgjatë të ekonomisë, rritjes së mirëqenies dhe ruajtjes së stabilitetit financiar dhe makroekonomik të vendit. Këta autorë besojnë se modeli aktual i hartimit dhe zbatimit të politikës monetare dhe inovacioni i instrumenteve në tregjet financiare garantojnë që çmimi dhe rreziku i kreditës të vlerësohen saktë nga tregjet financiare. Me fjalë të tjera, kur normat e interesit janë të ulëta për një kohë të gjatë, tregu financiar i vlerëson, i reflekton dhe i shpërndan korrektësisht të gjitha rreziqet përmes instrumenteve të tij. Rrjedhimisht, politika monetare dhe stabiliteti financiar nuk dëmtohen për sa kohë që tregu e ka çmuar drejt rrezikun e politikës monetare.

Megjithatë, ekziston edhe një grup tjetër autorësh sipas të cilëve kriza financiare ishte veçanërisht dhe drejtpërdrejt rezultat i dështimit të politikave dhe instrumenteve të tjera të politikëbërjes të lidhur veçanërisht me identifikimin/matjen e rreziqeve financiare, si dhe të arsyeve që nxisin akumulimin e tyre. Për këtë arsye, ata supozojnë se shqetësimet e vendimmarrjes së politikës monetare dhe stabilitetit financiar duhet të mbahen të ndara dhe si të tilla, instrumente të ndryshme duhet të përdoren për objektiva të ndryshëm.

Në këtë kuptim, nuk ka një qëndrim unanimit në lidhje me këtë temë të rëndësishme. Në mungesë të një pikëpamjeje dominuese që ndahet bashkërisht nga të gjithë ekonomistët, ndërveprimi që ekziston në marrëdhënien midis ecurisë së shëndetit të sektorit financiar (bankar) dhe politikës monetare mbetet një hipotezë për t'u vërtetuar. Vërtetimi (refuzimi) shkencor i kësaj hipoteze ka implikime të rëndësishme për bankën qendrore dhe politikën e saj, veçanërisht për mekanizmin e transmetimit monetar, i cili është mjaft thelbësor për të kuptuar më mirë madhësinë dhe shpejtësinë për të ndërhyrë në raste krizash.

Altunbaş, *et al.*, (2014) dhe Brandao-Marques, *et al.*, (2020) pohuan që një mjedis me norma të ulëta të interesi bën që bankat të ndërmarrin më shumë rrezik, i cili në kushtet e likuiditetit të lartë nuk u pa shqetësues për shëndetin bankar kryesisht për dy arsye kryesore. Së pari, shumica e bankave qendrore modernizuan kuadrin e tyre të politikës monetare, duke synuar ruajtjen e normave afatshkurtra të interesit rreth normës bazë, si një objektiv kryesor operacional, dhe në përputhje me regjimin e shënjestrimit të inflacionit dhe zbatimit të regjimit të lirë të kursit të këmbimit. Kjo ofroi një mbështetje të vazhdueshme për përmirësimin e kushteve monetare e kredituese. Së dyti, inovacioni financiar, në pjesën më të madhe konsolidoi më tej qëndrueshmërinë e sistemit financiar, duke rezultuar në një shpërndarje më efektive të rreziqeve. Në këtë kontekst, edhe implikimet e shëndetit financiar të bankave të nxitura nga veprimet e politikës monetare u vlerësuan të një rëndësie të vogël. Megjithatë vlerësohet se evidencat e pakta të rolit të transmetimit të politikës monetare, kanë arritur si rezultat i tregjeve të pazhvilluara financiare, i cili përbën një problem për vendet në zhvillim [Mishra dhe Montiel (2013)], si dhe i mungesës së të dhënave apo përfaqësjes metodologjike [Berger dhe Bouwman (2013)].

Gjithsesi, Albertazzi, *et al.*, (2020), pohojnë se para krizës financiare globale, me disa përjashtime, përgjithësisht pjesa më e madhe e studimeve nuk mbështesin ekzistencën e efekteve spirale midis politikës monetare dhe stabilitetit financiar. Por kriza financiare globale tregoi se kur cikli i kredisë përmbysset, kushtet bankare bëhen vendimtare për transmetimin e politikës monetare, pavarësisht se inflacioni është në ekuilibër, duke evidentuar faktin se stabiliteti i çmimeve nuk është kusht i mjaftueshëm për stabilitetin financiar.

Di Tella dhe Kurlat (2017), sugjerojnë se sistemi financiar (bankar) është i ekspozuar ndaj lëvizjeve të politikës monetare, por shkalla e këtij ndikimi varet nga struktura dhe cilësia e bilancit të portofolit të aktiveve dhe pasiveve të bankave.

Megjithatë, një ndër shqetësimet e vendimmarrësve mbi efektet e politikës monetare, lidhet me ndikimin që ajo ka mbi shëndetin financiar në tërësi. Kjo pasi siç pohohet nga Mester (2021), mbajtja për një kohë të gjatë e normave të ulëta të interesit, me qëllim arritjen e objektivit të stabilitetit të çmimeve, mund të sjellë rritje të çekuilibrave financiarë. Kjo pasi normat e ulëta të interesit për një kohë të gjatë, mund t'i nxisin bankat të ndërmarrin më shumë rrezik [Paligorova dhe Santos (2017)], duke bërë që në të ardhmen të cenohet stabiliteti financiar i vendit. Ka disa mënyra se si bankat mund të ndryshojnë sjelljen e tyre në kushtet e një politike monetare lehtësuese. Së pari, sipas Adrian dhe Shin (2009), normat e ulëta të interesit mund të ndikojnë sjelljen e bankave për të mbivlerësuar në mënyrë artificiale çmimin e pasurive të patundshme ose garancive të tjera të lidhura me aktivet e bankës, si rrjedhojë dhe të ardhurat dhe flukset monetare, të cilat përcaktojnë drejtpërdrejt mënyrën se si bankat matin rrezikun e tepërt. Së dyti, siç pranohet edhe nga autorë të ndryshëm [Rajan (2005); Akerlof dhe Shiller (2009)], kthimet e ulëta nga investimet, të tilla si letrat me vlerë të qeverisë (pa rrezik), mund të rrisin stimujt e bankave për të marrë më shumë rrezik, me qëllim arritjen e objektivave që lidhen me nevojën për të pasur kthime më të larta. Në këtë aspekt, marrja e rrezikut më të madh realizohet shpejt përmes dhënies së kredive, të cilat ndonëse mundësojnë kthime më të larta, janë cilësisht të rrezikshme dhe nxisin ekspozimin e bilancit ndaj kredive të këqija e prej tyre përkeqësimin e shëndetit bankar, deri në falimentimin e bankës. Kjo edhe për faktin se siç theksohet

nga shumë autorë të tjerë si Jimenez, *et al.*, (2007); Dell’Ariccia, *et al.*, (2008); Dell’Ariccia dhe Marquez (2009); Peydro dhe Maddaloni (2011), nëse normat e ulëta të interesit afatshkurtër ngushtojnë hapësirën për të përzgjedhur në tregjet e kredisë, atëherë nxitja e bankave për të garantuar cilësisht standardet e tyre të kreditimit bie, duke nxitur bankat të japin më shumë hua për huamarrësit me histori të këqija kreditimi.

Sistemi financiar në Shqipëri është një sistem relativisht i ri, ku bankat përbëjnë pjesën kryesore dhe të ndërmjetësimit financiar në tërësi. Kjo ka bërë që bankat dhe fenomenet e lidhura me to, të kenë qenë pjesë e konsiderueshme e analizave dhe studimeve të shumta kërkimore të Bankës së Shqipërisë. Përgjithësisht, studimet mbi tregun bankar në Shqipëri mund të grupohen në dy grupe. Grupimi i parë i studimeve përfshin tërësinë e materialeve bazuar kryesisht në nivel agregat që analizojnë rolin e ndërmjetësimit financiar për zhvillimin ekonomik dhe financiar të vendit, faktorët përcaktues të rrezikut të kredisë, të marzhit të fitimit të bankave etj.¹

Ndërsa grupi i dytë i studimeve është fokusuar kryesisht në analizimin e treguesve në nivel banke për matjen e elementeve të sistemit financiar, dhe në veçanti të shëndetit apo rrezikut bankar. Në këtë kuptim, disa materiale kanë vlerësuar se si rreziku individual i bankave i matur me anë të treguesve të ndryshëm si Z-score, raporti i kredive me probleme apo raporti i provigjionimit të humbjeve nga huatë etj., ndikohen si nga faktorët makroekonomikë, ashtu edhe nga karakteristikat specifike të bankave individuale². Ekzistojnë edhe punime të tjera që mbështeten në tregues sintetikë alternativë të përbërë, të cilët janë të lidhur veçanërisht me matjen dhe monitorimin e stabilitetit dhe shëndetit të sektorit financiar dhe atij bankar³, që shërbejnë për të krahasuar bankat midis njëra-tjetrës.

¹ *Sejko dhe Dushku (2018) Dushku (2016); dhe Dushku dhe Frashëri (2018); Vika (2009), dhe Vika dhe Suljoti (2018), Shijaku (2017a); Shijaku (2017b); Shijaku (2018b); Shijaku (2019); dhe Shijaku (2020).* Shijaku (2020) e zgjeron më tej informacionin e përdorur për matjen e stabilitetit (shëndetit) financiar të bankave, duke përfshirë në të edhe një sërë informacionesh të lidhura me cilësinë e administrimit të bankave. Në këtë rast, treguesi njihet si treguesi CAMELS.

² *Këta tregues janë përdorur në analizat empirike në rastin e Shqipërisë nga Dushku (2016); dhe Dushku dhe Frashëri (2018).*

³ *Këta tregues janë përdorur në analizat empirike në rastin e Shqipërisë nga Kote dhe Sage (2013); Sage, et al. (2015); Bode (2016); dhe Shijaku (2016a); dhe Shijaku (2018a).*

Materialet që analizojnë ndikimin e politikës monetare në rrezikun e bankave apo në ofertën e kredisë kanë treguar se norma e interesit e politikës monetare, kryesisht para periudhës së krizës financiare globale ka pasur një ndikim modest në rrezikun e kredisë [Shijaku, Ceca (2010) Dushku, Kota (2014)]. Ndërsa bazuar në nivel bankash, rezultatet tregojnë se bankat e vogla janë më pak të ndjeshme ndaj qëndrimit të politikës monetare se sa ato më të mëdha. Ndërkohë, bankat me likuiditet më të madh duket se janë më të mbrojtura ndaj ndryshimeve të politikës monetare, në linjë me teorinë mbi kanalin e kredisë bankare [Vika (2009), dhe Vika dhe Suljoti (2018)].

Megjithatë, pavarësisht literaturës ekzistuese empirike, nuk ka dëshmi të plotë lidhur me efektin e drejtpërdrejtë dhe ndikimin që politika monetare ka tek shëndeti i bankave, në rastin e një ekonomie të vogël të hapur në zhvillim si Shqipëria. Prandaj, duke sjellë në vëmendje rëndësinë që ka kjo çështje në këndvështrimin e bankës qendrore, jemi përpjekur t'i përgjigjemi kësaj çështjeje nëpërmjet natyrës së analizës empirike, përshtatur me tiparet e ekonomisë shqiptare. Më konkretisht, nëpërmjet përdorimit të të dhënave të detajuara bankare, kemi parë se si norma bazë e politikës monetare në Shqipëri ndërvepron me treguesin e shëndetit bankar të bankave ndërtuar nga Shijaku (2016), për periudhën 2004-2020.

3. EVOLUIMI I SEKTORIT BANKAR SHQIPTAR GJATË DY DEKADAVE TË FUNDIT

Nëse do të hedhim një vështrim mbi evoluimin e sistemit financiar në Shqipëri, shikojmë që ai është relativisht i ri, ndonëse fillesat i pati që pas decentralizimit të ekonomisë në fillim të viteve '90, kontributin më të madh në ekonomi e ka dhënë pikërisht në mesin e viteve 2000. Kjo periudhë korrespondon me privatizimin e bankave shtetërore, si dhe me futjen në treg të bankave të tjera me kapital të huaj, kryesisht evropiane, të cilat synonin të zgjeronin operacionet e tyre financiare në tregje potencialisht të reja dhe më fitimprurëse, siç ishte edhe rasti i Shqipërisë. Gjithashtu u shtua edhe prania e bankave me kapital privat shqiptar, duke bërë që numri i bankave në Shqipëri të rritej nga 10 që ishte në vitin 1998, në 12 në fund të vitit 2000. Megjithatë vlerësohet që kontributi i sistemit bankar u bë më

vendimtar kryesisht në vitin 2004, që i korresponдон periudhës së privatizimit të plotë të bankave në Shqipëri dhe rritjes domethënëse të ndërmjetësimit financiar.

Evoluimin e sistemit bankar në këtë material, dhe si rrjedhojë ndikimin e politikës monetare, e kemi parë në dy periudha, periudhën para dhe pas krizës financiare globale, duke pasur në konsideratë që kriza financiare solli ndryshime të sjelljes dhe të reagimit të pothuajse të gjithë agentëve ekonomikë në treg.

Kështu, faza e parë, 2004-2008, i korresponдон kryesisht periudhës së zhvillimit të mëtejshëm të sektorit bankar. Futja në treg kryesisht e bankave të huaja solli një rritje të ndërmjetësimit financiar në vend, shoqëruar me rritje si të depozitave, ashtu edhe të kredive, përkatësisht me 15.7% dhe 50.3%. Depozitat përbënin 61% të PBB-së në vitin 2008, nga rreth 35% që ishin në fillim të 2004-ës, ku rreth 80% e tyre përbëheshin nga depozitat e individëve. Rritja e pasiveve nga njëra anë u shoqërua edhe me rritjen e pasiveve nga ana tjetër, ku raporti i aktiveve totale ndaj PBB-së dhe raporti i kredisë bankare ndaj PBB-së regjistruan përkatësisht nivelin 86% dhe 37% në fund të vitit 2008. Pjesa më e madhe e kredisë ishte kredia për biznese e dhënë kryesisht në Euro. Nga ana tjetër, të dhënat për këtë periudhë tregojnë që sektori bankar ka rezultuar i shëndetshëm në terma të nivelit të mjaftueshmërisë së kapitalit, nivelit të likuiditetit, si dhe normave të fitimit. Prania e bankave të huaja dhe shqiptare bëri që të kishim një rritje të gamës së produkteve dhe shërbimeve financiare, të cilat ndikuan në rritje të përfshirjes financiare në vend, pothuajse e papërfillshme në fillim të viteve 2000. Politika monetare në këtë periudhë, në linjë edhe me zhvillimet makroekonomike në vend, ka qenë shtrënguese, duke bërë që norma e interesit të politikës monetare të rritet nga 5.25% në nëntor të vitit 2004, në 6.25% në fund të 2008-ës.

Kriza financiare globale që ndikoi në mënyrë të drejtpërdrejtë vendet e zhvilluara, preku edhe Shqipërinë, kryesisht si rezultat i efekteve të raundit të dytë. Kështu, ndikimi i parë dhe i drejtpërdrejtë i krizës financiare globale erdhi nëpërmjet zhvlerësimit të monedhës vendase kundrejt Euros, duke bërë që të dëmtohet aftësia paguese e kredimarrësve që kishin marrë kredi në Euro. Nga ana tjetër, ulja e

kërkesës së huaj agregate solli rënie të eksporteve tona, duke ndikuar në uljen edhe të treguesve të tjerë të lidhur me të. Gjithashtu edhe kriza e borxheve në BE (2010-2012), pati një ndikim të shtuar në frenimin e kreditimit në ekonomi si rezultat i masave të marra nga bankat evropiane ndaj vendeve të EJL-së, duke ndikuar në një nivel më të ulët të PBB-së dhe të punësimit. Rezultati final i të gjithë treguesve u shfaq në pothuajse përgjysmimin e aktivitetit ekonomik, matur me anë të normës reale të PBB-së, duke arritur në nivelin 3%, nga 6% që ishte para krizës. Nga ana tjetër, inflacioni ra ndjeshëm poshtë objektivit të shënjestruar nga Banka e Shqipërisë. Efektet spirale nga sektori real u shfaqën në sektorin bankar, i cili nga ana tjetër vazhdoi të performonte më dobët, duke sjellë rritje të nivelit të kredive të këqija dhe një ngërç në kreditimin e ekonomisë. Kështu, niveli i kredive të këqija arriti nivelin maksimal në rreth 22.8% në fund të vitit 2013, nga 6.6% që ishte në fund të 2008. Kjo u shoqërua me rënien e kapitalit aksioner dhe rritjen e shpenzimeve për fonde rezervë për mbulimin e humbjeve nga huatë me probleme (provigjioneve), çka e ka bërë sektorin bankar më të ngurtë ndaj huadhënies dhe më të kujdesshëm në trajtimin e portofolit ekzistues. Rritja e provigjioneve ndikoi në raportet e përfitueshmërisë së bankave, të cilat u reflektuan në norma më të ulëta si të normës së kthimit nga aktivet, ashtu edhe nga kapitali aksioner.

Banka e Shqipërisë ndërmori një politikë monetare lehtësuese, duke ulur normën bazë të interesit, që nga viti 2011 e në vazhdim nga 6.5 në 0.5% në fund të vitit 2021. Gjithashtu, përveç politikës monetare, Banka e Shqipërisë ka ndërmarrë edhe politika të tjera që lidheshin kryesisht me stabilitetin financiar që u bë kryefjala e diskutimeve për politikën e ndjekura nga bankat qendrore kudo në botë. Politika këto që kishin si qëllim forcimin e mbikëqyrjes financiare nga njëra anë, por që adresonin edhe stabilitetin financiar në tërësi, të quajtura “politika makroprudenciale”. Gjithashtu u forcuan më shumë kërkesat në terma të kapitalit dhe të likuiditetit, duke bërë që niveli i kapitalizimit të bankave dhe të likuiditetit të ishte në linjë me këto kritere. Kështu në fund të vitit 2021, niveli i mjaftueshmërisë së kapitalit ishte 17.4% dhe niveli i likuiditetit ndaj aktiveve të bankës ishte 31.2%.

Pavarësisht të gjitha masave të ndërmarra, niveli i kredive me probleme vazhdonte të mbetej një plagë për sistemin bankar, pasi

siç e përmendëm më lart, pothuajse $\frac{1}{4}$ e kredive rezultonte e keqe. Nga ana tjetër, procesi i likuidimit të kolateralit ishte i ngadaltë, duke bërë që bankat të kishin në bilancet e tyre kredi të këqija, gjë që i detyronte të rrisnin provigionet e kapitalin dhe nuk kishin hapësirë për të dhënë kredi të re, duke ndikuar edhe në një zhvillim më të ulët ekonomik. Kjo bëri që Banka e Shqipëri, në bashkëpunimin edhe me institucionet e tjera, në 2015 të ndërmernte një strategji gjithëpërfshirëse për zgjidhjen e kësaj çështjeje, që synonte: përmirësimin e mjedisit ligjor, më konkretisht rishikimin e ligjit për falimentimin dhe ristrukturimin e funksionimit të përmbauesve privatë: përmirësimin e mjedisit rregullator (në sajë të standardeve më të rrepta për marrjen e kredive, të vendosura për bankat; forcimi i kërkesave të brendshme të rrezikut; futja e rregullores për zgjidhjet jashtë gjykatës), si dhe përmirësimin e infrastrukturës mbështetëse të kredisë, me anë të një regjistri të përmirësuar të kredive.

Zbatimi i kësaj strategjie solli efektet e pritshme në pastrimin e bilanceve të bankave nga kreditë e këqija, duke bërë që niveli i tyre të përgjysmohet brenda dy viteve të para të zbatimit të saj (në fund të vitit 2019, ky tregues të ishte në nivelin 8.3% dhe 7.3% në fund të 2020-ës). Kjo tregon për një përmirësim të cilësisë së huasë bankare dhe rritje të aftësisë së sistemit bankar për të mbuluar me kapital humbjet që mund të vijnë nga goditjet e mundshme negative në të ardhmen. Përveç treguesit të kredive të këqija, përmirësim kanë pasur edhe treguesit e përfitueshmërisë, të cilët megjithëse rezultojnë më të ulët se përpara krizës financiare, përsëri mbeten në nivele të mira dhe në rritje për të ofruar mbështetjen në kapital. Vlerat në fund të vitit 2020 shfaqen 1.5% për RoAA dhe 14.9% për RoAE, në krahasim me 0.07% dhe 0.76% që ishin në fund të vitit 2011. Gjithashtu, periudha nga 2017 është shoqëruar edhe me ndryshime strukturore që kanë të bëjnë me konsolidimin e sistemit bankar, nëpërmjet përthithjes së bankave të vogla nga më të mëdhatë, zmadhime të bankave nëpërmjet blerjes së operatorëve të tjerë në treg, kalimi i bankave më pak aktive tek grupe investuesish financiarë më aktivë etj. Kjo solli reduktimin e numrit të bankave në fund të vitit 2020 me rreth 25%, duke e çuar numrin e tyre në vetëm 12, ndër të cilat 4 janë me kapital vendas. Kreditimi në fund të vitit 2020 regjistron nivelin e 47.2%, ku kredia konsumatore dhe kredia në Lekë janë kontribuuesit kryesorë të ndërmjetësimit financiar bankar.

4. NDËRLIDHJA MIDIS BANKAVE DHE POLITIKËS MONETARE NË SHQIPËRI

Meqenëse objektivi i këtij libri është që të jetë sa më i kuptueshëm për një numër të gjerë lexuesish, prezantimi i modelit ekonometrik, si dhe i metodës së vlerësimit janë përshkruar përciptazi, për të dhënë më së shumti një intuitë të përgjithshme mbi treguesit e përdorur për të vlerësuar ndërlidhjen midis politikës monetare dhe stabilitetit bankar në rastin e Shqipërisë. Paraprakisht duhet të themi që modeli, metodologjia e vlerësimit, si dhe treguesit e përdorur kanë një rol të rëndësishëm si në interpretimin ekonomik të rezultateve, saktësinë apo korrektësinë statistikore, ashtu edhe në konkluzionet dhe sugjerimet që rrjedhin nga kjo analizë. Megjithatë për një diskutim më të gjerë të metodologjisë së përdorur, si dhe të korrektësisë statistikore të modelit, lexuesit mund t'u referohen teksteve shkollore ose materialeve të diskutimit të Bankës së Shqipërisë.

Kështu, për t'i dhënë përgjigje pyetjes së ngritur në fillim të këtij kapitulli, literatura e aplikuar përpiket të vlerësojë nëse treguesi kryesor i politikës monetare ka një ndikim statistikisht të rëndësishëm mbi stabilitetin financiar të bankave në Shqipëri. Gjithashtu, nëse ka, vlerësohet masa në të cilën shfaqet ky ndikim, pra sa i rëndësishëm është ai dhe si rrjedhim, a duhet të merret parasysh në vendimmarrjen e politikës monetare. Për kryerjen e analizës empirike është i nevojshëm fillimisht identifikimi i një treguesi të përshtatshëm dhe përfaqësues të shëndetit të bankave, përfshirja e treguesve specifikë bankarë që përcaktojnë sjelljen e bankave, si dhe gjetja e një modeli të përshtatshëm në linjë me tiparet e ekonomisë shqiptare. Në modelin tonë kemi përzgjedhur një sërë treguesish, të cilët përdoren gjerësisht në literaturën empirike dhe që, siç kuptohet nga shpjegimi i sistemit bankar shqiptar më lart, janë të përshtatshëm për rastin tonë.

Modeli i zgjedhur në rastin tonë bazohet në disa punë kërkimore [për më shumë referojuni studimeve të Cole dhe White (2012); Madadaloni dhe Peydro (2013); Altunbas, *et al.*, (2014); Betz, *et al.*, (2014); dhe Black, *et al.*, (2016)] dhe synon që përmes sjelljes së një sërë treguesish makro dhe mikroekonomikë të shpjegohet treguesi i shëndetit të bankave, por më konkretisht, vlerësimi i ndërveprimit të sjelljes së politikës monetare, matur me anë të normës bazë të

interesit, në treguesin e shëndetit bankar. Rrjedhimisht, modeli ynë është specifikuar si më poshtë:

$$BSI_{it} = \alpha + \beta_1 * Makroekonomik_{it}' + \beta_2 * Repo_{it}' + \beta_3 * Specifik_{B_{it}}' + \varepsilon_{it}$$

ku, BSI_{it} përfaqëson treguesin e shëndetit bankar, i cili është i vlerësuar për çdo bankë për çdo periudhë tremujore dhe paraqet shëndetin e bankës i në kohën t , ku $i = 1, \dots, N$ (që i korrespondon numrit të bankave të sistemit bankar) dhe $t = 1, \dots, T$, i tremujorëve të numëruar gjatë periudhës së marrë në shqyrtim. Ndërsa $Makroekonomik_{it}'$ përfshin disa tregues makroekonomikë që synojnë të shpjegojnë ecurinë e shëndetit bankar, $Repo_{it}'$ kap efektet e përcimit të ndryshimit të normës së politikës monetare në Shqipëri dhe $Specifik_{B_{it}}'$ përfshin disa tregues specifikë bankarë, që synojnë të shpjegojnë sjelljen e shëndetit bankar për secilën nga bankat. α është një konstante dhe β_1 janë parametra që dalin nga vlerësimi i modelit. Së fundmi, ε_{it} përfaqëson normën e gabimit që mat devijimin e treguesit të vlerësuar nga modeli nga vlera e vëzhguar e tij për çdo periudhë. Ky gabim supozohet të jetë me shpërndarje të njëjtë (identike) dhe i pavarur, me mesatare 0 dhe me variancë $\sigma_u^2 A = \pi r^2$. Mungesa e këtyre karakteristikave tregon se modeli i vlerësuar paraqitet me probleme dhe se rezultatet nuk mund të pranohen e të analizohen me besueshmëri të mjaftueshme statistikore.

Në përcaktimin e modelit të përshkruar më lart, një vëmendje të veçantë merr edhe vlerësimi i treguesit të shëndetit bankar për secilën bankë. Kështu, nëse treguesit e tjerë janë të matur ose të përllogaritur individualisht si pjesë e statistikave monetare e financiare të Bankës së Shqipërisë, ose si pjesë e statistikave të llogarive kombëtare, si për shembull treguesi i rritjes ekonomike, treguesi i shëndetit bankar duhet të përfshijë e të përfaqësojë të gjitha elementet/dimensionet e aktivitetit bankar që janë njëkohësisht përcaktuese për stabilitetin financiar të çdo banke. Një tregues i mirë për këtë qëllim është treguesi i shëndetit bankar (BSI), i llogaritur nga Shijaku (2016), si mesatare e disa treguesve që matin nivelin e mjaftueshmërisë së kapitalit, cilësinë e aktiveve, fitimet, likuiditetin dhe ndjeshmërinë ndaj rrezikut të tregut. Për më shumë në lidhje me metodologjinë, llogaritjen e tij dhe metodën e peshimit të nëntreguesve mund t'i referoheni studimeve të Shijaku (2016, 2017).

Baza e të dhënave për vlerësimin e ndërlidhjes midis politikës monetare dhe stabilitetit financiar është marrë nga Banka e Shqipërisë dhe INSTAT. Ajo përmbledh të dhënat tremujore për periudhën 2004-2021 për secilën nga 16⁴ bankat e sistemit, për të dhënë një total prej 1,058 observimesh. Vlerësimi i modelit ekonometrik është bërë me anë të Metodës së Përgjithshme të Momenteve, (GMM-së), nga Arellano dhe Bond (1991), dhe Arellano dhe Bover (1995). Rezultatet e vlerësimit janë paraqitur në mënyrë të përmbledhur në Tabelën 1⁵ dhe paraqesin ndërlidhjen midis politikës monetare dhe stabilitetit të bankave para dhe pas krizës financiare globale, për ta plotësuar literaturën ekzistuese me një vlerësim të plotë të shëndetit bankar, por edhe për të dhënë evidenca të reja në lidhje me ndikimin e politikës monetare, kryesisht pas krizës financiare globale.

Në terma të përgjithshëm në lidhje me analizën empirike duhet të themi se treguesit statistikorë të përlogaritur për rëndësinë e modelit, tregojnë se vlerësimi është i mirë dhe pa problematika të dukshme, që do të thotë se rezultatet mund të interpretohen me besueshmëri të pranueshme. Në përgjithësi, rezultatet e marra konfirmojnë se përcimi i efekteve të shkaktuara nga ndryshimi i normës së politikës monetare janë të rëndësishme për shëndetin (stabilitetin) financiar të bankave. Ky rezultat konfirmon se transmetimi i efekteve të politikës monetare është i lidhur ngushtë me zhvillimet në bilancet financiare të bankave. Konkretisht, parametri i vlerësuar për efektin e politikës monetare rezulton statistikisht i rëndësishëm dhe i ndryshëm nga zero (Tabela 1, rreshti i dytë, kolona 1). Ky rezultat do të thotë se ndryshimi i normës së interesit me 1 njësi do të shkaktonte një ndryshim/goditje me 0.07 njësi në treguesin e shëndetit bankar, duke konfirmuar se transmetimi i efekteve të politikës monetare është i lidhur ngushtë me zhvillimet në bilancet financiare të bankave. Me fjalë të tjera, kjo nënkupton se sjellja e politikës monetare në të ardhmen, pritet të luajë një rol domethënës në përcaktimin e shëndetit (stabilitetit) financiar të bankave.

Në mënyrë më të detajuar, rezultatet në Tabelën 1, kolona 1, tregojnë ndërlidhjen midis politikës monetare dhe shëndetit financiar të

⁴ Paneli jonë i bankave nuk është i balancuar, më saktë janë 16 banka deri në vitin 2016, më pas kemi 14 banka.

⁵ Në Hapësirën Informuese 1 gjendet një shpjegim më i detajuar për lexuesin mbi treguesit specifike bankarë dhe makroekonomikë të përdorur për modelin ekonometrik.

bankave, vlerësuar për të gjithë periudhën (2003T3-2020T4). Duke qenë se periudha në fjalë përfshin edhe krizën financiare globale, në kolonën 2 janë paraqitur rezultatet edhe pas kësaj periudhe, për të matur efektin e politikës monetare pas krizës financiare globale.

Rezultatet e gjetura për periudha të ndryshme tregojnë që ka një ndërlidhje të rëndësishme midis normës së interesit të politikës monetare dhe shëndetit financiar të bankave. Kahu i përçimit të efekteve të politikës monetare, gjatë gjithë periudhës dhe pas krizës financiare globale, nuk ka ndryshuar me kalimin e kohës. Fillimisht, rezultatet dëshmojnë se lidhja midis ndryshimeve në politikën monetare dhe shëndetit financiar të bankave është e rëndësishme dhe negative. Ky rezultat tregon që një rritje e normës së interesit të politikës monetare ndikon negativisht në shëndetin e bankave, kryesisht me anë të ndikimit që norma e interesit ka në aftësitë paguese të individëve, si rrjedhojë në kreditë e këqija, në provigjionimin e humbjeve nga huatë, fitimin etj. Ky rezultat është vënë re si përgjatë gjithë periudhës, ashtu edhe pas krizës financiare globale. Mbas krizës financiare, koeficienti i reagimit të shëndetit të bankave ndaj politikës monetare është më i ulët, që tregon për një vëmendje të shtuar të politikës monetare ndaj stabilitetit të bankave.

Rezultatet e tjera konfirmojnë se shëndeti (stabiliteti) financiar i bankave reagon pozitivisht ndaj zhvillimeve të lidhura me kushtet makroekonomike, pra një përmirësim i kushteve makroekonomike përmirëson shëndetin e bankave, të cilat janë të rëndësishme për rritjen e aftësisë paguese dhe ulur rrezikun e kredisë, që pritet të luajë një rol të rëndësishëm për shëndetin e bankave në të ardhmen. Në lidhje me zhvillimet në kursin e këmbimit, rezultatet tregojnë për një lidhje negative, por jo të rëndësishme midis zhvlerësimit të monedhës Lek ndaj Euros dhe shëndetit bankar.

Përsa i përket treguesve specifikë, për të gjithë periudhën, vlerësohet një lidhje negative dhe statistikisht e rëndësishme midis së bankës dhe shëndetit të saj, që tregon se bankat që janë treguar më eficiente në gjenerimin e të ardhurave, kanë ndikuar në një rritje të shëndetit të tyre. Një ndikim pozitiv dhe statistikisht të rëndësishëm ka treguesi i konkurrencës, në shëndetin e bankës, që tregon se rritja e konkurrencës është shoqëruar me rritje të nivelit të shëndetit të

bankës. Ndërkohë që për të gjithë periudhën, treguesi i , i shprehur si raport i kapitalit aksioner ndaj totalit të aktiveve, dëfton që rritja e kapitalizimit të bankave, rrit shëndetin financiar. Ndikimin më të rëndësishëm ky tregues e ka dhënë kryesisht pas krizës financiare globale, ku kapitalizimi më i mirë i bankave përkthehet në një përballim më të mirë të goditjeve negative të papritura ose jo, si dhe përmirësim të shëndetit financiar të tyre në tërësi.

Hapësirë informuese 1: Modeli empirik dhe treguesit e përdorur për vlerësimin e ndërlidhjes midis shëndetit financiar dhe politikës monetare

Për vlerësimin e ndërlidhjes midis shëndetit financiar të bankave dhe normës së politikës monetare, ashtu siç e përmendëm më sipër, kemi përfshirë tregues makroekonomikë, si dhe tregues specifikë të vetë bankave. Në mënyrë të detajuar, modeli empirik është shkruar si më poshtë:

$$BSI_{i,t} = \alpha + \beta_1 * PBB_t' + \beta_2 * EX_t' + \beta_3 * Repo_t' + \beta_4 * Eficiencia_{i,t}' + \beta_5 * Leva_{financiare}_{i,t}' + \beta_5 * Boone_{ind}_{i,t}' + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Kështu ndër treguesit makroekonomikë kemi përfshirë, PBB-në, normën reale të rritjes vjetore të PBB-së. Ndërsa EX, normën e ndryshimit të kursit real të këmbimit, të Lekut kundrejt Euros, ku bazuar në nivelin e lartë të euroizimit të ekonomisë shqiptare është e arsyeshme të pritet që kanali i kursit të këmbimit të luajë një rol të rëndësishëm në zhvillimet e shëndetit të bankave, si nga ana e aktiveve, ashtu edhe nga ana e pasive. REPO përfaqëson normën e interesit për marrëveshjet e riblerjes me maturim shtatëditor, e aplikuar në ankandet e rregullta javore të Bankës së Shqipërisë dhe është norma bazë që përdoret për transmetimin e sinjaleve të politikës monetare, përfshirë në model në diferencë vjetore.

Për sa i përket tre karakteristikave specifike të bankës që mund të ndikojnë në shëndetin e saj, kemi përfshirë Eficiencën, Levën_financiare, si dhe treguesin e Boone_ind, që mat nivelin e konkurrencës së secilës bankë: Treguesi i parë, Eficiencia i llogaritur si raport i koston totale të bankës ndaj totalit të të ardhurave të bankës, mat nivelin e përfitueshmërisë së bankës, në terma të aftësisë së saj për të gjeneruar të ardhura.

Bankat më efektive perceptohen si banka më pak të rrezikshme dhe si rrjedhojë kanë një kapacitet më të lartë për të ofruar më shumë fonde në treg. *Leva_financiare*, matur si raport i kapitalit aksioner ndaj totalit të aktiveve, shërben për të matur nivelin e kapitalizimit të bankave, që tregon se sa më e kapitalizuar është banka aq më e shëndetshme është ajo. Ndërsa *treguesi i tretë, Boone_ind*, mat nivelin e konkurrencës në sistemin bankar bazuar në elasticitetin e fitimeve ndaj kostove marxhinale, bazuar për secilën bankë. Teorikisht ndikimi i konkurrencës në shëndetin bankar mund të jetë pozitiv ose negativ bazuar në konfirmimin e “*competition-fragility view*” [Marcus (1984) dhe Keeley (1990), Allen dhe Gale (2000, 2004)] ose “*competition-stability view*” të Boyd dhe De Nicolò, (2005). Demirguc-Kunt dhe Huižinga (2010) kanë treguar se gjatë krizës financiare, karakteristikat e bilancit të gjendjes bankare janë shtytës të rëndësishëm të performancës dhe shëndetit të bankës, prandaj përfshirja e tyre është e rëndësishme për vlerësimin e shëndetit financiar.

Tabela 1: Rezultatet e analizës empirike

Treguesi i varur, shëndeti i bankave: BSI_{it}	Vlerat e koeficienteve për të gjithë periudhën 2003T3-2021T1	Vlerat e koeficienteve për periudhën (pas krizës financiare globale) 2008T4-2021T1
Ndikimi i PBB-së	0.99*** (0.024)	0.685 (0.263)
Ndikimi i normës së ndryshimit të politikës monetare, <i>Repo</i>	-0.07*** (0.000)	-0.067*** (0.001)
Ndikimi i normës së ndryshimit të kursit të këmbimit, <i>EX</i>	-0.03 (0.932)	-0.14 (0.645)
Ndikimi i normës së eficiencës së bankës, <i>Eficienca</i>	-0.09*** (0.012)	-0.08 (0.583)
Ndikimi i normës së ndryshimit të levës financiare, <i>Leva_financiare</i>	0.051 (0.811)	0.61*** (0.011)
Ndikimi i normës së ndryshimit të konkurrencës, <i>Boone_ind</i>	0.32 *** (0.000)	0.40*** (0.000)
Rendi i instrumenteve	16	16
Statistika <i>J</i>	7.879	11.440
Probabiliteti i Statistikës <i>J</i>	0.64	0.324
Probabiliteti i AR(1)	0.000	0.002
Probabiliteti i AR(2)	0.079	0.139

*Shënim: niveli i rëndësishëm statistikorë ***, **, * për a, 1%; 5%; dhe 10%.*

5. VËREJTJE PËRFUNDIMTARE

Diskutimet mbi shkaqet dhe pasojat e rënda të çekuilibrave financiarë që ndodhën si gjatë krizës financiare globale të vitit 2007, por edhe ato shkaktuar nga kriza pandemike e COVID-19, kanë ngritur pyetje të reja për çështjet dhe sfidat e ndryshme që kanë qenë në qendër të vëmendjes së vendimmarrjes së politikës monetare. Një ndër mësimet kryesore të nxjerra nga kriza financiare globale është që stabiliteti financiar është mjaft i rëndësishëm për vendimmarrjen e politikës monetare, por pa dyshim politika monetare luan një rol jetik për stabilitetin financiar. Argumentet për këtë ndikim janë të thjeshta dhe të drejtpërdrejta. Politika monetare mund të ndikojë stabilitetin e sistemit financiar përmes kanalit të përfitueshmërisë, sipas të cilit luhatshmëria e normave të politikës monetare mund të shkaktojë luhatje të përfitueshmërisë në të njëjtin drejtim sikurse me normën e interesit, e prej këtu përfitueshmërinë e bankës dhe kapitalizimin e saj. Njëkohësisht, luhatjet në normën e politikës monetare ndikojnë po kaq drejtpërdrejt edhe të ardhurat, ngarkesën e borxhit dhe kapacitetet paguese të familjeve dhe sektorit privat për ripagimin e tij, duke ndikuar kështu rrezikun e kredisë e si rrjedhojë stabilitetin e sistemit bankar. Gjithashtu, politika monetare ndikon drejtpërdrejt shumë tregues të tjerë nominalë e realë, të cilët kanë një ndikim në cilësinë/rrezikun e aktiveve dhe strukturën e detyrimeve të sistemit bankar, e prej tyre në stabilitetin e tij. Pra, në konceptin teorik, politika monetare ka ndikim të drejtpërdrejtë e të tërthortë në stabilitetin e sistemit bankar. Por përshkrimi teorik i vetëm nuk mund të japë një përgjigje të saktë dhe të plotë për të përcaktuar ekzistencën e një kanali mbizotërues të transmetimit dhe vlerësimit të efektit konkret të politikës monetare në stabilitetin financiar. Prandaj është i nevojshëm studimi empirik për të vlerësuar dhe kuptuar më mirë efektet e politikës monetare mbi stabilitetin e sistemit.

Rezultatet kryesore të këtij studimi janë në përputhje me dëshmitë që nxjerrin në pah disa implikime vendimtare të politikave për procesin e vendimmarrjes. Për të qenë më specifike, rezultatet e paraqitura më lart për rastin e ekonomisë shqiptare ofrojnë dëshmi të qarta që mbështesin pikëpamjen e një marrëdhënieje të rëndësishme midis politikës monetare dhe shëndetit financiar të bankave. Nga ana tjetër, këto rezultate tregojnë se vendimmarrja e politikës monetare

ndikon stabilitetin financiar të bankave. Këto rezultate empirike nuk e përjashtojnë rastin që vendimmarrja optimale për politikën monetare mund të shkaktojë një përkeqësim të stabilitetit të sistemit bankar, duke i vendosur politikat herë përkundrajt njëra-tjetrës, dhe herë të tjera të dy politikat shkojnë në të njëjtin drejtim e përforcojnë njëra-tjetrën. Kjo varet nga problematikat dominuese në momentin e vendimmarrjes, ku në historikun e ngjarjeve ekonomike të 20 viteve të fundit identifikohen fenomene të tilla, të cilat në kapitujt në vijim do të bëjnë një shpjegim më të plotë dhe të ilustruar të këtyre fenomeneve.

Rezultatet e paraqitura nga studimi empirik, nënkuptojnë se vendimmarrja e politikës monetare duhet të mbajë parasysh implikimet potenciale të saj në stabilitetin e sistemit financiar. Rrjedhimisht, është e nevojshme që në rastet kur këto efekte vlerësohet të jenë negative për stabilitetin e bankave, vendimmarrja e politikës monetare duhet të pasurohet ose të shoqërohet me masa me karakter makro e mikroprudenciale për të lehtësuar “barrën” e vendimmarrjes së politikës monetare në bilancin e bankave, mundësuar koordinimin e politikëbërjes dhe zgjidhjen e “konflikteve” ndërmjet objektivave të stabilitetit të çmimeve e atij monetar. Në përfundim, rekomandimi për Bankën e Shqipërisë është që në çdo rast vendimmarrja e politikës monetare të konsiderojë efektet potenciale negative mbi stabilitetin financiar të sistemit dhe të koordinojë e të plotësojë vendimmarrjen me masat e nevojshme makro e mikroprudenciale.

Gjithsesi, analizimi i rezultateve empirike të deritanishme, përfshirë edhe gjetjet në rastin e sistemit bankar shqiptar, ka një rëndësi të madhe edhe për implikimet e politikës në të ardhmen. Së pari, lidhja midis politikës monetare dhe stabilitetit bankar mund të ndryshojë me kalimin e kohës. Kjo mund të ndodhë edhe për shkak të ndryshimeve strukturore lidhur me procesin e konsolidimit të sektorit bankar, por edhe si pasojë e kushteve dhe strategjive të ndryshme që ndjekin bankat qendrore. Së dyti, bankat qendrore mund t’i ndryshojnë politikat e tyre monetare për të zvogëluar çekuilibrat financiarë nëse këta bëhen të rëndësishëm, ndoshta edhe në mënyrë jolineare. Kjo nënkupton se këto dukuri duhet të analizohen në mënyrë të vazhdueshme, pasi kështu do të jetë më e lehtë të evidentohen dhe të hartohen politika të duhura për të shmangur problematikat e lidhura

me të. Prandaj është e rëndësishme që strategjia e politikës monetare të mos jetë e ngurtë, por të përshtatet dhe të rishikohet bazuar në analiza të mbështetura kërkimore për të marrë në konsideratë ndryshimet e pritshme në të ardhmen.

Në fund, ndonëse në këtë punim studiohet lidhja midis politikës monetare dhe shëndetit bankar, ne nuk kemi marrë në konsideratë një serë elementesh që lidhen si me procesin mbikëqyrës të bankave, ashtu edhe me sjelljen individuale të tyre, të cilat axhustohen për të minimizuar rreziqet dhe pasiguritë e shtuara në të ardhmen.

LITERATURA

Albertazzi, U., Barbiero, F., Marques-Ibanez, D., Popov, A., D'Acri, C., dhe Vlassopoulos, Th. (2020) "Monetary policy and bank stability: the analytical toolbox reviewed", ECB Working Paper Series No. 2377 / February 2020.

Adrian T. dhe Shin H.S. (2009) "Money, Liquidity, and Monetary Policy", American Economic Review, Vol. 99(2), 600-605.

Akerlof, G. dhe Shiller, R. (2009) "Animal spirits: How human psychology drives the economy and why it matters for global capitalism", Princeton University Press.

Altunbaş, Y., Gambacorta, L. dhe Marques-Ibanez (2014), "Does Monetary Policy Affect Bank Risk?", International Journal of Central Banking, Vol. 10(1), 95-136.

Anderson, Theodore W., dhe Cheng Hsiao. (1981). "Estimation of Dynamic Models with Error Components", Journal of American Statistical Association, Volume 76 (375), 1981: 598-606.

Arellano, Manuel, dhe Stephen Bond (1991) "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations", The Review of Economic Studies, 58 (2), 277-297.

Arellano, M., dhe Bover, O., (1995). "Another Look at the Instrumental Variables Estimation of Error Components Models", Journal of Econometrics, Vol. 68 (1), (Jul. 1995), 29-51.

Banka e Shqipërisë, (2015). "Monetary Policy Document." Bank of Albania. https://www.bankofalbania.org/web/Monetary_Policy_Document_7190_2.php?kc=0,2,9,0,0.

Baxa, J., Horvát, R., dhe Vašíček, B., (2013) "Time-varying monetary-policy rules and financial stress: Does financial instability matter for monetary policy?", Journal of Financial Stability, Vol. 9, April (2013), 117-138.

Berger, Allen N., dhe Christa H.S. Bouwman. (2013) "How Does Capital Affect Bank Performance During Financial Crises?", Journal of Financial Economics, Volume 19, 2013: 146-176.

Brandao-Marques, L., Gelos, G., Harjes, Th., Sabay, R., dhe Xue, Y. (2020) "Monetary Policy Transmission in Emerging Markets and Developing Economies", IMF Working Paper WP/20/35.

Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, and Luc Laeven. (2008) "Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market", IMF Working Paper, WP/08/106 IMF, 2008.

Dell'Ariccia, G., dhe Marquez, R. (2009) "Lending booms and lending standards", Journal of Finance, Vol. 61, 2511–2546.

Di Tella, Sebastia, dhe Pablo Kurlat. (2017) "Why are banks exposed to monetary policy?", NBER Working Paper 24076.

Dushku, Elona. (2016). "Some Empirical Evidence of Loan Loss Provisions for Albanian Banks", Journal of Central Banking and Practice, Vol. 2, pp. 157-173.

Gros, Daniel. (2018) "Financial Stability Implications of Increasing Interest Rates", CEPS Policy Insights No 2018/10, September 2018.

Jimenez, G., Saurina, J., Ongena, S., dhe Peydro, J. (2007) "Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?", CentER Discussion Paper Series 75.

Kota, Vasilika, dhe Sage, Arisa (2013) "Një indeks i rrezikut sistematik financiar për Shqipërinë", Banka e Shqipërisë, Material Diskutimi 03(62) 2013.

Maddaloni, Angela, dhe Jose-Luis Peydro, 2013. "Monetary Policy, Macroprudential Policy, and Banking Stability: Evidence from the Euro Area." International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking, Vol. 9(1), pages 121-169, March.

*Mester, J. L. (2021) "Financial Stability and Monetary Policy in Low-Interest-rate Environment", Federal Reserve Bank of Cleveland:
<https://www.clevelandfed.org/en/newsroom-and-events/speeches/sp-20210622-financial-stability-and-monetary-policy-in-a-low-interest-rate-environment.aspx>*

Mishra, Prachi, dhe Peter Montiel. (2012) "How Effective Is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence", Economic Systems, Vol. 37(2), 187-216.

Paligorova, Teodora, dhe João, A.C.Santos. (2017) "Monetary policy and bank risk-taking: Evidence from the corporate loan market", Journal of Financial Intermediation, Vol. 30, April 2017, 35-49.

Peydro, J. dhe Maddaloni, A. (2011) "Bank risk-taking, securitization, supervision,

and low interest rates: Evidence from the euro area and U.S. lending standards”, *Review of Financial Studies*, Vol. 24, 2121-2165.

Rajan R.G. (2005) “Has Financial Development Made the World Riskier?”, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 11728.

Roodman, David. (2009). “A Note on the Theme of Too Many Instruments”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(1), 135-158.

Saqe, Arisa, Minka, Odeta, dhe Kota, Vasilika (2015) “Harta e stabilitetit financiar në Shqipëri”, *Revista Ekonomike* 6M-1, 2015, *Banka e Shqipërisë*.

Shijaku, Gerti. (2015) “The macroeconomic pass-through effects of monetary policy through sign restrictions approach: in the case of Albania”, *Graduate Institute of International and Development Studies International Economics Department, Working Paper N IHEIDWP11-2015*.

Shijaku, Gerti (2016a) “Stabiliteti bankar dhe përcaktuesit e tij: Një analizë sensitive mbi ndryshimet metodologjike”, *Banka e Shqipërisë, Revista Ekonomike*, 6M-1, 18-30.

Shijaku, Gerti. (2016b) “The Role of Money as an Important Pillar for Monetary Policy: In the Case of Albania”, *Bank of Albania, Discussion Paper*.

Shijaku, Gerti (2017a) “How does competition affect bank stability after the global crises in the case of the Albanian banking system?”, *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 2, 175-208.

Shijaku, Gerti (2017b) “Bank prudential behaviour and bank stability: How far do they go?” *Journal of Banking and Financial Economics*, 2(8), 127–150.

Shijaku, Gerti (2020) “Stabiliteti bankar dhe lidhja e tij me konkurrencën midis bankave pas krizës financiare globale. Dëshmi të reja nga sektori bankar shqiptar”, *Banka e Shqipërisë, Material Studimor* 40(79) 2019.

Shijaku, Hilda. (2007) “An Investigation of Monetary Policy Transmission Mechanism in Albania”, *Bank of Albania and Staffordshire University, November 2007, [Unpublished]*.

Shijaku, Hilda, dhe Ceca Kliti (2012) “A model for the credit risk in Albania using banks’ panel data”, *Bank of Albania, Discussion Paper*.

Taylor J.B. (2009) “The Financial Crisis and the Policy Responses: an Empirical

Analysis of What Went Wrong”, National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 14631.

Vika, Ilir. (2009) “Roli i Bankave në Transmetimin e Politikës Monetare në Shqipëri”, Banka e Shqipërisë, Qershor (2009).

Vika, Ilir, dhe Suljoti, Erjona. (2018) “Një rishikim mbi kanalin e kredisë bankare në mekanizmin e transmissioinit në Shqipëri”, në botimin me titull “Studime mbi sistemin bankar dhe zhvillimin ekonomik” Sejko, Gent. (2018), Banka e Shqipërisë.

KAPITULLI IV: PANDEMIA E COVID-19 DHE POLITIKA MONETARE. TË GJITHË ME SYTË NGA BILANCI I BANKËS QENDRORE*

HYRJE

Bilanci i bankës qendrore luan një rol të rëndësishëm në ekonominë e një vendi. Ai është baza e teorisë monetare dhe mbetet thelbësor në kuptimin, hartimin dhe implementimin e politikave monetare. Pavarësisht këtij fakti, si rrjedhojë e inovacioneve në tregun financiar dhe evolucionit të teorive e praktikave të politikës monetare, roli për miradministrimin monetar i është besuar normave të interesit. Pandemia COVID-19 e ka nxjerrë bilancin e bankës qendrore në plan të parë nga kjo “harresë” gati 40-vjeçare. Sot gjithë vëmendja e ekonomisit monetar është përqendruar në zgjerimin e këtij bilanci si një instrument për mbështetjen e ekonomisë me likuiditet dhe nxjerrjen e saj nga efektet e pandemisë. Këto zhvillime janë joshëse për ekonomitë në zhvillim, por nuk janë gjithmonë të zbatueshme në ekonomitë e vogla të hapura. Ato shoqërohen me rreziqe, të cilat duhet të mbahen parasysh nga autoritetet dhe institucionet e vendeve në zhvillim.

Shpërthimi i pandemisë COVID-19 në fillim të këtij viti, përveç emergjencës shëndetësore dhe shoqërore, shkaktoi edhe një goditje

* *Ky material është publikuar për herë të parë në botimin “Pandemia dhe Rimëkëmbja: Strategjitë e përbaljes dhe pritshmëritë e zhvillimit”, Akademia e Shkencave, ISBN 978-9928-339-19-5.*

të fortë negative në ekonominë globale. Karantina, pasiguria dhe të gjitha shqetësimet e tjera në lidhje me to u shoqëruan nga një rënie e menjëhershme e aktivitetit ekonomik, rritje e papunësisë, si dhe rënie e tregjeve të kapitalit në një shkallë të paprecedentë që prej Depresionit të Madh në fillim të shekullit të kaluar. Kjo goditje negative ka nxitur diskutime të gjera në rrethet akademike dhe profesionale që në fillimin e saj. Diskutimet nisën nga Baldwin dhe di Mauro (2020), e vazhdojnë nga Susskind dhe Vines (2020). Përtej përpjekjeve të paprecedenta dhe zhvillimin e aplikimin e shpejtë të vaksinave apo gjetjen e një kure për këtë virus, pasiguria mbetet e lartë dhe konsensusi i përgjithshëm është se efektet ekonomike e financiare do të jenë afatgjata.

Nga këndvështrimi i vendimmarrjes, pandemia solli përgjigjen e menjëhershme të autoriteteve monetare e ekonomike, një përgjigje e paprecedentë, e cila tronditi konsensusin ekzistues mbi politikat monetare konvencionale. Ky kapitull përpiket të përshkruajë ndikimin që pandemia ka shkaktuar në konceptet bazë të hartimit dhe implementimit të politikës monetare nga bankat qendrore në përgjithësi, duke u ndalur edhe në rastin e Bankës së Shqipërisë.

Siç u parashtrua më lart, dy krizat e fundit globale - ajo financiare e 2008-ës dhe pandemia e 2020-ës - sollën ndryshime të qenësishme në natyrën dhe zbatimin e politikës monetare. Në përgjigje të situatave, ashtu siç është theksuar, bankat qendrore morën masa të paprecedenta, jo vetëm për sa i përket madhësisë, por edhe natyrës së tyre. Përgjigja për pandeminë kërkohet “unanimisht” te zgjerimi i bilancit të bankës qendrore. Kjo ka nxitur diskutime për rishikimin e konsensusit ekzistues mbi teorinë dhe politikën monetare. Konceptet themeltare mbi përdorimin e bilancit si instrument i përhershëm i politikës monetare, përshkruar nga Bailey *et.al.* (2020), Powell (2020), Issing (2020) dhe shumë autorë të tjerë, janë hedhur e diskutuar nga monetaristët në vitet ‘60 të shekullit të kaluar [Friedman (1969), Tobin (1961, 1969), Modigliani and Stuch (1966)]. Në studimet e tyre, autorët trajtojnë çështje si oferta e parasë, bilanci i bankës qendrore dhe preferencat për përbërjen e portofoleve të investimeve dhe maturitetit të tyre në bilancet e sektorit privat, të cilat përshkruajnë ofertën monetare dhe kanalet përmes të cilave ajo transmetohet dhe ndikon ekonominë. Duke ofruar gjithçka

për shpëtimin e ekonomisë, ekonomiksi monetar është detyruar të përmbysë paradigmen mbisunduese të 40 viteve të fundit. Në krye të këtij evolucioni qëndrojnë bankat e ekonomive të zhvilluara, të cilat kanë thyer shumë tabu dhe koncepte fundamentale të ekonomiksit monetar. Por sa të zbatueshme janë këto koncepte në një ekonomi të vogël, të hapur dhe të euroizuar? Si lidhet ky evolucion me rreziqet potenciale me të cilat përballen këto ekonomi?

Këto janë të nevojshme të diskutohen. Tregjet dhe institucionet duhet të mbajnë parasysh se aplikimi i këtyre masave në ekonominë në zhvillim si Shqipëria nuk është i thjeshtë, i drejtpërdrejtë dhe pa rreziqe.

Pavarësisht inovacioneve dhe ndryshimeve, thelbi i konceptit dhe implementimit të politikës monetare mbetet ndërhyrja në tregun financiar. Rrjedhimisht, instrumenti dhe natyra e kësaj politike duhet të përcaktohen nga kufizimet e buxheteve ndërkohore të bankës qendrore, qeverisë, sektorit financiar e atij privat, zhvillimi i tregjeve financiare e të kapitalit dhe implikimet për stabilitetin financiar të ekonomisë. Qëllimi i këtij materiali është të përshkruajë këtë ndryshim dhe të diskutojë mbi kapacitetin e ekonomisë shqiptare dhe autoriteteve për të zbatuar konceptet e reja post COVID-19.

1. POLITIKA MONETARE DHE IMPLEMENTIMI I SAJ NË KONSENSUSIN E 40 VITEVE TË FUNDIT

Fokusi i bankës qendrore dhe i politikës monetare është i orientuar drejt stabilitetit makroekonomik. Në kornizën ligjore të bankave qendrore, ky orientim artikullohet në formën e stabilitetit të një treguesi të rëndësishëm për aktivitetin ekonomik dhe financiar brenda një intervali kohor të mirëpërcaktuar. Në varësi të kushteve specifike dhe preferencave mbi doktrinën ekonomike, objektivi kryesor i bankës qendrore mund të jetë: “stabiliteti i monedhës”, “stabiliteti i kursit të këmbimit”, “maksimizimi i punësimit dhe/ose rritjes ekonomike” dhe “stabiliteti i çmimeve”. Eksperiencat jopozitive të bankingut qendror me objektiva të tillë si “maksimizimi i rritjes ekonomike” apo “stabiliteti i kursit të këmbimit”, si dhe zhvillimi i ekonomiksit monetar e konsensusi akademik kanë treguar

se kontributi më i mirë i politikës monetare për maksimizimin e mirëqenies ekonomike është stabilizimi i çmimeve.¹ Ky obsesion i bankave qendrore me inflacionin, si matës i ndryshimit të çmimeve, shpjegohet nga zhvillimet e teorisë monetare nën ndikimin e praktikave më të mira të bankingut qendror gjatë gjysmës së dytë të shekullit të kaluar. Përgjithësisht bankat qendrore e kanë marrë shembullin e politikave monetare që kanë hartuar dhe zbatuar nga ekonomitë e zhvilluara (kryesisht nga ajo amerikane). Këto ekonomi kanë shërbyer si një laborator për testimin e teorisë dhe koncepteve që kanë çuar përpara ekonomiksë monetare. Rrjedhimisht, studimi i ekonomiksë monetare bazohet në historinë monetare të këtyre ekonomive, dhe veçanërisht në atë të Shteteve të Bashkuara.

Në periudhën menjëherë pas Luftës së Dytë Botërore, administrimi i politikës monetare bazohej në kontrollin e ofertës së parasë. Kujtesa ende e freskët e Depresionit të Madh e vinte theksin te punësimi, njëkohësisht politika fiskale përqendrohej në normat e interesit të instrumenteve afatgjata. Natyrisht politika monetare përputhej me frymën e teorisë Keynesian-e dhe ishte formuluar në kuadrin e sistemit monetar ndërkombëtar të Bretton Woods. Në fund të viteve '60, politikat ekspansioniste në mbështetje të punësimit çuan në rritjen e inflacionit dhe të pritjeve inflacioniste. Dy krizat e njëpasnjëshme të çmimit të naftës në fillimin e viteve 1970, shkaktuan një rritje të shpejtë dhe të qëndrueshme të çmimeve, duke e kthyer inflacionin në problemin më dominues në ekonomi. Politikat monetare të bazuara në ekspansionin e parasë dështuan në rritjen e aktivitetit ekonomik, duke çuar në rritjen e njëkohshme të inflacionit dhe stanjacion ekonomik. Ndërkohë, studimet e Cagan (1956), Friedman (1970) dhe Friedman e Zhvarc (1963), gjenin një lidhje të fortë dhe të drejtpërdrejtë ndërmjet ekspansionit monetar dhe inflacionit në ekonomi. E ndodhur përballë kësaj situatë në fillim të viteve 1980, Rezerva Federale (FED) e zhvendosi fokusin

¹ *Duhet përmendur këtu, se në raste të pakta, për arsye të kushteve specifike historike, shoqërore dhe ekonomike të disa vendeve, apo për arsye se bankat e tyre qendrore kanë mandate eksplicite të dyfishta që synojnë arritjen e njëkohshme të dy ose më shumë objektivave, për arsye të përplasjeve apo ngjarjeve ekonomike të pavarura nga bankat, pengohet realizimi automatik i një objekti të dytë. Prania e sanksionuar me ligj e këtij mandati i përshtatet kushteve specifike të ekonomisë së cilës i shërben. Rezerva Federale ka në kuadrin e saj ligjor një mandat të dyfishtë të stabilitetit të çmimeve dhe maksimizimit të punësimit. Raste të tjera të ngjashme, si për shembull ai i Bankës së Islandës, marrin më pak vëmendje. Kjo bankë kombinon regjimin e shënjestrimit të inflacionit me një regjim të administrimit të kursit të këmbimit. Edhe Banka e Rezervave të Zelandës së Re ka një mandat të dyfishtë të stabilitetit të çmimeve dhe maksimizimit të punësimit, që prej vitit 2019.*

e politikës monetare të inflacionit dhe theksoi normat e interesit si instrumentin kryesor të saj.

Duke njohur pavarësinë e bankës qendrore si një kurë ndaj problemit të inflacionit dhe atij të mospërputhjes ndërkohore,² FED-i rriti menjëherë dhe fuqishëm normat e interesit deri në 20% dhe kështu arriti të kontrollojë inflacionin dhe ekonominë, e më pas të nxisë rritjen ekonomike. Që nga ky moment, pavarësia e bankës qendrore dhe normat e interesit u bënë instrumentet kryesore për suksesin dhe stabilizimin e luhatjes së çmimeve dhe treguesve të tjerë makroekonomikë. Ky koncept u bë modeli konvencional i politikës monetare. Fondamentet teorike të këtij modeli janë përshkruar dhe artikulluar nga Woodford (2003). Në këtë model, politika monetare optimale nënkupton gjetjen e një rregulli të artë për përcaktimin e normës afatshkurtër të interesit në ekonomi dhe përdorimin e operacioneve të tregut të hapur për të garantuar që normat e tregut të qëndrojnë afër normës bazë të politikës monetare, nën supozimin se agjentët janë racionalë dhe veprojnë në tregje perfekte. Banka qendrore e kushtëzon aktivitetin me një numër të kufizuar aktorësh (bankat tregtare) për këmbimin e një sasive marzhinale likuiditeti, përmes tregimit të instrumenteve financiare në afat të shkurtër me frekuencë fikse dhe përkundrejt kolateralit me risk zero. Norma e interesit e instrumenteve të tregtuara/ofruara është jonegative e kufizuar nga poshtë në nivelin minimal “zero”. Tregu ndërbankar/financiar është qartazi hallka kryesore e zinxhirit të transmetimit të politikës monetare. Modeli dallohet për disa supozime të forta siç janë “agjentët racionalë”, “tregjet” dhe “informacioni perfekt”, por dy dekadat e fundit kanë treguar se nuk janë shumë të zbatueshme në jetën reale.

Modeli i mësipërm vlen dhe zbatohet në të gjitha rastet e një politike monetare të pavarur, pavarësisht nga objektivi kryesor i saj (qoftë ky inflacioni, papunësia, normat afatgjata të interesit apo PBB-ja nominale). Megjithatë, në pjesën dërrmuese të ligjërimit akademik e institucional, ai i atashohet inflacionit. Ky regjim i fokusuar drejtpërdrejt dhe ekskluzivisht të inflacionit, u sanksionua metodologjikisht dhe u adoptua zyrtarisht nga Banka e Zelandës së Re në vitin 1993, si Regjimi i Inflacionit të Shënjestruar, me

² Termi origjinal në literaturë është: *time inconsistency problem*.

fokus të vetëm dhe të drejtpërdrejtë te stabiliteti i çmimeve. Nga ky moment, Inflacioni i Shënjestruar është zbatuar pothuajse në të gjitha ekonomitë e avancuara, në kushtet e një regjimi fleksibël të kursit të këmbimit dhe lëvizjes së lirë të kapitaleve. Ky regjim u përvetësua edhe nga shumë banka të tjera qendrore në vendet e zhvilluara, ato në zhvillim, por edhe në vendet e Evropës Qendrore, Lindore e Jugore (EQLJ), përfshirë Shqipërinë.

2. NDRYSHIMI I KUADRIT TË POLITIKËS MONETARE DHE ROLI I BILANCIT TË BANKËS QENDRORE

Historia tregon se zbatimi i Regjimit të Inflacionit të Shënjestruar gjeneroi një periudhë relativisht të gjatë me çmime të qëndrueshme dhe rritje të shpejtë ekonomike. Megjithatë, është fakt se ai lindi e bashkëjetoi me fenomenin e globalizimit, revolucionin e teknologjisë së informacionit e asaj digjitale që solli ndryshime të rëndësishme strukturore në ekonomi dhe në tregun e punës, dhe njëkohësisht edhe me rënien e tensioneve gjeopolitike në botë. Të gjitha këto fenomene së bashku ndikuan gjithashtu që çmimet të mbeteshin relativisht të ulëta në dekadat pas viteve '90.

Të udhëhequra nga objektivi i inflacionit e duke besuar te supozimet e forta të përmendura më lart, bankat qendrore fillimisht ulën normat e interesit në mënyrë të vazhdueshme dhe i mbajtën ato të ulëta për një periudhë të gjatë kohore, duke u përqendruar te cikli i biznesit e punësimit. Në mungesë të inflacionit në mallrat e konsumit, efektet e politikës monetare ekspansioniste u shfaqën te çmimet e aseteve. Të nxitur nga normat e ulëta të interesit, sektori privat, ai financiar madje edhe qeveritë e shumë vendeve, tejkaluan kufizimet e tyre të buxhetit ndërkohor dhe u përballën realisht me falimentin, duke çuar në krizën e vitit 2008.

Kriza financiare globale nxori në plan të parë problemet e stabilitetit financiar dhe identifikoi nevojën për koordinimin e politikës monetare me atë të stabilitetit financiar. Të përballur me krizën, nevojën për mbështetjen e ekonomisë me kredi dhe të sektorit financiar me likuiditet të bollshëm, autoritetet e vendeve të zhvilluara

i ulën shumë shpejt normat e interesit, duke arritur kufirin e poshtëm 0% ose vlera shumë afër tij. Rrjedhimisht, politika monetare humbi instrumentin e vet kryesor. Modeli teorik i përshkruar nga Woodford (2003) nuk funksiononte në kushtet e normave të interesit 0.

Si pasojë e një situatë “të dëshpëruar”, normat e interesit u ulën edhe përtej zeros, duke shkuar për herë të parë në histori, në territor negativ. Megjithatë, bilancet e dëmtuara (nga borxhet) të sektorit privat dhe kufizimet rregullatore të kredisë si rezultat i problemeve të stabilitetit financiar në sistemin bankar (kreditë e këqija) e rihvendosën vëmendjen nga norma e interesit te administrimi i parasë, përmes zgjerimit të ofertës monetare, e thënë ndryshe, te zgjerimi i bilancit të bankës qendrore. Këto politika u quajtën politika jokonvencionale dhe bazoheshin në blerjen e letrave me vlerë në tregun e kapitaleve, duke synuar hedhjen e likuiditetit në ekonomi, nxitjen e aktivitetit të kreditimit për sektorin privat dhe njëkohësisht ndikimin mbi normat e interesit të instrumenteve afatgjata. Kuadri operacional i bankave qendrore ndryshoi për të zgjeruar aktivitetin me një numër të pakufizuar aktorësh, për këmbimin e një sasive të pakufizuar likuiditeti për tregtimin e instrumenteve financiare në të gjithë spektrin e maturitetit, përkundrejt kolateralit me rrezik të pranueshëm (pra jo me rrezik 0). Si rezultat, bilancet e bankave qendrore u zgjeruan në përmasa të padëgjua më parë. Ky përbënte një ndryshim thelbësor nga teoria dhe praktika e bankingut qendror dhe mund të ilustruhet shumë mirë nga thënia e Presidentit të BQE-së Mario Draghi (2012): “Banka Qendrore Evropiane (BQE) do të bëjë gjithçka që është e nevojshme ...”.

Në fakt përdorimi i bilancit nuk përbën në vetvete një risi. Është pikërisht vëmendja e 40 viteve të fundit te normat e interesit që e ka zhvendosur vëmendjen, ose më mirë të themi, që e ka lënë në hije rolin e bilancit të bankës qendrore. Çdo para “ e krijuar” dhe e hedhur në qarkullim përfaqëson një detyrim të bankës qendrore. Ky detyrim ka format e një monedhe apo kartëmonedhe në qarkullim, ose të rezervave të bankave tregtare në llogaritë e tyre pranë bankës qendrore, dhe regjistrohët në bilancin e kësaj të fundit në krahun e detyrimeve, nënkategorinë “Monedha në qarkullim” dhe/ose

“Rezerva të sistemit bankar”.³ Njëkohësisht me regjistrimin e këtij detyrimi, bëhet një regjistrim balancues në krahun e mjeteve për të njëjtën vlerë. Për shembull, nëse emetimi i ri është hedhur në treg me qëllim blerjen e monedhave euro, regjistrimi ndodh në zërin “Rezerva ndërkombëtare”; nëse emetimi është kredi për sistemin bankar, ai regjistrohet si rritje e rezervave të sistemit bankar me detyrime dhe njëkohësisht bëhet një regjistrim balancues në zërin “Hua dhënë bankave si ndërmjetëse financiare”.

Rrjedhimisht, në kushtet kur norma e politikës monetare arrin nivelin zero, rritja e ofertës monetare realizohet përmes njërit prej dy veprimeve të mëposhtme: (i) rritjes së rezervave të tepërta të sistemit bankar pranë bankës qendrore, apo (ii) blerjes së letrave me vlerë në tregun e kapitaleve, përkundrejt rritjes së parasë në qarkullim.⁴ Bernanke (2009) sqaron se këto veprime pagëzohen si “lehtësime sasiorë”⁵ dhe “lehtësime të kredisë” dhe së bashku përbëjnë politikën e zgjerimit të buxhetit të bankës qendrore. Ato janë cilësuar si politika jokonvencionale. Politika monetare e paskrizës së vitit 2008 tentoi pikërisht rritjen e këtyre dy zërave në bilancin e bankës

³ Për një shpjegim më të plotë të analizës sonë është e rëndësishme të theksohet se bilanci i bankës qendrore në krahun e detyrimeve plotësohet me nënkategoritë “Detyrime ndaj qeverisë” dhe “Kapitali i bankës qendrore”, që matet si diferenca ndërmjet mjeteve dhe detyrimeve të bankës qendrore dhe është kanali përmes të cilit ajo mbulon humbjet e mundshme. Sikurse edhe në rastin e institucioneve private, kapitali është shumë i rëndësishëm, pasi përmes këtij treguesi kuptohet nëse banka qendrore është e aftë të përballojë detyrimet e veta, pra vlerën e parasë të bedhur në qarkullim. Reduktimi ose humbja e kapitalit do të çonte në humbjen e besimit të monedha kombëtare dhe të besueshmëria e bankës qendrore. Të gjitha detyrimet e mësipërme balancohen nga një kategori e gjerë mjeteve me vlerë, ndër të cilat vendin kryesor e zë rezerva valutore. Ajo përfaqëson formën kryesore të mjeteve të mbajtura nga bankat qendrore në formën e cash-it, depozitave apo investimeve të tjera financiare në monedhë të huaj apo ar monetar. Qëllimi i mbajtjes së tyre është përballimi i nevojave korrente në raste krizash, si dhe përballimi i detyrimeve afatshkurtra të vendit. Ndërkohë, kolateralat e vendosura nga bankat tregtare, në këmbim të transaksioneve të huave që ato marrin nga banka qendrore, plotësojnë kategoritë e tjera. Zëra të tjerë neto mbulojnë të gjitha elementet e tjera të mjeteve në bilancin e bankës që nuk përfaqësojnë në zërat e aseteve më lart, si p.sh. investime në pasuri të paluajtshme etj.

⁴ Një alternativë e tretë është financimi i shpenzimeve buxhetore për përballimin e krizës me zgjerimin e bilancit. Kjo është një alternativë e shpjelluar dhe e diskutuar kryesisht nga akademikët Bernanke (2019), Gali (2020), Turner (2015), Buiter (2014). Megjithatë, edhe autorët e mësipërmë kanë argumentuar këtë alternativë bazuar në supozime specifike jashtë realitetit, duke pranuar se është e vështirë të zbatohet në kushte reale dhe mund të përbëjë rrezik për besueshmërinë dhe pavarësinë e bankës qendrore, e si e tillë edhe për besimin te paraja. Dështat dhe Zhai (2016), Masciandaro (2020) e Barthelemy dhe Penälver (2020) ilustronjë përse kjo politikë nuk funksionon pa nënshtuar pavarësinë e politikës monetare. Rrjedhimisht, financimi i shpenzimeve buxhetore përmes bilancit të bankës qendrore është konsideruar si argument teorik dhe është lënë mënjanë nga praktika e saj.

⁵ Termat origjinalë në literaturë janë përkatësisht: quantitative easing (QE), credit easing (CE) dhe balance sheet policies.

qendrore. Parimet dhe mekanizmi i funksionimit bazohen në teorinë e përbërjes së portofolit të Tobin dhe në teorinë e preferencës së maturitetit të Modigliani dhe Stuch. Për një shpjegim praktik dhe implementimin shiko Butos (2015) dhe Gagnon *et al.* (2011).

Rritja e rezervave të tepërta është një mënyrë e drejtpërdrejtë për rritjen e bilancit të bankës qendrore. Kjo është një masë e shpejtë dhe efiçente, që sipas Reis (2019) është përdorur me efektivitet nga Rezerva Federale, në kuadër të Programit të Lehtësive Sasiore (QE1). Megjithatë është e pamjaftueshme dhe nuk garanton efektet ekonomike të dëshiruara nëse bankat nuk i përdorin këto rezerva për të kredituar ekonominë. Kjo është veçanërisht e vërtetë së pari, siç përshkruhet dhe nga Walsh (2010), në kushtet kur kërkesa “*precautionary*” për para e familjeve dhe sektorit privat arrin nivelin maksimal (nivelin e ngopjes)W;⁶ dhe së dyti kur kemi ngadalësim të kreditimit nga ana e sektorit bankar (qoftë për efekt të rënies së kërkesës për kredi si rezultat i bilanceve të dëmtuara të sektorit privat, qoftë si rezultat i kufizimeve të ofertës për kredi, si rezultat i kufizimeve buxhetore ose rregullatore që i “imponohen” sistemit bankar prej kredive të këqija). Në këto raste, rezervat e tepërta të krijuara nga zgjerimi i bilancit të bankës qendrore mund të mbeten në llogaritë e bankave tregtare pa u hedhur në ekonomi.

Për këtë arsye banka qendrore detyrohet të ndërhyjë në treg për të blerë letra me vlerë të sektorit privat përmes lehtësimeve të kredisë. Kjo e lejon bankën qendrore të hedhë në qarkullim sasi të mëdha parash dhe të ndryshojë përbërjen e mjeteve financiare në portofolat e sektorit privat, duke zëvendësuar investimet e portofolit të sektorit privat (familjeve dhe ndërmarrjeve) për detyrimet e bankës qendrore (para në *cash*). Bilanci i bankës rritet në anën e detyrimeve me sasinë e parasë të hedhur në treg dhe njëkohësisht në anën e aseteve, me të njëjtën vlerë, për sasinë e letrave me vlerë apo mjeteve financiare të blera. Politika është e efektshme në rastet kur agjentët në ekonomi përballen me kufizime kreditore. Studimet e hershme të Tobin (1961, 1969) dhe Brunner e Meltzer (1973) tregojnë se blerjet e letrave me vlerë kanë efekt edhe përmes manipulimit të ofertës relative në portofolat e sektorit privat, të njohura si “*the portfolio balance channel*”. Një kanal tjetër i rëndësishëm që mundëson suksesin e ekspansionit

⁶ Termi origjinal i përdorur në literaturë është: *precautionary money demand exercises satiation*.

monetar përmes blerjeve të letrave me vlerë mbështetet në teorinë e njohur në gjuhën teknike si “the preferred habitat theories” dhe të propozuar nga Modigliani dhe Stuch (1966).

Studimet e Curdia dhe Woodford (2011), Gagnon *et al.* (2011), Kioytaki dhe More (2012), Gagnon (2016), Haldane *et al.*, (2016), Tischer (2018), Rodnyansky e Darmouni (2017), Reis (2019), e D’Amico and Kaminska (2019), si dhe të shumë studiuesve të tjerë, kanë provuar ekzistencën e kanaleve të transmetimit të lehtësimeve sasiore dhe të atyre të kredisë. Megjithatë, Goodhart e Ashworth (2012) dhe Borio e Zabai (2016) nënvizojnë se efektet e këtyre masave zbehen me kalimin e kohës dhe ruajtja e stimulit monetar në ekonomi kërkon përsëritjen e programeve të lehtësive sasiore në mënyrë të vazhdueshme. Megjithatë nuk mungojnë as skeptikët si Greenlaw *et al.* (2018) dhe Fabo *et al.* (2020), të cilët nuk gjejnë evidenca të forta për efektet pozitive të politikave jokonvencionale.

Pavarësisht studimeve empirike në favor të këtyre masave, efektet pozitive në rigjallërimin e aktivitetit ekonomik dhe punësimit mbeten përgjithësisht larg ekuilibrave të parakrizës (me përjashtim të ekonomisë amerikane, e cila përjetoj periudhën më të gjatë të ekspansionit ekonomik dhe ku ulja e papunësisë arriti nivele rekord deri në 3.5%). Politikat monetare jokonvencionale rezultuan veçanërisht të pafuqishme për të garantuar arritjen e objektivit të inflacionit, i cili megjithëse i qëndrueshëm mbeti nën objektiv për periudha të gjata kohe. Rrjedhimisht, politika monetare mbeti peng e lehtësimeve sasiore për më shumë se një dekadë.

Ndërkohë që akademia argumentonte efektshmërinë e masave të këtij “normaliteti të ri”, COVID- 19 goditi botën dhe imponoi karantinën, duke shkaktuar një goditje të paprecedentë në ekonomi dhe në zinxhirët e prodhimit e të tregtisë globale. Efekti negativ në punësim, prodhim, konsum, investime dhe për stabilitetin financiar, ishte i qartë dhe i menjëhershëm. Madhësia e kësaj goditjeje, kanalet e transmetimit të saj dhe efektet negative të shkaktuara nga pasiguria e lartë shëndetësore, shoqërore dhe ekonomike, mbeten ende për t’u vlerësuar plotësisht, por mendohet se impakti ekonomik do të jetë i krahasueshëm ose më i madh se ai i Depresionit të madh në vitet 1929-1933.

3. PANDEMIA, BANKAT QENDRORE DHE POLITIKA MONETARE E TYRE GJATË PANDEMISË

Goditjet e jashtëzakonshme kërkojnë përgjigje të jashtëzakonshme. Rrjedhimisht, bankat qendrore u përgjigjën menjëherë, përmes zgjerimit dhe thellimit të politikave konvencionale (kur kjo ishte e mundur) e jokonvencionale për emetimin e sasive të paprecedenta të parasë në ekonomi. Njëkohësisht, politikat operacionale u përshtatën për dhënien e likuiditetit pa kufizim.

Qëllimi i këtyre veprimeve ishte lejimi i rrjedhjes së *cash*-it në ekonomi, për mbështetjen e sektorit privat e familjeve me likuiditet dhe për sigurimin e ofertës së kredisë me kushte të favorshme. Njëkohësisht u implementuan lehtësime të përkohshme të kuadrit rregullativ të mbikëqyrjes bankare dhe të stabilitetit financiar, duke lehtësuar rregullat për kapitalin, likuiditetin, ristrukturimin e kredive e për të adresuar problematikën e stabilitetit financiar, eliminimin e kufizimeve rregullative mbi ofertën e kredisë dhe rritjen e kapacitetit kreditues të bankave.

Si dhe në rastin e politikave monetare të përshkruara më lart, praktikat botërore i referohen lidershit të Rezervës Federale të SHBA (FED), Bankës Qendrore Evropiane (BQE), Bankës së Anglisë (BoE) dhe Bankës së Japonisë (BoJ), të cilat morën masa të jashtëzakonshme. Konkretisht deri në fund të vitit 2020, BQE-ja përveç programit ekzistues APP (*Asset Purchasing Program*) i barasvlershëm me 1.2% të PBB-së së Eurozonës, ka ndërmarrë një program të ri të dedikuar PEPP (*Pandemic Emergency Purchasing Program*) me vlerë 13.3% të PBB-së së Eurozonës; FED mendohet se ka zgjeruar bilancin e saj me rreth 10% të PBB-së dhe nuk ka vendosur kufi për sasinë e blerjes së aseteve. BQE-ja, FED-i dhe BoJ-ja kanë adoptuar programe masive dhe të pakufizuara të injektimit të likuiditetit. Ndërkohë, BQE-ja krijoi Strukturën e Repos të Eurosistemit për Bankat Qendrore (EUREP) për të siguruar linjat paraprake të repos për bankat qendrore jashtë Eurozonës. Në ndonjë rast si ai i Bankës Qendrore të Zvicrës, likuiditeti shtesë është mundur edhe si rezultat i ndërhyrjeve jo të vogla në tregun valutor.

Politikat monetare janë mbështetur e koordinuar me një grup politikash makroprudenciale. Bankat qendrore kanë lehtësuar kërkesat financiare ndaj institucioneve si një mbështetje ndaj ekonomisë, për të shmangur pasojat e menjëhershme të pandemisë mbi stabilitetin e sistemit financiar dhe sektorin privat dhe për të lehtësuar ndikimin e kufizimeve rregullatore mbi kredinë dhe aktivitetin e sistemit.⁷ Në fakt të dy politikat janë parë si kombinim dhe plotësim i njëra-tjetrës. Politikat jokonvencionale në ekonomitë e avancuara kanë shërbyer si shembull dhe janë replikuar edhe nga ekonomitë në zhvillim. Ulja e normave të interesit, lehtësimi i kuadrit operacional dhe koordinimi me politikat makro e mikroprudenciale janë përvetësuar nga të gjitha ekonomitë e Evropës Qendrore, Lindore e Jugore.⁸ Krahas këtyre masave tradicionale, disa nga vendet e EQLJ-së, kanë adaptuar masa të ngjashme me lehtësimet sasiore. Kështu Bullgaria, Rumania, Kroacia dhe Serbia kanë ndërmarrë disa programe për blerjen e letrave me vlerë të qeverive edhe pse jo aq agresive sa programet e vendeve të zhvilluara.

⁷ Masat kryesore të ndërmarrura përfshijnë: lehtësimin e përkohshëm nga detyrimi i mbajtjes së kapitalit amortizues kundërciklike dhe lejimin e operimit nën raportin e mbulimit të likuiditetit. Disa banka kanë lehtësuar rregulloret e mbajtjes së likuiditetit edhe në monedhë të huaj. Mbiqëqyrja bankare e Bankës Qendrore Evropiane i lejoji institucionet të veprojnë përkohësisht nën P2G (Pillar 2 Guidance), shtesat e kapitalit dhe raportin e mbulimit të likuiditetit (LCR), ndërsa FED-i uli raportin e levës bankare (bank leverage ratio) në 8%. Gjithashtu BQE, Banka e Anglisë dhe disa vende të rajonit si Kroacia, Bullgaria dhe Sllovenia kanë ndaluar bankat që të shpërndajnë dividendët, në mënyrë që të ruhet kapitali dhe të stimulohet kreditimi. FED-i e ka ulur normën e rezervës së detyruar në 0% nën pretendimin se kjo masë “do të ndihmojë në mbështetjen e kredibilitetit për familjet dhe biznesin”. Bankat qendrore gjithashtu kanë lehtësuar përjasjen ndaj kredive me probleme duke vënë në fuqi moratoriume për pagesat e kësteve të kredive dhe duke inkurajuar ristrukturimin dhe bashkëpunimin e ngushtë me kredimarrësit e prekur nga pandemia. FED-i inkurajoi institucionet depozituese të përdorin kapitalin e tyre dhe shtesat e likuiditetit për të dhënë bura, për të punuar në mënyrë konstruktive me huamarrësit e prekur nga COVID-19, dhe siguroi që ristrukturimet e kredisë në lidhje me COVID-19 nuk do të klasifikohen si ristrukturime të borxhit të keq. BQE-ja ka dhënë fleksibilitet në kërkesat e klasifikimit dhe pritjet për provigjionimin e humbjeve nga kreditë me probleme që janë të mbuluara nga garancitë publike dhe moratoriumi publik lidhur me COVID-19. Gjithashtu, BQE-ja dhe FED-i kanë bërë lehtësime në raportimin dhe në qasjen mbikëqyrëse ndaj bankave.

⁸ Bankat e Bullgarisë, Hungarisë dhe Polonisë kanë anuluar rritjen e shtesës kundërciklike të kapitalit të planifikuar për vitin 2020 dhe 2021, ndërsa Banka e Çekisë reduktoi normën e shtesës kundërciklike të kapitalit me 75pp në 1%, efektive në 1 prill 2020, dhe në 18 qershor, e reduktoi më tej në 0.5%, efektive në 1 korrik 2020. Ajo gjithashtu lehtësoi kushtet për kreditë e reja hipotekare, duke rritur maksimumin e rekomanduar të LTV nga 80 në 90%, DSTI nga 45% në 50% dhe boqi DTI nga lista e rekomandimeve. Banka e Maqedonisë së Veriut ka rishikuar rregulloren e saj të rrezikut të kredisë, për të inkurajuar bankat që të ristrukturojnë përkohësisht kreditë, dhe ka lehtësuar standardet e klasifikimit të kredisë për kreditë me probleme. Shoqata Kroate e Bankave ka pranuar të shtyjë ripagimin e kredive për sektorin e turizmit deri në fund të qershorit 2021. Bankat qendrore në rajon kanë vendosur moratoriume për pagesat e kësteve të kredive.

Gjithashtu vendet në zhvillim, përfshirë edhe ato të EJJL-së, kanë pasur mundësi të përfitojnë në mënyrë indirekte nga likuiditeti i tepërt dhe normat e ulëta që këto politika imponojnë në tregjet globale të kapitalit. Politikat monetare të bazuara te bilanci i bankës qendrore duken jo vetëm tunduese dhe të adaptueshme, por edhe pa rrezik nga autoritetet monetare e fiskale të ekonomive në zhvillim. Nagy (2020) e cilëson këtë qëndrim si një “revolucion i heshtur” që mund të shoqërohet me pasoja negative në të ardhmen.

Në përfundim, përgjigjja e politikës monetare të bankave qendrore gjatë pandemisë ishte aplikimi më i fuqishëm në madhësi (mbi 10% të PBB-së), më gjithëpërfshirës në instrumente (shkallë më e lartë rreziku), dhe më i shpejtë në kohë, i politikave jokonvencionale përmes zgjerimit të bilancit të bankës qendrore. Ky është konsensusi unanimit që u formulua në përgjigje të krizës.

Bailey *et al.* (2020) është për momentin një nga artikulumet më të plota formale të këtij konsensusi, sipas të cilit bilanci i bankave qendrore është instrumenti më i mirë për t’iu përgjigjur krizave. Këta autorë arrijnë në përfundimin se mësimi i përbashkët që del nga kriza financiare globale dhe pandemia e COVID-19 është se politikëbërësit duhet të jenë të përgatitur për të reaguar me vendosmëri ndaj të papriturave. Për bankat qendrore, gatishmëria për të përdorur bilancin si një instrument të politikëbërjes qëndron në zemër të kësaj përgatitjeje.

Autorët sugjerojnë se përdorimi i bilancit është veçanërisht i justifikueshëm në kushtet kur normat e interesit janë nën apo pranë nivelit zero dhe problematikat e stabilitetit financiar pengojnë eficiencën e transmetimit të politikës monetare. Për këtë arsye Bailey *et al.* (2020) argumentojnë se bilanci i bankës qendrore duhet të konsiderohet një instrument i përhershëm i politikës monetare që rregullohet në mënyrë kundërciklike. Aspekti operacional i politikës monetare duhet të ndërtohet i tillë që të mbështesë këtë bilanc kundërciklik në funksion të politikës monetare dhe stabilitetit financiar. Schnabel (2020), po në të njëjtën linjë, e cilëson programin e blerjeve të BQE-së, pra rritjen e bilancit të bankës qendrore, si instrumentin më të mirë dhe më efektiv për arritjen e objektivit të inflacionit dhe njëjësimit të politikës monetare në Eurozonë.

Ndërkohë, Powell (2020) ia atribuon nevojën për mbështetje gjithmonë e më të madhe dhe të përhershme të politikës monetare në zgjerimin e bilancit të bankës qendrore, ndryshimeve strukturore të vërejtura në ekonomi në lidhje me të ashtuquajturat nivele natyrore të papunësisë e çmimeve në afatin e gjatë. Janë pikërisht këto ndryshime dhe jo vetëm krizat që e bëjnë të domosdoshme mbështetjen e politikës monetare në zgjerimin e bilancit të bankës qendrore më shumë se në traditën 40-vjeçare të bankingut qendror për ekonomitë e zhvilluara.

Megjithatë, Reis (2019), një mbështetës i politikave jokonvencionale, në konkluzionet e veta thotë: “normaliteti i ri” (duke iu referuar politikave jokonvencionale të lehtësimeve sasiore e kreditore) është ajo çfarë shkenca ka mësuar nga praktika, dhe shpresoj që shkenca do të ofrojë informacion për praktikën e ardhshme”. Ky konkluzion dëshmon se do të duhen më shumë të dhëna dhe më shumë kohë që studimet të japin verdiktin përfundimtar mbi vlefshmërinë e këtyre politikave, dhe kushteve kur ato janë të suksesshme. Megjithatë, verdikti i momentit në ekonomitë e avancuara është dhënë. Teoria monetare moderne do të mbështetet te zgjerimi i bilancit si instrument i përhershëm i saj. Çuditërisht ky verdikt ngjan shumë me paradigmen monetare të viteve 1960, të diskutuar më lart. Ai ngjason në instrumente dhe në kanalet e transmetimit, por është shumë herë më i madh në ndërhyrje.

Në përfundim, ndikimi që solli pandemia në politikën monetare mund të ilustruhet duke krahasuar konkluzionet e Borio dhe Zabei (2016) me ato të Bailey *et al.* (2020). Nëse pas krizës së 2008-ës, Borio dhe Zabei (2016) i konsideronin programet e lehtësimeve sasiore si masa të përkohshme për mbështetjen e politikës monetare, pas pandemisë zgjerimi i bilancit të bankës qendrore konsiderohet si një instrument i përhershëm i politikës monetare nga Bailey dhe bashkautorët e tij. Ky është dallim i plotë e i qartë, dhe me shumë gjasa zgjerimi i bilancit të bankës qendrore do të jetë paradigma dominuese në hartimin dhe zbatimin e politikës monetare. Ky ndryshim do të ndikojë edhe në diskutimin e konceptimin e politikës monetare nga bankat qendrore edhe në ekonomitë në zhvillim. Rrjedhimisht është e rëndësishme të gjykohet mbi implikimet e këtij konsensusi të ri në politikën monetare të Bankës së Shqipërisë tani dhe në të ardhmen.

4. PANDEMIA DHE POLITIKA MONETARE E BANKËS SË SHQIPËRISË

Ekonomia shqiptare është një ekonomi e vogël e hapur, e vendosur në kufi të Eurozonës, që është njëkohësisht partneri i saj më i madh tregtar e financiar. Ish-ekonomi në tranzicion, Shqipëria ka sot statusin e një ekonomie në zhvillim dhe gjatë 30 viteve të fundit ka gëzuar një rritje të shpejtë ekonomike dhe stabilitet makroekonomik e financiar të admirueshëm. Kjo rritje është mbështetur fillimisht në efektet pozitive të rishpërndarjes së faktorëve të prodhimit (Kota 2007) dhe më pas nga zhvillimi i sektorit bankar. Pavarësisht zhvillimit të shpejtë të sektorit bankar, segmentet e tjera të tregjeve financiare e kapitale janë ende të pazhvilluara dhe vëllimet e tregtimit në këto tregje janë joekzistente, me përjashtim të tregtimit të letrave me vlerë të qeverisë (bonove të thesarit dhe obligacioneve). Deficitet relativisht të larta korrente janë një karakteristikë dalluese e ekonomisë shqiptare dhe i atribuohen bilancit negativ të kursim - investimeve të sektorit shtetëror dhe atij privat.

Politika monetare i është besuar Bankës së Shqipërisë, e cila është mandatuar të ruajë dhe të garantojë stabilitetin e çmimeve në ekonomi⁹. Objektivi kryesor i politikës të Bankës së Shqipërisë është artikuluar si ruajtja e inflacionit të çmimeve të konsumit në nivelin $3\% \pm 1\%$, për një interval kohor afatmesëm. Në përputhje me këtë objektiv, Banka e Shqipërisë formulon politikën e vet monetare në kuadrin e regjimit të inflacionit të shënjestruar.¹⁰ Regjimi i politikës monetare operon në kushtet e një regjimi fleksibël të këmbimit dhe liberalizimit të llogarive korrente e atyre kapitale. Konkretisht, politika monetare që prej vitit 2002 bazohet në përcaktimin e normës bazë të interesit. Banka e Shqipërisë ka operuar de facto në mënyrë të ngjashme me regjimin e inflacionit të shënjestruar që prej mesit të viteve 2000, për ta adoptuar atë në mënyrë implicite në vitin 2009 dhe

⁹ *Stabiliteti i çmimeve ka qenë objektivi kryesor i politikës monetare të Bankës së Shqipërisë (BSH) që prej fillimit të viteve 1990. "Stabiliteti i çmimeve" si objektivi kryesor është i shprehur qartazi në ligjin "Për Bankën e Shqipërisë" të bartuar në vitin 1997. Edhe në ligjin e vitit 1992 "Për Bankën e Shqipërisë" ka qenë i specifikuar si objektivi kryesor "ruajtja e vlerës së monedhës kombëtare", me synim që "rrjedhim i saj, të ishte sigurimi i stabilitetit të çmimeve të konsumit" (Kolasi, 2001).*

¹⁰ *Shiko Deklaratën e Politikës Monetare, 2015.*

në mënyrë eksplicite nga viti 2015¹¹. Vendimmarrja për normën bazë të politikës monetare “repo - marrëveshja e anasjelltë e riblerjes” bazohet në parashikimet e inflacionit dhe analizën e tregjeve reale e financiare.

Krahas objektivit parësor të çmimeve, Banka e Shqipërisë përcakton stabilitetin financiar si një objektiv dytësor të rëndësishëm. Ndërmjetësimi financiar është një nga faktorët kryesorë që ka mbështetur rritjen e shpejtë të ekonomisë shqiptare. Sejko dhe Dushku (2018) gjejnë një lidhje të ndërsjellë mes ndërmjetësitit financiar dhe rritjes ekonomike. Sektori financiar jep një kontribut të rëndësishëm në stabilitetin makroekonomik e financiar të vendit. Ndërmjetësimi financiar është një element i rëndësishëm i transmetimit të politikës monetare. Vika e Suljoti (2018) paraqesin evidenca se aktiviteti kreditues luan një rol të rëndësishëm në kërkesën agregate dhe nivelin e çmimeve, kryesisht përmes kanalit të kredisë bankare; ndërkohë Bahmani, Mitezi e Tanku (2020) tregojnë se norma e interesit është një përcaktues i rëndësishëm i kërkesës për para. Sejko (2018) paraqet një përmbledhje të studimeve mbi çështjet e stabilitetit financiar dhe mbikëqyrjes bankare dhe lidhjen e tyre me politikën monetare dhe aktivitetin ekonomik e anasjelltas.

Nga këndvështrimi ekonomik e financiar, Eurozona luan një rol të rëndësishëm në ekonominë shqiptare. Kjo së bashku me orientimin politik, institucional, ligjor, ekonomik e social ndaj BE-së, bëjnë që ekonomia shqiptare të ketë një shkallë të lartë euroizimi dhe një sinkronizim me problematikat ekonomike e financiare në Eurozonë. Rrjedhimisht, kursi i këmbimit dhe qëndrueshmëria e borxhit publik janë faktorë të rëndësishëm për stabilitetin financiar. Për shkak të shkallës së lartë të euroizimit, kursi i këmbimit dhe luhatjet e tij luajnë një rol të rëndësishëm për stabilitetin financiar. Ky fenomen u bë i dukshëm gjatë krizës financiare globale të vitit 2008, kur një nënçmim i monedhës vendase në masën 13%, së bashku me reduktimin e rritjes ekonomike, kontribuuan në rritjen e shpejtë të kredive me probleme, si dhe në ngadalësimin e ndjeshëm të rritjes së kredisë dhe ndërmjetësitit financiar në përgjithësi. Gjë që konfirmohet edhe nga Shijaku e Ceca (2010), që gjejnë se kursi i këmbimit është një ndër faktorët më të rëndësishëm përcaktues të

¹¹ *Dokumenti i Politikës Monetare (2015).*

ecurisë së kredisë së keqe në atë periudhë. Nga ana tjetër, rritja e lartë e kredive të këqija ndikoi në treguesit e shëndetit bankar, duke çuar në një frenim të mëtejshëm të kreditimit. Për rrjedhojë, rënia e normave të interesit nuk materializohet në rritjen e kredisë së re, duke ulur kështu eficiencën e mekanizmit të transmetimit të politikës monetare.

Pavarësisht nga ky rol përcaktues në stabilitetin financiar, luhatjet e kursit të këmbimit shpjegohen kryesisht nga fundamentet makroekonomike. Për më tepër, kursi i këmbimit luan një rol amortizues dhe nuk krijon goditje në ekonominë reale [Tanku e Vika (2020)]. Prandaj, Banka e Shqipërisë ka zgjedhur që efektet e kursit mbi çmimet dhe stabilitetin financiar t'i kontrollojë vetëm përmes politikës monetare e asaj makroprudenciale, dhe jo përmes kontrollit të drejtpërdrejtë mbi kursin. Ndërhyrjet sporadike në tregun e këmbimeve valutore kushtëzohen vetëm për qëllime të plotësimit të rezervave valutore dhe adresimin e çrregullimeve në tregun e këmbimeve valutore. Vika (2016) gjen se ndërhyrjet janë të vogla, të shpejta dhe të suksesshme, rrjedhimisht Banka e Shqipërisë nuk e gjen të nevojshme kontrollin e kursit të këmbimit. Shkalla e lartë e euroizimit, efektet e politikës monetare mbi kursin e këmbimit dhe ndërveprimi i tij me stabilitetin e sistemit bankar kanë kërkuar koordinimin e politikës monetare me politikën makro e mikroprudenciale të stabilitetit financiar, për të eliminuar konfliktet potenciale ndërmjet dy politikave. Krizat financiare të vitit 2008 dhe ajo e borxhit në ekonominë jugore të Eurozonës ndikuan në rënie të eksporteve, zhvlerësimin e kursit të këmbimit dhe rritjen e kredive të këqija, si dhe përkeqësimin e bilanceve të sektorit privat. Së bashku shkaktuan një reduktim të normave të rritjes ekonomike. Rrjedhimisht, rënia e kërkesës agregate në ekonomi dhe ulja e presioneve inflacioniste në tregjet globale e ka mbajtur inflacionin afër kufirit të poshtëm të objektivit të Bankës së Shqipërisë, por në nivel të qëndrueshëm dhe me volatilitet minimal. Në përgjigje të këtyre zhvillimeve, politika monetare e BSH-së ka qenë konvencionale dhe është bazuar në uljen e vazhdueshme të normës bazë të politikës monetare dhe lehtësimin e kuadrit operacional, kur kjo ka qenë e nevojshme. Sektori bankar ka qenë i qëndrueshëm e ka vazhduar të mbështesë ekonominë me kredi. Treguesit e kapitalizimit, të likuiditetit, të përfitueshmërisë, si dhe ushtrimet e

provës së rezistencës në fund të vitit 2019 dëshmonin një ecuri të kënaqshme e të qëndrueshme të këtij sektori. Kjo reflektohej edhe në rënien e ndjeshme të raportit të kredive me probleme, i cili për herë të parë në 10 vitet e fundit regjistroi një nivel njëshifror prej 8.4%. Ngarkesa e borxhit bankar vlerësohej e përballueshme si për familjet dhe për bizneset, dhe ekspozimi i sektorit bankar ndaj rreziqeve kishte zbritur në nivele mjaft të kontrolluara. Treguesit e stabilitetit makroekonomik e financiar dhe perspektiva afatmesme e afatgjatë ekonomike ishte pozitive.

Megjithatë, pandemia COVID-19 e goditi ekonominë shqiptare në një situatë të pafavorshme. Tërmeti i madh i 26 nëntorit 2019 që goditi vendin rriti pasiguritë për aktivitetin ekonomik në afatin e shkurtër, duke e lënë atë në “vend numëro” në tremujorin e fundit të vitit 2019. Emergjencia shëndetësore, masat e marra për kontrollin e saj nga autoritetet qeveritare në Shqipëri dhe në botë, patën efekte të menjëhershme në aktivitetin ekonomik në vend. Mbyllja e përkohshme e aktiviteteve të prodhimit e shërbimit, disa prej të cilave për një periudhë të gjatë disamujore, ndikoi direkt në kahun e ofertës, veçanërisht në aktivitetin ekonomik dhe tregun e punës. Krahas kësaj, masat e distancimit social, pasiguria për kohëzgjatjen e pandemisë, ndryshimi i preferencave konsumatore për shkak të frikës së infektimit (për rrjedhojë, kufizimi i frekuentimit të ambienteve publike, qendrave tregtare etj.), si dhe rënia e të ardhurave familjare (si rezultat i pezullimit të aktiviteteve, i rënies së remitancave, i zvogëlimit të shitjeve apo i vështirësive të tjera financiare të bizneseve), çuan në një ngadalësim të përgjithshëm të thujse gjithë komponentëve të kërkesës agregate. Pasojat ekonomike të pandemisë prekën zinxhirin e ofertës e u ndjenë veçanërisht në sektorin e turizmit dhe të shërbimeve, duke qenë se ekonomia vendase mbështetet fort në tregtinë dhe investimet me Bashkimin Evropian. Nga ana tjetër, frika e pandemisë në tremujorin e dytë vuri në stres funksionimin normal të tregjeve financiare në vend, edhe pse nuk arriti ta cenojë atë.

Përmasat dhe shpejtësia e goditjes në ekonomi u pasqyruan në tkurrjen e menjëhershme të shërbimeve dhe aktiviteteve të tjera të ndikuara nga karantina. Sipas raporteve të Institutit të Statistikave, hyrjet dhe daljet e shtetasve në territorin shqiptar gjatë periudhës janar-korrik 2020 ishin më pak se gjysma e numrit në të njëjtën

periudhë të një viti më parë. Ndërkaq, eksporti (importi) i mallrave u reduktua me 16.8 (13.2)%. Vetëm në tremujorin e dytë, vlera e udhëtimeve në bilancin e llogarisë korrente kishte humbur mbi 85% të përllogaritjeve të një viti më parë. Ecuria negative e aktivitetit ekonomik në tremujorin e parë me -2.5% u ndoq nga një rënie prej -10.3% në tremujorin e dytë. Përkeqësimi i besimit të bizneseve dhe konsumatorëve, reduktimi i shpenzimeve konsumatore për shërbime dhe për blerjen e mallrave për përdorim afatgjatë, si dhe rënia e shkallës së shfrytëzimit të kapaciteteve pranë niveleve më të ulëta historike, mbështesnin skenarët e bankës qendrore për një tkurrje të thellë të PBB-së në vitin 2020. Akoma më shqetësuese është pasiguria në parashikimin e saj në të ardhmen. Në këto kushte, Banka e Shqipërisë, përmes politikës monetare dhe asaj makro e mikroprudenciale, dhe në koordinim me politikën fiskale dhe me qeverinë, ndërhyri me një paketë masash për ndalimin e kësaj goditjeje dhe shmangien e pasojave të saj.

Është shumë e vështirë të përmbliidhen dhe të shpjegohen masat e marra nga Banka e Shqipërisë në hapësirën e kufizuar të këtij materiali.¹² Diskutimi i mëposhtëm trajton në mënyrë të përmbledhur elementet kryesore të kësaj vendimmarrjeje dhe instrumentet përmes të cilave ajo është përçuar në ekonomi. Mekanizmat dhe arsyetimet pas këtyre masave gjenden në përshkrimin e përgjithshëm të karakteristikave të ekonomisë shqiptare dhe natyrës së politikës monetare e operacionale të saj, të përshkruara më lart në këtë material. Për më shumë ju lutem referojuni raporteve periodike të publikuara nga Banka e Shqipërisë.¹³ Masat e ndërmarra kishin si qëllim së pari e mbi të gjitha të zbusnin dhe të amortizonin goditjen negative që shkaktoi pandemia. Në fushën e politikës monetare, kjo u përkthye në uljen e menjëhershme të normës bazë të interesit me 0.5 pikë përqindje, duke arritur në nivelin 0.5% më 25 mars 2020.

Në kuadrin operacional, Banka e Shqipërisë është përshtatur për të mundësuar kredi të lirë e të pakufizuar për sistemin bankar. Për këtë

¹² *Banka e Shqipërisë 2020, Përgjigjja e Bankës së Shqipërisë ndaj COVID-19, publikuar në faqen zyrtare të Bankës së Shqipërisë, në: https://www.bankofalbania.org/Shtypi/Pergjigjja_e_Bankes_se_Shqiperise_ndaj_COVID-19/*

¹³ *Për një përshkrim më të plotë ju lutem referojuni: Vendimeve të Këshillit Mbikëqyrës të Bankës së Shqipërisë, Urdhrave të Guvernatorit të Bankës së Shqipërisë, Raportit të Politikës Monetare, Deklaratës së Stabilitetit Financiar, Konferencave për Shtyp të Guvernatorit.*

qëllim, Banka e Shqipërisë ndryshoi formën e ankandeve javore për injektim shtesë të likuiditetit në sistemin financiar, duke adoptuar strategjinë operacionale të injektimit të pakufizuar të likuiditetit, nëpërmjet kryerjes së ankandeve me shumë të pakufizuar dhe çmim fiks. Gjithashtu u ngushtua korridori i lehtësive të përhershme, me normën e interesit të depozitës njëditore dhe kredisë njëditore në përkatësisht 0.10% dhe 0.90%. Gjithashtu, Banka e Shqipërisë ndërhyri në tregun valutor në fund të muajit mars, për të zbutur volatilitetin e përkohshëm si pasojë e mbylljes së ekonomisë dhe mbylljes së aktivitetit në vend. Rëndësi tejet të veçantë i është kushtuar padyshim komunikimit të vazhdueshëm të publikut mbi masat e marra dhe pritshmërinë për të ardhmen.

Banka e Shqipërisë ndërmoi edhe një sërë masash makro e mikroprudenciale për të siguruar që problematikat afatshkurtra të pandemisë dhe karantinës të mos pengonin aktivitetin kreditues në ekonomi. Konkretisht, ajo nënshkroi moratoriumin për shtyrjen e pagesës së kësteve të kredive për individët dhe bizneset e prekura nga pandemia, si dhe ndërmoi lehtësi të përkohshme rregullore, të cilat u lejonin bankave të akomodonin moratoriumin pa përkeqësuar treguesit e shëndetit bankar dhe aktivitetin e tyre ndërmjetësues. Për të adresuar problemet me likuiditetin e firmave dhe individëve, Banka e Shqipërisë zgjati pezullimin e përkohshëm të zbatimit të detyrimit që rrjedh nga kërkesat për administrimin e rrezikut të kredisë, për klasifikimin dhe provigjionimin e kredive për të gjitha kategoritë e klientëve, deri më 31 gusht duke u mundësuar shtyrjen e kësteve të kredive pa penalitet. Masë tjetër ishte miratimi i rregullores që lejon bankat të ristrukturojnë huatë brenda vitit 2020 pa kosto shtesë të provigjioneve dhe pa përkeqësim të statusit të huamarrësve. Hyrja në fuqi e kërkesave më të shtrënguara për klasifikimin dhe provigjionimin e kredive të ristrukturuara u shty për në vitin 2022, po ashtu dhe hyrja në fuqi e rregullores “Për trajtimin jashtëgjyqësor nga bankat, të kredimarrësve në vështirësi financiare”.

Në të njëjtën kohë, Banka e Shqipërisë vendosi të trajtojë në mënyrë të lehtësuar ekspozimet e bankave ndaj titujve të borxhit të qeverisë shqiptare në monedhë të huaj sipas rregullores së mjaftueshmërisë së kapitalit dhe rregullores së ekspozimeve të mëdha. Kjo masë është e vlefshme për titujt e emetuar gjatë vitit 2020. Përveç kësaj, u vendos të ndalohet shpërndarja e dividendit për sistemin bankar.

Një tjetër masë ishte dhe nënshkrimi me BQE-në i një marrëveshjeje për huazimin e fondeve valutore në Euro për të përballuar nevojat e paparashikuara për çështjet e stabilitetit financiar. Kështu më 17 korrik, u nënshkrua marrëveshja për vendosjen e një linje repo prej €400 milionë për një afat tremujor.

Ky kuadër masash dhe ndryshimet rregullative janë të ngjashme me ato të marra nga BQE-ja dhe ato të rajonit. Ajo çfarë mund t'ju bjerë në sy është se në dallim nga bankat e tjera qendrore të ekonomive të zhvilluara, Banka e Shqipërisë nuk ka aplikuar masa jokonvencionale të politikës monetare të natyrës së lehtësimeve sasiore ose të lehtësimeve kreditore. E thënë ndryshe, nuk ka përdorur zgjerimin e bilancit si një instrument të politikës monetare. Kjo për faktin se në momentin e shpërthimit të pandemisë, norma bazë e politikës monetare të Bankës së Shqipërisë nuk ishte as në territor negativ as në kufirin zero, e rrjedhimisht kishte ende hapësirë për uljen e saj dhe ushtrimin e politikës monetare në formën e vet konvencionale. Raporti i politikës monetare 2020/III vlerëson se kushtet aktuale monetare ofrojnë stimulim e nevojshëm për nxitjen e rritjes ekonomike dhe për kthimin e inflacionit në objektiv brenda vitit 2022. Megjithatë, raporti thekson se Banka e Shqipërisë i ndjek zhvillimet me kujdes dhe është e gatshme të ndërhyjë me politikën monetare nëse situata ekonomike e financiare përkeqësohet.

Çfarë forme mund të marrë ky stimul? A mundet Banka e Shqipërisë të zbatojë politika jokonvencionale në formën e lehtësive sasiore të mbështetura në rritjen e bilancit të saj, sikurse ka ndodhur në ekonomitë e avancuara? Në lidhje me këtë së pari duhet ritheksuar që Banka e Shqipërisë vlerëson se teorikisht mund të ketë ende hapësirë për uljen e normës bazë të interesit, në kushtet kur norma e politikës monetare në Eurozone është negative. Për më tepër, Della Vale *et al.* (2018) shpjegon se vlerësimi i kufirit të poshtëm në kushtet ekzistuese dhe karakteristikat e ekonomisë shqiptare mund të mos jetë i drejtpërdrejtë e njëdimensional. Vendimmarrja për normën e interesit përfshin në vetvete kompromise dhe bashkëveprime me çështjet e stabilitetit financiar e anashjelltas. Konkretisht, monitorimi hapësirës së politikës monetare dhe i kushteve monetare realizohet përmes një sistemi monitorimi gjithëpërfshirës të propozuar nga Della Vale *et al.* (2018). Ky sistem mundëson vlerësimin e

efekteve të koordinimit të politikës monetare me politikat makro e mikroprudenciale për lehtësimin e kushteve monetare në ekonomi, duke rritur hapësirën e veprimit të Bankës së Shqipërisë.

Se dyti, duhet thënë se Banka e Shqipërisë, në parim i ndjek dhe i studion të gjitha zhvillimet në teorinë e në praktikën e ekonomiksit të politikës monetare (siç janë politikat e zgjerimit të bilancit) dhe diskuton mundësitë e aplikimit të tyre, qofshin këto edhe raste hipotetike. Megjithatë, në këtë rast duhet të kuptohet se mundësia reale e Bankës së Shqipërisë për përdorimin dhe masën e këtyre politikave kushtëzohet prej strukturës dhe zhvillimit të tregut të kapitaleve në Shqipëri. Si kuptohet nga përshkrimi në pjesën e parë të këtij materiali, thelbi i politikave që bazohen në zgjerimin e bilancit të bankës qendrore qëndron te këmbimi i parasë dhe depozitave të sistemit bankar për instrumente të tregtueshme të tregut financiar dhe të kapitaleve.¹⁴ Në të gjitha rastet e aplikimit të politikave të lehtësimeve sasiore e kreditore, zgjerimi i pasivit të bilancit të bankës qendrore është kompensuar nga zgjerimi për të njëjtën vlerë i aktivitetit të bilancit me letra me vlerë të borxhit të qeverisë apo të sektorit privat, dhe asnjëherë në formën e transfertës pa këmbim. Ky shkëmbim garanton që kapitali i bankës qendrore dhe besueshmëria e saj, si dhe e monedhës kombëtare të mbeten të pacenuara. Në të kundërt, kapitali i bankës qendrore do të reduktohej ndjeshëm dhe ajo do të humbte besueshmërinë.

Politikat jokonvencionale në ekonomitë e avancuara janë mundësuar nga ekzistenca e një game të gjerë instrumentesh të tregtueshme të sektorit privat. Por siç dhe e theksuam më lart, mundësia reale e Bankës së Shqipërisë për përdorimin dhe masën e politikave jokonvencionale kushtëzohet prej strukturës dhe zhvillimit të tregut të kapitaleve në Shqipëri, i cili është shumë i kufizuar. Me përjashtim të letrave me vlerë të Qeverisë Shqiptare, ky treg nuk ka instrumente të tjera të tregtueshme të sektorit financiar apo të sektorit privat, të cilat do të mund të bliheshin nga banka qendrore për të mundësuar lehtësimet sasiore dhe zgjerimin e bilancit të Bankës së Shqipërisë.

Me fjalë të tjera, ky treg nuk ekziston dhe kjo e kufizon shumë përdorimin e bilancit të bankës qendrore në funksion të politikave

¹⁴ Referuar letrave me vlerë të borxhit apo pasurisë së qeverisë e të sektorit privat.

monetare. Rrjedhimisht, në kushtet aktuale, politikat jokonvencionale praktikisht kanë si kufi të sipërm qëndrueshmërinë e borxhit publik. E thënë ndryshe, zgjerimi i bilancit të bankës qendrore mund të realizohet përmes lehtësimeve sasiore të blerjes së letrave me vlerë të qeverisë në tregun sekondar, deri në momentin kur borxhi publik arrin kufirin e qëndrueshmërisë afatgjatë. Ky kufi ekziston dhe është i prekshëm veçanërisht për ekonomitë në zhvillim. Sipas Kimura *et al.* (2003), një tjetër rrezik që lidhet me aplikimin e politikave ekspansioniste të bazuara në zgjerimin e bilancit të bankës është përzjerja e politikës monetare me atë fiskale. Blerja e sasive të konsiderueshme të letrave me vlerë në një treg të cekët, me informacion të pjesshëm e rrjedhimisht me risk të lartë, në një ekonomi në zhvillim, e shtyn politikën monetare në territorin e saj fiskal. Përmes mbështetjes së sektorëve të caktuar, duke akumuluar humbjet nga aktivet me rrezik në bilanc, apo financimit të përhershëm të deficiteve fiskale me emision të ri, banka qendrore ia transferon koston taksapaguesve dhe përfshihet de facto në rishpërndarjen e burimeve në ekonomi. Pikërisht këto dhe shumë fakte të tjera, të përshkruara nga Danau (2020) janë arsyet përse ekonomitë në zhvillim duhet të jenë të kujdesshme në aplikimin e bilancit të bankës qendrore si instrument aktiv i politikës monetare. Duke e vënë theksin te karakteristikat dominuese të ekonomive në zhvillim, Danau tërheq vëmendjen te problematikat që mund të sjellë zbatimi i Teorisë Monetare Moderne, duke përmendur edhe kanalet se si këto karakteristika cenojnë stabilitetin financiar e makroekonomik të ekonomive në zhvillim.

Përtej kufizimeve të diskutuara më sipër, duhet të kuptohet gjithashtu se efektshmëria e politikave monetare të bazuara te bilanci i Bankës së Shqipërisë është një çështje që mbetet për t'u vërtetuar. Ndikimi i rritjes së ofertës së parasë në treguesit e ekonomisë reale nuk është një fakt i provuar. Madje, Ibrahimit e Luçi (2004) gjejnë se lidhja ndërmjet masës monetare dhe efekteve në ekonominë reale është zbehur që në fillimet e viteve 2000. Evidencat empirike janë të kufizuara dhe në mungesë të vlerësimeve formale është e vështirë të kuantifikohet madhësia e programeve të blerjes për arritjen e objektivave të dëshiruara të politikës monetare. E vetmja ngjarje që mund të përdoret për observimin e këtyre efekteve hipotetike është rasti i blerjeve të valutës në tregun e brendshëm valutor gjatë viteve

2017-2019. Ndërhyrjet e kryera në tregun valutor për këtë periudhë janë motivuar nga rritja e rezervave valutore dhe më pas për të amortizuar vlerësimin e lekut si shkaktari kryesor për mosarritjen e objektivit të inflacionit. Dushku dhe Shijaku (2017) e Dela Vale *et al.* (2018) japin një përshkrim të plotë të motiveve, madhësisë dhe mënyrës së realizimit të këtyre ndërhyrjeve. Pavarësisht se në të dy rastet e përmendura, politikat e BSH-së nuk kanë pasur si qëllim rritjen e bilancit të bankës si instrument të politikave monetare jokonvencionale, ato janë ngjarja më e afërt me lehtësimet sasiore, sikurse janë përdorur edhe në rastin e Bankës Qendrore të Zvicrës. Këto ndërhyrje kanë rezultuar në zgjerimin relativisht të shpejtë të bilancit të Bankës së Shqipërisë, rreth 15% në periudhën qershor - nëntor 2018.

Pavarësisht nga rritja e bilancit të bankës dhe rritja e sasisë së parasë në qarkullim, ndikimi në treguesit realë ka qenë në rastin më të mirë marzhinal. Kjo për arsyen se shkalla e lartë e euroizimit dhe zëvendësimi real i Lekut për Euron dhe anasjelltas, si mjet pagese, bën që zgjerimi i bilancit përmes rritjes së rezervave valutore të ketë kryesisht efekte indirekte përmes kanalit të kursit të këmbimit. Por duke pasur parasysh efektin e kursit të këmbimit mbi stabilitetin financiar, këto ndikime nuk janë gjithmonë ekspansioniste, prandaj është e vështirë të arrihet në një gjykim të saktë. Çfarë vërehet konkretisht është se rritja e parasë ka çuar në fakt në rënien e shpejtë dhe të konsiderueshme të shpejtësisë së qarkullimit të saj. Ndërkohë, studimet e Bankës së Shqipërisë për kërkesën për para, gjejnë se shpejtësia e qarkullimit është e qëndrueshme dhe se rritja e ofertës monetare do të duhet të kishte rezultuar në një rritje më të shpejtë të treguesve nominalë si kursi i këmbimit apo inflacioni. Përkundrajt kësaj, rezultati aktual mund të interpretohet me rritjen e kërkesës “*precautionary*” për para në kushte të pandemisë apo nga prania e jolinearitetit në kërkesën për para, siç është gjetur nga Bahmani, Mitezi, Tanku (2020), në lidhje me kursin e këmbimit. Rrjedhimisht është e nevojshme që aplikimi i këtyre strategjive të reja të politikës monetare të paraprihet nga vlerësime empirike për kërkesën *precautionary* dhe madhësinë e parametrave të modeleve empirike për kuantifikimin e këtyre ndërhyrjeve në kushtet specifike të ekonomisë shqiptare.¹⁵

¹⁵ Për një diskutim më të plotë dhe të ilustruar mbi këtë çështje mund t'i referoheni Kapitullit 6.

PËRFUNDIME

SARS COV-2 dhe pandemia e përhapur prej tij shkaktoi një goditje të madhe negative në ekonomi e shoqëri, si dhe një reagim po aq të shpejtë e të fuqishëm të autoriteteve dhe bankave qendrore. Përmes emergjencës ekonomike e financiare, pandemia ka ndikuar njëkohësisht edhe mbi vetë konceptin dhe instrumentet për implementimin e politikës monetare, duke nxitur një debat të fortë në akademi dhe institucionet financiare.

Të përballur me nevojën për aplikimin e politikave ekspansioniste në kushtet kur normat e politikës monetare ishin shumë afër zeros, ose në territor negativ, dhe kur problematikat e stabilitetit financiar të sektorit privat e atij bankar kanë dëmtuar eficiencën e mekanizmit të transmisionit të politikës monetare, bankat qendrore të ekonomive të avancuara i janë drejtuar masave jokonvencionale për rritjen e ekspansionit monetar. Ky ekspansion është siguruar përmes zgjerimit të shumëfishtë në masë dhe në instrumente të programeve të blerjes së letrave me vlerë në tregjet e kapitalit dhe përmes të ashtuquajturave programe të lehtësimeve sasiore ose të lehtësimeve të kredisë. Këto masa kanë pasur si qëllim hedhjen e menjëhershme të likuiditetit në ekonomi, garantimin e ofertës së bollshme dhe të lirë të kredisë për sektorin privat dhe garantimin e stabilitetit të sistemit financiar dhe të gjithë ekonomisë në përgjithësi. Akademia dhe bankat qendrore të ekonomive të zhvilluara po kristalizojnë idenë e përdorimit të bilancit si një instrument i drejtpërdrejtë dhe i përhershëm i politikës monetare, veçanërisht në prani të normave të ulëta të interesit dhe inefficiencës së mekanizmit të transmisionit të politikës monetare në ekonomi. Politika konvencionale dhe lehtësimet sasiore kanë qenë pjesë e praktikave të bankës qendrore që prej krizës globale financiare. Megjithatë, deri në momentin e shpërthimit të pandemisë, ato konsideroheshin si masa të përkohshme, ndërsa aktualisht propozohen si pjesë e politikës monetare jokonvencionale. Në këto kushte, ashtu sikurse edhe në raste të tjera në historinë e ekonomisë monetar, bankat qendrore janë kthyer në një laborator për testimin e strategjive dhe praktikave të reja të implementimit të politikës monetare, duke e vendosur bilancin e bankës qendrore në qendër të vëmendjes, si një instrument i vlefshëm, eficient dhe i përhershëm për zbatimin e politikës monetare.

Tre elemente kryesore bien në sy në këtë strategji: së pari, zgjerimi i bilancit nuk përfaqëson transferta të bankës qendrore, por transaksione shkëmbimi të parasë së re për letra me vlerë. Për çdo rritje të detyrimeve në bilancin e bankës qendrore ka një rritje të barabartë të asetëve; së dyti, ekspansioni i bilancit (kanalet e transmetimit) mundësohet dhe materializohet nga prania dhe tregtimi i letrave në tregjet e kapitaleve; dhe së treti, bilanci i bankës qendrore konsiderohet si një instrument i përhershëm kundërciklik. Është gjithashtu e dukshme se në konceptin e përqafuar nga ithtarët akademikë të implementimit të politikës monetare të bazuar në bilancin e bankës qendrore, por edhe në praktikat e aplikuara nga FED, BQE dhe BoJ, anashkalohen disa koncepte themelore të konsensusit ekzistues (para pandemisë) për qëndrueshmërinë e bilanceve ndërkohore të qeverisë, bankës qendrore e ekonomisë në përgjithësi. Të shprehura në formën e parimeve cilësore të pavarësisë së politikave monetare e fiskale, apo të kufizimeve sasiore mbi kufijtë e borxhit publik, ekspansionin monetar, cilësinë e kolateralit dhe rrezikun e pranuar në bilancet e bankave qendrore etj., këto koncepte kanë qenë baza e politikave të qëndrueshme ekonomike e financiare. Ato vlerësohen si busulla udhëheqëse për ekonominë e vogla e të hapura të EQLJ-së nga tranzicioni drejt statusit të vendeve në zhvillim e më pas drejt anëtarësimit në BE e në Eurozonë.

Suksesi dhe dobishmëria e ndryshimeve të propozuara për të arritur objektivat e politikës monetare, do të mbetet për t'u vërtetuar në të ardhmen nga rezultatet konkrete të bankave qendrore dhe studimet empirike të akademisë. Megjithatë, kjo nuk i ka penguar ekonominë në zhvillim të joshen dhe të eksperimentojnë me aplikimin e politikave jokonvencionale. Kjo mund të rezultojë një praktikë e rrezikshme po të kihet parasysh se ndryshe nga ekonominë e avancuara, monedhat e ekonomive në zhvillim nuk janë mjete rezerve.

Aplikimi i këtyre koncepteve të reja të politikës monetare, në rastin e ekonomisë shqiptare, kufizohet kryesisht nga mungesa e instrumenteve të tregtueshme në tregun e kapitaleve, që do të shërbenin si kolateral për programet e lehtësimeve sasiore. Rrjedhimisht, zgjerimi i bilancit të bankës qendrore mbetet i kushtëzuar nga madhësia dhe oferta e kufizuar e tregut financiar. Në praktikë, Banka e Shqipërisë i është përgjigjur goditjes negative të shkaktuar nga pandemia përmes uljes

së menjëhershme dhe të fortë të normës bazë të interesit të politikës monetare dhe të përshtatjes së politikës operacionale për hedhjen e menjëhershme dhe të pakufizuar, si dhe me kosto minimale, të likuiditetit në ekonomi. Njëkohësisht, ashtu sikurse edhe në praktikat më të mira botërore e rajonale, implementimi i politikës monetare është ndërthurur dhe mbështetur nga përshtatja e kuadrit të politikës makro e mikroprudenciale. Këto masa kanë kontribuar jo vetëm për ruajtjen e stabilitetit financiar të sistemit bankar e financiar, por edhe për mbështetjen e politikës monetare për rritjen e kredisë dhe kanalizimin e fondeve në ekonomi. Si rezultat i këtyre politikave, ekonomia arriti të përballojë efektet negative dhe tregjet financiare shfaqen relativisht të qeta. Gjithashtu dhe kostot e financimit të sektorit privat mbeten të ulëta. Kursi i këmbimit është i qëndrueshëm dhe sektori bankar shfaq tregues të mirë likuiditeti dhe kapitalizimi. Pavarësisht kësaj, Banka e Shqipërisë ndjek me vëmendje zhvillimet makroekonomike e financiare dhe është e gatshme të mbështesë ekonominë nëse materializimi i rreziqeve do të kërkonte lehtësimin e mëtejshëm të qëndrimit të politikës monetare.

REFERENCA

- Bahmani-Oskooee, M., Miteza, I., Tanku, A., 2020, "Exchange rate changes and money demand in Albania: a nonlinear ARDL analysis". *Economic Change and Restructuring*, Jan 2020, <https://doi.org/10.1007/s10644-019-09261-9>
- Bailey, A., Bridges, J., Harrison, R., Jones J., and Mankodi A., 2020, "The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future", Paper prepared for the Jackson Hole Economic Policy Symposium, 27–28 August 2020: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2020/the-central-bank-balance-sheet-as-a-policy-tool-past-present-and-future.pdf?la=en&hash=E396409BAD141A555A1DB449E4DE22FAD75F8B4F>
- Baldwin, R., di Mauro, B.W., 2020, "Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes", 18 March 2020, A CEPR Press VoxEU.org eBook, ISBN: 978-1-912179-29-9
- Banka e Shqipërisë (2015), *Dokumenti i Politikës Monetare 2015*: https://www.bankofalbania.org/Botime/Dokumenti_i_Politikes_Monetare_2015.html
- Bernanke, B., 2009, "The Crisis and the Policy Response", Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, Janar 2009: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
- Borio, C., dhe Zabai, A., 2016, "Unconventional monetary policies: a re-appraisal", *BIS Working Papers* No. 570
- Borio, C., Disyatat, P., dhe Zabai, A., 2016, "Helicopter money: The illusion of a free lunch", *Maj* 2016: <https://voxeu.org/article/helicopter-money-illusion-free-lunch>
- Brunner, K. and Meltzer, A.H. (1973). 'Mr Hicks and the "monetarists"', *Economica*, vol. 40(157), pp. 44–59
- Buiter, W (2014): "The simple analytics of helicopter money: Why it works – always"; *Economics*, vol 8, 2014-28, Aug. 2014, DOI: [org/10.5018/economics-ejournal.ja.2014-28](https://doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2014-28)
- Butos, W.N., 2015, "The Bernanke Fed and "Credit Easing" Policies", 2008–2014 *The Journal of Private Enterprise* 30(4), 2015
- Barthelemy, J., dhe Penalver, A., 2020, "There is nothing magic in central bank Money", *SUERF Policy Briefs* No 15, June 2020

Cagan, P., 1956, "The Monetary Dynamics of Hyperinflation" in M. Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press, 1956

Curdia V. and Woodford M., 2011, "The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 54-79.

D'Amico, S and Kaminska, I (2019), "Credit Easing versus Quantitative Easing: Evidence From Corporate and Government Bond Purchase Programs", *Bank of England Staff Working Paper No. 825*.

Danau, D., 2020, "Limits and pitfalls of QE in emerging markets", *SUERF Policy Briefs No 28, September 2020*

Della Valle, G., Themeli, E., Veyrune, R., Cabezon, E., Guo, S., 2018, "The Effective Lower Bound for the Policy Rate in Euroized Economies - An Application to the Case of Albania", *Bank of Albania WP 39 (78) 2018*, ISBN 978-9928-262-06-6

Draghi, M., 2012 *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

Dushku E., Shijaku, G., 2017, "Niveli optimal i rezervave valutore: Rasti i Shqipërisë", *Bank of Albania WP 27 (66)*, 2017, ISBN 978-9928-4359-8-9

Eggertsson, G. and Woodford, M. (2003). "The zero bound on interest rates and optimal monetary policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, pp. 139–211.

Fabo, B., Jančoková, M., Kempf, E., dhe Pástor L., 2020, "Fifty Shades of QE: Conflicts of Interest in Economic Research", *NBER Working Paper No. 27849, September 2020*

Fisher, I. 1911. "The Purchasing Power of Money". 2nd edn, 1922. Reprinted, New York: Augustus M. Kelley, 1963.

Friedman M., 1969, "The Optimum Quantity of Money", in M. Friedman, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays, Chapter One*, Adline Publishing Company, Chicago.

Friedman, M., 1970, "Counter-Revolution in Monetary Theory". *Wincott Memorial Lecture, Institute of Economic Affairs, Occasional paper 33*.

Friedman, M., and Schwartz, A.J., 1963. "A Monetary History of the United States, 1867–1960". Princeton: Princeton University Press for NBER

Gagnon, J (2016), "Quantitative Easing: An Underappreciated Success", *PIIE Policy Brief April, gjendet ne adresen: <https://www.piie.com/publications/policy-briefs/>*

quantitative-easing-underappreciated-success.

Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. and Sack, B. (2011). "The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases", *International Journal of Central Banking*, vol. 7(10) 2011, pp. 3–43.

Gali, J., 2020 "Helicopter money: The time is now, in *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*", ed. Baldwin, dhe di Mauro, A CEPR Press VoxEU.org eBook, ISBN: 978-1-912179-29-9

Goodhart, C and Ashworth, J (2012), "QE: a successful start may be running into diminishing returns", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28, No. 4, pages 640–70.

Goodhart, C., 2020, "After Coronavirus: Deflation or Inflation?", *SUERF Policy Briefs No 25, September 2020*

Greenlaw, D, Hamilton, J, Harris, J and West, K (2018), "A Skeptical View of the Impact of the Fed's Balance Sheet", *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 24687*.

Haldane, A, Roberts-Sklar, M, Wieladek, T and Young, C (2016), "QE: the story so far", *Bank of England Staff Working Paper No. 624, 2016*

Krugman, P., 2020, "The case for permanent stimulus, in *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*", ed. Baldwin, dhe di Mauro, A CEPR Press VoxEU.org eBook, ISBN: 978-1-912179-29-9

Kimura, T., Kobayashi, H., Muranaga J., dhe Ugai, H., 2003, "The effect of the increase in the monetary base of Japan's economy at zero interest rates: an empirical analysis", *in Monetary policy in a changing environment, 2003, vol. 19, pp 276-312, Bank for International Settlements*

Luci, E., Ibrahim, F., 2005, "A Review of Albanian Monetary Targeting Regime with insights into the Future", *proceedings of the 5th Conference of the Bank of Albania, Central Banking in The Time of Integration, Bank of Albania, March 2005*.

Masciandaro, D., 2020, "Shh, don't say it! ECB Helicopter Money: Economics and Politics", *SUERF Policy Note Issue No 161, May 2020*

Modigliani, F. and Sutch, R.C. (1966). "Innovations in interest rate policy", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 56(2), pp. 178–97.

Nagy-Mohacsi, P., 2020, “*The Quiet Revolution in Emerging-Market Monetary Policy, Project Syndicate*”, Aug 18, 2020, <https://www.project-syndicate.org/commentary/emerging-markets-unconventional-monetary-policy-by-piroska-nagy-mohacsi-1-2020-08?barrier=accesspaylog>

Powell, J., 2020, *New Economic Challenges and the Fed’s Monetary Policy Review*, fjalë mbajtur në “*Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy*”, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, Aug. 2020

Reis, R., 2019, “Banka Qendrore me “Normalitet të Ri”: Nga Praktika te Shkenca, Politika Monetare, Integrimi Ekonomik dhe “Normaliteti i Ri””, punimet e Konferencës Vjetore të Bankës së Shqipërisë në bashkëpunim me London School of Economics and Political Science (LSE), Tiranë, 2019, ISBN: 978-9928-262-24-0

Rodnyansky, A and Darmouni, O M (2017), “The Effects of Quantitative Easing on Bank Lending Behavior”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 30(11), pages 3,858–887.

Schnabel, I., 2020, *The ECB’s policy in the COVID-19 crisis – a medium-term perspective*, Remarks at seminar hosted by the Florence School of Banking & Finance Frankfurt am Main, June 2020:
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200610~a16c903e5c.en.html>

Sejko, G., Dushku, E., 2018, “Rritja ekonomike në Shqipëri: Evidenca të reja, në studime mbi sistemin bankar dhe zhvillimin ekonomik”, ed. Sejko, G., Banka e Shqipërisë, Tiranë, 2018, ISBN 978-9928-262-11-0

Sejko, G., 2018, “Studime mbi sistemin bankar dhe zhvillimin ekonomik”, ed. Sejko, G., Banka e Shqipërisë, Tiranë, 2018, ISBN 978-9928-262-11-0

Susskind, D., & Vines, D., 2020, *The economics of the COVID-19 pandemic: an assessment*, *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 36, Issue Supplement_1, 2020, Pages S1–S13

Shijaku, H., Ceca, K., 2012, “Një model për rrezikun e kredisë në Shqipëri, duke përdorur të dhënat e bankave, në studime mbi sistemin bankar dhe zhvillimin ekonomik”, ed. Sejko, G., Banka e Shqipërisë, Tiranë, 2018, ISBN 978-9928-262-11-0

Tanku, A., Dushku E., Ceca, K., 2017 “The Efficiency of Credit Allocation: An Application of Kernel Density Estimation on a Panel of Albanian Banking System Data, in Crisis, Credit and Resource Misallocation: Evidence from Europe during the Great

Recession”, CEPR eBooks, ed: Bisääjit Banerjee, B., & Coricelli, F., 2017, ISBN: 978-0-9954701-8-7.

Tanku, A., Vika, I., 2020, “What drives the real lek-euro exchange rate fluctuations”, forthcoming Bank of Albania WP series.

Tischer, J (2018), “Quantitative Easing, Portfolio Rebalancing and Credit Growth: Micro Evidence from Germany”, Deutsche Bundesbank Discussion Paper No 20/2018

Tobin J., 1961, “Money, Capital, and Other Stores of Value”, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 2, *Papers and Proceedings of the Seventy-Third Annual Meeting of the American Economic Association* (May, 1961), pp. 26- 37

Tobin, J. (1969). “A general equilibrium approach to monetary theory”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1(1), pp. 15–29.

Turner, A., 2015, “The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue”, Paper presented at the 16th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the International Monetary Fund, Washington, DC, November 5–6, 2015: <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2015/arc/pdf/adair.pdf>

Vika I., 2016, “Motives and Effectiveness of Forex Interventions in Albania”, Bank of Albania WP 25 (64) 2016, ISBN 978-9928-4359-7-2

Wallace, N. (1981), “A Modigliani-Miller theorem for open-market operations”, *American Economic Review*, vol. 71, pp. 267–74.

Woodford, M. (2003), “Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy”, Princeton NJ: Princeton University Press, ISBN 0-691-01049-8

KAPITULLI V: QETËSIA PARA STUHISË. POLITIKAT MONETARE, MAKROPRUDENCIALE E TË MBIKËQYRJES BANKARE SIGURUAN RIVENDOSJEN E EKUILIBRAVE MAKROFINANCIARË

I. HYRJE

Sikurse e kemi përmendur edhe në hyrje, qëllimi i këtij libri është të përshkruajë dhe analizojë politikat e ndërmarra nga Banka e Shqipërisë përballë pandemisë, si dhe të shpjegojë arsyet, efektet, dobishmërinë dhe koordinimin e këtyre politikave nga këndvështrimi i ruajtjes së stabiliteti makroekonomik e financiar të vendit. Por, përpara se të bëhet ky përshkrim, është e nevojshme të diskutohen karakteristikat dominuese ekonomike dhe financiare të ekonomisë shqiptare. Këto karakteristika janë përcaktuese për natyrën, madhësinë dhe koordinimin e masave të ndërmarra nga Banka e Shqipërisë.

Kështu, vendimmarrja shkon aq sa lejon situata dhe qëndrueshmëria ekonomiko-financiare e vendit dhe sektorit bankar. Parë nga ky këndvështrim, mund ta konsiderojmë veten me “fat” sepse në momentin e goditjes nga pandemia, treguesit monetarë dhe të shëndetit financiar i krijonin Bankës së Shqipërisë hapësirën e nevojshme për të ndërhyrë me masat ekonomike, financiare e rregullative të përshkruara në kapitullin e parë.

Parakushtet e favorshme mundësuan gjithashtu funksionimin e mekanizmave korrektues, të cilët u vunë në lëvizje për të amortizuar goditjen e pandemisë. Në kushte të tjera, natyra dhe masa e politikave

të ndërmarra në përgjigje ndaj pandemisë, si dhe shkalla e suksesit të tyre do të ishin të ndryshme. Ky konkluzion nuk është më një diskutim hipotetik, për shkak se ekonomia dhe sistemi financiar pësuan një goditje të konsiderueshme si rrjedhojë e krizës financiare globale të 2008-ës dhe krizës evropiane të borxhit të viteve 2011-2012.

Natyrisht “fati” është rezultat i ndërhyrjeve dhe reformave të ndërmarra nga BSH-ja për të adresuar pasojat e shkaktuara nga kriza globale financiare e vitit 2008 dhe ajo evropiane e borxhit në fillimin e viteve 2010. Rrjedhimisht, përpara se të analizojmë pasojat e pandemisë, është e nevojshme të ndalemi në fillim në përshkrimin e reformave të ndërmarra në kuadrin e politikave ekonomike dhe financiare që mundësuan krijimin e këtyre parakushteve.

Ky diskutim është i rëndësishëm sepse përmes tij mund të kuptohen: së pari, disa karakteristika thelbësore që dominojnë ekonominë shqiptare dhe rolin e tyre në zgjedhjet dhe sjelljen e ekonomisë reale dhe tregut financiar; dhe së dyti, sepse ato plotësojnë dhe na japin një kuptim mbi efektet e masave të marra në kuadër të pandemisë, duke pasuruar mekanizmat ekonomikë e financiarë të amortizimit e shpërndarjes së goditjes dhe miradministrimit të efekteve anësore negative të vendimarrjes.

Rezultatet e marra në një vit pas masave janë inkurajuese dhe tregojnë se mekanizmat e ngritur para pandemisë janë funksionalë dhe kanë luajtur një rol përcaktues në miradministrimin e krizës nga pandemia, kjo pasi rreth 18 muaj pas shfaqjes së pandemisë dhe presionit të vazhdueshëm, treguesit e matshëm të shëndetit ekonomik e financiar janë më të mirë se 18 muaj pas goditjes nga kriza financiare dhe ajo evropiane e borxhit.

Ekonomia shqiptare është një ekonomi e vogël e hapur, e cila ka hyrë në grupin e ekonomive në zhvillim si një ish-ekonomi në tranzicion. Ky përcaktim i përdorur rëndom në materialet kërkimore dhe në analizat që shkruhen për ekonominë shqiptare përmbledh dhe identifikon disa karakteristika thelbësore të dallueshme që përcaktojnë ekonominë tonë si një ekonomi që ndikohet drejtpërdrejt dhe plotësisht nga zhvillimet globale dhe ato në partnerët tanë kryesorë.

Ngjarjet ekonomike e financiare të partnerëve tanë kryesorë luajnë një rol domethënës në jetën ekonomike shqiptare, ndërkohë që goditjet pozitive e negative në terma të produktivitetit, çmimeve, zhvillimeve fiskale dhe financiare nuk lënë gjurmë apo nuk shkaktojnë goditje/ndikim në ekonominë globale. Natyrisht, partnerët reagojnë ndaj luhatjeve, por ky reagim nuk lë gjurmë të dukshme në ekonominë të partnerëve. Ajo ndodhet në kufi të Eurozonës që është njëkohësisht partneri kryesor në tregti dhe në investime. Eurozona është hapësira ekonomike ku jeton dhe punon pjesa më e madhe e diasporës shqiptare, e cila ka një rol të rëndësishëm në jetën ekonomike të vendit përmes dërgesave të remitancave, investimeve në tregjet e pasurive të patundshme e investimeve të tjera prodhuese.

Përtej dhe mbi këto, Shqipëria që në fillimet e tranzicionit e ka përcaktuar anëtarësimin në Komunitetin Evropian si objektivin parësor dhe final të politikave shtetërore. Rrjedhimisht të gjitha reformat politike, sociale, ekonomike, legjislativë e institucionale udhëhiqen nga ky objektivi. Në këto kushte, është e natyreshme që çdo ndryshim apo goditje ekonomike, sociale dhe institucionale në BE dhe Eurozonë ka një ndikim të drejtpërdrejtë jo vetëm në ekonomi dhe financë, por në të gjitha aspektet e jetës së vendit.

Për të gjitha arsytet e përshkruara më lart, flukset hyrëse valutore në euro janë të shumëllojshme dhe të konsiderueshme. Së pari, tregtia jonë në mallra dhe shërbime dominohet nga Eurozona si në eksporte, ashtu edhe në importe. Së dyti, emigrantët dhe diaspora shqiptare luajnë një rol të rëndësishëm në financimin e shpenzimeve dhe investimeve në prodhim. Së treti, Eurozona luan një rol të rëndësishëm si investitor direkt në Shqipëri.

Rrjedhimisht, Euro luan një rol të rëndësishëm në ekonominë shqiptare si mjet i kursimeve, investimeve, si dhe njësi e vlerës dhe mjet i pagesës së transaksioneve në mallra afatgjatë (*durable*) dhe pasuri të paluajtshme. Duke shtuar këtu edhe frikën e trashëguar nga luhatjet e shpeshta dhe të mëdha të vlerës së Lekut gjatë dekadës së parë të tranzicionit, si dhe ndërmjetësimin dhe natyrën financiare në Shqipëri gjatë dekadës së dytë të tranzicionit, është e kuptueshme se ekonomia shqiptare ka një shkallë të lartë euroizimi si në mjetet dhe në detyrimet financiare.

Ekonomia shqiptare ndan karakteristikat e mësipërme me të gjithë grupin e ekonomive të tranzicionit ku tregtia, sistemet financiare dhe investimet e huaja u dominuan kryesisht nga partnerët evropianë. Të dala nga kolapsi ekonomik në fillim të viteve 1990, ekonomitë në tranzicion kishin një nevojë të madhe për investime dhe rigjallërim të prodhimit dhe kërkesës së brendshme. Kalimi nga ekonomi e centralizuar në ekonominë e tregut u shoqërua me rishpërndarjen e burimeve ndërmjet sektorëve të ekonomisë, të cilat së bashku me hapjen e llogarive korrente e më vonë të llogarive kapitale (lëvizjen e lirë të mallrave, shërbimeve, kapitalit dhe teknologjisë) sollën rritjen e produktivitetit dhe nevojën për investime nga partnerët dhe bankat e grupeve financiare të huaja kryesisht evropiane.

Flukset e larta të kapitalit, remitancave, ndihmës dhe kredive luajtën një rol të rritja ekonomike, por njëkohësisht mundësuan dhe nxitën kanalizimin e politikave ekspansioniste të Eurozonës dhe bankave të tjera qendrore në rajon. Në kërkim të kthimit të lartë nga kapitali të reflektuar në diferencën e normave të interesit me Eurozonën (si rrjedhojë e normave të ulëta të interesit në ekonomitë e zhvilluara dhe rrjedhimisht tregjet globale), kapitali i bollshëm në tregjet globale u kanalizua në ekonomitë në tranzicion përmes sistemit bankar të dominuar nga grupet e huaja financiare.

Ky kapital në valutë të huaj u ndërmjetësua në tregun e këtyre vendeve në formën e kredive në valutë të huaj, të cilat u preferuan ndaj kredive në monedhë vendase, pasi normat e interesit për Euron ishin më të ulëta se normat e interesit për monedhën vendase. Për sa kohë kjo diferencë vazhdoi, hyrja e kapitalit dhe ndërmjetësimi financiar në monedhë të huaj nxiti rritjen ekonomike, konsumin dhe investimet në ekonomitë në tranzicion.

Kriza financiare globale (KFG) e vitit 2008 i dha fund këtij modeli dhe solli një goditje të konsiderueshme për ekonomitë e rajonit. Kjo krizë dhe ajo e borxhit që pasoi në vitet 2010-2011, e vendosën Eurozonën dhe veçanërisht partnerët tanë brenda saj (Greqi, Itali) në vështirësi, duke ndërprerë flukset hyrëse të kapitalit, ndaluar ndërmjetësimin financiar dhe ulur prurjen e remitancave.

Të gjithë këta faktorë së bashku shkaktuan një goditje të madhe në konsum, kursime, investime dhe PBB jo vetëm në atë aktual, por edhe në atë potencial. Ndalimi i flukseve kapitale hyrëse dhe rritja e flukseve dalëse shkaktuan një zhvlerësim të monedhave kombëtare. Ky zhvlerësim së bashku me rënien e aktivitetit ekonomik sollën një rritje të barrës së borxhit të familjeve dhe bizneseve, të cilat e kishin të vështirë të shlyenin detyrimet e borxhit (pjesa dërmuese e të cilit ishte në valutë të huaj (Euro) dhe e pambuluar) ndaj bankave, gjë që çoi në rritjen e kredive me probleme (KMP), të cilat nga ana e tyre rënduan më tej bilancet e bankave. Humbjet nga mospagesat e kredive duhet të përballoheshin nga fondet e bankave (nga kapitali) dhe kjo solli gërryerjen e kapitalit. Të gjendura me bilance të rënduara nga KMP-ja dhe pa kapital të mjaftueshëm, bankat ndalën kreditimin e ekonomisë, duke shkaktuar një goditje të raundit të dytë në investime dhe PBB.

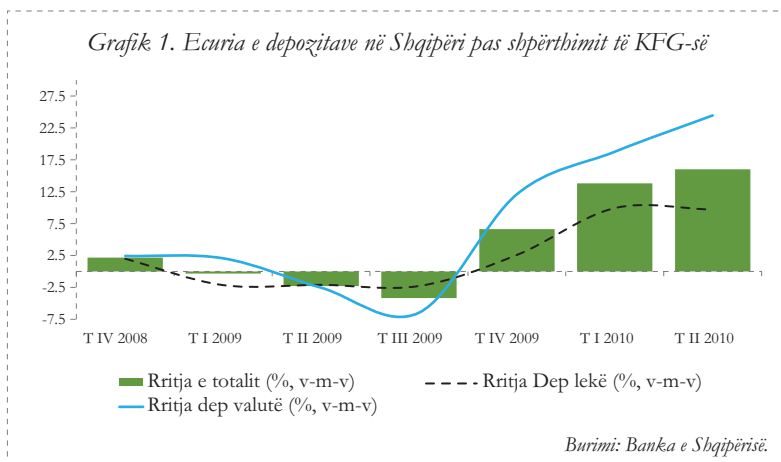
Por, pavarësisht se origjina e goditjes fillestare mund të gjendet në krizën globale, kriza e ekonomive në tranzicion ishte një krizë e brendshme e vetë këtyre ekonomive. Krizat globale dhe ajo e borxhit vetëm sa nxorën në pah vulnerabilitetet dhe problematikat e strategjive ekonomike të zhvillimit të tregjeve të pazhvilluara (të kufizuara dhe të cekëta) të kapitalit dhe ato mosfunksionale të të mirave e shërbimeve.

Paralelisht, ato evidentuan zhbalancimet e vërejtura në instrumente dhe maturitete ndërmjet mjeteve dhe detyrimeve financiare në bilancet e sektorit privat, vendimmarrjet e gabuara dhe kushtet e analfabetizmit financiar nga ana e sektorit privat dhe familjeve. Këto problematika mund të ilustrohen qartë dhe dukshëm në rastin e ekonomisë shqiptare, e cila ndryshe nga ekonomitë e tjera nuk kishte mbështetur ndërmjetësimin e vullshëm financiar në flukset e huaja të kapitalit prej tregjeve globale.

Ndryshe nga vendet e tjera, ndërmjetësimi financiar si në Lek, ashtu edhe në Euro apo Dollar u mbështet te depozitat e sistemit bankar shqiptar. Euroizimi i depozitave mundi të siguronte fondet e mjaftueshme për të rritur huadhënien në valutë të huaj. Njëkohësisht, dëshira për të përfituar kredi me norma të ulëta interesi nxiti huamarrjen në Euro përkundrejt asaj në Lek. Si rrjedhim, në

momentin e krizës globale në fundin e vitit 2008, rreth 75% e stokut të kredisë për sektorin privat ishte në Euro, ndërkohë që të ardhurat e kredimarrësve ishin kryesisht në Lek.

Në prag të krizës, detyrimet financiare ishin të euroizuara më shumë se depozitat, si rrjedhojë e procesit të shpejtë të ndërmjetësimit financiar. Ky proces, i cili i shndërron depozitat në kredi, që pas disbursimit shndërrohen në depozita (kreditë e marra përdoren për blerjen e mallrave dhe shërbimeve duke kaluar nga duart/llogaritë e kredimarrësit në duart/arkën ose llogaritë e shitësit e prej andej në depozitat e tij) dhe këto të fundit në kredi të reja në një cikël që përsëritet vazhdimisht, përbënte një nga shkaktarët kryesorë të euroizimit të mjeteve në bilancin e sistemit bankar dhe të detyrimeve në bilancet e sektorit privat e të familjeve. Në momentin e shpërthimit të krizës të nxitur nga paniku i shkaktuar nga përjetimi i pasojave të saj në Greqi e Itali, publiku reagoi përmes tërheqjes së depozitave në valutë nga sistemi bankar (shih Grafikon 1).



Kjo tërheqje reduktoi fondet e vlefshme për të dhënë kredi dhe si rrjedhojë ra edhe oferta e valutës në treg, duke nxitur kështu zhvlerësimin e Lekut në tregun vendas dhe njëkohësisht ndërprerjen e ciklit të ndërmjetësimit financiar dhe ngadalësimin e ndjeshëm të rritjes së kredisë bankare. Si rezultat, konsumi dhe investimet u reduktuan, duke çuar në rënien e aktivitetit ekonomik. Kjo e fundit shkaktoi rënien e të ardhurave, të cilat së bashku me efektet që

zhvlerësimi i Lekut shkaktoi në rritjen e barrës së borxhit në valutë (ndërkohë që të ardhurat e kredimarrësve ishin në Lek) e bëri të vështirë shlyerjen e kredisë. Kështu, problemet e familjeve shpejt u kthyen në probleme të vetë sistemit financiar.

Por, pasojat negative nuk u shfaqën vetëm prej euroizimit. Në mungesë të tregjeve eficiente, ekspansioni i ndërmjetësimit financiar në periudhën para KFG-së nxiti rritjen ekonomike bazuar në rritjen e shpejtë të kredisë (*absorbition growth model*), duke mbështetur kryesisht sektorin e ndërtimit dhe të pasurive të paluajtshme dhe më pak sektorët prodhues e të tregtueshëm të ekonomisë. Kjo ishte një problematikë tjetër e zhvillimeve të brendshme që ndikoi në përkeqësimin e efekteve negative të krizës dhe thellimin e saj. Studimet e Sejko *et al.* (2018) gjejnë se alokimi sektorial i kredisë nuk i përgjigjej as potencialit të rritjes, as rrezikut të dështimit të sektorëve të kredituar. Rrjedhimisht shpërndarja e kredisë sipas sektorëve ishte joeficiente.

Në fakt, një pjesë e bankave kishin hyrë në treg pa shumë studime, por thjesht në përputhje me teorinë e vendndodhjes¹, sipas së cilës një bankë e ka të nevojshme të vendoset ose zgjerohet në tregjet dhe instrumentet ku gjenden ose vendosen konkurrentët e saj në tregun mëmë. Kështu, duke ndjekur konkurrentët e tyre në fazën e zgjerimit të shpejtë të grupeve evropiane në rajonin e EQLJL-së, shumë banka hynë në rajon dhe në Shqipëri pa e njohur mirë tregun dhe përshtatjen e tij me objektivat e tyre. Këtë e vërtetojnë edhe studimet empirike mbi strukturën e tregut bankar të tilla si: Shijaku (2018), Note (2006) etj. KFG-ja dhe vështirësitë e krijuara prej saj në tregjet mëmë (duke pasur parasysh BE-në) i nxori në pah këto strategji të nxituara dhe rrjedhimisht e zhvendosi vëmendjen e këtyre bankave nga rajoni.

Për më tepër, një bashkësi ndryshimesh ligjore, institucionale dhe rregullative në Eurozonë e bëri edhe më të kushtueshme e (rrjedhimisht më të papërshtatshëm) modelin e biznesit dhe prezencën e këtyre bankave në rajon. Duke i perceptuar ekonomitë aspirante në zhvillim të rajonit si ekonomi me rrezik të lartë, autoritetet mbikëqyrëse evropiane vendosën kërkesa shtesë rregullative për kapitalin dhe likuiditetin e bankave evropiane që operonin në rajon, duke e bërë edhe më të kushtueshëm aktivitetin e tyre.

¹ *Location theory në anglisht.*

Rrjedhimisht, kjo uli menjëherë interesin dhe mundësinë e tyre për të financuar e ndërmjetësuar financiarisht në ekonomitë e rajonit dhe rriti arsyet për t'u tërhequr prej këtyre vendeve. Madje, duke hasur vështirësi për përmbushjen e kërkesave rregullative për rritjen e kapitalit² për mbulimin e rrezikut të huadhënies në rajon, bankat zgjodhën të reduktojnë kredinë (për ekonominë dhe për qeverinë) duke nxitur flukse dalëse të kapitalit dhe valutës.

Këto masa prekën edhe ekonomitë që nuk kishin përfituar nga flukset hyrëse të kapitalit para KFG-së siç ishte rasti i Shqipërisë. Përmendim këtu rastin e Bankës Raiffeisen Albania (RBA), një ndër financueset më të mëdha të borxhit qeveritar, e cila zvogëloi ekspozimin ndaj këtij borxhi në vitin 2012, duke e ulur me 42.6% blerjen e bonove të thesarit (nga 2.4% e PBB-së në 1.3% të PBB-së) dhe me 14.7% investimin në obligacione (nga 5.7% në 4.7% të PBB-së) krahasuar me vitin 2011 (RBA, 2012).

Për t'i përmbledhur sa më lart, në këtë moment kriza shkaktoi ndërprerjen e ndërmjetësimit financiar dhe rriti barrën e borxhit përmes këtij zhvlerësimi, si dhe përkeqësoi bilancet e bizneseve dhe familjeve e më pas të bankave duke ndërprerë kreditimin dhe goditur negativisht aktivitetin ekonomik e dëmtuar shëndetin e sistemit bankar në formën e një rrethi vicioz. Si rrjedhim, në fund të vitit 2015, Banka e Shqipërisë vlerësoi se potenciali i rritjes ekonomike kishte rënë nga mbi 5% në rreth 3% (Çeliku *et al.*, 2018), inflacioni mbetej nën objektiv dhe kredia e keqe u rrit deri në 25%, duke dëmtuar treguesit e shëndetit bankar. Për më shumë, shih Tabelën 1, e cila paraqet një përmbledhje të këtyre treguesve në periudhat para dhe pas shpërthimit të KFG-së.

Tabelë 1: Treguesit kryesorë makroekonomikë para dhe pas KFG-së

	2003-2009	2010-2015	2016-2019
Rritja potenciale (%)	5.8	2.9	3.6
Inflacioni (%)	2.65	2.43	1.7
Kreditë me probleme (%)	4.6	19.9	13
Indeksi i shëndetit bankar (BSI)*	0.46	0.54	

Burimi: Banka e Shqipërisë.

* Për më tepër informacion mbi këtë tregues, referojuni Bode, A. (2016), "Indeksi i shëndetit bankar: Përfaqje në nivel të bankave individuale".

² Rritja e kapitalit është shumë e kushtueshme në kushtet e një krize.

Në përgjigje të këtyre problemeve, politika monetare dhe stabiliteti financiar ndërmorën një bashkësi masash për rivendosjen e ekuilibrave të qëndrueshëm në ekonomi dhe në sistemin bankar e financiar. Siç është e qartë nga diskutimi në kapitujt dy dhe tre, këto masa ndërvepronin me njëra-tjetrën dhe për më tepër ndërveprimi mund të jetë në drejtime të kundërta. Koncretisht, nisur nga kushtet e treguesve realë të inflacionit dhe PBB-së, politika monetare kërkonte ekspansion përmes uljes së normës së interesit dhe rigjallërimit të ndërmjetësimit financiar dhe kredisë si një instrument për rritjen e kërkesës agregate përmes konsumit e investimeve. Rritja e kërkesës agregate do të nxiste rritjen e çmimeve drejt objektivit të BSH-së.

Ndërkohë, efektet potenciale anësore të kësaj politike ishin zhvlerësimi i Lekut kundrejt Euros, i cili do të ndihmonte në rritjen e konkurrueshmërisë së eksporteve shqiptare. Por nga ana tjetër, politikat e kujdesit të stabilitetit financiar kërkonin një ulje të kredisë me probleme dhe rritje të kujdesshme të kredisë së re, ndërkohë që zhvlerësimi i kursit të këmbimit sipas studimeve empirike do të dëmtonte treguesit e shëndetit financiar të ndikuar nga KMP-ja. Njëkohësisht, rritja e këtyre të fundit (kredive të këqija) nuk e justifikon rritjen e kredisë nga këndvështrimi i stabilitetit të sistemit bankar.

Lehtësimi i vazhdueshëm monetar, materializuar përmes uljes së vazhdueshme të normës bazë të interesit, me qëllim arritjen e objektivit të stabilitetit të çmimeve, interferon me objektivin e politikës makroprudenciale, pra stabilitetin financiar, pasi mund të çojë në uljen e normave të përfitueshmërisë së bankave. Ulja e normës së interesit përçohet në uljen e normave të interesit në të gjitha maturitetet dhe në instrumentet e tregut financiar, duke shkaktuar një efekt negativ në të ardhurat e siguruar nga interesat. Në këtë mënyrë, politika monetare lehtësuese kishte një efekt të dytë negativ në bilancin e bankave dhe në treguesit e shëndetit bankar.

Konkluzionet e dala në kapitujt dy dhe tre gjithashtu kërkojnë që nën efektin e stabilitetit, norma e politikës monetare të rritet e jo të ulet. Studime të tjera të Bankës së Shqipërisë³ gjejnë se efektet negative të të ardhurave në sistemin bankar janë asimetrike, duke vendosur

³ *Shiko Papavangjeli e të tjerë (2017).*

një barrë më të rëndë në bankat e vogla, të cilat janë më vulnerabel ndaj lehtësimit të vazhdueshëm të politikës monetare, duke përjetuar rënie më të madhe të marzhit të fitimit/interesave krahasuar me bankat më të mëdha⁴.

Duke marrë në konsideratë faktin se situata makrofinanciare e ekonomisë i kishte vendosur politikat monetare e të stabilitetit financiar përballë njëra-tjetrës, Banka e Shqipërisë ndërmori një paketë masash makroprudenciale që përfpiquej të gjente një ekuilibër të ngushtë ndërmjet rritjes së aktivitetit kreditues për të nxitur ekonominë, por pa dëmtuar treguesit e shëndetit bankar. Për të arritur këtë ekuilibër, politikat makroprudenciale parashikonin pezullimin e përkohshëm të kërkesave rregullative të kapitalizimit për rritjen e kredisë brenda intervalit 4-10%.

Me pak fjalë, kjo nënkuptonte se bankat nuk do të “penalizoheshin” për rritjen e aktivitetit kreditues në intervalin e përcaktuar. Në këtë mënyrë u synua një vijë e mesme. Pavarësisht efekteve pozitive të kësaj politike në fillim të vitit 2015, treguesit e ekonomisë dhe të shëndetit bankar nuk u përmirësuan mjaftueshëm për të zgjidhur të paktën njërin nga problemet. Si një konkluzion i përgjithshëm, mund të thuhet se politika ekspansioniste e Bankës së Shqipërisë u përçua në të gjitha normat dhe maturitetet e tregut, por kjo nuk e ndihmoi mjaftueshëm ndërmjetësimin financiar, i cili mbeti anemik⁵.

Tabelë 2: Treguesit kryesorë të ndërmjetësimin financiar

	2010-2015	2016-2017
Rritja e kredisë (%)	8.8	3.2
Rritja e depozitave (%)	5.8	0.2
Kreditë me probleme (%)	19.9	18

Burimi: Banka e Shqipërisë.

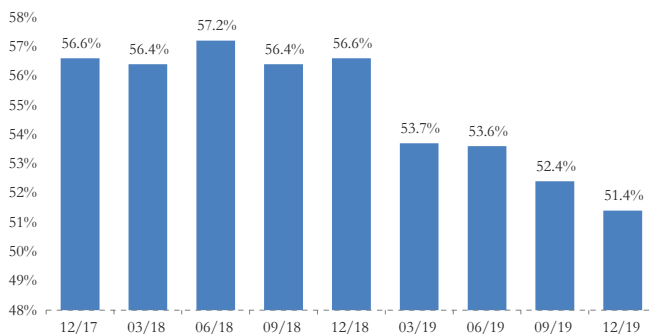
Siç tregojnë edhe rezultatet e paraqitura nga studimet e Sejko e Dushku (2018) dhe Vika e Suljoti (2018), ishte pikërisht ky faktor (ndërmjetësimi i ulët financiar, me fjalë të tjera rritja e kufizuar e

⁴ Ndarja në banka të vogla, të mesme dhe të mëdha është një kategorizim konvencional që përdoret nga Banka e Shqipërisë, sipas të cilit: bankat e vogla janë ato aktivitet e të cilave zënë deri në 2% të aktiveve totale të sektorit bankar; banka të mesme konsiderohen ato që kanë një peshë më të madhe se 2% dhe më të ulët se 7%; ndërsa banka të mëdha ato me një peshë më të madhe se 7%.

⁵ Për një informacion më të detajuar mbi këto masa shih raportet vjetore të BSH-së, konkretisht ato të vitit 2013, f. 29; 2014, f. 51-52; 2015, f. 33, 55; 2016, f. 49-50.

kredisë) që pengonte përçimin e politikës monetare në ekonomi duke penguar kështu arritjen e objektivit të çmimeve dhe rritjen e aktivitetit ekonomik.

Grafik 2. Raporti i kredive në valutë ndaj totalit të kredive për sektorin bankar



Burimi: Banka e Shqipërisë.

Në vlerësimin e Bankës së Shqipërisë, problematikat e stabilitetit financiar, të cilat ishin bërë pengesë për përçimin e politikave monetare ekspansioniste në ekonomi, ishin të lidhura me defekte strukturore të tregut dhe pengesa institucionale ose ligjore jashtë juridiksionit të Bankës së Shqipërisë, të cilat pengonin funksionimin e mekanizmave të tregut për zgjidhjen e shpejtë dhe eficiente të problemeve të stabilitetit të sistemit financiar. Rrjedhimisht, fokusi i BSH-së u vendos në zgjidhjen e këtyre defekteve e pengesave. Meqenëse origjina e problematikës shtrihej jashtë juridiksionit të BSH-së, hartimi dhe zbatimi i paketës së masave të propozuara kërkoi angazhimin dhe bashkërendimin institucional të qeverisë, gjyqësorit, vet tregut financiar dhe institucioneve financiare ndërkombëtare.

Bashkësia e masave që doli si rezultat i këtij procesi dha një këndvështrim të ri për problemin dhe propozoi një zgjidhje shumëdimensionale që mori emrin “*Tirana Approach*” dhe që rezultoi një zgjidhje e suksesshme. Në përfundim të procesit, masat e marra arritën të lehtësojnë problematikat e shëndetit financiar të sistemit, rigjallëruan ndërmjetësimin financiar në Lek, duke mundësuar përçimin e politikës monetare në ekonomi (siç ilustron nga Tabelat 1 dhe 2). Për të shpjeguar pak më plotësisht natyrën e masave të

ndërmarra në kuadrin e “*Tirana Approach*”, dhe për të kuptuar mekanizmin e zgjidhjes që ofrohet për eliminimin e defekteve dhe pengesave në ndërmjetësimin financiar, do të ndalem më gjerësisht në vijim.

Plani i zgjidhjes së problemit të kredive me probleme (KMP)

Nga analiza e mësipërme del qartë se përçimi i politikës monetare nga normat e interesave në ekonomi kërkon reduktimin e kredisë me probleme. Pastrimi i bilanceve të bankave do të mundësonte përmirësimin e treguesve të kapitalizimit dhe të rrezikut, jo vetëm nga këndvështrimi i kufizimeve rregullative, por edhe nga këndvështrimi i vetë dëshirës së bankave për të mbështetur me kredi ekonominë. Në analizën e Bankës së Shqipërisë, çështja e trajtimit të KMP-ve përfaqëson një problematikë që shtrihet përtej tregut financiar. Në kushte normale, zgjidhja e KMP-ve vjen nga reduktimi i tyre dhe mund të realizohet përmes riklasifikimit të kredive në:

- kredi standarde që nënkupton se si rezultat i kushteve të reja ekonomike e financiare, kompanitë të cilat nuk kanë mundur të shlyejnë kredinë tani kanë mundësi dhe rifillojnë të bëjnë pagesa të rregullta të kësteve të kredisë;
- ristrukturimin e këtyre kredive si një fillim nga e para përmes zgjatjes së afatit ose riorganizimeve të tjera, të cilat mundësojnë ripagimin me këste të përballueshme nga ana e kredimarrësit që nuk ka mundur të paguajë;
- së fundi, në rastin më ekstrem, riklasifikimi i kredive si kredi të humbura që nënkupton nisjen e procedurave për ekzekutimin e kolateralit dhe përballimin e humbjeve nga fondet e provigjioneve.

Siç mund të kuptohet, procesi i fundit rregullohet nga legjislati në fuqi dhe përfshin edhe institucione të tjera të rëndësishme si: gjyqësorin, autoritetet fiskale dhe ato përmbarese. Rrjedhimisht, gjetja e një zgjidhjeje reale e të qëndrueshme për problemin e kredive të këqija nuk mund të vinte vetëm nga Banka e Shqipërisë, por mund të sigurohej përmes një bashkëpunimi dhe koordinimi me të gjitha këto institucione.

Ky bashkëpunim u materializua në hartimin e Platformës për Adresimin e Kredive me Probleme si një bashkësi ndryshimesh ligjore, rregullative e institucionale të njohur me emrin “*Tirana Approach*”. Një historik më të detajuar të përpjekjeve dhe masave të ndërmarra nga Banka e Shqipërisë për ndërtimin e këtij bashkëpunimi, që kishte si qëllim gjetjen e një zgjidhjeje të qëndrueshme për kreditë e këqija, lexuesi mund ta konsultojë në Raportet Vjetore të Mbikëqyrjes të BSH-së.

Shqetësimi i ngritur nga Banka e Shqipërisë për KMP-të tërhoqi vëmendjen edhe të ligjvënësit dhe Qeverisë Shqiptare, gjë që çoi në hartimin e një strategjie gjithëpërfshirëse për zgjidhjen e këtij problemi. Kjo strategji synonte përmirësimin e mjedisit ligjor (ligji i rishikuar për falimentimin dhe ristrukturimi i funksionimit të përmbauesve privatë, ndryshimet në ligjin “Për tatimin mbi të ardhurat”, i cili lehtësoi procesin e fshirjes nga bilanci të kredive të humbura) dhe atij rregullator (standarde më të rrepta të marrjes së kredive të vendosura për bankat, forcimi i kërkesave të brendshme të rrezikut, miratimi i rregullores për trajtimin jashtëgjyqësor nga bankat të kredimarrësve në vështirësi financiare); përmirësimi i infrastrukturës së mbështetjes së kredisë (regjistri i kredive i përmirësuar). Gjithashtu, përpjekjet e reformave në sektorin bankar shqiptar u përqendruan në masat për të zvogëluar huatë me probleme, përmes fshirjes së këtyre kredive nga bilanci e bankave (*write-off*) dhe operacioneve të ristrukturimit të kredisë.

Që nga fillimi i vitit 2015, kur bankat filluan të fshijnë kreditë e klasifikuara si të humbura për më shumë se tre vjet, një shumë prej 57.4 miliardë lekësh u fshi si kredi të humbura nga bilanci e bankave. Shuma e fshirjeve ka rënë ndjeshëm gjatë viteve të fundit, duke reflektuar zvogëlimin e huave të humbura të klasifikuara si të tilla për një periudhë më të gjatë se tre vjet. Për herë të parë në 10 vitet e fundit, treguesi i kredive me probleme ra në nivel njëshifror, duke arritur 8,37% në fund të vitit 2019.

Procesi i fshirjes u vlerësua i nevojshëm për të zvogëluar më tej raportin e huave me probleme dhe për të çliruar burime që bankat mund t’i përdorin më mirë për të kredituar ekonominë. Në këtë kuadër, Banka e Shqipërisë ka miratuar një ndryshim rregullator, sipas të cilit bankat do të fshijnë nga bilanci e tyre kreditë e humbura të klasifikuara si të tilla për më shumë se dy vjet. Duke adresuar me

efikasitet çështjen e kredive me probleme, përfshirë fshirjen e tyre, banka mund të shpërndajë burimet e saj produktive për huadhënie të re, në vend që të shndërrohet në një kompani të menaxhimit të “aktiveve të këqija”.

Së dyti, ndërsa qëllimi kryesor ishte likuidimi i aktiveve që kanë pak gjasa të shlyhen nga huamarrësit, fshirja e një kredie me probleme zakonisht çon në një rënie të raportit të kredive me probleme në banka. Së treti, fshirja e kredive me probleme nuk ka efekte negative në pasqyrat financiare, nëse kreditë janë plotësisht të provigjionuara dhe humbjet janë tashmë të regjistruara në pasqyrat e fitimit dhe humbjes. Së katërti, një rënie në raportin e kredive me probleme përmirëson vlerësimin e një agjencie vlerësimi të rrezikut të kredisë në bankë ose në sistemin financiar në tërësi.

Në vijim, një sërë ndryshimesh të tjera ndihmuan në lehtësimin e këtij procesi, përmes efektit që patën në forcimin e rregullimit dhe mbikëqyrjes së sektorit të brendshëm financiar, të tilla si:

- krijimi i Grupit Këshillimor të Stabilitetit Financiar, si një koordinator i përgjithshëm i politikave makroprudenciale;
- miratimi i mbikëqyrjes së bazuar në rrezik dhe përsheptimi i përpjekjeve për zbatimin e standardeve të Bazel II/III në të gjithë sektorin bankar;
- përafrimi i kuadrit rregullator të bankës me standardet e Sistemit Evropian të Bankave Qendrore, në mënyrë që të zvogëlohen dallimet në qasjen ndaj rrezikut midis vendeve pritëse dhe të rritet bashkëpunimi ndërkombëtar;
- miratimi i një ligji për zgjidhjen e bankave dhe e fondit për zgjidhjen e bankave, ku BSH-ja është në rolin e autoritetit të zgjidhjes së bankave;
- miratimi i një ligji të ri për Autoritetin e Mbikëqyrjes Financiare, duke zgjeruar objektivin, instrumentet dhe pavarësinë e tij; dhe
- përmirësimi i Agjencisë së Sigurimit të Depozitave, me vendosjen e linjave të kreditit të BERZH-it, duke përmirësuar pozicionin e saj të likuiditetit.

Megjithëse niveli i kredive me probleme është ulur ndjeshëm krahasuar me nivelet e regjistruara pas krizës financiare globale dhe

krizës së Eurozonës, pas ndërmarrjes së këtyre masave, ai vijon të mbetet i lartë dhe çon në nevojën për përpjekje të mëtejshme reformuese, që synojnë zvogëlimin e mëtejshëm të KMP-ve. Çdo përmbysje në trendin rënës të këtyre kredive ose përkeqësim i mundshëm i cilësisë së aktiveve të tjera mund të bëjë që bankat të mos jenë në linjë me kërkesat rregullatore në fuqi, siç mund të jenë p.sh. kërkesat për mjaftueshmërinë e kapitalit, si dhe mund të çojë në pakësimin e aktiviteteve të huadhënies për bankat.

Paralelisht, progres është realizuar edhe në lidhje me përcaktimin dhe operacionalizimin e instrumenteve të politikave makroprudenciale. Me miratimin e rregullores nr. 41 “Për shtesat makroprudenciale të kapitalit”, BSH-ja mbështet përdorimin e disa shtesave të kapitalit për bankat e nivelit të dytë, sipas disa metodologjive përkatëse të sqaruara në rregullore. Ndër të tjera, ajo jep përcaktime që lidhen me instrumentet në të cilat do të zbatohet shtesa e kapitalit, shpeshësia e vlerësimeve për përcaktimin e tyre, periudha e raportimit nga bankat dhe veprimet që duhen ndërmarrë në rast mosrespektimi të nivelit të shtesës përkatëse të kapitalit makroprudencial.

Në mbyllje të kësaj pjese, është e rëndësishme të theksohet se reduktimi i KMP-ve lejoi mundësimin e politikave lehtësuese gjatë periudhës së pandemisë. Në të kundërt, do të ishte shumë e vështirë dhe ndoshta e rrezikshme të ndërmerreshin masat që u prezantuan në kuadër të pandemisë, ku niveli i KMP-ve mbërriti në 25% dhe u rënduan ndjeshëm bilancet e bankave dhe të sektorit privat. Pra, përfitimet janë si për stabilitetin, por edhe për reagimin pozitiv të bankave e të sektorit privat. Në kushte të tjera, ky reagim nuk do të mund të ishte kaq pozitiv e pa rreziqe.

II. KONSOLIDIMI I SISTEMIT BANKAR

Si pasojë e inefficiencave ekzistuese, sistemi bankar shqiptar ka përjetuar një proces konsolidimi gjatë viteve të fundit. Numri i bankave që operojnë në Shqipëri në fund të vitit 2019 ra në 12, nga 16 që ishte në vitin 2017, duke e zhvendosur origjinën e kapitalit bankar drejt pronësisë vendase. Deri në fund të vitit 2019, katër banka që përbëjnë rreth 29% të sistemit bankar ishin në pronësi vendase.

Rezultatet tregojnë se si pasojë e këtyre proceseve konsoliduese, aktiviteti bankar ka vazhduar të zgjerohet. Në fund të vitit 2019, totali i aktiveve të sistemit bankar ishte rreth 1.5% më i lartë se një vit më parë.

Euroizimi i pjesshëm i bilancit të sistemit bankar dhe rivlerësimi i lehtë i monedhës vendase në vitin 2019, kanë pasur një efekt negativ në normën e rritjes së ndërmjetësimit bankar të matur me aktive. Pas llogaritjes së ndikimit të kursit të këmbimit, totali i aktiveve të sistemit bankar u zgjerua me rreth 2.2%.

Në vijim të këtyre proceseve konsoliduese, aktiviteti i sistemit financiar është karakterizuar nga një mjedis i qëndrueshëm dhe treguesit kryesorë të performancës të sistemit bankar shqiptar kanë ardhur duke u përmirësuar. Raporti i mjaftueshmërisë së kapitalit prej 18.3% në fund të vitit 2019 ishte 0.4 pikë përqindje më i lartë se në vitin 2018 dhe ndjeshëm mbi minimumin e kërkuar prej 12%.

Raporti i aktiveve likuide ndaj detyrimeve afatshkurtra prej 49.4% në fund të vitit 2019 ishte 3.2 pikë përqindje më i lartë se një vit më parë dhe më shumë se dy herë më i lartë se minimumi rregullator prej 20%. Dy tregues të përfitueshmërisë, RoA prej 1.4% dhe RoE prej 13.4% që nga viti 2019, ishin pak më të lartë se në vitin 2018. Raporti i kredive me probleme (ndaj stokut të kredisë) ra me 2.7% në krahasim me vitin paraardhës, duke shkuar në 8.4% në fund të vitit 2019. Treguesit e mjaftueshmërisë së kapitalit dhe shëndetit bankar japin sinjale të kënaqshme në lidhje me qëndrueshmërinë financiare të sistemit bankar në aspektin e kapitalizimit, likuiditetit dhe cilësisë së aktiveve. Mbikëqyrja dhe monitorimi i kujdesshëm i performancës së sistemit bankar, komunikimi intensiv dhe i vazhdueshëm me të kanë shërbyer për të mbajtur një sistem bankar likuid dhe të mirëkapitalizuar me praktika të shëndosha për administrimin e rreziqeve.

III. STRATEGJIA KOMBËTARE E DEEUROIZIMIT

Nga diskutimi i mësipërm, sikurse edhe nga diskutimet e bëra në kapitujt e mëparshëm, del qartë se euroizimi, veçanërisht ai i nxitur nga procesi i ndërmjetësimit financiar, është një nga shkaktarët kryesorë të problematikave të evidentuara në periudhën pas KFG-së. Euroizimi i kombinuar me luhatshmërinë e kursit të këmbimit është një recetë e garantuar për përkeqësimin bilanceve të sektorit privat e nga këto në rritjen e KMP-ve e përkeqësimin e treguesve të shëndetit financiar. Ky euroizim bëhet gjithashtu pengesë e rëndësishme për transmetimin e politikës monetare, sepse është e natyrshme që politika monetare ndikon vetëm kredinë në Lek dhe jo atë në valutë. Euroizimi gjithashtu minon rolin e kursit të lirë të këmbimit si një stabilizues automatik në rastin e goditjeve makroekonomike.

Rrjedhimisht, Banka e Shqipërisë synonte uljen e nivelit të euroizimit në ekonomi për t'i adresuar këto probleme. Problemet që sjell niveli i lartë i përdorimit të Euros në sektorin financiar dhe në ekonomi në tërësi, lidhur me efektivitetin e politikave të bankës qendrore dhe shëndetin e sektorit bankar, e shtynë BSH-në të hartonte një politikë deeuroizimi, me qëllim përmirësimin e transmetimit të politikës monetare dhe zvogëlimin e rreziqeve ndaj stabilitetit financiar.

Sikurse edhe në rastin e planit për zgjidhjen e kredive, BSH-ja kërkoi bashkëpunimin me autoritetet e tjera të rëndësishme në këtë fushë: Ministrinë e Financave dhe Ekonomisë dhe Autoritetin e Mbikëqyrjes Financiare, për zbatimin e kësaj strategjie. Kjo për faktin se siç mund t'ju kujtohet, euroizimi në ekonominë shqiptare nuk nxitet vetëm nga faktorë financiarë, por së pari dhe mbi të gjitha nga faktorë realë, pasi familjet dhe bizneset shqiptare gjenerojnë fonde ose të ardhura të konsiderueshme në Euro përmes eksporteve dhe remitancave.

Masat e ndërmarra në kuadër të këtij procesi, synojnë që përmes rritjes së drejtpërdrejtë ose të tërthortë të kostove ta bëjnë veprimtarinë dhe ndërmjetësimin financiar në valutë më të kushtueshëm për sektorin bankar e më pak të preferuar për tregun (sektorin privat dhe familjet). Rezultati i pritur është rritja e ndërmjetësimit në Lek e rrjedhimisht edhe efikasiteti i politikës monetare. Njëkohësisht, politika e deeuroizimit synon gjithashtu të zvogëlojë huamarrjen në valutë dhe

të rrisë ndërgjegjësimin e kredimarrësve për rreziqet që shoqërojnë aktivitetin valutor. Në këtë kontekst, ky proces jep një kontribut të çmuar në uljen e rreziqeve që lidhen me stabilitetin financiar.

Për një sy të pastërvitur dhe të painformuar plotësisht, procesi i deeuroizimit në pamje të parë mund të duket si një vendimmarrje kundërintuitive. Sikurse kemi theksuar në fillim të këtij kapitulli, Shqipëria është një ekonomi e lidhur ngushtë përmes proceseve ekonomiko-financiare, politike e institucionale, të cilat kanë si synim përfundimtar anëtarësimin e Shqipërisë në BE dhe eventualisht në Eurozonë.

E parë thjesht nga ky këndvështrim, ndoshta do të dukej e natyrshme që Shqipëria të adoptonte Euron si monedhën e saj në vend të Lekut. Ky konkluzion është përmendur jo rrallë, madje ka pasur edhe thirrje në raste të caktuara nga ekspertë të ekonomisë e të financës në lidhje me këtë çështje. Megjithatë, diskutimi teorik e praktik nga këndvështrimi ekonomik dhe monetar të çon në konkluzionin se adoptimi i Euros është përgjithësisht i pavend dhe pa përfitime të dukshme për ekonominë shqiptare. Për më tepër, nga ky proces nuk ka avantazhe as nga këndvështrimi institucional i procesit të integrit, që përcakton qartë se BQE-ja dhe Eurozona nuk e mbështesin adoptimin e njëanshëm të Euros.

Duke qenë se ky këndvështrim mund të ekzistojë edhe në popullatë, dhe si rrjedhim mund të bëhet një nga faktorët domethënës për mbështetjen e fenomenit të euroizimit të ekonomisë, e vlerësojmë të rëndësishme që të ndalemi shkurt e të shpjegojmë arsyen për të cilën adoptimi i Euros nuk është një politikë e mirë dhe e zgjuar.

Përse nuk duhet adoptuar Euroja?

Argumenti teorik (por edhe praktik) më i përdorur për adoptimin e Euros ose një monedhe tjetër të huaj, ka ardhur si nevojë e autoriteteve monetare për të rritur kredibilitetin dhe për të fituar besueshmërinë e publikut – pasi adoptimi i Euros nënkupton se oferta monetare/sasia e parasë në ekonomi përcaktohet nga sasia e Euros në ekonomi. Kjo është një garanci që autoritetet të mos kenë mundësi të ndjekin politika të gabuara të mbështetura nga printimi i parasë.

Megjithatë, praktika ka treguar se kjo zgjidhje nuk është një shpëtim, pasi mosrespektimi i kufizimeve të nevojshme fiskale, monetare e financiare, që shoqërojnë sistemin monetar të bazuar në monedhën e huaj, ka sjellë deformime e zhbalancime të ndryshme në ekonomi që kanë përfunduar në kriza ekonomike e financiare. Për rrjedhojë, disa vende janë detyruar të riprezantojnë regjimin e kursit fleksibël, duke riuatuar monedhën kombëtare natyrisht të zhvlerësuar. Një ilustrim i mirë i këtij fenomeni është rasti i Argjentinës në vitin 2002, i cili tregoi që asnjë “*currency board arrangement*” nuk është garanci suksesi. Një tjetër ilustrim i ditëve të sotme është rasti i planeve të kontingjencës që u hartuan nga Greqia për riprezantimin e Dhrahmisë si zgjidhje për krizën.

Një arsye tjetër e rëndësishme për adoptimin e monedhës së huaj është ekzistenca e një “*optimal currency area*” që nënkupton përputhshmëri të plotë të cikleve financiare e atyre të biznesit me ekonominë e monedhës së adoptuar. Në këtë rast, politika monetare p.sh. e FED-it ose BQE-së i shërben njësoj dhe njëkohësisht edhe ekonomisë që ka adoptuar USD apo Euron.

Një ndër problemet kryesore të adoptimit të monedhës së huaj është se vendi humbet aftësinë për të bërë një politikë të pavarur monetare edhe atëherë kur duhet të ndërhyjë si “huadhënës i fundit në radhë” për zgjidhjen e ngërçit. Ky kufizim, i njohur në ekonomi si “*the impossible trinity*”, rrjedh nga fakti se një ekonomi nuk mund të ketë njëkohësisht një regjim të fiksuar të kursit të këmbimit, liberalizim të transaksioneve korrente e financiare dhe politikë monetare të pavarur.

Aktualisht, 13 vende në Evropën Qendrore, Lindore e Juglindore, përfshirë Shqipërinë, pretendojnë *de jure* të ndjekin regjimin e kursit të lirë të këmbimit. Ndërsa 9 shtete (nga 22) kanë hequr dorë nga kursi i lirë i këmbimit, duke u euroizuar në mënyrë të njëanshme, duke vendosur regjimin ‘*currency board*’ ose duke u bërë pjesë e Eurozonës.

Adoptimi i regjimit të kursit fiks ose euroizimit të njëanshëm në disa vende të Ballkanit dhe në shtetet baltike ka rrjedhur natyrshëm, për shkak të mungesës së kapaciteteve institucionale për të emetuar menjëherë monedhën kombëtare pas fitores së pavarësisë (nga vendet

e Bashkimit Sovjetik apo ish-Jugosllavisë), dhe njëkohësisht nga dështimi i njëpasnjëshëm i përpjekjeve për kontrollin e hiperinflationit dhe stabilizimin e aktivitetit ekonomik në fillim të tranzicionit.

Ndryshe nga këto eksperiencia, në kushtet e ekzistencës së besueshmërisë në monedhën kombëtare dhe kredibilitetit tek autoritetet dhe përgjegjshmëria e politikës monetare, do të preferohej zgjedhja e monedhës kombëtare me një regjim të lirë të kursit të këmbimit. Në këtë rast, kursi i lirë luan rolin e amortizuesit automatik në ekonomi, ku goditjet reale (në punësim, prodhim, etj.) apo zhbilancimet e përkohshme në bilancin e jashtëm do të amortizoheshin nga ndryshimi i vlerës së monedhës dhe jo drejtpërdrejt nga pagat, punësimi dhe sjellja e shpenzimeve/investimeve në ekonomi.

Në rastin e Shqipërisë, kushtet e lartpërmendura çojnë detyrimisht në zgjedhjen e regjimit të kursit të lirë të këmbimit. Monedha vendase vepron në ekonomi prej gati një shekulli dhe fuqia blerëse e saj është e qëndrueshme nëse krahasohet me ecurinë e monedhave të tjera në Evropën Lindore. Reformat strukturore dhe politikat ekonomike të ndërmarra gjatë periudhës së tranzicionit ishin të suksesshme në stabilizimin ekonomik e financiar të vendit. Po kështu, Leku shqiptar nuk e humbi besimin as gjatë presioneve të larta negative që shkaktuan kriza financiare globale dhe kriza e borxhit sovran në Eurozonë. Për këto arsye, Leku dhe politika monetare e bankës qendrore gëzojnë kredibilitet publik të kënaqshëm.

Për më tepër, ciklet e biznesit dhe konvergjenca reale, financiare e fiskale tregojnë se ekonomia shqiptare mbetet akoma larg konvergimit në terma të produktivitetit, akumulimit të kapitalit fizik, financiar e human, teknologjisë, infrastrukturës etj. Gjithashtu, ne jemi jashtë sistemit financiar të Eurozonës në terma të mbikëqyrjes SSM dhe mbrojtjes ndaj krizave SRM. Pra me pak fjalë, Shqipëria nuk është ende gati për të formuar një zonë optimale të monedhës me Eurozonën. Në këto kushte, në vend që të ndihmonte, adoptimi i Euros mund të shkaktonte më shumë volatilitet e në raste ekstreme, kriza të konsiderueshme ekonomiko-financiare, siç ishte rasti i Greqisë, Spanjës e Portugalisë, të cilat kishin diferenca të konsiderueshme në aspektin institucional, fiskal e financiar me pjesën tjetër të Eurozonës.

Në konkluzion, aktualisht nuk evidentohet asnjë arsye që do të kërkonte ose favorizonte adoptimin e Euros ose lidhjen e Lekut në ndonjë farë mënyre me të; përkundrazi, kjo nismë mund të rezultojë e nxituar dhe potencialisht problematike në kushtet kur Leku është i qëndrueshëm, inflacioni i ulët dhe politika monetare mbetet përgjithësisht efektive. Për më tepër, adoptimi i njëanshëm i Euros do të ishte në kundërshtim me rekomandimet e BQE-së dhe procesin institucional të integritimit evropian.

Rrjedhimisht, procesi i deeuroizimit ka gjetur mbështetje edhe nga strukturat e Bashkimit Evropian dhe të Bankës Qendrore Evropiane. Ky rast vlen jo vetëm për Shqipërinë, por edhe për disa vende të tjera të rajonit.

Diskutimi i mësipërm mbi rëndësinë e ekzistencës së monedhës kombëtare dhe rolin e saj në raport me monedhën Euro, lexuesi ka jo vetëm justifikimin, por edhe njohuritë e nevojshme t'iu rikthyer diskutimit mbi procesin e deeuroizimit. Për përmbushjen e këtij objektivi, Banka e Shqipërisë propozoi një sërë masash në formën e një strategjie të deeuroizimit që kishin për qëllim të rrisnin përdorimin e monedhës kombëtare në vendosjen e çmimeve dhe në tregtimin e asetëve, si dhe të inkurajonin publikun dhe agjentët ekonomikë që të rrisin përdorimin e monedhës kombëtare për transaksionet e tyre, përmes rritjes së kostove të ndërmjetësimit e ndërveprimit financiar në Euro përkundrejt atij në Lek.

Këto masa konsistojnë në rritjen e normës së rezervës së detyruar për detyrimet në valutë të sektorit bankar kundrejt uljes së kësaj norme për detyrimet në Lek. Konkretisht ndryshimet janë: nëse normat e mëparshme të rezervës së detyruar nuk bënin dallim midis monedhave, duke zbatuar një normë të sheshtë prej 10% si për depozitat në valutë vendase, ashtu edhe ato të huaja; me masat e reja, norma e rezervës së detyruar për depozitat në valutë është rritur në 12.5% kur ato zënë nën 50% të totalit dhe 20% kur ato zënë mbi 50% të totalit, ndërsa norma për depozitat në monedhën vendase është ulur në 7.5% për detyrimet në Lek që kanë një afat maturimi jo më të gjatë se 12 muaj dhe 5% për detyrimet në Lek që kanë një afat fillestar më të gjatë se 12 muaj deri në 2 vjet.

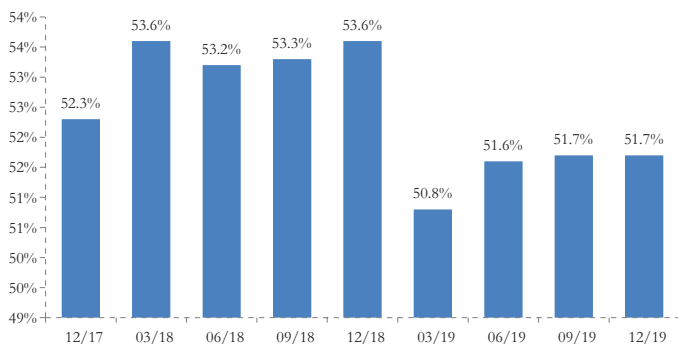
Këto masa pritet të kenë dy efekte kryesore në ngadalësimin e procesit të euroizimit. Së pari, duke rritur sasinë e rezervave të mbajtura, BSH-ja ngadalëson procesin e “shumëzimit” të parasë euro sepse konkretisht nëse më parë për çdo 100 euro, 10 shkonin në rezervë dhe 90 për kredi, me masat e reja kredia mund të rritet vetëm 87.5 ose 80 euro për çdo 100 euro të depozituara. Natyrisht, masat kanë një efekt të kundërt pozitiv për rritjen e kredisë dhe “shumëzimin” e parasë në Lek. Së dyti, mbajtja e më shumë rezervave redukton të ardhurat nga përdorimi/aktiviteti në Euro sepse një shumë në Euro (konkretisht 12.5 ose 20 për çdo 100 euro përkundrejt 10 me rregulloren e vjetër) nuk përdoren për të gjeneruar të ardhura, por mbahen në rezervë.

Krahas këtyre, u vendosën kërkesa më të larta rregullative për treguesit e likuiditetit në valutë. Për një administrim më të kujdesshëm të rrezikut të likuiditetit, u caktuan raporte më të larta likuiditeti për operacionet bankare në valutë. Raporti minimal rregullator i aktiveve likuide ndaj detyrimeve afatshkurtra në monedhë të huaj u rrit me 5 pikë përqindje, duke shkuar në 20%, ndërsa për aktivet likuide në lekë, raporti u ruajt në nivelin prej 15%. Të gjitha këto masa mbi normat e rezervës së detyrueshme dhe treguesit e likuiditetit e bëjnë më të kushtueshëm ndërmjetësimin në Euro.

Kërkesa të mëtejshme të transparencës u paraqitën për huadhënien në valutë për huamarrës të pambrojtur, në mënyrë që t’i ndihmonin ata të merrnin vendime më të mirinformuara dhe të matura. Ndërkohë, së bashku me institucionet e tjera në vend, BSH-ja po shqyrton politika të tjera për të zvogëluar përdorimin e Euros si mjet këmbimi, duke rritur ndërgjegjësimin e agjentëve ekonomikë për rreziqet që rrjedhin nga huamarrja në valutë.

Një ndërgjegjësim më i lartë i bankave dhe i klientëve të tyre për rreziqet që shoqërojnë veprimtarinë e pajustificuar në valutë, si dhe masat konkrete rregullative, janë shoqëruar me rritje të preferencës për përdorimin e monedhës kombëtare në të dyja anët e bilancit të sektorit bankar, siç mund të vërehet grafikisht më poshtë. Kështu, pesha e huave në valutë ndaj huave totale ra nga 58.8% në 2016, në 51.4% në 2019; ndërsa depozitat në valutë ndaj totalit të depozitave të klientëve u ulën në nivelin 51.7%, nga 53% që ishin në 2016.

Grafik 3. Raporti i deponitave në valutë ndaj totalit të deponitave për sektorin bankar



Burimi: Banka e Shqipërisë.

IV. STRATEGJIA E NIVELIT OPTIMAL TË REZERVAVE VALUTORE DHE ADAPTIMI I NDËRHYRJEVE NË TREG SI INSTRUMENT I POLITIKËS MONETARE

Nga ana tjetër, ndryshimet rregullatore në BE shkaktuan goditje *deleveraging* (pakësim i levës financiare) në ekonominë shqiptare, duke bërë që Banka e Shqipërisë të aplikojë një menaxhim më të mirë të rezervave valutore jo vetëm për të mbuluar borxhin afatshkurtër, por edhe për të shërbyer si një mburojë për rreziqet e jashtme të paraqitura ndaj stabilitetit financiar. Ajo ka rritur nivelin aktual të rezervave valutore të mjaftueshme për të mbuluar të paktën 9 muaj importe (në vitin 2020) të mallrave dhe shërbimeve.

Në të njëjtën periudhë, duke përfutur nga analiza e zhvillimeve që pasuan krizën financiare globale, Banka e Shqipërisë ndërmori një sërë masash të tjera, të cilat lidhen me vendimmarrjen e politikës monetare dhe stabilitetit financiar, nga këndvështrimi i sektorit të jashtëm të ekonomisë. Së pari, BSH-ja vendosi të rrisë nivelin e rezervave valutore për të garantuar mbështetjen e sistemit financiar në rast nevoje dhe për të eliminuar çdo pasiguri apo panik që mund të lindë në treg.

Së dyti, BSH-ja ndërmoi një sërë masash për të eliminuar efektet negative të zhvillimeve të sektorit të jashtëm (lexo çmimeve të huaja) mbi arritjen e objektivit të çmimeve të konsumit, në kushtet kur politika monetare ndodhet pranë kufirit të poshtëm zero.⁶ Këto masa u shfaqën drejtpërdrejt dhe tërthorazi në nivelin e rezervave valutore të Bankës së Shqipërisë dhe në masën dhe mënyrën e ndërthurjeve të BSH-së në tregun e këmbimeve valutore në funksion të këtyre qëllimeve.

I. Niveli optimal i rezervave valutore të Bankës së Shqipërisë

Një nga efektet e menjëhershme dhe të konsiderueshme me të cilin kriza financiare globale u shfaq në ekonominë shqiptare ishte përmes pasigurive dhe efekteve e tjera negative që ajo krijoi te depozituesit. Si rrjedhojë e ngjarjeve ekstreme që ndodhën në Greqi apo në Itali, një pjesë e konsiderueshme e depozituesve u shfaqën pranë bankave për të tërhequr depozitat e tyre.

Kjo ishte një vendimmarrje e gabuar e depozituesve të nxitur edhe nga paniku i krijuar në vendet fqinje, ndërkohë që sistemi bankar shqiptar nuk ishte në vështirësi apo nuk ndodhej përballë ndonjë goditjeje të drejtpërdrejtë nga kriza globale apo ajo evropiane e borxhit.

Pavarësisht kësaj, tërheqja e depozitave e vështirësoi aktivitetin e sistemit bankar, duke e vënë nën stres situatën e likuiditetit, veçanërisht atë në valutë të huaj. Paralelisht, vlen të përmendet se rreth 50% e depozitave në sistemin bankar shqiptar përfaqësoheshin nga depozita në valuta të huaja, kryesisht Euro. Stresi i likuiditetit, shkaktoi dy efekte anësore, negative dhe të menjëhershme: ndalimin e menjëhershëm të kredisë në valutë; dhe rritjen e kursit të këmbimit në tregun e këmbimeve valutore, si pasojë e kërkesës së rritur për valutë. Në këtë mënyrë, paniku ndikoi njëkohësisht si politikën monetare ashtu edhe situatën e stabilitetit financiar. Pikërisht ky fenomen u bë ndoshta edhe ngjarja dhe kanali kryesor i përcjelljes së krizës financiare globale në ekonominë shqiptare. Rrjedhimisht një nga mësimet që doli nga ky episod është se banka qendrore, në rastin

⁶ Për më shumë informacion për konceptin “kufiri i poshtëm zero”, ju ftoj të lexoni Kapitullin 4 dhe Kapitullin 6.

tonë Banka e Shqipërisë duhet të jetë e aftë të kryejë rolin e vet si “huadhënës i fundit në radhë”⁷ jo vetëm për monedhën kombëtare, por edhe për valutat e huaja, në rastet ekstreme kur sistemi bankar do të ketë nevojë.

Deri në këtë moment, rezervat valutore të Bankës së Shqipërisë ishin ndërtuar të tilla që të mbulonin nevojat e ekonomisë për të përballuar emergjencat e tregtisë së jashtme të shprehura në muaj importe. Bazuar në analizat dhe studimet⁸ e Bankës së Shqipërisë pas këtij episodi të krizës, Banka e Shqipërisë vendosi të ndryshonte konceptin e përlllogaritjes dhe ndërtimit të rezervave valutore për të kaluar nga niveli i nevojshëm për përballimin e kërkesave të tregtisë së jashtme në nivelin optimal, i cili kërkon që rezervat valutore të mbulojnë edhe problematikat e stabilitetit financiar të vendit, duke pasur në vëmendje detyrimet valutore të sistemit bankar (e rëndësishme për një ekonomi të euroizuar) dhe ato të borxhit të huaj afatshkurtër. Rrjedhimisht në vitin 2017, Banka e Shqipërisë adaptoi konceptin e rezervës optimale dhe rriti rezervat valutore për arsyet e mëposhtme:

- për të përballuar nivelin e borxhit të jashtëm afatshkurtër [në masën rreth 260% në vitin 2020 (BSH, 2021)];
- për të përballuar situatat e stresit financiar (mbulimin e tërheqjes së depozitave).

Të dyja arsyet e mësipërme vijnë nga eksperiencat negative të periudhës së pas KFG-së. Blerja e rezervave u krijua si një instrument për të ulur perceptimet (primin) e rrezikut që mund të vijë nga flukset dalëse të valutës nga sistemi bankar apo nga ekonomia shqiptare, duke rritur sigurinë dhe eliminuar panikun. Si rezultat i të gjitha këtyre masave të ndërmarra, Banka e Shqipërisë akumuloi një nivel të konsiderueshëm rezervash valutore, duke krijuar kështu garanci dhe siguri të publiku dhe partnerët e duke eliminuar panikun që mund të shoqëronte vendimmarrjen përmes masave të pandemisë. Me fjalë të tjera, masat e pandemisë kishin mbështetjen e rezervave

⁷ Termi origjinal në literaturë është “lender of last resort”.

⁸ Dushku dhe Shijaku (2017) vlerësojnë se niveli aktual i rezervave valutore në Shqipëri ka qenë shumë afër nivelit të nevojshëm për përballimin e emergjencave të llogarisë korrente, por larg nivelit optimal të tyre në rastet kur dubet që me anë të rezervës, të mbulohet 50% apo gjithë totali i depozitave në valutë, që mendohet se mund të tërhiqen nga sistemi bankar gjatë një periudhe krize.

të mjaftueshme dhe instrumentet e nevojshme për të ndërhyrë në treg në rast nevojë.

Efekti i blerjeve të rezervës është i dyfishtë: së pari, ai rrit sigurinë tek ekonomia dhe te sistemi bankar që depozitat dhe borxhi afatshkurtër janë të siguruar (dhe nuk do të ketë *default* të qeverisë) dhe rrjedhimisht eliminon efektet negative në sistem (meqenëse sistemi mbart shumë bono thesari dhe obligacione në aktivet e veta); dhe e dyta, ka një efekt pozitiv në tërësi, pasi rrit emisionin monetar përmes rritjes së mjeteve valutore neto. Kjo çështje do të trajtohet më gjerësisht në kapitullin në vijim.

II. Ndërhyrjet në tregun e këmbimeve valutore si instrument i politikës monetare

Në vjeshtën e vitit 2018, Banka e Shqipërisë realizoi një ndryshim të rëndësishëm në instrumentet e zbatimit të politikës monetare. Përmes vendimit të Këshillit Mbikëqyrës, Banka e Shqipërisë zgjeroi portofolin e instrumenteve të zbatimit të politikës monetare për të përfshirë në të edhe ndërhyrjet në tregun e këmbimeve valutore në rastet kur norma bazë e interesit është afër ose në nivelin zero dhe forcimi i kursit të këmbimit të Lekut pengon arritjen e objektivit të inflacionit. Është e rëndësishme të theksohet se kushti i parë i referohet situatës së normës së interesit. Kjo nënkupton se nuk ka hapësirë të mjaftueshme për zbatimin e politikës monetare përmes instrumenteve tradicionale.

Ndërkohë, kushti i dytë nënkupton se Banka e Shqipërisë ka një opinion të mirinformuar dhe të mirargumentuar që tregon se pavarësisht nga reagimi pozitiv i dëshiruar i kërkesës së brendshme ndaj kushteve monetare lehtësuese, kursi i këmbimit pengon arritjen e objektivit të çmimeve përmes efektit negativ në çmimet e importit (të cilat janë të kuotuar në Euro).

Por siç u theksua në deklaratat zyrtare të BSH-së, kjo ndërhyrje është një instrument i përkohshëm dhe i kushtëzuar. Kjo vendimmarrje bazohet në faktin se zhvillimet në kursin e këmbimit ishin rrjedhojë e një sërë faktorësh specifikë të periudhës që nuk shpjegoheshin tërësisht nga ecuria e faktorëve fundamentalë. Lexuesi mund të gjejë

më shumë shpjegime për këtë në raportin vjetor të BSH-së të vitit 2018 dhe deklaratën e politikës monetare 2019.

Vlera e shtuar e vendimit të Këshillit Mbikëqyrës është se ai pasuroi portofolin e instrumenteve të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë me një instrument të ri, i cili ka një efekt të drejtpërdrejtë mbi çmimet e importuara. Në këtë mënyrë, politika monetare e Bankës së Shqipërisë krijoi një kapacitet më të madh për të administruar goditjet negative në çmimet e konsumit që vijnë nga zhvillimet në partnerët tanë tregtare, në kushtet kur instrumentet tradicionale të politikës monetare kanë ezauruar të gjithë kapacitetin e tyre (sikurse ndodhi në fillim të pandemisë).

Ky diskutim nxjerr në pah pyetjen e rëndësishme: “Përse të mos ndërhyhet vazhdimisht për të kontrolluar vlerën e Euros në treg?” Mbi të gjitha, kjo do të ndihmonte në realizimin e objektivit të inflacionit dhe kontrollin e ofertës monetare, dy çështje të lidhura drejtpërdrejt me objektivin primar të bankës qendrore. Edhe në këtë rast, pavarësisht perceptimit të drejtpërdrejtë, verdikti i bazuar në analizën e plotë rezulton kundër dëshirës intuitive për kontrollin e kursit. Ashtu si mund të jetë kuptuar nga diskutimi i deritanishëm, kursi i këmbimit ndikon njëkohësisht në mënyrë të drejtpërdrejtë ose të tërthortë pothuajse të gjithë treguesit ekonomikë e financiarë. Për më tepër, ky ndikim vjen njëkohësisht ose me vonesa kohore përmes më shumë se një kanali transmetimi. Rrjedhimisht reagimi i ekonomisë është shpesh i kundërt me rezultatin e dëshiruar nga banka qendrore në afatin e shkurtër dhe gjithmonë me pasoja negative në afatin e gjatë.

Për t’u thelluar pak më shumë në arsyetimin pas vendimmarrjes së BSH-së, ju ftoj të lexoni në vijim një përshkrim intuitiv të rolit që kursi i këmbimit luan si indikator dhe si instrument i politikave të bankës qendrore dhe arsyeve se si e përse ai mund të gjejë vetëm një përdorim të kufizuar në funksion të politikës monetare në rastin tonë. Në një ekonomi të vogël e të hapur, mekanizmi përmes të cilit ndërhyrjet në tregun e këmbimit valutor për të menaxhuar kursin e këmbimit kalojnë përgjithësisht përmes çmimeve të mallrave të importit e të eksportit. Në rastet e një ekonomie të dollarizuar/ euroizuar, ku kursi i këmbimit luan rolin e një mjeti financiar si

ruajtës i vlerës së kursimeve apo të një pjese të detyrimeve financiare, kanaleve të mësipërme i shtohen konsideratat mbi efektet pasurore që ndryshimet e kursit të këmbimit kanë në bilanci e sektorit privat dhe sistemit bankar. Në rastet ekstreme kur monedha kombëtare dhe politikat e bankës qendrore nuk gëzojnë mjaftueshëm besimin e publikut, valutat e huaja shërbejnë si mbrojtje ndaj zhvlerësimeve të mundshme të monedhës kombëtare.

Goditjet e kursit, duke nënkuptuar me këtë zhvlerësimin e monedhës kombëtare, në prezencë të politikave jo të qëndrueshme monetare dhe fiskale, mund të çojnë në dëshirën për zëvendësimin e monedhës kombëtare me mjete valutore për të ruajtur vlerën e kursimeve. Këto lëvizje e amplifikojnë më shumë problematikën në ekonominë reale dhe tregun financiar të vendit, që në rastet ekstreme mund të shkaktojnë një krizë ekonomike e financiare. Në këto kushte, kursi i këmbimit jo vetëm që do të ishte një nxitës i paqëndrueshmërisë, por do të shndërrohej në një amplifikator të çdo goditjeje negative tjetër në ekonomi.

Megjithatë, edhe në këto raste ekstreme të krizave, të cilat duket të nisen nga zhvlerësimi i shpejtë e i pakontrolluar i monedhës kombëtare, kursi i këmbimit nuk është shkaktari, por një instrument sinjalizues i krizës së shkaktuar nga politikëbërja apo vendimmarrja e gabuar. Prandaj në parim, kontrolli i kursit të këmbimit nuk mund të shërbejë si instrument për korrektimin e një politike destabilizuese. Përkundrajt këtij perceptimi destabilizues, kursi i këmbimit është në vetvete një amortizues i goditjeve dhe një mekanizëm korrektimi për deficitet e disbalancat e krijuara në ekonomi. Studimet empirike të Bankës së Shqipërisë konkludojnë se kursi i këmbimit luan rolin e amortizuesit të goditjeve në ekonomi dhe se zhvillimet e tij udhëhiqen nga faktorët kryesorë makroekonomikë dhe jo nga spekulimet apo pritshmëritë e tregut (Luçi dhe Vika, 2011; Tanku dhe Vika, 2020).

Influenca e kursit të këmbimit në ekonomi shfaqet nëpërmjet kanaleve të mëposhtme:

1. bilanci tregtar, i cili mund të jetë i ndjeshëm ndaj impaktit të kursit mbi çmimet e mallrave e shërbimeve të eksport-importit;

dhe

2. pasqyrave financiare, të cilat përshtaten sipas efekteve buxhetore (shtimi ose humbja e kapitalit/kursimeve) të rrjedhura nga ndryshimi i kursit të këmbimit, duke iu referuar dollarizimit/euroizimit real e financiar.

Përmes këtyre dy kanaleve të transmetimit, ndryshimet e kursit të këmbimit luajnë një rol të qenësishëm në vendimmarrjen e konsumit, investimeve e kursimeve për sektorin privat dhe prej këtej në vendimmarrjen e politikës monetare. Nuk do të ndalemi në kanalën e dytë të transmetimit të kursit të këmbimit pasi ky kanal nuk lidhet drejtpërdrejt me çështjen që po diskutojmë. Për më tepër, ai është diskutuar gjerësisht teorikisht e empirikisht në kapitujt paraardhës ku tregohet se si zhvlerësimi i kursit të këmbimit në kushtet e euroizimit të mjeteve e detyrimeve financiare rëndon mbi bilancet e sistemit dhe të sektorit privat duke rritur ngarkesën e borxhit dhe detyrimeve financiare në monedhë të huaj e duke gërryer vlerën e kursimeve në monedhën vendase.

Mekanizmi i cili vë në lëvizje kanalën e parë të transmetimit është kanali i çmimeve të mallrave e shërbimeve. Konkretisht, zhvlerësimi i kursit të këmbimit bën që çmimet e mallrave të importuara në monedhën vendase të rriten. Kjo rritje e çmimeve të mallrave të importit nxit drejtpërsëdrejti rritjen e çmimit të mallrave të konsumit, si dhe nëpërmjet çmimeve të mallrave të lidhura ose të rrjedhura nga mallrat e importit në tregun e brendshëm duke shkaktuar inflacion.⁹ Anasjelltas, forcimi i monedhës vendase do të shkaktonte rënie të inflacionit.

Në përgjigje të ndryshimit të çmimeve, konsumatori ka të ngjarë të reduktojë konsumin e mallrave të importuara dhe të rrisë konsumin e mallrave vendase (nëse janë zëvendësuar prej tyre) çmimet e të cilave nuk janë ndikuar nga kursi i këmbimit. Në të njëjtën kohë, dobësimi i monedhës vendase bën që mallrat e prodhuara në vend të kushtojnë më pak për konsumatorët e huaj. Kjo rrit konkurrencën e prodhuesve vendas në tregun global, e për rrjedhojë krijon premisa për rritjen e kërkesës së huaj për eksporte. Për ta përmbledhur, zhvlerësimi i kursit shtyn drejt përmirësimit të bilancit tregtar nëpërmjet rritjes

⁹ *Kjo pasi importuesit e prodhuesit vendas do të kalojnë të paktën një pjesë të kostove të konsumatori.*

së eksporteve dhe një zëvendësimi të pjesshëm të produkteve të importuara me ato vendase. Këto dy lëvizje përshkruajnë pikërisht mekanizmin e reagimit të ekonomisë duke nxitur rënien e konsumit të mallrave të huaja dhe rritjen e prodhimit vendas për zëvendësimin e konsumit të mallrave të importuara dhe për eksporte.

Në një treg të lirë dhe pa ndërhyrjen e bankës qendrore, këto zhvillime duhet të çojnë në zgjerimin e aktivitetit ekonomik, në rritjen e pagave dhe të punësimit, e më pas në rritjen e presioneve inflacioniste në vend. Ilustrimi i mësipërm përshkruan mekanizmin amortizues që funksionon nga kursi në ekonominë reale. Megjithatë duhet mbajtur parasysh se ky mekanizëm funksionon po aq mirë edhe anasjelltas kur zhvillimet në ekonominë reale nxisin axhustimin përmes ndryshimit të kursit të këmbimit.

E vendosur në kontekstin e ekonomisë shqiptare, vlerësimi i Lekut gjatë viteve të fundit është nxitur nga rritja e eksporteve në mallra dhe shërbime, si rrjedhojë e kërkesës së huaj që ka sjellë më shumë valutë duke shkaktuar edhe forcimin e Lekut. Kjo ka çuar në zbutjen e presioneve inflacioniste për arsye se efektet e rënies së çmimeve të mallrave të importuara në ekonomi janë më të mëdha se efektet inflacioniste që vijnë si rezultat i kërkesës së rritur për prodhimin vendas. E parë ngushtë nga këndvështrimi i bankës qendrore, forcimi i kursit të këmbimit të Lekut përkundrejt valutave mund të interpretohet si një fenomen i dëmshëm në kushtet kur inflacioni është nën objektiv, e ndoshta duhet luftuar përmes ndërhyrjeve në tregun e këmbimeve valutore.

Nëse do ta zgjerojmë analizën në konceptin e një ekuilibri të përgjithshëm, ecuria e kursit në përgjithësi është në përputhje me pritshmëritë dhe konkluzionet teorike, gjë që konfirmohet edhe nga studimet empirike të Bankës së Shqipërisë (Tanku dhe Vika, 2020; Vika *et al.*, 2016). Kjo do të thotë se ndryshimet e kursit që janë në përputhje me zhvillimet ekonomike janë plotësisht të dëshirueshme. Në këto kushte, luhataja e lirë e kursit të këmbimit në tregun valutor garanton që axhustimi ekonomik ndodh te kursi i këmbimit dhe jo te konsumi, investimet apo treguesit e tjerë realë në ekonomi. Banka e Shqipërisë reagon dhe i përgjigjet këtyre zhvillimeve të kursit të këmbimit jo nëpërmjet ndërhyrjeve në tregun valutor më shumë

sesa përmes miradministrimit të politikës monetare, duke goditur ata tregues realë e nominalë, të cilët e shkaktojnë këtë sjellje të kursit të këmbimit. Konkretisht, Banka e Shqipërisë i është përgjigjur vlerësimit të Lekut përmes lehtësimit të vazhdueshëm të politikës monetare.

Një përshkrim më i përgjithshëm për të shpjeguar vlerësimin e Lekut përkundrejt Euros është se monedha vendase ka përfituar nga:

1. rritja më e shpejtë ekonomike në Shqipëri se në Eurozonë. Ky avantazh është një karakteristikë e natyrshme që rrjedh nga ligji i konvergjencës ekonomike sipas të cilit ekonomitë në zhvillim duke përfituar nga përmirësimet institucionale, ligjore, infrastrukturore, adoptimi i teknologjisë dhe hyrjet e investimeve të huaja, kanë një normë natyrore të rritjes më të lartë se ekonomitë e zhvilluara;
2. norma e interesit më e lartë në Shqipëri se në Eurozonë;
3. rritja shumë herë më e shpejtë e masës monetare ose e thënë thjeshtë parasë në Eurozonë (si rezultat i politikave të bilancit të adoptuara nga BQE-ja) përkundrejt rritjes së parasë në Shqipëri;
4. hapja gjithnjë e më e madhe e tregut shqiptar të eksporteve për Eurozonën.

Këta faktorë na tregojnë se në kushtet kur ekonomia jonë ka një rritje më të shpejtë ekonomike, një normë interesi më e lartë dhe një rritje më të ngadaltë të parasë se Eurozona, është e natyrshme që të kemi një rrjedhje të kapitalit nga Eurozona në drejtim të ekonomisë shqiptare. Rrjedhimisht, forcimi i Lekut është pasojë dhe jo shkaktar i zhvillimeve në ekonominë reale dhe tregjet financiare. Faktorët 1-3 ndikohen drejtpërdrejt nga vendimmarrja e politikës monetare përmes normës së interesit dhe sasisë së parasë në qarkullim, e rrjedhimisht ajo luan një rol të rëndësishëm në ecurinë e kursit të këmbimit përmes miradministrimit të këtyre faktorëve (1-3), pa e ndërjerë nevojën për të ndërhyrë në tregun e këmbimeve valutore.

Zhvillimet në Eurozonë kanë dominuar dinamikat e brendshme dhe kanë çuar drejt një forcimi të vazhdueshëm të Lekut. Ky vlerësim reflekton në një masë të madhe përmirësimet strukturore në ekonominë shqiptare dhe njëkohësisht vendimmarrjen e BQE-së në periudhën që pasoi kriza globale financiare dhe njëkohësisht gjatë

pandemisë. Banka e Shqipërisë i është përgjigjur këtij vlerësimi të kursit përmes politikës monetare.

Një numër i konsiderueshëm i punëve kërkimore në BSH kanë trajtuar rolin e kursit të këmbimit në ekonominë shqiptare, përfshirë impaktin e tij në çmimet e konsumit, në bilancin tregtar dhe në stabilitetin financiar. Këto studime konkludojnë se përgjithësisht, kursi i këmbimit shërben më tepër si amortizues i goditjeve në ekonomi, duke favorizuar kështu regjimin aktual të kursit të lirë të këmbimit.¹⁰ Megjithatë, në raste të veçanta, ai shfaqet edhe si shkaktar në një masë jo të papërfillshme i luhatjeve të treguesve realë dhe monetarë në vend.

Në konkluzion, siç është përmendur që në fillim të këtij libri, Banka e Shqipërisë ndjek një politikë të kursit të lirë të këmbimit. Kjo politikë nuk ka ndryshuar, por vazhdon të mbetet një nga elementet themeltare të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë. Vendimi i Këshillit Mbikëqyrës të Bankës së Shqipërisë në vitin 2018 shton një instrument të jashtëzakonshëm me përdorim të kufizuar për kushte të jashtëzakonshme, kur kursi i këmbimit pengon arritjen e objektivit të inflacionit në kushtet specifike monetare e financiare.

III. Masa të tjera të ndërmarra nga Banka e Shqipërisë në periudhën para pandemisë

Përtej masave të përshkruara më sipër, Banka e Shqipërisë ka ndërmarrë edhe një sërë hapash të tjerë për forcimin e sistemit financiar. Këto masa kanë si objektiv të drejtpërdrejtë dhe janë të orientuara nga aktivitetet e mbikëqyrjes bankare, për rrjedhim ato nuk janë bërë ende pjesë e analizës në këtë libër. Kjo zgjedhje justifikohet me faktin se roli i tyre është i tërthortë dhe materializohet te stabiliteti financiar përmes treguesve dhe kanaleve të diskutuara gjerësisht në libër. Megjithatë, mendoj se është e rëndësishme të listohen për të plotësuar kuadrin e masave të ndërmarra. Në mënyrë të përmbledhur mund të përmendim:

Nënshkrimin e Memorandumit të Bashkëpunimit ndërmjet Autoritetit Bankar Evropian dhe 6 autoriteteve mbikëqyrëse të

¹⁰ *Shih për sbembull studimin nga Tanka, A. dhe Vika, I. (2020) "What drives the real lek-euro exchange rate fluctuations?", Bank of Albania, Working Paper, 42 (81) 2020.*

vendeve të Evropës Juglindore: Agjencinë Bankare të Federatës së Bosnje-Hercegovinës, Agjencinë Bankare të Republikës Serbe të Bosnje-Hercegovinës, Bankën Qendrore të Malit të Zi, Bankën Kombëtare të Republikës së Maqedonisë së Veriut, Bankën Kombëtare të Serbisë dhe Bankën e Shqipërisë. Ky memorandum përbën një kuadër ligjor për zhvillimin e bashkëpunimit dhe shkëmbimin e informacionit midis palëve.

Nisur nga pesha e rëndësishme e bankave evropiane në aktivitetet e sektorit bankar shqiptar, në vitin 2018, u nënshkrua një marrëveshje bashkëpunimi midis Bankës së Shqipërisë dhe Bordit të Përbashkët të Ndërhyrjes së Jashtëzakonshme¹¹. Kjo marrëveshje shërben si një platformë bashkëpunimi dhe shkëmbimi informacioni mes dy institucioneve, në lidhje me planifikimin dhe zbatimin e ndërhyrjes së jashtëzakonshme për grupet bankare ndërkufitare. Kjo marrëveshje synon të mbështesë dhe hartimin e planeve të koordinuara të ndërhyrjes së jashtëzakonshme për filialet e bankave evropiane që veprojnë në Shqipëri.

Paralelisht, janë miratuar edhe një sërë aktesh rregullatore, të cilat kanë si synim kapitalizimin e mëtejshëm të bankave të nivelit të dytë, administrimin më të mirë të rrezikut prej tyre dhe kufizimin më prudencial të treguesve të ekspozimeve të mëdha të bankave të nivelit të dytë në tregjet ndërkombëtare.

Në përfundim, vlen të theksohet se tërësia e gjitha masave të përmbledhura në këtë kapitull krijoi premisa për të forcuar aftësitë ripërtëritëse të ekonomisë shqiptare. Gjithashtu, në vijim të proceseve konsoliduese dhe masave të tjera të ndërmarra, aktiviteti i sistemit financiar është karakterizuar nga një mjedis i qëndrueshëm dhe treguesit kryesorë të performancës të sistemit bankar shqiptar kanë ardhur duke u përmirësuar.

Problemet e bilanceve të bankave e bizneseve nuk pengonin më funksionimin e mekanizmave rregullues dhe politikave nuk ishin më të vendosura përkundrejt njëra-tjetrës. Kjo çliroi mekanizmat rregullues të funksionimit të politikës monetare dhe stabilitetit, duke

¹¹ *Single Resolution Board në anglisht, i cili është Autoriteti i Ndërhyrjes së Jashtëzakonshme për bankat dhe grupet bankare në Bashkimin Evropian.*

mundësuar miradministrimin përmes instrumenteve tradicionale. Si konkluzion, të gjithë masat e sipërpërmendura krijuan hapësirat e nevojshme për ndërmarritjen e veprimeve të mëtejshme përgjatë periudhës së pandemisë.

REFERENCA

Borio, C., L. Gambacorta and B. Hofmann (2015), "The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability", *Bank of International Settlements Working Papers No. 514*, BIS, Basel.

BSH (2013), *Raporti Vjetor 2013*.

BSH (2013), *Raporti Vjetor i Mbikëqyrjes 2013*.

BSH (2014), *Raporti Vjetor 2014*.

BSH (2015), *Raporti Vjetor 2015*.

BSH (2015), *Raporti Vjetor i Mbikëqyrjes 2015*.

BSH (2016), *Raporti Vjetor 2016*.

BSH (2017), *Raporti Vjetor i Mbikëqyrjes 2017*.

BSH (2021), "Njofitim statistikor: Pozicioni i investimeve ndërkombëtare", *Departamenti i Statistikave Financiare*.

Çeliku, E., Çela, E. dhe I. Metani (2018), "Prodbimi dhe rritja potenciale, hendeku i prodhimit dhe i papunësisë në Shqipëri - Analizë krahasuese e vlerësimeve të reja-2015", *Material studimor, Banka e Shqipërisë*.

Dushku, E. dhe G. Shijaku (2017), "Niveli optimal i rezervave valutore: Rasti i Shqipërisë", *Material studimor, Banka e Shqipërisë*.

Note, S. (2006), "Konkurrenca në sistemin bankar shqiptar", *Banka e Shqipërisë*.

Papavangjeli, M. (2021), "Kanali i kredisë dhe transmetimi monetar në vendet e Evropës Qendrore, Lindore e Juglindore", *Revista Ekonomike 6M-I, 2021*.

Papavangjeli, M. (2018), "Vlerësim i fleksibilitetit të pagave reale në Shqipëri", *Revista Ekonomike 6M-I, 2018*.

Papavangjeli, M., Bode A. dhe Vorpsi B. (2017), "Ndikimi i politikës monetare te marzhi neto i interesave: Evidencë për Shqipërinë", *Revista Ekonomike 6M-I, 2017*.

RBA (2012), *Raiffeisen Bank Albania, Raporti Vjetor 2012*.

Tanku, A. and Vika I. (2020), "What drives the real lek-euro exchange rate fluctuations?", BoA Working Paper Series.

Sejko, G., Tanku, A., Dushku, E. dhe K. Ceca (2018), "Efikasiteti i shpërndarjes së portofoleve të kredive bankare në Shqipëri", Studime mbi sistemin bankar dhe zhvillimin ekonomik, Banka e Shqipërisë.

Shijaku, G. (2020), "Stabiliteti bankar dhe lidhja e tij me konkurrencën midis bankave pas krizës financiare globale. Dëshmi të reja nga sektori bankar shqiptar.

KAPITULLI VI: POLITIKAT E BANKËS SË SHQIPËRISË GJATË PANDEMISË. ÇFARË FUNKSIONOI DHE SI?

I. HYRJE

Qëllimi i këtij kapitulli është të paraqesë një përshkrim të detajuar të masave të ndërmarra në kuadër të pandemisë, si dhe të objektivave që synoheshin të realizoheshin përmes tyre. Paralelisht, përqipemi të shpjegojmë mekanizmin përmes të cilit u përcollën këto masa në ekonomi, si dhe të bëjmë një vlerësim të përgjithshëm të suksesit të tyre. Përtej funksionit shpjegues dhe ilustrues, kapitulli synon të paraqesë për lexuesin transparencën e vendimmarrjes dhe njëkohësisht t’iu shërbejë politikëbërësve si një vlerësim për politikat më të efektshme dhe më rezultative.

Vlerësimet e bëra dhe rezultatet e paraqitura në këtë kapitull mbështeten nga studime ekzistuese të kryera në BSH, si dhe nga autorë të huaj. Analiza ofron gjithashtu disa hipoteza, të cilat mund të shërbejnë si bazë për studime të mëtejshme për të mbështetur politikëbërjen në të ardhmen. Materiali përfaqëson një udhëtim kuantitativ në mekanizmin e transmetimit të politikës monetare dhe të atij të stabilitetit financiar.

Ndryshe nga përshkrimi i përciptë i dhënë në kapitullin e parë, këtu do të ndalemi në analizën dhe efektet kuantitative e kualitative të çdo mase për të shpjeguar mekanizmin e transmetimit të saj në ekonomi

deri në destinacionin përfundimtar të aktivitetit ekonomik dhe të çmimeve, si dhe mbi lidhjen e ndërsjellë ndërmjet tyre.

I.1. PËRSHKRIM I PËRGJITHSHËM I FILLIMIT TË PANDEMISË¹

Organizata Botërore e Shëndetësisë shpalli në datën 11 mars 2020, pandeminë COVID-19. Vendet anëtare dhe Shqipëria si një prej tyre adoptoi politikën 0-COVID. Kjo nënkuptonte një karantinë të përgjithshme për të ndaluar përhapjen e virusit. Vendimmarrja bazohej në suksesin e dokumentuar historikisht në rastin e qytetit Saint Louis në Amerikë gjatë pandemisë së gripit spanjoll një shekull më parë, i cili nëpërmjet përpjekjeve për të sheshuar kurbën arriti të përdorte më mirë kapacitetet spitalore dhe të kufizonte humbjet e jetës. Duke ndjekur udhëzimet e OBSH-së, Shqipëria kërkonte të kontrollonte sa të ishte e mundur përhapjen e virusit në popullatë dhe të ruante të hapura kapacitetet spitalore për të mundësuar trajtimin e një numri më të madh pacientësh, pavarësisht kapaciteteve të kufizuara.

Kontrolli i pandemisë dhe situatës shëndetësore në popullatë erdhi natyrisht me një kosto të madhe ekonomike e financiare. Siç tregojnë vlerësimet e dhëna në kapitullin e parë, mbyllja e plotë dhe e pjesëshme shkaktoi një goditje negative të paprecedentë në ekonomi. Kështu, rënia e aktivitetit prodhues u pasua nga rënia e të ardhurave, të cilat nga ana e tyre rënduan buxhetet e sektorit privat. Pamundësia për të ruajtur konsumin dhe për të paguar borxhet dëmtonte njëkohësisht ekonominë dhe sektorin financiar, kryesisht bankat. Në këtë kontekst, duhet marrë në konsideratë, se këtu ne përshkruajmë vetëm hallkën e parë dhe të dytë të një zinxhiri pasojash negative që përsërisin e përforcojnë njëra-tjetrën dhe që na çojnë drejt një kolapsi ekonomik e financiar. Në këto kushte, u paraqit si një domosdoshmëri ndërhyrja përmes politikave monetare e fiskale për të shpëtuar ekonominë, si dhe ndjekja e politikave makro e mikroprudenciale për të ruajtur stabilitetin e sistemit financiar. Në vijim, po ju paraqesim një përshkrim të detajuar të historikut të kësaj ndërhyrjeje.

¹ *Një kalendar i detajuar i pandemisë mund të gjendet në Aneksin II të Kapitullit të parë të këtij libri.*

1.2. PËRSHKRIM I MASAVE DHE I KANALEVE TË TRANSMETIMIT TË TYRE

Sikurse e kemi analizuar në hyrje të këtij libri, pandemia preku njëherësh sektorin financiar dhe atë ekonomik. Në atë pjesë të librit prezantohet një informacion i detajuar mbi goditjen e rëndë që shkaktoi pandemia në sektorët realë dhe financiarë, por ky informacion i referohet vetëm efekteve të raundit të parë. Studimet e Sejko dhe Dushku (2018), Shijaku e Ceca (2012) dhe Tanku e Vika (2020) tregojnë se këto efekte kanë një lidhje të drejtpërdrejtë ndërmjet tyre. Si të tilla, ato shkaktojnë një rreth vicioz zbritës, ku goditja në ekonomi përçohet në sistemin bankar, i cili në vetvete shkakton një goditje të dytë në ekonomi që prek përsëri sistemin financiar, e kështu me radhë deri në kolapsin e ekonomisë dhe të sistemit. E gjithë kjo mund të shprehet në formën e një krize të monedhës, të bilancit të pagesave apo të sistemit financiar.

Një fenomen i ngjashëm ndodhi me krizën evropiane të borxhit që arriti në fazën e saj më të thellë në ekonominë greke. Mekanizmat të cilët vënë në lëvizje dhe përçojnë goditjet në ekonominë reale dhe sektorin financiar janë përshkruar në botimet që shtjellojnë modelimin e sjelljes së ekonomisë dhe të sistemit financiar.²

Në vija të përgjithshme, këto modele tregojnë se konsumi dhe investimet janë komponentë të rëndësishëm të kërkesës agregate dhe promotorët kryesorë të rritjes ekonomike. Njëkohësisht, në krahun e të ardhurave, përfitimet e rritjes ekonomike shkojnë për të paguar faktorët e prodhimit, si dhe kredinë bankare që ka mbështetur investimin dhe konsumin në periudhën e mëparshme. Nëse familjet dhe bizneset nuk realizojnë të ardhura të mjaftueshme dhe nuk arrijnë të paguajnë kredinë, atëherë pasqyrat financiare të sektorit bankar do të përkeqësohen, duke çuar në një nivel kapitali dhe likuiditeti të pamjaftueshëm për vazhdimin e aktivitetit të kreditimit.

Përkeqësimi i treguesve të shëndetit bankar pengon institucionet e tjera dhe bankën qendrore që t'u japë bankave më shumë likuiditet, duke krijuar kështu një ngërç në kreditimin e ekonomisë. Pas këtij

² *Shih për shembull Vika, Skufi, Çela, Abazaj (2016); Dushku dhe Kota (2013); Skufi (2020).*

fenomeni, goditja kthehet mbrapsht në ekonomi nëpërmjet frenimit të konsumit dhe investimeve, të shkaktuara nga mungesa e kreditimit. Politikat monetare lehtësuese në këtë rast e kanë të vështirë të ndihmojnë, pasi bankat me bilance të rënduara nga kredia e keqe apo problemet e tjera financiare nuk mund të mbështeten me likuiditet në momentin që ato gjenden në prag të falimentimit.

Për rrjedhojë, kanali i kredisë bankare ngushtohet dhe ndikimi i normës së interesit e humb rëndësinë e tij në kushtet e pasqyrave financiare të dëmtuara që pengojnë rrjedhjen normale të kredisë apo të qarkullimit monetar. E gjithë kjo sjell rënien e mëtejshme të aktivitetit ekonomik e të punësimit, duke nxitur raunde të tjera goditjesh deri në kolapsin e familjeve, të sektorit privat dhe të vetë sistemit bankar.

Nga tjetër, kapitali i huaj i investuar në vend tenton të largohet në përpjekje për t'i shpëtuar krizës, duke thelluar më tej zhvlerësimin e kursit të këmbimit. Goditja që pëson besimi i publikut në monedhën vendase bëhet në vetvete një katalizator i përshpejtimit dhe shumimit të goditjeve negative të anasjella në ekonomi dhe në sistemin financiar.

Këto tipare ravigëzojnë deri diku mekanizmin e trajtuar në studimet empirike të Bankës së Shqipërisë, ku mbështeten analizat dhe rekomandimet për ndërmarrjen e politikave stabilizuese të ekonomisë. Mekanizmi identifikon disa kanale kryesore të transmisionit monetar, të ashtuquajturat kanali i normës së interesit, kanali i kredisë bankare, kanali rregullator dhe ai i parasë. Këto dy të fundit vihen në lëvizje veçanërisht nëse kanalet e normës së interesit dhe të kredisë dështojnë të përmbushin objektivat e dëshiruar për krijimin e parasë, duke shtyrë bankën qendrore të hedhë në qarkullim gjithnjë e më shumë para përmes politikave të njohura si politika të bilancit, të cilat i shpjeguar në kapitullin paraardhës.

I njëjti mekanizëm mund të përdoret edhe për mbështetjen e ekonomisë dhe nxjerrjen e saj nga kriza. Studimet empirike tregojnë se marrëdhëniet e treguesve ekonomikë në Shqipëri mund të

ndryshojnë përgjatë kohës, megjithatë ato mbeten të përdorshme.³ Prandaj, nëse reagimet janë të dyanshme dhe në madhësi thuajse simetrike, kjo përbën shpresën për rigjallërimin e ekonomisë përmes të njëjtit mekanizëm. Që kjo të ndodhë e të ketë sukses, është e nevojshme të “shkëputet” lidhja ndërmjet treguesve të shëndetit bankar nga vendimmarrja e kredisë dhe e ndërmjetësimit financiar në përgjithësi.

Pra, nevojitet një përshtatje rregullatore që veçon përkohësisht ndërmjetësimin financiar nga performanca e aseteve në bilancin e bankave, për të bërë të mundur funksionimin e mekanizmit të transmetimit për përçimin e sinjaleve të politikës në ekonomi. Ky është pak a shumë skenari përmes të cilit duhet parë ndërhyrja e Bankës së Shqipërisë në përgjigje të pandemisë. Politikat monetare e operacionale arritën të sigurojnë zgjerimin e parasë dhe funksionimin normal të tregut, ndërkohë që përshtatja rregullative e mbikëqyrjes bankare dhe e stabilitetit financiar mundësoi vazhdimin e ndërmjetësimit financiar dhe materializimin e stimullit ekspansionist monetar në ekonomi.

Praktikisht, politikat vendimmarrëse të Bankës së Shqipërisë në këtë periudhë të parë të pandemisë u fokusuan në dy drejtime kryesore. Së pari, u ndërморën disa masa administrative, të cilat kishin për qëllim të ndërprisnin kanalën rregullator për të frenuar kështu rrethin vicioz nga shëndeti bankar tek ecuria ekonomike.

Në të njëjtën kohë, u dha një stimul i fortë monetar në ekonomi përmes politikës monetare dhe asaj operacionale, të shprehura në uljen e normave të interesit pranë zeros dhe ofrimin e likuiditetit pa kufi në sistemin bankar e në ekonomi.

Ky stimul bëri që goditjet pozitive në sektorin real të mund të eklipsonin goditjet negative në sektorin financiar. Goditjet pozitive filluan të akumuloheshin dhe të jepnin efekte reale siguroese, duke kontrolluar kështu rënien ekonomike në tremujorin e dytë dhe duke nxitur rritjen në tremujorët pasues të vitit 2020. Rregullat administrative së bashku me ndihmën e akorduar nga skema e

³ *Shih për shembull Bahmani, Miteza, Tanku (2020); Vika dhe Vika (2021); dhe Vika (2018).*

garancisë sovrane lejuan përcjelljen e sinjaleve pozitive përmes sistemit financiar dhe njëkohësisht ruajtën klimën e besimit tek bankat dhe ekonomia.

Në këto kushte rinisi aktiviteti kreditues dhe rigjallërimi ekonomik, ndërkohë që politikat e *swap*-it për borxhin e qeverisë garantuan rritjen e qarkullimit monetar dhe qëndrueshmërinë e monedhës kombëtare. Një ndihmë e vlefshme në këtë drejtim mund të ketë ardhur edhe nga politikat e zgjerimit të bilancit të realizuara nga BQE-ja, e cila sikurse dhe FED-i, mbytën tregjet financiare me likuiditet të pakufizuar. Megjithatë, politikat zgjeruese të stërmëdha të këtyre bankave qendrore, *ceteris paribus*, duhet të kenë ushtruar presion në mbajtjen e Lekut në pozita të mbivlerësuara përkundrejt monedhave të huaja.⁴ Ndikimi pozitiv mbi Lekun shqiptar mund të ketë bërë të mundur kompensimin e presioneve inflacioniste të gjeneruara nga faktorë të tjerë, duke frenuar kështu sadopak përmbushjen e objektivit të inflacionit. Sidoqoftë, goditjet monetare mund të sjellin vetëm shmangie të përkohshme nga ekuilibri afatgjatë i kursit. Për rrjedhojë, luhatjet e tij të kontrolluara dhe rënia e primit të rrezikut në vitet e fundit⁵ duhet të kenë krijuar kushtet për një përthithje pozitive të zgjerimit të vrullshëm të parasë nga BQE-ja në mjedisin ekonomik shqiptar.

Në vijim kemi përshkruar të gjitha masat e ndërmarra, duke u përpjekur të paraqesim edhe një vlerësim sasior për secilën prej tyre. Në fund të këtij kapitulli i është kushtuar një hapësirë diskutimi mundësisë së dhënies së një stimuli monetar më të madh, si dhe për arsyet se përse jemi treguar “të ftohtë” në debatin për zhvendosjen e synimeve tek niveli i punësimit apo PBB-ja nominale.

1.3. POLITKËBËRJA DHE MEKANIZMI I SAJ NË EKONOMI

Sikurse përmendet në kapitullin e parë, BSH-ja mori një bashkësi masash të rëndësishme për të adresuar krizën, të cilat vlerësohet se

⁴ *Sipas studimit nga Tanku dhe Vika (2020), rritja më e shpejtë e parasë në Eurozonë se në Shqipëri vlerësohet të ndikojë pozitivisht në pozicionin e Lekut në tregun valutor.*

⁵ *Shih gjithashtu diskutimet për mbiçmimin e kursit dhe implikimet në ekonominë shqiptare në Hapësirën informuese 3 në Raportin Vjetor 2017 dhe Hapësirën informuese 1 në Raportin Vjetor 2018 të Bankës së Shqipërisë.*

kanë rezultuar të suksesshme. Në vijim do të ndalemi më hollësisht për të shpjeguar efektet e pritura të drejtpërdrejta e të tërthorta të këtyre masave, si dhe mekanizmin përmes të cilit ato kanë funksionuar. Masat mund të klasifikohen në dy kategori, ku njëra prej tyre bën bashkë masat e politikës monetare dhe të politikës operacionale në funksion të saj, ndërsa tjetra përmbledh masat e mbikëqyrjes dhe të stabilitetit financiar, të cilat kishin si objektiv primar sistemin bankar në vend.

Synimi i politikës monetare

Masat e ndërmarra nga banka qendrore gjatë pandemisë synonin të ndihmonin ekonominë shqiptare nëpërmjet përthithjes së goditjeve negative të shkaktuara nga faktorë të brendshëm e të jashtëm, si dhe për të mbështetur me huadhënie sipas kapaciteteve të bankave të nivelit të dytë. Politikat dhe instrumentet e përdorura nga Banka e Shqipërisë përshkruhen më poshtë në mënyrë narrative, të vendosura në mekanizmin e transmetimit monetar për të ilustruar se si këto instrumente ndikojnë ekonominë dhe stabilitetin e sistemit financiar, si dhe për të vlerësuar madhësinë e efekteve të tyre.

Vizualizimi dhe matja e ndikimit të këtyre instrumenteve është ndërtuar duke u bazuar në vlerësimet empirike të goditjeve të treguesve ekonomikë në modelet e publikuara të Bankës së Shqipërisë. Synimet e bankës qendrore për çdo masë specifike të ndërmarrë prej saj mund të përmbledhen në gjashtë drejtime kryesore, të listuara në vijim.

I.3.1. Të ndihmojë ekonominë në absorbimin e goditjeve negative të shkaktuara nga pandemia, si dhe ta mbajë kredinë të përballueshme për sektorin bankar përmes politikës monetare ekspansioniste dhe operacioneve monetare për implementimin e saj

- **Ulja e normës së interesit**

Masa e parë dhe e menjëhershme ndaj pandemisë ishte ulja e normës bazë të politikës monetare si instrumenti kryesor për miradministrimin e aktivitetit ekonomik e financiar. Kjo normë, e

cila përfaqëson koston me të cilën bankat marrin kredi në Bankën e Shqipërisë, shërben si përcaktues për të gjitha normat e tjera të tregut financiar. Rrjedhimisht, ulja e normës bazë pritet të ulë normat e interesit të depozitave e kredive, duke çuar në uljen e kostove për kreditë dhe projektet e financuara nga to.

Si rezultat i vendimmarrjes, norma e interesit arriti nivelin më të ulët historik të barabartë me 0.5%. Rrjedhimisht, kredia e re dhe ajo ekzistuese u bënë më të lira, duke ulur kostot e financimit për projektet e reja dhe duke lehtësuar peshën e borxhit për projektet ekzistuese. Paralelisht, kjo masë bëri të mundur financimin me një kosto më të ulët të shpenzimeve të familjeve, bizneseve dhe qeverisë, duke rritur në këtë mënyrë investimet dhe konsumin në ekonomi në rastin e skenarit optimist, ose duke penguar rënien e investimeve dhe konsumit në rastin e një skenari pesimist.

Ky përshkrim i stilizuar/thjeshtësuar përfaqëson në vetvete mekanizmin e transmetimit të politikës monetare nga normat e interesit të kërkesa agregate, kërkesa për para në ekonomi, çmimet e deri te kursi i këmbimit. Nëse i referohemi konkluzioneve të kapitullit të parë e të dytë, kjo politikë monetare ndihmon njëkohësisht në forcimin e stabilitetit dhe qëndrueshmërisë financiare të sistemit bankar e atij financiar.

Njëkohësisht dhe me të njëjtin synim si në rastin e uljes së normës bazë të politikës monetare, Banka e Shqipërisë uli normën e interesit të kredisë njëditore, nga 1.9% në 0.9%, dhe mbajti të pandryshuar normën e interesit të depozitës njëditore, në nivelin 0.1%. Ashtu sikurse në rastin e normës bazë, edhe këto lëvizje synonin uljen e kostove të sektorit bankar, të cilat përmes normave të instrumenteve financiare të tregut përçohen te sektori privat e përfundimisht në ekonomi.

Modelet makroekonomike të Bankës së Shqipërisë tregojnë se një ulje me 100 pikë bazë e normës së interesit shkakton në fund të dy viteve, një rritje të aktivitetit ekonomik në masën 40 pikë bazë dhe të çmimeve në masën 10 pikë bazë.⁶

⁶ *Shih Grafikon 4.1 për analizën e goditjes së normës bazë të interesit në materialin studimor të Bankës së Shqipërisë të punuar nga Vika, Skufi, Çela, Abazaj (2016).*

Siç dokumentohet në model, këto ndryshime përçohen përmes ndryshimeve në normat e interesit në tregun e parasë, si norma e bonove 12-mujore, më pas në shpenzimet për konsum, investime dhe kërkesën agregate, e deri tek inflacioni. Sipas këtij vlerësimi, reduktimi i normës së politikës monetare me 50 pikë bazë në mars 2020 duhet të ketë ushtruar presion në zbritjen graduale të normës së bonove 12-mujore thajse me të njëjtën masë; në rritjen e kërkesës agregate me rreth 5 pikë bazë pas katër tremujorësh, të nxitur kryesisht nga reagimi pozitiv dhe më i shpejtë i investimeve private sesa nga shpenzimet për konsum; dhe me efekte pozitive por të kontrolluara në shportën e çmimeve të konsumit me rreth 2 pikë bazë.

- **Injektimi i pakufizuar i likuiditetit në ekonomi për të mbështetur politikën monetare ekspansioniste dhe funksionimin normal të tregjeve financiare, në përpjekje për të garantuar që goditjet negative afatshkurtra nuk pengojnë procesin e ndërmjetësimit financiar në aktivitetin ekonomik**

Duke filluar nga marsi 2020, politika operacionale e Bankës së Shqipërisë është përshtatur duke ndryshuar formën e ankandit për injektimin e likuiditetit (javor) nga ankand me sasi të kufizuar dhe çmim të luhatshëm, në ankand me çmim fiks dhe sasi të pakufizuar. Bankat vijnë në këtë treg për të marrë hua njëjavore (reverse repo) për likuiditet, i cili kalon më pas përmes bankave në ekonomi. Këto transaksione javore dhe “çmimi i tyre” i përfaqësuar nga norma e interesit të huamarrjes janë instrumentet operacionale të zbatimit të vendimmarrjes së politikës monetare. Në kushtet kur sasia e huasë javore është e kufizuar, bankat konkurrojnë me njëra-tjetrën përmes përcaktimit të normës së interesit, sipas parimit “çmimi më i lartë fiton”.

Pikënisja e ankandit është niveli i normës bazë të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë. Si rrjedhim, norma e dalë në fund të këtij ankandi javor rezulton më e lartë se norma bazë, por më e ulët se norma e kredisë njëditore. Duke ndryshuar formën e ankandit në çmim fiks të barabartë me normën bazë të interesit dhe sasi të pakufizuar, Banka e Shqipërisë garanton që bankat mund të marrin të gjithë likuiditetin e nevojshëm me koston e normës bazë pa konkurruar ndërmjet tyre. Kjo

garanton që kostot në tregun ndërbankar (të cilat përfaqësojnë edhe hallkën e parë të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare) nuk janë më të larta se norma bazë e politikës monetare. Praktikisht, ky lloj ankandi vendos një tavan mbi kostot e tregut ndërbankar dhe mban në nivele të ulëta kostot e financimit në ekonomi, duke sjellë me vete të gjitha përfitimet e përmendura më lart.

Por përfitimet nga likuiditeti i pakufizuar shkojnë përtej kontrollit të normës së interesit. Likuiditeti është një nevojë e domosdoshme për qarkullimin e mallrave dhe shërbimeve në ekonomi. Krizat, sikurse kjo e shkaktuar nga pandemia, rrisin kërkesën për likuiditet në formën e parasë fizike të mbajtur jashtë bankave dhe institucioneve financiare. Përballja me frikën e shpenzimeve të papritura dhe të konsiderueshme nga emergjencat shëndetësore, me kufizimin e aktivitetit ekonomik e social dhe çdo kufizim tjetër që mund të sjellë pandemia (një shembull i rëndësishëm për ilustrimin këtu është rasti i kufizimit të likuiditetit ditor për individët e bizneset në rastin e krizës greke) rrit dëshirën e familjeve dhe sektorit për të mbajtur likuiditet përtej nevojave normale.

Është shumë e rëndësishme që kjo kërkesë e rritur të përballohet pa kufi nga banka qendrore, në të kundërt vështirësia për të siguruar para *cash* (mjete likuide) do të shkaktojë menjëherë një rritje të normës së interesit në ekonomi. Kjo shkon në kundërshtim me politikën e Bankës së Shqipërisë dhe krijon një panik që e rrit më tej dëshirën për para *cash*, që në raste ekstreme mund të shkaktojë probleme në mbarëvajtjen e sistemit financiar e të rrezikojë shëndetin e vetë sektorit bankar.

Ndryshimi i formës së ankandeve javore ka krijuar hapësirën e nevojshme për bankat tregtare që të marrin likuiditet pa kufizim nga Banka e Shqipërisë me koston e normës bazë të përcaktuar prej saj, e cila për momentin është në nivelin 0.5%. Kjo largon stresin e sigurimit të likuiditetit jo vetëm në sistemin bankar, por edhe për sektorin privat, qeverinë dhe familjet, e rrjedhimisht e gjithë ekonomia mund të ketë likuiditetin e mjaftueshëm për të funksionuar normalisht dhe për të përballuar vështirësitë e shtrëngesat financiare të momentit.

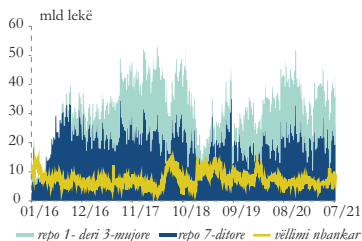
Për të përforcuar këtë masë dhe për të larguar ankthin e huamarrjeve javore, Banka e Shqipërisë ka injektuar likuiditet të pakufizuar përmes

marrëveshjeve të huamarrjeve (*reverse repo*) me maturitet një dhe tremujor, duke qetësuar dhe siguruar pritshmëritë afatshkurtra të tregut.

Grafikët më poshtë evidentojnë se normat e interesit të tregut ndërbankar janë ankoruar vazhdimisht pranë normës së politikës monetare gjatë gjithë periudhës së pandemisë, duke konfirmuar prime të ulëta të rrezikut të likuiditetit, si rezultat i ofrimit të likuiditetit nga banka qendrore sipas kërkesave në tregun ndërbankar. Këto veprime kanë ndihmuar në balancimin më të mirë të ofertës dhe kërkesës në tregun e parasë, si dhe kanë influencuar luhatjen e normave të interesit të kredisë në nivele të ulëta.

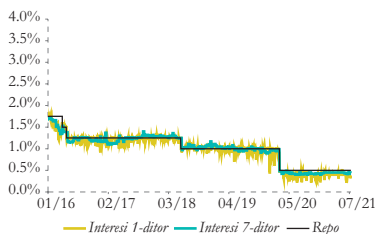
Grafik 1. Likuiditeti dhe normat e interesit

Situata e likuiditetit të bankave ka rijuar të jetë e qetë gjatë tremujorit të dytë.



Shënim: Ecuria ditore e likuiditetit të ofruar nga BSH-ja nëpërmjet repove javore dhe 1-3 mujore, si dhe vëllimi i tregtuar nga bankat në tregun e parasë.

Normat e interesit në tregun ndërbankar mbeten të ankoruara pranë normës bazë.

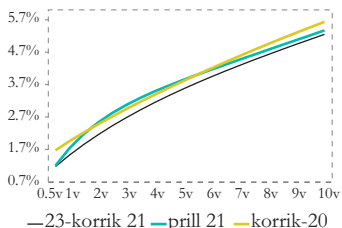


Shënim: Të dhënat tregojnë ecurinë ditore të normave të interesit të tregut ndërbankar.

Burimi: Banka e Shqipërisë, Raporti tremujor i politikës monetare, 2021/III.

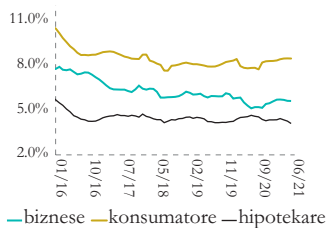
Grafik 2. Kurba e yield-eve dhe normat e interesit

Kurba e yield-eve është sheshuar sërish në segmentin afatmesëm dhe në krahasim me një vit më parë është zhvendosur për poshtë.



Shënim: Të dhënat tregojnë norma interesi (mesatare mujore) të titujve të borsitit të qeverisë, sipas maturiteleve të ndryshme të logaritmuara sipas modelit Nelson Siegel.

Normat e interesit kanë shënuar rënje për kredinë në lekë të bizneseve dhe atë hipotekare.



Shënim: Të dhënat tregojnë normat e interesit mujor të kredisë së re në lekë në %; mesatare trëshfaqëse 6-mujore.

Burimi: Banka e Shqipërisë, Raporti tremujor i politikës monetare, 2021/III.

Ulja e normave të interesit dhe ofrimi i likuiditetit pa kufi kanë mundësuar dhe garantuar njëkohësisht që bankat të zotërojnë fondet e nevojshme për të ofruar kredi për individët dhe bizneset me kushte më të mira. Si rezultat i rritjes së ofertës monetare dhe kontrollit mbi normën e interesit, kushtet e kredisë kanë mbetur të përballueshme për familjet dhe për bizneset.

Ky diskutim na çon drejt një tjetër bashkësie masash të rëndësishme, të cilat kishin për qëllim të garantonin lëvrimin e kredisë për bizneset dhe familjet pa asnjë pengesë. Garantimi i kredisë kërkonte jo vetëm garanci monetare dhe norma të ulëta interesi, por edhe garanci rregullative. Duke marrë në konsideratë faktin se është një biznes i ndërtuar mbi besimin dhe paratë/kursimet e familjeve dhe të bizneseve, sistemi bankar duhet të përmbushte një bashkësi kufizimesh sasiore, të shprehura dhe të rregulluara në formë indeksesh të mirëpërcaktuara në raport me kapitalin, likuiditetin, levën financiare, kreditë e këqija etj. që së bashku kanë marrë emrin “treguesit e shëndetit bankar”.

Njëkohësisht, sistemi bankar duhet të mbrohet përkundrajt këtyre rreziqeve, duke hequr mënjanë (në gjuhën bankare “provigjionuar”) fonde të mjaftueshme për përballimin e tyre. Arritja e vlerave maksimale të këtyre indekseve nga një bankë kërkon që ajo të ndalojë procesin e kreditimit për të ndaluar kështu marrjen përsipër të rreziqeve të mëtejshme dhe njëkohësisht rritjen e provigjioneve. Të dyja këto kërkesa pengojnë aktivitetin kreditues e rrjedhimisht konsumin dhe investimet e sektorit privat.

Të njëjtat koncepte rreziku adaptohen edhe në rastin e huamarrjes së qeverisë dhe për rrjedhim edhe në kufizimin e kredisë për qeverinë, duke u bërë një kufizues i drejtpërdrejtë i shpenzimeve qeveritare në rastet e emergjencave shëndetësore dhe ekonomike.

Është natyrisht e qartë, sikurse e kemi përshkruar në kapitullin e parë dhe siç është vërtetuar edhe nga statistikat ekonomike, se pandemia dhe pasiguria e saj, dhe mbi të gjitha masat e marra në formën e mbylljes totale ose pjesore të jetës ekonomike në vend, do të godisnin të ardhurat e biznesit dhe familjeve, të cilat do të përballëshin me vështirësi për të paguar detyrimet ndaj sistemit bankar.

Nuk ka nevojë të shpjegohet se kjo do të përkeqësonte menjëherë treguesit e shëndetit bankar e si rrjedhim, kërkesat rregullative të kuadrit ligjor të sistemit bankar do të impononin automatikisht ndërprerjen e dhënies së kredisë për sektorin privat dhe individët. Për më tepër, masat e ndërmarra nga qeveria, duke kufizuar vëllimin e aktivitetit ekonomik me qëllim frenimin e përhapjes së virusit COVID-19, kufizojnë njëkohësisht edhe të ardhurat e qeverisë pasi më pak aktivitet nënkupton më pak të ardhura nga taksat e tatimet.

Në kushtet kur pandemia rrit nevojën për shpenzime emergjente, kjo nënkupton rritjen e deficitit të qeverisë, çka prek drejtpërdrejt aftësinë e saj paguese. Për pasojë, sistemi bankar do të duhet, që në kuadër të zbatimit të rregullave përkatëse, të kufizojë borxhin ndaj qeverisë.

Ndërprerja e aktivitetit kreditues për ekonominë do të binte ndesh me politikën monetare ekspansioniste dhe do të zbehte efektet e uljes së normës bazë dhe të likuiditetit të pakufizuar, duke ndërprerë mekanizmin e transmetimit të politikës monetare në ekonomi. Studimet empirike të BSH-së tregojnë se rënia e aktivitetit ekonomik do të ndikonte drejtpërdrejt në aftësinë paguese të sektorit privat dhe të familjeve, të cilat nga ana e tyre do të hasnin vështirësi për shlyerjen e borxhit duke nisur kështu një rreth vicioz rënës, ku ekonomia dhe kredia ndikojnë njëra-tjetrën negativisht. Sipas përlllogaritjeve të paraqitura në kapitullin e parë, ky impakt do të ishte i konsiderueshëm dhe me një efekt të drejtpërdrejtë në përkeqësimin e raportit të kredive me probleme deri në 65 pikë përqindje.

I.3.2. Të sigurojë dhënien e kredisë për sektorin privat dhe familjet

Për të shmangur skenarin e përshkruar më sipër, si dhe për të mundësuar rrjedhjen e kredisë në ekonomi përmes rritjes së kapaciteteve kredihënese të bankave, Banka e Shqipërisë ndërmori një sërë ndryshimesh të përkohshme në kuadrin rregullator të mbikëqyrjes dhe të stabilitetit financiar, të cilat janë përmbledhur në formë të shkurtuar më poshtë.

- **Masat për të garantuar dhënien e kredisë ndaj sektorit privat dhe familjeve**

Ndryshimet rregullative

1. Më 12 mars 2020, Banka e Shqipërisë realizoi disa ndryshime në rregulloren “Për administrimin e rrezikut të kredisë”. Përmes këtyre ndryshimeve u prezantuan një sërë lehtësish të përkohshme rregullative, të cilat u lejonin bankave, subjekteve financiare jobanka dhe shoqërive të kursim-kreditit që të mos reflektonin në klasifikimin e kredive dhe llogaritjen e provigjioneve rastet e mosshlyerjes së kredisë. Kjo masë e përkohshme praktikisht ngriu (la të pandryshuar) treguesit e shëndetit bankar edhe në rastet kur subjektet private nuk kishin aftësi të shlyenin kredinë.
2. Më 1 prill 2020, u prezantuan disa ndryshime me karakter të përkohshëm në rregulloren “Për administrimin e rrezikut nga ekspozimet e mëdha”. Këto ndryshime parashikonin, ndër të tjera, një peshë preferenciale rreziku prej 0% dhe përjashtonin nga ekspozimi maksimal i lejueshëm titujt e borxhit të qeverisë në valutë të huaj për emetimet e vitit 2020. Të dyja këto ndryshime rregullative synonin të lehtësonin më tej transmetimin e rrezikut të ekspozimit të bankave ndaj borxhit të qeverisë të emetuar në 2020.
3. Më 28 maj 2020, në ndryshimet e përkohshme në rregulloren “Për administrimin e rrezikut të kredisë” u vendos për pezullimin e përkohshëm të dispozitave për klasifikimin e kredisë së keqe dhe për llogaritjen e provigjioneve deri në gusht 2020; një trajtim ky më i lehtësuar për kreditë gjatë periudhës mars-dhjetor 2020; si dhe shtyrjen e hyrjes në fuqi të kërkesave më rigorozë për ristrukturimin e kredisë për në datën 1 janar 2021.
4. Garancia sovrane për kredinë e re ishte sinjali i duhur i mbështetjes shtetërore për sistemin bankar me qëllim nxitjen e kreditimit. Fondi i garancisë sovrane prej 11 miliardë lekësh kishte për qëllim të ndihmonte bizneset e prekura nga pandemia

të merrnin kredi, ndërsa 15 miliardë lekë⁷ të tjera u alokuan si garanci për kreditimin e të gjitha bizneseve private që kishin shlyer detyrimet tatimore dhe paraqisnin bilance financiare të shëndetshme përpara goditjes së pandemisë.

Së bashku, këto masa eliminuan përkohësisht kufizimet rregullative që pengonin dhënien e kredisë, ndërkohë që nga ana tjetër, siguruan garanci shtetërore që kreditë e reja të mos dëmtonin bilancet e bankave pavarësisht vështirësive që mund të hasnin bizneset private. Këto masa eliminuan pasigurinë e kreditimit të ekonomisë. Në këtë mënyrë u bë e mundur rritja e kredisë për ekonominë, sektorin privat dhe qeverinë, pavarësisht problematikave ekonomike e financiare të pandemisë.

- **Mbështetja e bizneseve dhe familjeve**

Me synimin për të zbutur efektet financiare të masave shtrënguese mbi aktivitetin ekonomik dhe natyrisht aftësinë e sektorit privat dhe të familjeve për të shlyer huatë, Banka e Shqipërisë në bashkëpunim me qeverinë, vendosi t'u kërkojë bankave shtyrjen e afatit të shlyerjes së kësteve të kredive për të gjitha bizneset e më vonë edhe për familjet, të cilat e kishin të pamundur pagesën e kësteve të radhës për shkak të pandemisë.

Afati i rregullores për trajtimin jashtëgjyqësor nga bankat për kredimarrësit në vështirësi financiare u zgjat deri në fund të vitit 2020.

Këto masa u morën natyrisht në koordinim me masat e përshkuara më lart për aplikimin e lehtësive rregullative për sistemin bankar dhe atë financiar më në tërësi.

Sipas vlerësimeve të Bankës së Shqipërisë në raportin e politikës monetare, efekti i këtyre masave ishte i menjëhershëm e i rëndësishëm. Rreth një-e-treta e portofolit të kredisë vlerësohet të ketë përfituar nga

⁷ *Burimi: faqja internet e Ministrisë së Ekonomisë dhe Financave mbi masat e marra gjatë periudhës mars-qershor të pandemisë, përditësuar më 22 shtator 2020 (<https://financa.gov.al/masae-marra>).*

shtytja e pagesave të kredive⁸. Gjithashtu, pavarësisht përkeqësimit të kushteve ekonomike, bankat e nivelit të dytë përsheptuan edhe më tej ritmin e zgjerimit të kredisë të vërejtur një vit më parë.

Masat e marra nga BSH-ja dhe autoriteti fiskal në mbështetje të familjeve e veçanërisht të bizneseve duhet të kenë ndihmuar në financimin normal të ekonomisë. Edhe pse aktiviteti ekonomik u tkurr ndjeshëm, zgjerimi i huasë së akorduar për sektorin privat në vitin 2020 kapi shifrat 47.9 mld lekë, gati 5 mld lekë më shumë se rritja e vitit të mëparshëm (Tabela 1).

Tabelë 1: Zgjerimi i kredisë për sektorin privat*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredia për bizneset	5.37	10.19	11.71	17.06	28.03	35.35
Kredia për individët	8.99	9.61	13.93	12.61	14.92	12.57
Kredia për sektorin privat	14.36	19.81	25.64	29.67	42.96	47.93
Zgjerimi i kredisë (në % të PBB-së)	1.0%	1.3%	1.7%	1.8%	2.5%	3.0%

Burimi: BSH, Raporti Vjetor 2020, të dhënat e përdorura në Hapësirën Informuese 3.

*) Të dhënat e kredisë janë në miliardë lekë; ato tregojnë zgjerimin vjetor të kredive të rregulluar për luhatjet në kurs. Për më tepër, të dhënat e kredisë janë të rregulluara edhe për kreditë e nxjerra nga bilanci që prej vitit 2015.

- **Nxitja e bankave për të bërë pjesën e tyre**

Vendimet e Bankës së Shqipërisë në prill dhe korrik 2020, si dhe në janar 2021 për pezullimin e shpërndarjes së fitimeve të mbartura si dhe fitimit të realizuar nga bankat deri në fund të vitit 2020,⁹ shërbyen si një shtysë për bankat e nivelit të dytë që ashtu sikurse banka qendrore, qeveria dhe e gjithë ekonomia të bëjnë pjesën e tyre për përballimin e pandemisë. Por, përtej këtij efekti moral e rregullator, ndalimi i pagesës së dividendit ushtroi një efekt të drejtpërdrejtë në çështjet e trajtuara më lart, pasi fitimi i pashpërndarë bën që të shtohet dhe rritet kapitali i bankave.

⁸ *Shih Raportin tremujor të Politikës Monetare 2020/III të Bankës së Shqipërisë, Hapësira Informuese 1, “Mbi impaktin e masave për mbështetjen e kreditimit gjatë pandemisë COVID-19”.*

⁹ *Këto ishin vendimet: nr. 24, dt. 8.4.2020; nr. 40, dt. 1.7.2020; dhe nr. 4, dt. 13.1.2021 “Për pezullimin e shpërndarjes së fitimit nga bankat”, ku BSH-ja kërkonte pezullimin e shpërndarjes së fitimit të mbartur nga periudhat e mëparshme, të fitimit të realizuar në vitin 2019 dhe fitimit që do të realizohej përgjatë gjashtëmujorit të parë dhe të dytë të vitit 2020, dhe më pas deri në fund të vitit 2021.*

Në këtë mënyrë, duke përmirësuar treguesin e kapitalizimit, përveç efekteve pozitive në qëndrueshmërinë financiare të sistemit bankar, krijohet mundësia për të rritur kreditimin, për shkak se kapitali i shtuar garanton që bankat të kenë fonde shtesë të mjaftueshme për të përballuar goditjet negative në rastet e rritjes së mospagimit të kredive. Në të vërtetë, pezullimi i fitimit të pashpërndarë rezultoi në elementin me kontributin kryesor në rritjen e kapitalit aksionar dhe atë rregullator gjatë vitit 2020. Kjo ndikoi pozitivisht me 0.2 pikë përqindje në ecurinë e normës së mjaftueshmërisë së kapitalit.¹⁰ Këto zhvillime, së bashku me masat rregulative lehtësuese të BSH-së për riskedulimin e shlyerjeve të kredive gjatë vitit 2020, dhanë kontributin e tyre në zgjerimin e tepricës së kredisë (sidomos kredia afatmesme e afatgjatë), e cila arriti në 630 mld lekë në qershor 2021, ose 6% më e lartë se një vit më parë.¹¹

I.3.3. Ruajtja e stabilitetit financiar dhe atij makroekonomik përmes bashkëpunimit ndërkombëtar

Në kuadër të bashkëpunimit ndërkombëtar, BSH-ja nënshkroi një marrëveshje bashkëpunimi me BQE-në për një linjë krediti në nivelin 400 milionë euro. Për të kuptuar vlerën reale të kësaj marrëveshjeje mjafton të thuhet se ajo përfaqëson gati 60% të dërgesave të emigrantëve në vitin 2020 (ose thënë ndryshe, afro 43% të investimeve të huaja direkte apo 50% të eksportit të mallrave shqiptare). Kjo është një masë shumë e rëndësishme për të adresuar problematikën e euroizimit të ekonomisë shqiptare. Në kushtet e panikut, rritja e kërkesës ose preferencës për likuiditet në monedhë të huaj, ka efekte të menjëhershme në tre drejtime kryesore për një ekonomi të vogël e të hapur, monedha e së cilës nuk është mjet i mbajtjes së rezervave.

Së pari, rritja e kërkesës për valutë të huaj pranë sporteleve të bankave mund t'i vendosë në vështirësi këto të fundit për të përmbushur këtë kërkesë.

¹⁰ *Raportet e Stabilitetit Financiar, gjashtëmujori i dytë 2020, f. 49; dhe gjashtëmujori i parë 2021, f. 51.*

¹¹ *Raporti i Stabilitetit Financiar, gjashtëmujori i parë 2021, f. 56.*

Së dyti, rritja e kërkesës do të ushtronte presion të vazhdueshëm për zhvlerësimin e monedhës kombëtare. Duke qenë se rreth gjysma e kredisë bankare është e lëvruar në valutë të huaj (kryesisht në Euro), zhvlerësimi i Lekut do të çonte në rritjen e raportit të kredive me probleme, siç evidentohet në studimet empirike të BSH-së, duke përkeqësuar edhe më tej treguesit e shëndetit bankar dhe pasqyrat financiare të sektorit privat.

Së treti, zhvlerësimi mund të shkaktonte një rritje të menjëhershme dhe të pakontrolluar të çmimeve të mallrave të importuara dhe prej tyre të të gjitha mallrave të shportës së konsumit. Kjo do të kushtëzonte ose zmburonte politikën monetare ekspansioniste të ndërmarrë nga Banka e Shqipërisë dhe në kushtet e kufizimit dhe rënies së aktivitetit ekonomik do të çonte në një situatë të padëshiruar stagflacioniste.

Për më tepër, zhvlerësimi i Lekut do të përkeqësonte njëkohësisht raportin e borxhit publik ndaj PBB-së, pesha e të cilit në monedhë të huaj përbënte rreth 49% të totalit që prej vitit 2015. Rrjedhimisht, në varësi të prevalencës së njërit apo disa prej faktorëve të mësipërm, zhvlerësimi i Lekut mund të çonte në një krizë bankare, krizë të borxhit ose një krizë të bilancit të pagesave, që eventualisht mund të zgjerohej në një krizë më të përgjithshme ekonomike.

Marrëveshja me BQE-në shërbeu si një garanci për t'i shmangur këto fenomene. Kjo marrëveshje i jepte mundësi Bankës së Shqipërisë të siguronte fondet e nevojshme për të përballuar emergjencat e kërkesës për likuiditet në valutë të huaj, pa qenë e nevojshme të prekte rezervat valutore. Fatmirësisht, në sajë të efekteve të politikave të ndërmarrë nga Banka e Shqipërisë dhe qeveria, si dhe besimit të publikut në to, kjo marrëveshje nuk pati nevojë të përdoret. Megjithatë, efektet e saj ishin të drejtpërdrejta që në momentin e nënshkrimit, pasi ajo mundi të përcillte garancinë e plotë se banka qendrore dispononte të gjitha instrumentet e nevojshme për të përballuar një goditje në kursin e këmbimit. Rrjedhimisht, kjo ndikoi në qetësimin e tregut duke shmangur kështu panikun dhe çrregullimin e kërkesës së shkaktuar prej kursit.

Në përfundim, nga diskutimet e paraqitura në kapitujt e parë të këtij libri është e qartë se pavarësisht klasifikimit të masave të renditura

këtu sipas kategorive të politikës monetare, stabilitetit financiar dhe mbikëqyrjes bankare, ndërlidhja e provuar empirikisht ndërmjet tyre nënkupton se masat patën efekte pozitive, të cilat u vërejtën qartë edhe në raundin e dytë.

Kjo do të thotë se çdo masë e marrë në funksion të politikës monetare ndikoi njëkohësisht në përmirësimin e situatës së shëndetit të sistemit bankar, dhe çdo masë e marrë për të ruajtur shëndetin e sistemit luajti një rol të rëndësishëm në përçimin e politikës monetare ekspansioniste në ekonomi, duke mundësuar fillimisht kufizimin e efekteve negative dhe më pas rigjallërimin e aktivitetit ekonomik.

Këto masa mundësuan mbajtjen gjallë të mekanizmit të transmissioinit të politikës monetare dhe kështu bënë të mundur përçimin e sinjaleve të politikës monetare në ekonomi. Kanalet kryesore të përçimit të politikës monetare kanë qenë kanali i normës së interesit dhe ai i kredisë bankare. Paralelisht, si rezultat i politikës së BSH-së kanë funksionuar edhe dy kanale të tjera, ai i kursit të këmbimit dhe paraja ose politikat e bilancit të BSH-së.

I.3.4. Komunikimi me publikun

Për të informuar publikun mbi masat e marra për përbalimin e situatës, drejtuesit e lartë të Bankës së Shqipërisë kanë dhënë intervista në media të ndryshme, duke iu përgjigjur pyetjeve të gazetarëve dhe opinionit publik. Një diskutim që vazhdon e pasurohet edhe përmes shpjegimeve, analizave dhe statistikave të përmbledhura në këtë libër.

I.3.5. Administrimi i panikut dhe mirëfunksionimi i tregut valutor

Banka e Shqipërisë ka vijuar të monitorojë nga afër sjelljen e kursit të këmbimit në tregun e brendshëm valutor, me qëllim që të reagojë në kohë për të zbutur rastet e çrregullimeve të vërejtura në transaksionet e këtij tregu. Kursi i këmbimit përcaktohet lirshëm nga kërkesa dhe oferta në valutë në tregun e brendshëm valutor dhe nuk përbën një objektiv për t'u arritur nga Banka e Shqipërisë. Pa cenuar këtë politikë, Banka e Shqipërisë mund të kryejë veprime në tregun valutor me qëllim shmangien e çrregullimeve të tregut të brendshëm valutor dhe përshtatjen e kursit me nivelin e përcaktuar nga faktorët

makroekonomikë, si dhe për përmbushjen e objektivit të mbajtjes së një niveli të përshtatshëm të rezervës valutore. Përfshirja e kësaj të fundit në politikën monetare, siç është përshkruar në kapitullin paraardhës, mundësoi kontrollin e efekteve negative të kursit të këmbimit mbi qëndrueshmërinë e borxhit publik dhe stabilitetin financiar (duke pasur parasysh problematikat e euroizimi të aseteve dhe detyrimeve financiare).

Në përputhje me politikën për administrimin e rezervës valutore, Banka e Shqipërisë shpalli në fillim të vitit 2020 se do të rriste rezervat valutore përmes blerjeve në tregun valutor vendas të një sasive prej 68 deri 102 milionë euro. Kjo politikë materializohet përmes rritjes së emisionit monetar në masë të barabartë me ndryshimin që i korrespondon rritjes së rezervës valutore. Rrjedhimisht, rritja e rezervave shkakton rritjen e bilancit të Bankës së Shqipërisë dhe nëpërmjet këtij procesi rrit likuiditetin në ekonomi. Në këtë këndvështrim, blerja e rezervave ka karakteristikat e politikave të bilancit (të trajtuara gjerësisht në konceptin teorik e praktik në kapitullin katër) dhe është njëkohësisht masë e ekspansionit monetar, me ndikim të drejtpërdrejtë në vendimmarrjen e politikës monetare.

Duke gjykuar sjelljen e kursit të këmbimit si një “çrregullim” të tregut valutor në fillim të pandemisë, Banka e Shqipërisë ndërhyri në javën e fundit të marsit 2020, duke shitur 20.4 milionë euro. Njëkohësisht, BSH-ja reduktoi blerjet e shpallura në kalendarin e ankandeve për qëllime të rezervës valutore duke blerë vetëm 13.7 mln euro në tremujorin e parë, ose sa një-e-pesta e shumës minimale të parashikuar për gjithë vitin 2020. Këto ndryshime patën efekt dhe u gjykuan të mjaftueshme për shmangien e çrregullimeve në periudhën e shpalljes së pandemisë. Pas kësaj, kursi i këmbimit është përcaktuar lirshëm në treg.

Pavarësisht episodit të çrregullimit dhe të gjithë problematikës ekonomike e financiare që prezantoi pandemia, siç është shpjeguar më lart, masat e marra në kuadër të saj amortizuan efektet e goditjes në treguesit e ekonomisë reale dhe të sistemit financiar. Kësaj, ato ndihmuan në ruajtjen e stabilitetit të përgjithshëm të kursit të këmbimit, i cili vazhdon të mbetet i qëndrueshëm, duke reflektuar sjelljen sezonale rreth një trendi të lehtë vlerësimi. Natyra e krizës

dhe rënia e njëkohshme e ofertës dhe kërkesës për valutë ndikoi gjithashtu te ky stabilitet.

Vlen të evidentohet se goditja reale e veçanërisht ajo psikologjike nuk u reflektuan në rritjen e pritshmërive negative, të cilat zakonisht shkaktojnë panik dhe nxisin zhvlerësimin e kursit të këmbimit. Dhe kjo mund të interpretohet si një besim në masat e ndërmarra nga Banka e Shqipërisë në kuadër të politikës monetare dhe stabilitetit financiar. Qëndrueshmëria e kursit është një indikator i përshtatshmërisë së politikave dhe komunikimit të mirë me publikun.

E thënë thjesht, konkluzioni i mësipërm të krijon përshtypjen se kursi i këmbimit përfaqëson një instrument komod dhe të drejtpërdrejtë për materializimin e politikave të bilancit. Ky konkluzion mund të çojë natyrshëm në pyetjen: A mundet dhe a duhet BSH-ja ta mbështesë më shumë ekonominë përmes aplikimit të zgjeruar të politikave të bilancit? Ndoshta si e tillë, blerja e valutës mund të ishte përdorur më shpesh e më fort si një instrument kryesor për implementimin e politikës monetare ekspansioniste në mbështetje të ekonomisë. Një përgjigje korrekte por e shkurtër për këtë është dhënë fund të Kapitullit 4, sipas të cilës kjo do të kërkonte që ndërhyrjet për blerjen të jenë në një masë të konsiderueshme në valutë, që mund të mos jetë e këshillueshme për një ekonomi të vogël, të hapur e në zhvillim, dhe me një shkallë të lartë të euroizimit real e financiar.

Tani pasi lexuesi është njohur më mirë me rolin e kursit të këmbimit, çështjet e euroizimit dhe ndërlidhjen e tyre me politikën monetare, ato të stabilitetit dhe ekonominë në tërësi, është me vend të shpjegohen më në detaj arsyet që e kufizojnë aplikimin e politikave të bilancit në rastin e ekonomisë shqiptare. Siç do të kuptohet edhe nga diskutimi në vijim, pasurimi i politikës monetare përmes aplikimit të politikave të bilancit përtej masave të prezantuara në këtë kapitull, nuk është një politikë potencialisht e rrezikshme me efekte anësore negative dhe pasoja afatgjata në stabilitetin makroekonomik e financiar të vendit. Për këtë arsye duhet thënë se politikën e ndërmarra nga BSH janë optimale, pasi ato kanë avancuar deri në pikën ku përfitimet balancojnë kostot. Tejkalimi i këtij kufiri është një aventurë e rrezikshme siç do të kuptohet nga diskutimi në vijim.

II. NDRYSHIMI, PËRSHTATJA DHE PASURIMI I POLITIKËS MONETARE

Në Kapitullin 4 theksohet se kriza financiare globale e vitit 2008 dhe veçanërisht kriza pandemike, theksuan nevojën për t'iu kundërpërgjigjur goditjeve negative. Kjo nxiti një rikonceptim e një rishikim të strategjisë së politikës monetare sidomos në vendet e zhvilluara, si në drejtim të pasurimit të objektivave, ashtu edhe në drejtim të pasurimit të instrumenteve të zbatimit të politikës monetare.

Përgjithësisht, vendet e zhvilluara në strategjinë e tyre të implementimit të politikës monetare, përveç objektivit kryesor atij të stabilitetit të çmimeve, kanë edhe objektiva dytësorë, të dizenuar për të adresuar çështjet e financial frictions dhe të stabilitetit financiar, si dhe të qenurit huadhënës i fundit në radhë (*lender of last resort*). Duke qenë se objektivat dytësorë janë pjesë e rëndësishme e transmetimit të politikës monetare, këto vende në strategjitë e tyre i kanë parë këto objektiva si pjesë të rëndësishme të përcaktimit të përfaqjes së politikës monetare të bankave qendrore.

Për më tepër, rishikimi i strategjisë së politikës monetare erdhi në kushtet kur mjedisi ekonomik global ka ndryshuar rrënjësisht, duke bërë që mjetet aktuale të politikës monetare të jenë më pak efektive në arritjen e objektivit kryesor dhe dytësor si: stabiliteti financiar, ndryshimet klimatike dhe shpërndarja. Në këtë mënyrë bankat qendrore në zgjedhjen e instrumenteve të tyre duhet të marrin në konsideratë *trade-off* midis objektivit parësor dhe prezencës së objektivave dytësorë, si dhe të kostove që shoqërojnë vendimmarrjen e politikës monetare bazuar në instrumentet që zgjedh të aplikojë. Kjo ka bërë që bankat e ekonomive kryesore të vendeve të zhvilluara të ndryshonin objektivat dhe mjetet apo instrumentet e tyre, drejt atyre që u quajten politika jokonvencionale, të përmendura në kapitullin e tretë dhe që gjetën pak zbatim në ekonominë në zhvillim.

Edhe në rastet kur u aplikuan këto politika jokonvencionale, masa e ndërhyrjes së tyre ishte simbolike krahasuar me institucione si FED, BQE, BOE, BoJ etj. Arsyeja është se aplikimi i këtyre politikave kushtëzohet nga zhvillimi i tregjeve kapitale të këtyre vendeve, por edhe nga një bashkësi rreziqesh që shoqërojnë ndërmarrjen e

politikave të bilancit të bankave. Banka e Shqipërisë, ashtu siç e kemi shpjeguar më lart ka mundësi teorike të kufizuara për implementim e këtyre politikave. Megjithatë nëse abstragojmë nga këto kufizime, në kuadër të lehtësimit të mëtejshëm të politikës monetare, Banka e Shqipërisë mund të ndërmarrë një nga politikat e mëposhtme:

1. blerjen e letrave me vlerë të qeverisë, në funksion të uljes së *yield*-it kohor; dhe
2. ndërhyrjen në tregun valutor në funksion të zhvlerësimit të kursit.

Duke parashtruar vetëm llojet e politikave që mund të ndërmerren nuk është e lehtë të kuptohet efekti, madhësia dhe kostoja që ka një vendimmarrje e tillë. Për këtë qëllim mbasi në kapitujt e mësipërm është përshkruar mekanizmi i politikës monetare dhe politikat e tjera të bankave qendrore me treguesit e tjerë monetarë, financiarë e fiskal dhe ndërveprimin mes tyre, në këtë kapitull do të diskutohet dhe ilustruhet arritja e konkluzioneve të paraqitura në Kapitullin 3 në lidhje me implementimin praktik të inovacioneve të politikës monetare në një ekonomi në zhvillim si Shqipëria.

Për ta vendosur këtë diskutim në një shtrat më formal dhe më empirik mbi masën, efektin dhe kostot që shoqërojnë ndërmarrjen e vendimmarrjes së paraqitur në pikat 1 dhe 2, bazuar në modelet dhe punët empirike të Bankës së Shqipërisë, janë vlerësuar disa skenarë që synojnë të shpjegojnë intuitën që qëndron pas tyre. Qëllimi final i materialit është të hulumtojë dhe ilustrujë përmes llogaritjeve, avantazhet dhe rreziqet e përdorimit të bilancit të Bankës së Shqipërisë si një mënyrë për rritjen e ekspansionit monetar në ekonomi, duke përdorur tregun e bonove të thesarit ose atë të këmbimeve valutore për të mbyllur hendekun që ekziston midis normës së shënjestrimit të inflacionit dhe atij aktual.

II.1. BLERJA E LETRAVE ME VLERË TË QEVERISË NË FUNKSION TË ULJES SË *YIELD*-IT KOHOR TË BONOVE TË THESARIT

Këtu shqyrtohet rasti hipotetik i zgjerimit të bilancit të Bankës së Shqipërisë përmes blerjes së letrave me vlerë të qeverisë. Në konceptin

e teorive monetare të përshkruara gjerësisht në Kapitullin 3, ky skenar mund të përshkruhet si një rast hipotetik i vendimmarrjes për ndikimin e kurbës së normës së interesit në treg dhe mund të konceptohet në kuadër të politikës së bilancit. Me fjalë të tjera, në këtë skenar, Banka e Shqipërisë do të synonte të ndalonte rritjen e normave të interesit për letrat me vlerë të qeverisë që shërbejnë si referencë për normat e tjera të tregut duke blerë sasi të mëdha të bonove të thesarit në tregun sekondar të letrave me vlerë. Rritja e kërkesës nga ana e Bankës së Shqipërisë do të çonte në rritjen e çmimit të bonove e rrjedhimisht kjo do të sillte edhe rënie të *yield*-it të këtyre investimeve.

Ulja e normave të bonove të qeverisë do të përcillet më pas në të gjithë treguesit e tjerë ekonomikë dhe financiarë përmes mekanizmit të transmisionit të përshkruar më lart. Ngritja e këtij skenari hipotetik ndërtohet mbi blerjen e letrave me vlerë të qeverisë, pasi në zhvillimin aktual të tregut financiar në Shqipëri, ato janë të vetmet instrumente financiare që mund të tregtohen, ndërkohë që instrumentet financiare të sektorit privat mungojnë (për më tepër, shikoni Hapësirën Informuese 1). Duhet theksuar se një skenar i tillë është i kufizuar (për sasinë e blerjeve). Së pari, nga detyrimet ligjore që rrjedhin nga ligji “Për Bankën e Shqipërisë”, i cili synon ruajtjen e pavarësisë së bankës qendrore dhe politikës së saj nga dominanca e politikës fiskale dhe së dyti, nga “kufiri ekonomik” që pengon praktikën e monetizimit të borxhit nga banka qendrore (të cilat e bëjnë atë të paqëndrueshëm).¹²

Kalimi i këtij kufiri vë në pikëpyetje aftësinë paguese të qeverisë, ul dëshirën e investitorëve për të financuar më tej pasi humbet aftësia

¹² Përtej këtij konkluzioni të dalë si rezultat i ushtrimeve empirike, siç është theksuar edhe në Kapitullin 3, politikë e diskutuara këtu kanë karakter hipotetik pasi ekzekutimi i tyre kufizohet nga detyrimet e parashikuara në ligjin “Për Bankën e Shqipërisë” për financimin e borxhit publik. Ky ligj, në nenin 30, përcakton se: (i) “... shuma kryesore e kredisë ose huasë së disbursuar dhe pjesa e padisbursuar e kredisë ose huasë së Bankës të Shqipërisë dhënë Qeverisë të Republikës së Shqipërisë nuk duhet të kalojë vlerën 5% të mesatares vjetore të të ardhurave të buxhetit...” (neni 30, pika 4), ose

(ii) “në rrethana të jashtëzakonshme, me akt të veçantë të tejkalojë përkohësisht kufijtë...” dhe “ky tejkalim nuk sjell si pasojë që shuma kryesore ...të kalojë vlerën prej 8% të mesatares vjetore të të ardhurave të buxhetit ...” (neni 30, pika 5).

Duke interpretuar përshkrimin e ligjit më sipër në formë sasiore rezultojnë se blerjet e BSH-së për vitin nuk duhet të kalojnë nivelin prej rreth:

a) 20 miliardë lekë, në linjë me kufirin prej 5%, në kushte normale ose
b) 32 miliardë lekë, në linjë me kufirin prej 8% të mesatares së të ardhurave fiskale të tre viteve të fundit në kushte të jashtëzakonshme. Është e qartë se të dy vlerësimet janë shumë më të ulëta se niveli i ndërhyrjes i parashikuar në ushtrimin tonë hipotetik.

paguese e qeverisë për të shlyer detyrimet saj, duke rritur probabilitetin e falimentimit në të ardhmen, që me fjalë të tjera nënkupton humbjen e besimit të monedha kombëtare sidomos në vendet pak të zhvilluara dhe që kanë një nivel të konsiderueshëm të borxhit në monedhë të huaj. Pasi, një rritje e borxhit publik rrit presionet mbi kursin e këmbimit, duke dobësuar monedhën e brendshme dhe duke rritur koston e borxhit në mënyrë eksponenciale.

Pra, ndërkohë që kufiri ligjor është i mirëpërcaktuar në ligj, kufiri ekonomik do të konsiderohet ai që cenon qëndrueshmërinë afatgjatë të borxhit të qeverisë; ai ndryshon në varësi të karakteristikave të ekonomisë, stadi të saj të zhvillimit dhe reputacionit në tregjet ndërkombëtare të kapitalit. Praktikant më të mira botërore të emetuara nga akademia, FMN-ja (2017) dhe institucione të ngjashme ndërkombëtare e vendosin këtë kufi në nivelin 60% në raport ndaj PBB-së dhe rrisin primin e rrezikut me 4 pikë përqindje për çdo rritje 1% mbi nivelin 60% (Blanshard, 2019).

Skenari i paraqitur konsideron efektin që blerja e letrave me vlerë nga ana e Bankës së Shqipërisë do të ketë në PBB, inflacion, fitimin e bankave dhe në qëndrueshmërinë e borxhit publik. Më konkretisht, kemi supozuar që Banka e Shqipërisë, me qëllim stimulimin e mëtejshëm të ekonomisë, mund të blejë letra me vlerë¹³ të qeverisë në tregun sekondar me qëllim uljen e normave të interesit të bonove të thesarit, të cilat shërbejnë si normë referencë për normat e interesit të kredisë afatmesme dhe afatgjatë. Në vlerësimin e mekanizmit të transmissioinit të politikës monetare, është vërejtur se pavarësisht uljes së vazhdueshme të normës bazë të interesit nga ana e Bankës së Shqipërisë që prej vitit 2011 dhe reflektimit të tyre në normat e tjera të interesit, akoma ekziston një hendek prej rreth 2 pp midis normës bazë dhe normës së interesit të bonove të thesarit. Vlerësimet e bazuara në modelet empirike të Bankës së Shqipërisë tregojnë se për ta ulur këtë diferencë në 1 pikë përqindje, pra për të realizuar një ulje të normave të interesit të bonove të thesarit me afat 12-mujor nga 2 në 1 pikë përqindje, do të ishte e nevojshme që

¹³ Bazuar në nenin 30 të ligjit të BSH-së, banka qendrore mund të blejë letra me vlerë të qeverisë në masën 20 dhe 32 miliardë lekë, që përkohë me kufirin e përcaktuar prej 5% dhe 8% të mesatares vjetore të të ardhurave fiskale të tre viteve të fundit. Megjithatë, neni 32 i ligjit të BSH-së mund të interpretohet si një hapësirë për të mos kujtuar politikën monetare në përdorimin e instrumentit të blerjeve të letrave me vlerë në përmbytje të objektivit kryesor.

Banka e Shqipërisë të realizonte një blerje të bonove të thesarit me rreth 94 miliardë lekë.¹⁴

Ulja e normës së interesit të bonove të thesarit vë në lëvizje një mekanizëm që punon në dy drejtime: së pari, ulja e normës së interesit përçohet në të gjithë tregun financiar, duke sjellë uljen e kostos së kredisë (jo vetëm të kredisë së re, por edhe asaj ekzistuese) e rrjedhimisht nxit rritjen e konsumit e investimeve, dhe së dyti ka një efekt kontabël të drejtpërdrejtë në të ardhurat e agjentëve financiarë, të cilët tani do të fitojnë më pak nga aktivet e bilancit.

Vlerësimet për këto dy efekte me anë të modelit MEAM tregojnë se goditja në normën e interesit të bonove 12-mujore ndikojnë më së shumti në investimet private sesa te konsumi i popullatës. Në një horizont dyvjeçar, reduktimi i normës së interesit me 1 pp mund të çojë në një rritje të prodhimit me 0,4% dhe përshejtim të inflacionit me 0,1 pp.¹⁵

Nëse do të gjykojmë në kuadrin e ekuilibrit të përgjithshëm të ekonomisë, panorama e mekanizmit të transmisionit të kësaj politike në sektorët ekonomikë e financiarë duhet të plotësohet me analizën për efektin negativ që rënia e normës së interesit ka mbi përfitueshmërinë e bankave dhe treguesit e shëndetit financiar. Për këtë qëllim, efekti kontabël dhe ulja e normës së interesit të bonove të thesarit si rezultat i politikave të bilancit të bazuar në blerjen e letrave me vlerë të qeverisë, në të ardhurat e sistemit bankar (bazuar në të dhënat e vitit 2020) është reflektuar si në vijim:

- (i) plotësisht në stokun e bonove të thesarit të të gjitha maturiteteve;
- (ii) plotësisht në *yield*-in e obligacioneve me interes të ndryshueshëm; dhe
- (iii) pjesërisht në *yield*-in e obligacioneve me interes fikse të emetuara rishtas.

Sipas këtij skenari, vlerësohet se humbjet vjetore në të ardhurat nga stoku total i letrave me vlerë për agjentët financiarë të stokut të borxhit të brendshëm të qeverisë, në sajë të uljes së *yield*-it të bonove

¹⁴ Ky nivel është 3 herë më i lartë se kufiri i lejuar prej 5-8%.

¹⁵ Shih materialin studimor nga Vika et al. (2016) për rivlerësimin e modelit makroekonomik MEAM.

të thesarit (ose *TRIBOR*) me përkatësisht 0.5 dhe 1 pikë përqindjeje përlogariten në përkatësisht 1.8 dhe 3.0 miliardë lekë (ose rreth 15 dhe 25 milionë euro). Rreth 20% e të ardhurave të humbura shkaktohet nga ulja e *yield*-it të obligacioneve me interes fikse të rriemtuara gjatë vitit 2021 dhe rreth 80% e të ardhurave të humbura shkaktohet nga ulja e *yield*-it të bonove të thesarit dhe obligacioneve me interes të ndryshueshëm.

Gjithashtu, përlogaritjet tregojnë se të ardhurat nga interesi i kredive në Lekë bien me 1.3 miliardë lekë (ose 11 milionë euro) nëse normat e interesit të bonove të thesarit bien me 1%. Ky efekt është proporcional nëse *yield*-i i BTh 12-mujore pëson rënie me 0.5 pikë përqindjeje.

Bazuar në këto llogaritje dhe në elasticitetet e derivuara nga modelit financiar¹⁶ është vlerësuar ndikimi që ka ulja e normës së interesit të bonove të thesarit mbi treguesit e ndërmjetësimit dhe shëndetit të sektorit bankar. Rezultatet më poshtë janë paraqitur për të ilustruar drejtimin dhe intuitën e goditjes dhe mekanizmin e përhapjes së saj në bilancin e sistemit bankar dhe shëndetit financiar.

Masa e raportuar e goditjes duhet të konsiderohet me rezervë, pasi modeli i përdorur daton në vitin 2014 dhe duhet riparë dhe rivlerësuar, duke marrë në konsideratë ndryshimet që ka pësuar vetë sistemi bankar, si dhe duke konsideruar asimetritë dhe jolinearitetin që ekziston midis uljes dhe rritjes së normës së interesit.

Tabela 2: *Impakti i uljes së normës së interesit të kredisë me 1 pp*

Masa e reagimit	Viti i parë	Viti i dytë
Volumi total i kredisë (%)	1.56	4.53
Volumi i kredisë për individët (%)	1.45	3.94
Volumi i kredisë për bizneset (%)	1.80	5.90
Norma e interesit të kredisë (pp)	-1.00	-0.10
Norma e interesit të kostove të kredisë për bankat (pp)	-0.09	-0.11
Të ardhurat neto nga interesi (%)	0.34	-1.55
Asetet e peshuara sipas rrezikut (%)	0.32	1.04
Norma e mjaftueshmërisë së kapitalit (pp)	-0.02	-0.30
Norma totale e kredive të këqija ndaj totalit të kredive (%)	-0.20	-0.30

Burimi: *Banka e Shqipërisë*.

¹⁶ *Shih materialin nga Dushku Kota (2013) "Modeli financiar në Shqipëri: Qasje ndaj të dhënave të panelit", Banka e Shqipërisë, Material Studimor 14 (73) 2013.*

Vlerësimet (Tabela 2) tregojnë që ulja e normës së interesit të kredisë do të shoqërohet me rritje të volumit të kredisë me 4,5% gjatë horizontit kohor të dy viteve, rritje të aktiveve me rrezik me 1%, ulje të të ardhurave neto me 1,5% dhe ulje të normës së kredive të këqija me 0.3 pp. Nga ana tjetër, modelet empirike¹⁷ për sektorin bankar shqiptar, bazuar në këtë masë goditjeje, tregojnë se rezultatet e mësipërme nuk kanë gjasa të dëmtojnë ndjeshëm shëndetin e sektorit bankar shqiptar përmes efekteve të tyre në të ardhurat neto nga interesi.

Për më tepër që bankat tregtare në Shqipëri kanë qenë në gjendje të menaxhojnë ekspozimet ndaj paqëndrueshmërisë në kurbën e *yield*-eve duke pasur efekte të kufizuara në marzhet e tyre neto të interesit dhe duke mos cenuar shëndetin bankar.

Megjithatë, për të mbyllur hendekun e inflacionit në kushtet e goditjes nga pandemia, vlerësimet tregojnë që bilanci i Bankës së Shqipërisë duhet të rritet me 58%, ose me 365 miliardë lekë (referuar vlerësimeve në pikun e pandemisë), që do të përkthehej në një ulje të normave të interesit me 3,7 pikë përqindje. Kjo do të sillte një rritje të investimeve private dhe konsumit, shoqëruar me rritje të prodhimit me vetëm 1,5%.

Nga ana tjetër, ulja e normave të interesit do të shoqërohej me rritje të kreditimit me pothuajse 18,4% duke nxitur dhe stimuluar ekonominë. Në këtë skenar nuk janë marrë në konsideratë efektet që ndryshimet e normës së interesit do të kishin në kursin e këmbimit nëpërmjet UIP (*uncovered interest rate parity*). Duhet të nënvizojmë që këto rezultate duhet të interpretohen me kujdes pasi bazohen në modele lineare, të cilat nuk marrin në konsideratë asimetrinë e efekteve kur ndryshojnë regjimet e politikave, si dhe periudha e vlerësimit të tyre shoqërohet me norma interesi larg zeros.

Ashtu siç e përmendëm edhe më lart, një ndër kufizimet kryesore që rezultojnë nga blerja e letrave me vlerë të qeverisë nëpërmjet zgjerimit të bilancit të Bankës së Shqipërisë është cenimi i qëndrueshmërisë së borxhit publik ndaj PBB-së. Një rivlerësim i modelit empirik të prezantuar nga Shijaku (2012)¹⁸, duke marrë në konsideratë vetëm

¹⁷ *Shih studimin nga Papavangjeli dhe Leka (2016) "Përcaktuesit mikro dhe makroekonomikë të marzhit neto të interesave në sistemin bankar shqiptar 2002-2014," Banka e Shqipërisë, Material Studimor, 2016.*

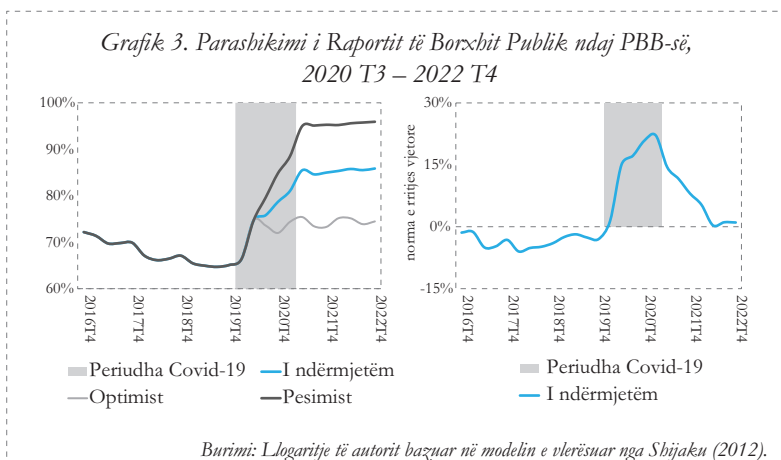
¹⁸ *Shih studimin e Shijaku (2012), "Qëndrueshmëria e borxhit publik në Shqipëri".*

parashikimet për rritjen ekonomike gjatë vitit 2020, në nivelet -10% dhe -5%, tregoi se raporti i borxhit ndaj PBB-së pritet të rritet në intervalet 75% -95%. Këto shifra tregojnë që borxhi publik, në kushtet e rënies së aktivitetit ekonomik, do të përbënte një element rreziku të shtuar.

Ky efekt i shoqëruar edhe me politikat e zgjerimit të bilancit të BSH-së përmes blerjeve të borxhit publik¹⁹, do të ndikonte negativisht në qëndrueshmërinë afatgjatë të borxhit publik. Për më tepër, rritja e lartë e borxhit publik mbi nivelin e 60%, e përcaktuar si *threshold* për vendet në zhvillim bazuar në traktatin e Mahstritit, do të shoqërohet me rritje të primit të riskut, i cili mbart kosto të mëdha për ekonominë.

Ndër shqetësimet më të mëdha të blerjes së letrave me vlerë të qeverisë janë rritja e inflacionit, zhvlerësimi i monedhës vendase dhe rritja e kostove të shërbimit të borxhit në monedhë të huaj, e cila nëpërmjet efekteve spirale do të ndikonte akoma edhe më shumë në ekonomi.

Si konkluzion, politikat monetare ekspansioniste të bazuara në zgjerimin e bilancit të bankës qendrore përmes blerjeve të letrave me vlerë të qeverisë rezultojnë të kushtueshme dhe jo shumë të përshtatshme, pasi mund të dëmtojnë qëndrueshmërinë e borxhit publik dhe njëkohësisht besueshmërinë e publikut te banka qendrore dhe monedha kombëtare, si rrjedhojë edhe në sistemin financiar.



¹⁹ Që do ta rriste stokun e borxhit në vitin 2020 me 81%, duke marrë në konsideratë vetëm efektin kontabil të rritjes së borxhit.

II.2. KURSI I KËMBIMIT SI INSTRUMENT I POLITIKËS MONETARE

Përdorimi i kursit të këmbimit (me fjalë të tjera ndërhyrjet në tregun e këmbimeve valutore) si instrument për arritjen e objektivit të politikës monetare është diskutuar gjerësisht në konceptin teorik e praktik të politikës monetare. Kjo vlen në rastin kur normat e interesit i janë afruar kufirit të poshtëm zero dhe kushtet financiare kanë nevojë për lehtësime të mëtejshme të politikës monetare, ndërkohë që vendi përjeton një recesion relativisht të gjatë dhe të thellë dhe/ose ecuria dhe pritjet për inflacionin luhaten ndjeshëm më poshtë se objektivit i bankës qendrore.

Bazuar në përvojën e bankës qendrore të Japonisë (2000), autorë të ndryshëm kanë sugjeruar se autoriteti monetar mund të ndërhyjë për të dobësuar monedhën vendase në një periudhë të përkohshme derisa të arrihet stabilizimi i inflacionit dhe i ekonomisë reale.²⁰ Kjo politikë ka gjetur zbatim dhe është dhe përdorur gjerësisht nga disa banka qendrore si në rastin e bankës qendrore të Izraelit dhe atë të Çekisë (2013).

Në të gjitha këto raste, ndërhyrjet kanë pasur si objektiv të frenojnë vlerësimin e monedhës vendase duke blerë valuta të forta në tregun e këmbimeve valutore. Blerja e valutës në treg rrit rezervat valutore të vendit dhe ekspansionin monetar në monedhë vendase, duke zgjeruar bilancin e bankës qendrore me ekuivalentin e vlerës së transaksionit. Në këtë koncept, blerjet valutore mund të konsiderohen si politika të bilancit.

II.2.1. Kursi i këmbimit si instrument i politikës monetare në eksperiencën e Bankës së Shqipërisë

Në vijim diskutohet përdorimi i kursit të këmbimit si instrument i politikës monetare brenda kuadrit të shënjestrimit të inflacionit. Banka e Shqipërisë operon në kushtet e një regjimi fleksibel të kursit të këmbimit, i cili nënkupton që vlera e këtij treguesi nominal përcaktohet në treg mbi bazën e ofertës dhe kërkesës për valutë,

²⁰ *Shih për shembull punimet nga McCallum (2001), Svensson (2001), Borio, Disyatat, Zabai (2016), dhe Stone et al. (2011).*

jashtë Bankës së Shqipërisë dhe pavarësisht ndërhyrjeve të saj. Ndërhyrjet²¹ e kësaj të fundit në tregun e këmbimeve valutore janë të kufizuara dhe kanë si objektiv arritjen e nivelit optimal të rezervave valutore, adresimin e çrregullimeve në tregun valutor dhe përmbushjen e objektivave të politikës monetare ose të stabilitetit financiar, në të gjitha rastet kur ndërhyrja në tregun e brendshëm valutor për këta objektiva gjykohet e domosdoshme. “Çrregullimi”²² nënkupton një ndryshim të menjëhershëm dhe të konsiderueshëm të kursit të këmbimit që nuk mund të shpjegohet nga ecuria e indikatorëve kryesorë makroekonomikë të ekonomisë apo “faktorët fundamentalë”, siç quhen shpesh në zhargonin bankar, deri në atë masë që bëhet pengesë për funksionimin normal të tregut.

Për shembull, një zhvlerësim i kursit të këmbimit që shkakton një ndalim/ngrirje të tregtimit në tregun valutor përbën një ngjarje që konsiderohet si çrregullim. Një diskutim më i plotë mbi rolin e kursit të këmbimit në një ekonomi me regjim të inflacionit të shënjestruar dhe marrëdhënien e tij me politikën monetare gjendet tek materialet studimore nga Tanku, Vika e Gjermani (2007), Vika *et al.* (2016) etj.

II.2.1.1. Në çfarë mase duhet të ndërhyjë Banka e Shqipërisë, në kushtet e normave të ulëta të interesit, për të arritur objektin e inflacionit?

Kapitujt e mëparshëm japin një përshkrim të plotë dhe të ilustruar të përdorimit të kursit të këmbimit si një instrument i politikave monetare e operacionale të Bankës së Shqipërisë në kushtet e regjimit të kursit fleksibël dhe regjimit të inflacionit të shënjestruar. Por siç është theksuar në Kapitullin 4, pandemia nxori në pah bilancin e bankës qendrore si një koncept dhe një instrument të ri të zbatimit të politikës monetare, në kushtet kur normat e interesit

²¹ Janë përcaktuar në rregulloren nr.80, datë 16.12.2020, “Për procedurat e ndërhyrjes së Bankës së Shqipërisë në tregun e brendshëm të këmbimeve valutore”.

²² Në bazë të rregullores nr.80, datë 16.12.2020 çrregullimet janë: (1) mungesa e likuiditetit, si rezultat i së cilës partnerët e tregtimit kanë nështirësi në këmbimin e Lekat kundrejt monedhave të huaja dhe nuk janë në gjendje të mbajnë pozicione të hapura, e rrezikojnë tërheqjen e tyre nga tregu; (2) rritja e pajustifikuar e ritmit të ndryshimit në një kab dhe kursit të këmbimit të monedhës vendase kundrejt monedhave të huaja ose rritja e lubatshmërisë së kursit të këmbimit të monedhës vendase kundrejt monedhave të huaja; (3) zgjerimi i diferencës midis çmimit të blerjes dhe atij të shitjes së monedhës vendase kundrejt monedhave të huaja, të cilat kuotohen në tregun valutor; (4) përqendrimi i ofertës ose kërkesës në një ose shumë pak pjesëmarrës të tregut, shoqëruar me rënien e vëllimit të veprimeve që kryhen në tregun valutor; (5) mosfunksionimi i qarqullimit të valutës nga ofruesit deri te kërkuarit e saj.

janë zero ose pranë këtij niveli. Ky instrument siguron hedhjen e sasive të konsiderueshme të likuiditetit në ekonomi. Një mënyrë për të siguruar këtë zgjerim është rritja e nivelit të mjeteve valutore neto në bilancin e bankës qendrore përmes blerjeve të valutës në tregun e këmbimeve valutore.

Analiza në vazhdim synon ta diskutojë këtë skenar për të kuptuar masën dhe efektet e mundshme të një ndër marrjeje të tillë.

Përdorimi i kursit të këmbimit si instrument i politikës monetare të bazuar në zgjerimin e parasë në kushtet e normave të ulëta të interesit me qëllim mbylljen e hendekut të inflacionit, kërkon blerjen e sasive të konsiderueshme të rezervave valutore. Rrjedhimisht, diskutimi fillon nga përcaktimi i nivelit të përafërt të ndërhyrjes së nevojshme dhe më tej analizon efektet potenciale të saj në ekonomi.

Simulimet e goditjes së kursit (duke supozuar zhvlerësimin e kursit të këmbimit) në makromodelin MEAM²³ tregojnë se ndryshimi i çmimit të importeve dhe eksporteve është afërsisht sa gjysma e goditjes së zhvlerësimit të kursit të këmbimit. Njëkohësisht, efektet e dobësimit të kursit nxisin rritjen ekonomike në vend me rreth 1/6 e goditjes, e cila realizohet më shumë nëpërmjet frenimit të importeve sesa nxitjes së eksporteve.

Gjithashtu, impakti i kursit në çmimet e konsumit paraqitet jo i plotë e modest, duke arritur në 10-15% të goditjes brenda pesë tremujorëve. Nga ana tjetër, për shkak të euroizimit të lartë të mjeteve dhe detyrimeve financiare të familjeve e të sektorit privat, implikimet e dobësimit të kursit të këmbimit duhen parë me kujdes përsa i përket stabilitetit financiar. Studimet dhe analizat empirike sugjerojnë se nënçmimi i Lekut me 10% mund të çojë në përkeqësimin e raportit të huasë me probleme me rreth 1.7 pikë përqindje brenda një intervali kohor prej dy vitesh.²⁴ Megjithatë, pavarësisht lidhjes së rëndësishme me kursin, përvoja e ecurisë së KMP-ve pas efekteve të krizës globale ku Leku u dobësua rreth 13%, tregoi se sistemi financiar shqiptar mund të përballojë goditje të ngjashme të kursit. Kjo konfirmohet

²³ *Simulimi i referohet makromodelit të rivlerësuar me të dhënat deri në vitin 2012, publikim i vitit 2016.*

²⁴ *Bazuar në gjetjet empirike nga Dushku dhe Vika (2011) mbi efektet makroekonomike në cilësinë e huasë bankare, si dhe nga Ceca dhe Shijaku (2012) dhe Kalluci dhe Kodra (2011).*

dhe nga provat për rezistencën e bankave të realizuara periodikisht nga Departamenti i Stabilitetit Financiar në BSH, me skenarë akoma më të rënduar se ecuria e observuar.

Reagimi i moderuar i inflacionit të përgjithshëm është në linjë me vlerësimet për reduktimin e përçimit të kursit të këmbimit tek çmimet e tregtisë dhe në formimin e çmimeve në vend gjatë dy dekadave të fundit.²⁵ Duke supozuar se nuk do të ketë kundërpërgjigje të politikës monetare ndaj dobësimit të kursit të këmbimit, kanalet e transmetimit nëpërmjet pritjeve inflacioniste, rënies së normës reale të interesit dhe dobësimit të kursit real të këmbimit mund të amplifikojnë njëri-tjetrin dhe të rrisin efikasitetin e politikës jokonvencionale të ushtruar përmes kontrollit të pozicionit të kursit të këmbimit.²⁶

Pra, cila do të ishte madhësia e kërkuar e ndërhyrjeve në tregun valutor? Në këtë rast konsideratat kryesore kufizuese do të varen prej ndikimit negativ të kursit të këmbimit në stabilitetin financiar si rrjedhojë e euroizimit të lartë të kredisë bankare.

Supozojmë se stabiliteti financiar mund të përballojë pa kosto të larta një dobësim të Lekut deri në masën 10% (që përfaqëson një goditje të konsiderueshme të provës së rezistencës të stabilitetit financiar). Nisur nga vlerësimet empirike si më lart për lidhjen e çmimeve me kursin, goditja e kursit me 10% mund të çojë në rritjen e inflacionit me 1,5 pikë përqindje, duke ndihmuar në afrimin e trendit aktual me objektivin e shprehur si 3%. Llogaritjet empirike të bazuara në qasjen teorike monetare të kursit të këmbimit tregojnë se goditja e agregatit M3 me 1%, e shpërndarë përgjatë vitit të parë, mund të sjellë një dobësim të Lekut, i cili arrin maksimumin e tij në fund të vitit të parë me 0,4% përmbi parashikimin bazë, ndërsa efektet e goditjes vijnë të shuhen në tremujorin e fundit të vitit të dytë.²⁷

²⁵ *Shih për shembull punët kërkimore nga Vika dhe Rama (2017) mbi fuqinë negociuese të prodhuesve shqiptarë në tregtinë e jashtme; Skuqi dhe Çela (2017) mbi inflacionin e importuar të mallrave të konsumit dhe kontributin e tij në inflacionin total; Tanku, Vika dhe Gjermani (2007) mbi reduktimin e ndjeshëm të përçimit të kursit pas vitit 2002; dhe Vika dhe Hoxhalli (2015) mbi ndryshimet në kohë të përçimit të kursit tek çmimet.*

²⁶ *Ndonëse pritjet inflacioniste janë dominuar historikisht nga natyra adaptive, Çeliku et al. (2016) gjejnë se disa prej tyre kanë fituar veti racionale përgjatë viteve 2010, që mund të rrisin mundësinë e efektshmërisë së lehtësimit monetar nëpërmjet dobësimit të kursit.*

²⁷ *Ekuacionet janë ndërtuar sipas përfaqësjes monetare, ku zhvillimet në kursin e këmbimit përcaktohen nga rritja relative e parasë M3, rritja relative e PBB-së reale, si dhe nga diferenca e normave të interesit (pra, krabasim mes Shqipërisë dhe Eurozonës).*

Kjo nënkupton se nënçmimi i Lekut me 10% nëpërmjet blerjeve në tregun valutor mund të kërkojë një rritje të madhe të parasë së gjerë me 25%, ose thënë ndryshe, blerje valutore në rreth 2,4 miliardë euro (~352 mld lekë). Këto rezultate duket se konfirmohen edhe nga analiza e studimit mbi motivet dhe efektshmërinë e ndërhyrjeve në tregun valutor në Shqipëri.²⁸ Ndërhyrja në masën 2,4 miliardë euro përfaqëson gati dy-të-tretat e rezervës valutore në fund të vitit 2020 dhe është një sasi e konsiderueshme që do të shkaktonte një rënie të importeve në masën 1,6%, duke prekur direkt konsumin dhe investimet, si dhe do të ndikonte në rritjen me 1,7% të kredive të këqija, që edhe pse e përballueshme, do të përkeqësonte treguesit e shëndetit bankar dhe bilancet e sektorit privat, duke dhënë një ndikim indirekt të pafavorshëm në rritjen e kredisë. Së fundi, duke pasur parasysh strukturën e borxhit publik, gati gjysma e të cilit është në monedhë të huaj, ndërhyrja e Bankës së Shqipërisë për zhvlerësimin e monedhës vendase në masën 10% do të kishte një efekt kontabël të drejtpërdrejtë e të menjëhershëm në rritjen e borxhit publik ndaj PBB-së në masën 3,6 pikë përqindje.²⁹

Nëse kufizimin nga stabiliteti financiar e zëvendësojmë me arritjen e objektivit të çmimeve, efektet do të jenë edhe më të mëdha. Sipas ushtrimit të mësipërm, nëse Banka e Shqipërisë do të veprojë përmes ndërhyrjeve të kursit të këmbimit për kthimin e inflacionit në objektiv (duke supozuar se në momentin aktual inflacioni vërtëtohet rreth mesatares 2% të dekadës së kaluar dhe ushtrimeve një goditje lineare) pa iu referuar treguesve të tjerë të ekonomisë reale, si prodhimi dhe punësimi, do të duhet përafërsisht një goditje tre herë më e lartë në çmimet e konsumit që nënkupton blerjen e ekuivalentit të 15-18 miliardë euro në tregun e këmbimeve valutore. Një shifër jashtëzakonisht e lartë me një efekt të konsiderueshëm në rënie të importeve dhe rritjen e KMP-ve e rrjedhimisht me efekte anësore negative në konsum, investime e në stabilitetin e sistemit financiar dhe në qëndrueshmërinë e financave publike.³⁰

²⁸ *Shih publikimin nga Vika (2016) mbi efektshmërinë e ndërhyrjeve të bankës qendrore në tregun valutor.*

²⁹ *Përllogaritur sipas statistikave deri në fund të vitit 2020.*

³⁰ *Skenarët e paraqitur më sipër dhe rezultatet e marra prej tyre paraqesin më së shumti intuitën dhe kanalet kryesore të transmetimit të goditjeve në treguesit kryesorë makroekonomikë. Megjithatë në të ardhmen këto efekte duhet të vlerësohen me kujdes duke marrë në konsideratë ambientin e ri makroekonomik, jolinearitetin e treguesve, ndryshimin e regjimit të politikave para dhe pas COVID-19, vlerësimin e heterogjenitetit midis agjentëve të ndryshëm ekonomikë etj.*

Për më tepër, studimet empirike si Bahmani, Miteza, Tanku (2020) dhe Shijaku (2016) për efektet e kursit të këmbimit në kërkesën për para, tregojnë se zhvlerësimi i kursit të këmbimit faktikisht shkakton një rënie të kërkesës për para në Lekë. Kjo nënkupton se nxitja e një zhvlerësimi kaq të madh ka shumë mundësi të shkaktojë një rënie edhe më të madhe të kërkesës për para dhe të nxisë rritjen e euroizimit, duke dhënë një efekt të kundërt nga ai i dëshiruar.

Në përfundim, të dy ushtrimet tregojnë se ndërhyrjet e politikave të bilancit për stimulimin e ekonomisë është e kushtueshme dhe e rrezikshme duke ilustruar konkluzionet e kapitullit të tretë. Rrjedhimisht, analiza e mësipërme tregon se ndryshimi apo përshtatja e politikës monetare për të akomoduar politikat e bilancit të bankës qendrore, përmes blerjeve të letrave me vlerë të qeverisë apo rritjes së mjeteve valutore neto përmes blerjes së valutës në tregun e këmbimeve, nuk do të rezultojnë optimale, pasi ato kërkojnë një ndërhyrje të jashtëzakonshme me efekte anësore potencialisht të forta e negative në ekonomi dhe në stabilitetin financiar.

Si konkluzion, vendimmarrja e BSH-së përgjatë pandemisë, ka qenë optimale, duke përfshirë të gjitha instrumentet e mundshme pa dëmtuar ekuilibrat afatgjatë të ekonomisë. Ecuria ekonomike në vijim e shprehur në treguesit e rritjes ekonomike dhe treguesit e shëndetit financiar të sistemit bankar tregojnë se kjo vendimmarrje ka qenë e suksesshme.

REFERENCA

Bahmani-Oskooee, M., Miteza, I. and Tanku, A. (2020) "Exchange rate changes and money demand in Albania: a nonlinear ARDL analysis", *Economic Change and Restructuring, Springer*, vol. 53(4), pp. 619-633, November.

Borio, C., Disyatat, P., dhe Zabaï, A., 2016, "Helicopter money: The illusion of a free lunch", *Maj 2016*, gjendet në adresën: <https://voxeu.org/article/helicopter-money-illusion-free-lunch>

Ceca, K. & Shijaku, H. (2011) "A credit risk model for Albania", *Bank of Greece Special Conference Paper*, February 2011.

Boka, M., Çeliku, E., Hasborva, G. (2016) "A janë pritjet inflacioniste në Shqipëri racionale? Vlerësimet empirike nga vrojtimet", *Banka e Shqipërisë, Material Diskutimi 23 (82) 2016*.

Çeliku, E. (2019) "Pritjet e inflacionit kundrejt pasigurive dhe horizonteve kohore: rasti i Shqipërisë" *Banka e Shqipërisë, Revista Ekonomike 6M 1 - 2019*.

Dushku, E. & Vika, I. (2011) "VAR analysis of macroeconomic effects on bank loan quality in Albania", *Bank of Albania, paper presented at the 5th SEE Economic Research Workshop, 10-11 November 2011*.

Dushku, E. & Kota, V. (2013) "Modeli Financiar në Shqipëri: Qasje ndaj të Dhënave të Panelit", *Banka e Shqipërisë, Material diskutimi 14 (73) 2013*.

European Commission (2018), Quarterly Report on the Euro Area, Vol 17, N4, Chapter I.

IMF (2017), "Greece: Request for Stand-By Arrangement", Press Release, Staff Report, and Statement by the Executive Director for Greece.

Jensen, L. (2021) "Sovereign debt vulnerabilities in developing economies. Which countries are vulnerable and how much debt is at risk", *UNDP Development Futures Series Working Papers, March 2021*.

Kalluci, I. & Kodra, O. (2010) "Macroeconomic determinants of credit risk: the case of Albania", *Bank of Albania, in A. Fullani, Economic Policies in SEE: Design, Performance and Challenges (Tirana, 18-19 November 2010)*.

Dushku, E. & Kota, V. (2011) "A Bayesian estimation of a small structural model for

the Albanian economy”, *Bank of Albania Working Paper 04 (27) 2011*.

McCallum, B. (2001) “*Monetary policy analysis in models without money*”, NBER working paper no. 8187, March 2001.

Papavangjeli, M. & Leka, E. (2016) “*Përcaktuesit mikro dhe makroekonomikë të marzhit neto të interesave në sistemin bankar shqiptar 2002-2014*”, *Banka e Shqipërisë, Material Studimor, 2016*.

Sejko, G. & Dushku, E. (2018) “*Rritja Ekonomike në Shqipëri: Evidenca të Reja*”, në *Studime mbi Sistemin Bankar dhe Zhvillimin Ekonomik*, ed. Sejko, G., *Banka e Shqipërisë, Tiranë, 2018, ISBN 978-9928-262-11-0*.

Shijaku, G. (2012), “*Qëndrueshmëria e politikës fiskale: Rasti i Shqipërisë*”, *Banka e Shqipërisë, Material Diskutimi 06 (56) 2012*.

Shijaku, G. (2016) “*Roli i parasë si një shtyllë e rëndësishme për politikën monetare: rasti i Shqipërisë*” *Banka e Shqipërisë, Material Studimor 15 (74) 2016*.

Skufi, L. & Çela, E. (2017) “*Imported inflation goods and its contribution to the national inflation*” *Bank of Albania, Working Paper 31 (70) 2017*.

Skufi, L. & Kika, E. (2019) “*Formimi i çmimeve në ekonominë shqiptare – një përjasje makromodeluese*” *Banka e Shqipërisë, Material Studimor 38 (77) 2019*.

Skufi, L. (2020) “*Spektori Financiar dhe Ndërlidhjet Makroekonomike në Makromodelin e Ekonomisë Shqiptare (MEAM)*”, *Banka e Shqipërisë, Material studimor 42 (81) 2020*.

Stone, M., Fujita, K., and Ishi, K. (2011) “*Should unconventional balance sheet policies be added to the central bank toolkit? A review of the experience so far*”, *IMF Working Paper WP/11/145*.

Svensson, L. (2001) “*The zero bound in an open economy: a foolproof way of escaping from a liquidity trap*”, *Bank of Japan's Institute for Monetary and Economic Studies, vol. 19, no. S-1, February 2001*.

Tanku, A., Vika, I., Gjermani, M. (2007) “*Roli i kursit të këmbimit në shënjestrimin e inflacionit, si veprobet?*”, *Banka e Shqipërisë, Material Diskutimi, Nëntor 2007*.

Tanku, A. & Vika, I. (2020) “*What drives the real lek-euro exchange rate fluctuations?*”, *Bank of Albania working paper 42 (81) 2020*.

Vika, I. (2016) "Motives and effectiveness of foreign exchange interventions in Albania", *Bank of Albania Working Paper*, 25 (64) 2016.

Vika, I. (2018) "Çështje praktike në parashikimin me vektorë autoregresivë", *Banka e Shqipërisë, Revista Ekonomike 6M 2 - 2018*.

Vika, I. & Hoxholli, R. (2015) "Mbi përzimin e kursit të këmbimit në inflacionin vendas" *Banka e Shqipërisë, analizë brendshme e papublikuar, ndërmarrë në kuadër të projektit kërkimor "Mbi mekanizmin e transmetimit të politikës monetare në Shqipëri."*

Vika, I. & Luçi, E. (2011) "The equilibrium real exchange rate of lek vis-à-vis euro: is it much misaligned?", *Bank of Albania working paper 07 (30) 2011*.

Vika, I. & Rama, A. (2017) "Efektet e çmimit-sipas-tregut në Shqipëri: sa konkurrues është sektori i jashtëm?", *Banka e Shqipërisë, Revista Ekonomike 6M 2 - 2017*.

Vika, I., Skufi, L., Çela, E., Abazaj, E. (2016). "Rivlerësimi i Modelit Makroekonometrik të Ekonomisë Shqiptare (MEAM)", *Banka e Shqipërisë, Material studimor 22 (81) 2016*.

Vika, B. and Vika, I. (2021) "Forecasting Albanian time series with linear and nonlinear univariate models", *Bank of Albania working paper*, 47 (86) 2021.

KAPITULLI VII: E ARDHMJA E BANKINGUT QENDROR

I. HYRJJE

Të gjithë presim përfundimin e pandemisë me shpresën se pas saj do të kemi mundësi t'i kthehemi jetës normale, në të gjithë plotësinë e saj. Në mes të këtij padurimi dhe pa gëzuar ende mirë lirinë që jep vaksinimi, mutacionet e shpeshta që ka pësuar virusi i COVID-19 kanë krijuar variante të reja që përhapen shpejt, më lehtë dhe në ndonjë rast, kanë një rezistencë më të madhe ndaj vaksinës. Për më tepër, në vjeshtën e vitit 2021, kriza energjetike u bë shqetësimi global i radhës e së bashku me të, edhe rritja e madhe dhe e shpejtë e çmimeve. Tashmë, kjo krizë energjetike e amplifikuar edhe nga goditjet që pandemia i ka dhënë rrjeteve globale të prodhimit dhe furnizimit është kthyer në shqetësimin që kërkon vëmendjen dhe përgjigjen e radhës nga autoritetet monetare e financiare.

Kjo krizë dhe efektet e saj mund të jenë shumë më të mëdha dhe më të përhapura sesa rritja e çmimit të energjisë, duke u shpërndarë në të gjithë shportën e konsumit, e duke prekur e rritur nivelin e përgjithshëm të çmimeve që është edhe objektivi kryesor i bankave qendrore. Prandaj këto zhvillime dhe efektet e tyre të drejtpërdrejta e të tërthorta janë në qendër të gjithë diskutimeve dhe të politikave të ekonomistëve dhe të bankave qendrore. Megjithatë, kriza në tregun e energjisë apo kriza me natyra të ngjashme në tregje e produkte

të tjera, nuk janë kaq të papritura e të panjohura për autoritetet vendimmarrëse dhe për akademinë. Praktikisht, lëngimi ekonomik e social mbi një vit e gjysmë në pandemi, duke përfshirë të gjitha problematikat mjekësore, masat kufizuese të aktivitetit dhe lëvizjes për parandalimin e pandemisë si dhe distancimi social, efektet negative mbi prodhimin, punësimin dhe të ardhurat, shpenzimet e rritura mjekësore, si dhe shqetësimet dhe rritja e pasigurisë, kanë shkaktuar një goditje të qenësishme në strukturat e prodhimit, shpërndarjes e tregtisë globale. Shumë aktivitete janë rimenduar, ridimensionuar e transformuar, duke shkaktuar një efekt zinxhir në aktivitetet e lidhura me to.

Ndryshimet e imponuara nga pandemia dhe mbyllja e tregjeve tradicionale (duke nënkuptuar rritjen e kërkesave për produkte në lidhje me pandeminë, nevojën për krijimin e platformave të reja për t'ju përshtatur jetës e punës në pandemi, rënien e kërkesës si rezultat i mbylljes së aktiviteteve) kanë zhvendosur financimin, faktorët e prodhimit e burimet natyrore nga disa tregje tradicionale, duke i orientuar drejt nevojave emergjente të lidhura me pandeminë. Në raste ekstreme, falimentimet ose mbyllja e tejzgjatur e aktiviteteve kanë çuar në zhdukjen e kapaciteteve prodhuese. Këto zhvillime dhe mungesa e aktivitetit në hallkat e tjera të zinxhirit të prodhimit kanë krijuar deficite të konsiderueshme në disa mallra e shërbime, duke mbyllur linja të prodhimit.

Përkundrajt këtyre efekteve negative të ofertës, pandemia imponoi një politikëbërje ekspansioniste, e cila i pa qeveritë dhe bankat qendrore (kryesisht këto të fundit) të ndërmerrnin hapa të paprecedentë, ilustruar edhe në kapitujt e mëparshëm që kanë diskutuar politikën monetare të bankave qendrore që për të ndihmuar ekonominë kanë sasi të jashtëzakonshme likuiditeti, duke zgjeruar bilancin e bankave përtej kufijve të imagjinuar më parë. Si rezultat i këtyre ndërhyrjeve dhe likuiditetit të madh në ekonomi u arrit që në kushte të pandemisë të mbështetjes kërkesa agregate, duke bërë çfarëdo që të mundej. Në vetvete, qëllimi i politikave ekspansioniste dhe atyre të mbështetjes sociale, në kushte të pandemisë, ishte që të mundësohej konsumi i familjeve edhe në kushtet kur kemi rënie ose humbje të të ardhurave nga puna. Në këto kushte, një pjesë e mirë e kërkesës agregate u mbështet nga ekspansioni monetar, rritja e borxhit të qeverisë, si

dhe e sektorit privat (biznesit e të familjeve) të cilët do të duhet të ridimensionohen në nivele të qëndrueshme afatgjata, në momentin e kthimit të këtyre politikave në normalitet.

Si rezultat, akademikët dhe autoritetet ekonomike e financiare e dinin se kombinimi i rënies së ofertës në kushtet kur ekspansioni monetar mbështet kërkesën, herët a vonë do të shoqërohet me rritjen e presioneve inflacioniste e ndoshta me efekte negative në tregun e punës e më tej potencialisht në probleme të stabilitetit fiskal e financiar të sektorit privat e të sistemit financiar në tërësi. Për këto dhe shumë arsye të tjera, e gjithë struktura e prodhimit dhe ajo financiare do të duhet të axhustohet në këtë proces dhe do të krijojë vështirësi dhe problematika të çmimeve të produkteve. Diskutimi ndërmjet autoriteteve dhe akademikëve nuk është mbi probabilitetin e ndodhjes së këtyre ngjarjeve, por periudha kur pritet të ndodhin, si dhe efektet e rritjes së çmimeve do të jenë një episod afatshkurtër dhe kalimtar apo më shumë.

Zhbalancimi i ofertës dhe kërkesës, e rrjedhimisht kërcënimi i çmimeve në tregjet e energjisë, aktualisht do të vërë në provë bankat qendrore, duke shkaktuar inflacion, e me efektet e raundit e dytë, papunësi, për të çuar në stagflacion e ndoshta në efekte të tjera negative në ekonomi e në financë. Bankat qendrore janë të ndërgjegjshme lidhur me këtë dhe janë të përgatitura për problematikat makro-ekonomike e financiare që do të sjellë ky realitet i ri. Kjo përgatitje nënkupton se pavarësisht madhësisë, njëkohshmërisë se goditjeve dhe ndërlikimeve që ato shkaktojnë, këto problemeve janë të njohura e të studiara, dhe bankat qendrore kanë kapacitetet ligjore, rregullative, institucionale, si dhe instrumentet për t'i luftuar ato. Kjo për faktin se së pari dhe mbi të gjitha këto bien në mandatin e bankave qendrore. Për më tepër bankat gjatë kësaj periudhe të gjatë kanë krijuar një ekspertizë solide mbështetur në të dhëna të gjata kohore, modele makroekonomike e teorike për të vlerësuar e për të luftuar këto fenomene, pavarësisht goditjeve që mund të vijnë.

Por historia e energjisë, prodhimit dhe çmimeve, është më e gjerë se efektet që ka theksuar pandemia. Përtej vështirësive të shkaktuara prej pandemisë, tregu energjetik reflekton problematika të zhvillimit dhe përshtatjes, riorientimit dhe ripozicionimit apo qëndrimit të shoqërisë

ndaj transformimeve klimatike e mjedisore që po përjeton planeti. Si rrjedhojë, prioritetet e shoqërisë janë zhvendosur në favor të ruajtjes së mjedisit e ndryshimeve klimatike, të cilat janë konsideruar për të adresuar një sfidë të re të njerëzimit, ngrohjen globale dhe çështjet e klimës, fenomene të cilat, duke vënë nën presion sistemet ekologjike, po dëmtojnë biodiversitetin dhe kapacitetet prodhuese e jetike të ekosistemeve ku bazohet vetë ekzistenca jonë. Problemet e klimës janë kthyer në një sfidë shumë të rëndësishme për njerëzimin që kërkon zgjidhje të reja dhe një axhustim drastik të mënyrës së jetesës dhe të zhvillimit të shoqërive tona. Ajo përfaqëson një fenomen që deri me sot nuk ka qenë ose nuk është konsideruar si pjesë e ekuacionit të përgjithshëm të vendimmarrjes ekonomike e financiare, por që nuk mund të anashkalohet. Zhvillimet dhe katastrofat e viteve të fundit e kanë bërë të qartë se mjedisi ka një rol të rëndësishëm në stabilitetin e përgjithshëm makroekonomik e financiar.

Ashtu sikurse ekologjia e mjedisi, shoqëria jonë përballet me sfida që vijnë nga inovacioni dhe aplikimi i teknologjive të reja në fushën e ndërmjetësimit financiar. Konkretisht, inovacioni digjital dhe metodat e reja të pagesave kanë shkaktuar një revolucion në krijimin e instrumenteve të reja financiare jashtë sistemeve, infrastrukturës, kontrollit e rregullimit aktual bankar e financiar. Përdorimi i tyre është rritur me shpejtësi, duke gjeneruar interes dhe përfitim për përdoruesit. Ato janë përqaftuar me entuziazëm e ndoshta edhe me pak naivitet nga tregu dhe shoqëria dhe përbëjnë një fakt me efekte të drejtpërdrejta e anësore në sistemin ekzistues. Megjithatë të parregulluara, tregtia, investimet dhe spekulimet në këto instrumente janë bërë pjesë e aktivitetit formal të ekonomisë dhe financave. Këto inovacione kanë kapacitetin të revolucionarizojnë financën, por njëkohësisht edhe mundësinë të shkaktojnë dëme të pallogaritshme për të gjithë agjentët ekonomikë. Në këtë kuptim, ato kanë prezantuar sfida të reja për çdo bankë qendrore e autoritet mbikëqyrës, të cilët po përpiqen të njohin e të eksperimentojnë me këto fenomene, e të kuptojnë se si duhet t'u përgjigjen këtyre zhvillimeve.

Megjithatë, digjitalizimi është vetëm një pjesë e vogël e zhvillimit të vrullshëm teknologjik, i cili po sjell një revolucion edhe në tregun e punës, duke zëvendësuar krahun e fuqisë punëtore me automatizimin dhe aplikimin e inteligjencës artificiale. Kjo ka bërë që

gjithnjë e më shumë procese nuk kanë nevojë për ndërhyrjen fizike të punëtorit tradicional. Teknologjia e re përmbush detyra e kryen procese me një saktësi dhe eficiencë që qenia njerëzore nuk mund ta barazojë. Profesione që vlerësoheshin si të pazëvendësueshme, po zëvendësohen çdo ditë nga teknologjia. Njëkohësisht, përparimi i teknologjive të komunikimit dhe transportit favorizon prodhimin në një vend dhe shpërndarjen e tyre me shpejtësi dhe kosto minimale në të gjithë globin. Këto zhvillime pozitive kanë vënë nën presion tregjet e punës dhe kapacitetin e shoqërive tona për të siguruar punësim të sigurt e të mjaftueshëm.

Kjo tendencë vjen pas një periudhe kur përparimi i shoqërisë dhe modelet e zhvillimit ekonomik përqendroheshin në industrializimin e bazuar në rritjen e fuqisë punëtore. Industrializimi, i cili ishte përgjegjës për zhvillimin e ekonomive të zhvilluara dhe daljen e vendeve të Azisë Lindore e Juglindore nga varfëria, nuk është më një opsion i garantuar (SPence, 2020). Vendet e punës dhe prodhimi në masë u bazua në fuqinë punëtore të brezit që tradicionalisht është quajtur “*baby boomers*”, por ky brez po i afrohet moshës së tretë, pra moshës së pensionit. Kjo e shtrëngon shoqërinë të shpenzojë më shumë për pensionin dhe kujdesin që kërkon plakja e popullsisë. Këto dhe të tjera tendenca dominuese të zhvillimit të familjes dhe popullsisë e kthejnë demografinë në një nga sfidat kryesore me të cilat përballet shoqëria e si rrjedhim, makroekonomia dhe financa. Nëse këto zhvillime nuk merren parasysh e nuk gjenden zgjidhje afatgjata, ato mund të vënë në stres të madh e të papërballueshëm sistemet sociale, ekonomike e financiare, të çdo vendi.

Këto sfida nuk i përkasin vetëm vendeve të zhvilluara, por edhe vendeve në zhvillim të cilat, megjithëse kanë një popullsi më të re, ndikohen kryesisht si rezultat i efekteve negative të emigracionit të fuqisë punëtore dhe intelektuale drejt vendeve të zhvilluara. Për më tepër teknologjia dhe demografia së bashku kanë dhënë një ndikim të rëndësishëm në rishpërndarjen e të ardhurave dhe në rritjen e pabarazisë, duke i theksuar akoma edhe më shumë efektet negative të tyre.

Nga ana tjetër, mungesa e edukimit financiar dhe ajo e përfshirjes financiare konsiderohen si dy nga barrierat kryesore, të cilat e ndalin progresin ekonomik të familjeve e të shoqërive dhe veprojnë si pengesa

kryesore të daljes nga varfëria. Siç është gjetur e vërtetuar në shumë raste nga teoria e praktika, thyerja e pragut të varfërisë dhe rruga ndaj prosperitetit e pavarësisë financiare pengohet nga mungesa e njohurive e mundësive financiare. Rrjedhimisht, kjo përbën një sfidë edukative e institucionale për zhvillimin e tregjeve dhe produkteve financiare që mund të përfshijnë e t'u ofrojë shërbime e produkte, e rrjedhimisht mundësi, të gjithë shtresave të shoqërisë. Kjo sfidë e fundit është në përfitim të vetë bankës qendrore, pasi ajo përforcon dhe shpejton proceset dhe mekanizmin e transmetimit të politikës monetare.

Në këtë kapitull të fundit do të ndalem në trajtimin e këtyre sfidave dhe rolin e kontributin që mund të ofrojë për këtë banka qendrore dhe sistemi financiar.

II. TEKNOLOGJIA DHE DIGJITALIZIMI JANË E ARDHMJA, POR A JANË TË TILLA MONEDHAT DIGJITALE PRIVATE DHE ATO TË BANKAVE QENDRORE?

Në një shikim të parë, pandemia COVID-19 duket se e zbehu vëmendjen e publikut nga zhvillimet e teknologjisë financiare (FinTek) dhe përpjekjet e akademikëve për të hulumtuar mbi efektet e një paraje elektronike kombëtare. Përtej shqetësimeve shëndetësore që sjell pandemia për shoqërinë, sipërmarrjen dhe institucionet, teknologjia financiare (FinTek) ka mbetur një forcë me potencial transformues mbi mënyrën e ndërveprimit të individëve dhe sipërmarrjeve me paranë dhe me produktet e shërbimit financiar. Një nga produktet pararojë dhe më të diskutuara të FinTek është kriptomonedha ose siç njihet ndryshe “monedha digjitale”. Monedha e parë e këtij lloji, kriptomonedha Bitcoin, synoi të sfidojë në themel arkitekturën financiare, duke konkurruar paranë kombëtare si mjet tradicional shkëmbimi, si ruajtëse e vlerës dhe si njësi matëse e saj, përtej kufijve dhe kontrollit të autoriteteve kombëtare apo ndërkombëtare. Përtej sfidës për autoritetet monetare kombëtare dhe institucionet ndërkombëtare, teknologjia që kjo kriptomonedhë solli në treg vlerësohet si mundësi e re për të transformuar sistemin e pagesave dhe gjithë industrinë financiare.

Kriptomonedhat përshkruhen si një alternativë për të fituar pavarësinë nga paraja *cash*, por në fakt për këtë nuk është e nevojshme kriptomonedha, pasi kjo është realizuar nga ekzistenca e parasë elektronike, që mundëson një botë pa para *cash* përmes instrumenteve ekzistuese financiare. Pagesat elektronike ose paraja elektronike janë një grup instrumentesh të shumëllojshme të njohura dhe të aplikuara nga publiku dhe ofruesit e shërbimeve financiare si: shërbimi bankar online *e-banking*, kartat e kreditit dhe të debitit, llogaritë e sistemeve të pagesave si p.sh. paypal, easy-pay, pagesat përmes sistemeve të telefonisë celulare etj. Këto forma ekzistuese të parasë elektronike mundësojnë drejtpërdrejt ose falë sistemeve të ofruara nga sektori privat, kryerjen e pagesave dhe transaksione të tjera përmes lidhjes së internetit pa nevojën e pranisë fizike të ndërmjetësve financiare. Në këtë këndvështrim, format ekzistuese të parasë elektronike nuk kanë ndonjë ndryshim nga kriptomonedhat. Megjithatë, ndryshe nga kriptomonedhat, format aktuale të parasë elektronike janë të njehsuara me paranë e emetuar nga autoritetet publike. Kjo do të thotë që çdo njësi monetare e përdorur në format e parasë elektronike tradicionale është para e emetuar nga autoritetet sovrane, pra janë detyrim i institucioneve sovrane që i emetojnë ato. Thënë ndryshe, ato shërbejnë si instrumente për të paguar me monedhën kombëtare të emetuara nga banka qendrore, janë të lidhura me llogaritë e individëve në sistemin bankar, dhe kanalizohen përmes sistemit tradicional të pagesave, ku e gjithë bashkësia e këtyre instrumenteve është e rregulluar dhe e monitoruar nga institucionet financiare dhe autoritetet publike.

Në kontrast nga këto forma të parasë, kriptomonedhat janë një detyrim i paguarantuar i emetuesve privatë të parregulluar e të pamonitoruar nga autoritetet; pagesat kanalizohen jashtë sistemeve të rregulluara e të mbikëqyrura tradicionale, duke pretenduar minimizimin e kostos dhe të kohës së transaksionit, dhe mbi të gjitha garantojnë anonimitetin e pagesave dhe të paguesve e të përfituesve. Këto janë në vetvete ndryshimet nga format aktuale të kriptomonedhave ose siç quhen ndryshe të parasë digjitale.

Në vitet e para të daljes së kriptomonedhave, ekzistonte një konsensus i heshtur se mungesa e një garantuesi sovran duhet të ishte një sinjal i mjaftueshëm që kriptomonedhat të mbeteshin jashtë vëmendjes së

publikut dhe të autoriteteve. Nisur nga kjo perspektivë, vëmendja e aktorëve me influencë globale në industrinë e financës u fokusua në teknologjinë algoritmike *blockchain* të Bitcoin dhe në potencialin e saj për të përmirësuar sistemet e pagesave. Tashmë, mëse një dekadë pas daljes së kriptomonedhës së parë Bitcoin, kureshtja publike se pse këto kriptomonedha të emetuara privatisht vazhdojnë të mbijetojnë në treg ndonëse janë të pagarantuara dhe të pamonitoruara, ngre pyetje të reja mbi rolin tradicional të ndërmjetësve financiarë. Zhvillimi i kësaj industrie të parave private digjitale me produkte të reja si *stablecoin* ka shtyrë autoritetet sovraane dhe institucionet ndërkombëtare në një konsensus të ri se kjo industri digjitale mund të ketë një potencial që prek të gjithë sistemin financiar, përtej sistemit të pagesave.

Ndonëse është e vështirë të parashikohet se si do të evoluojë kjo industri në dekadën e ardhshme, në këtë pjesë, do të prek sfidat me të cilat përballen bankat qendrore në kushtet e një rritjeje të rolit të produkteve dhe shërbimeve të teknologjisë financiare. Aktualisht, përhapja e produkteve dhe shërbimeve FinTek mbetet ende e vogël kundrejt shërbimeve dhe produkteve sipas modelit tradicional të industrisë financiare. Megjithatë, mundësitë që ofron FinTek e bëjnë të pashmangshëm adresimin e disa prej problematikave dhe sfidave me të cilat përballen autoritetet monetare në akomodimin e efekteve pozitive të tyre dhe adresimin e rreziqeve që lidhen me zhvillimet e shpejta të FinTek.

II.1. EVOLUIMI I TEKNOLOGJISË FINANCIARE DHE SFIDAT

Prania dhe sukcesi i deritanishëm i kript aktiveve sfidon tre aspekte të rëndësishme mbi të cilat është ngritur arkitektura ekzistuese financiare. Së pari, teknologjia algoritmike *blockchain* mbi të cilën ndërtohet emetimi i kriptomonedhës dhe administrimi i transaksioneve përbën një risi teknologjike me potencial për transformimin e shërbimeve financiare. Në veçanti, nëpërmjet kësaj teknologjie, Bitcoin synoi të konkurrojë në tregun e shërbimit të pagesave, duke pretenduar disa avantazhe kundrejt infrastrukturës tradicionale si shpejtësi dhe kosto të ulët transaksionesh. Në këtë drejtim, Bitcoin dhe teknologjia

blockchain sfiduan aktorët më të mëdhenj të sipërmarrjes në industrinë financiare me potencialin e tyre në tregun e shërbimeve të pagesave. Ndonëse vlera aktuale e transaksioneve në Bitcoin prej rreth 300-400 mijë transaksione ditore mbetet e vogël kundrejt totalit të transaksioneve të kryera me mjete tradicionale të pagesave, Bitcoin shërbeu si një katalizator për industrinë e pagesave¹. Vlera e volumit total të transaksioneve ditore të kryera me të gjitha kriptomonedhat është rritur në mbi 232 miliardë USD në muajin maj 2021, nga të cilat 22% realizohet me Bitcoin. Aktorët më të mëdhenj privatë të industrisë financiare tashmë janë duke eksploruar teknologjinë financiare për të revolucionarizuar industrinë e pagesave në terma të kohës dhe të kostove.

Së dyti, varietete të ndryshme të kriptomonedhave synojnë të konkurrojnë në tregun e parasë si forma alternative të ruajtjes së vlerës, si mjete pagesash dhe si matëse të vlerës. Kjo cilësi e kriptomonedhave i dallon ato dukshëm nga format e tjera të parasë elektronike të njehsuara me monedhën kombëtare. Bitcoin pretendon thyerjen e kësaj barriere dhe tashmë ka arritur të jetë në treg me një vlerë tregu të masës së Bitcoin në qarkullim prej 10 trilionë USD². Në total, vlera e tregut e të gjitha kriptomonedhave në qarkullim ka arritur në mbi 2.5 trilionë USD.

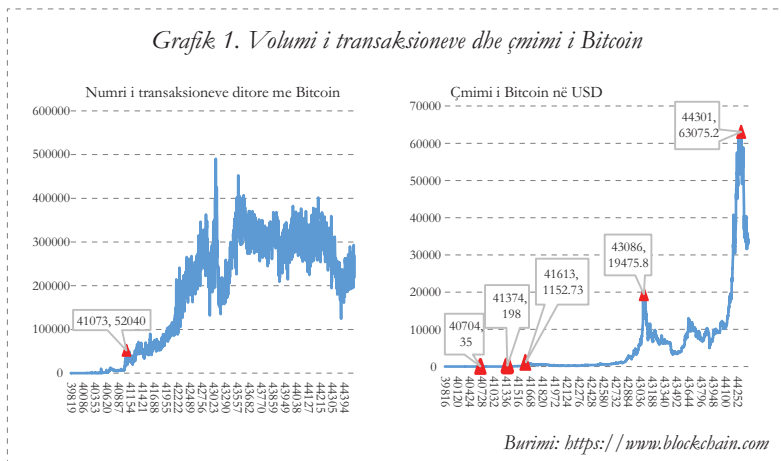
Së treti, natyra anonime e transaksioneve të kryera me kriptomonedha dhe mbulimi jo i plotë i aktiviteteve FinTek nga kuadri ekzistues rregullator e bëjnë të vështirë kontrollin e aktiviteteve jo të ligjshme dhe implementimin e politikave Kundër Pastrimit të Parave dhe Kundër financimit të Terrorizmit (KPP/KFT), si edhe implementimin e politikave të tjera për parandalimin e aktiviteteve të paligjshme.

Në vitet e para të emetimit të saj, Bitcoin nuk tërhoqi vëmendjen e autoriteteve publike dhe të botës akademike. Dalja e Bitcoin në treg për të konkurruar paranë sovranë në të tre rolet e saj u pa me

¹ *Problemi i shkallës, pamundësia për të shumëfishuar numrin e transaksioneve që kryhen për njësinë e kohës apo konsumi i lartë i energjisë, janë gjithashtu disa nga problematikat që dëmtojnë perspektivën e Bitcoin.*

² *Vlera e tregut prej 1 trilion USD u arrit kur çmimi i Bitcoin kaqi vlerën prej 63,500 USD për Bitcoin. Në muajt që pasuan, çmimi i Bitcoin pësoi rënie dhe vlera e tregut të Bitcoin në qarkullim ra në rreth 600 miliardë USD.*

skeptizëm. Fillimisht, emetimi në treg i Bitcoin në vitin 2009, menjëherë pas krizës globale të vitit 2008, nuk i dha ndonjë avantazh kriptomonedhës Bitcoin për t'u rritur si mjet shkëmbimi apo si mjet i ruajtjes së vlerës. As Kriza e Borxheve Sovrane të Eurozonës (KBSE) e viteve 2010-2012 nuk i dha asaj ndonjë hov dhe as nuk u shoqërua me ndonjë rritje të fortë të vëmendjes ndaj teknologjisë financiare si një alternativë ndaj tregut financiar tradicional³. Në fokus të komunitetit akademik, në periudhën 2009-2014, ishin kryesisht Kriza Financiare Globale dhe Kriza e Borxheve Sovrane të Eurozonës. Vetëm pasi tregu i letrave me vlerë të ekonomive të Eurozonës u stabilizua, në muajt maj-qershor 2012, tregu i kriptomonedhës Bitcoin tërhoqi vëmendje me rritjen e menjëhershme të volumit të transaksioneve ditore. Në muajin qershor 2012, volumi i transaksioneve të Bitcoin kërceu në 52 mijë transaksione ditore kundrejt nën 5 mijë transaksione në ditë në vitin 2011 dhe nën 1 mijë transaksione ditore gjatë vitit 2010. Që prej këtij kërcimi, volumi i transaksioneve me Bitcoin njohu rritje konstante deri në nivelet aktuale prej 200-400 mijë transaksione ditore (Grafik 1).



Përtej një paralelizmi kohor të ngjarjeve, është e vështirë të demonstrohet një lidhje shkakësore midis Krizës Financiare Globale të vitit 2008 apo Krizës së Borxheve Sovrane të Eurozonës 2010-2012, dhe zhvillimeve që pasuan në tregun e kriptomonedhave.

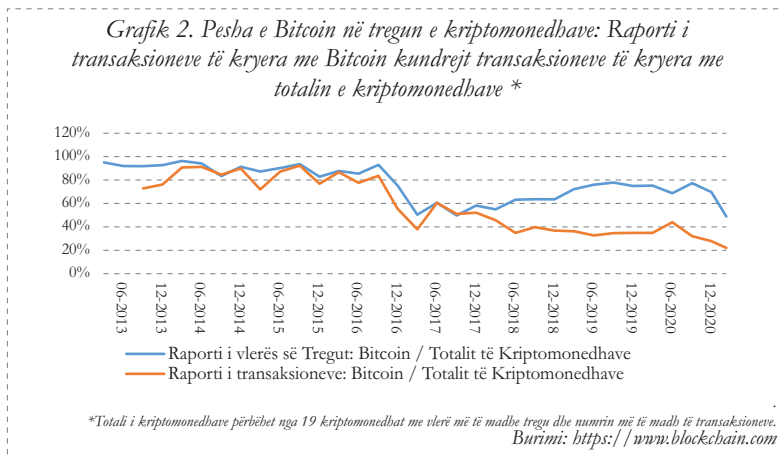
³ Vetëm në mesin e vitit 2012, numri i transaksioneve të Bitcoin preku nivelin 10 mijë USD dhe çmimi i Bitcoin u rrit në 5 USD për Bitcoin, ndërsa vlera e tregut të Bitcoin preku rreth 46,000,000 USD në fund të vitit 2012.

Megjithatë, është evidente se vetëm pas këtyre dy krizave dhe qetësimit të tregjeve financiare, kriptomonedha Bitcoin pësoi një rritje graduale në terma të volumit të transaksioneve. Edhe në terma të çmimit, episode të shkëputura të kërcimit të çmimit të Bitcoin mund të kenë shërbyer si forcë magnetike për aktorët që joshen nga oportuniteti për fitime të shpejta. Në disa nga këto episode të ndryshme, çmimi i Bitcoin është rritur me 300-400%, duke krijuar iluzionin e fitimeve të shpejta edhe pse numri i personave që fitojnë është i ngjashëm me numrin e atyre që humbasin nga luhatje të tilla çmimesh.

Arsyet e suksesit të këtyre kriptomonedhave mund të vlerësohen sa legjitime aq edhe në shkëlqje të kuadrit ligjor ose rregullativ. Nga njëra anë, nevoja e tregut për forma më të lira, më të shpejta të kryerjes së pagesave pa nevojën e një ndërmjetësi financiar, larg monopolit të sistemeve aktuale të pagesave dhe monopolit të bankave qendrore, u jep vlerë reale këtyre kryptoaktiveve. Megjithatë, një pjesë e këtyre avantazheve mund të realizohen edhe nga platformat digjitale të pagesave të ofruara nga gjigandët e teknologjisë, si pjesë e veçantë apo si pjesë e platformave ekzistuese. Nga ana tjetër, rritja e kërkesës për këto monedha mundësohet nga aktivitetet jolegjitime sikurse janë shkalla absolute e anonimitetit, e cila mundëson hapësira për aktivitete si pastrimi i parave, tregtimi i armëve apo i lëndëve narkotike, si edhe për financimin e terrorizmit.

Çfarë mbetet nga këto episode në një horizont kohor afatgjatë është efekti zinxhir që ato kanë në nxitjen e aktorëve të tjerë për të adoptuar teknologjinë *blockchain* dhe për të emetuar kriptomonedha të tjera me një varietet funksionesh që pasurojnë dhe diversifikojnë gamën e produkteve dhe shërbimeve financiare FinTek. Që prej fillimit të vitit 2014, një numër në rritje kriptomonedhash filluan të shfaqen në treg, një tendencë kjo që vazhdon edhe sot, ndonëse disa qindra prej tyre kanë dështuar në treg dhe disa qindra të tjerë janë emetuar në vitet e fundit. Pavarësisht kësaj dinamike konkurrenciale në industrinë krypto, sot numri i kryptoaktiveve dhe kriptomonedhave private në qarkullim është disa mijë. Si rezultat i konkurrencës së lartë të tyre, një numër në rritje i kriptomonedhave arrijnë të jenë të suksesshme dhe të gjejnë përdorim në kryerjen e transaksioneve. Rrjedhimisht, përqindja e transaksioneve që bëhen me Bitcoin tashmë është rreth

22% e totalit të transaksioneve që bëhen me 19 kriptomonedhat më të përdorshme në treg. Ky nivel është një kontrast i rëndësishëm kundrejt periudhës 2010-2014, kur 90-95% e transaksioneve në industrinë FinTek me kriptomonedha bëheshin me Bitcoin. Kjo rënie relative e përdorimit të Bitcoin, vërejtur edhe në vlerën relative të tregut, është rezultat i rritjes shumë të shpejtë të përdorimit të kriptomonedhave të tjera (Grafik 2).



Është evidente tashmë se për autoritetet publike kombëtare, në veçanti për bankat qendrore, ky sukses i një numri në rritje kriptomonedhash ngre pyetje fundamentale mbi të ardhmen e parasë në ekonominë globale të digjitalizuar. Për autoritetet publike, dhe pjesërisht edhe për industrinë financiare, sukcesi i mëtijshëm i kriptomonedhave ngre potencialisht problematika që prekin në themel arkitekturën e industrisë financiare.

Ndonëse në përmasa ende të vogla, kriptoaktivet tentojnë të zëvendësojnë paratë fizike ose aktivet financiare të njehsuara në monedhat kombëtare, duke fraksionuar sistemin financiar ekzistues, duke dëmtuar infrastrukturën ekzistuese të pagesave dhe duke u konvertuar në instrumente e aktive financiare të investueshme. Ky penetrim i kriptoaktivëve në arkitekturën ekzistuese financiare, në portofolet e investimit dhe në sistemet e pagesave, ka tërhequr vëmendjen e autoriteteve financiare dhe të bankave qendrore, të cilat

kanë filluar të mendojnë për rregullimin e këtyre tregjeve dhe për konceptimin e monedhave digjitale të bankave qendrore.

Përkundrajt këtyre problematikave, sfida kryesore me të cilën përballen autoritetet është qasja e autoriteteve me fokus rregullimin e tregut të kryptoaktiveve, si dhe të aktivitetit dhe të sipërmarrësve. Këto forma pagesash dhe monedhash digjitale mund të paraqesin probleme për stabilitetin financiar, kur marrin përhapje të gjerë dhe nuk kanë perspektivë afatgjatë. Nxitja për minimizimin e rreziqeve nga ekspozimi në rritje ndaj kryptoaktiveve dhe rrjeteve të pagesave me kryptoaktive kërkojnë që këto të rregullohen së pari për çështjen e stabilitetit financiar, si në formën e tyre origjinale ashtu edhe në instrumentalizimin e tyre si aktive të tregtueshme në tregun financiar. Rregullimi i tyre bëhet i domosdoshëm edhe parë nga perspektiva e mbrojtjes së konsumatorit. Ekspozimi i lartë i konsumatorëve ndaj kryptoaktiveve injekton nivel të lartë rreziku dhe luhatshmërie në portofolin e aktiveve të tyre. Gjithashtu, një shqetësim tjetër është se përhapja masive e këtyre kryptoaktiveve dhe spostimi i monedhës kombëtare mund të ulin fuqinë e transmetimit të politikës monetare deri në humbjen e kontrollit të ofertës së parasë në ekonomi, si dhe të instrumenteve të politikës monetare. Padiskutim, roli i instrumenteve të politikës monetare është thelbësor për zbutjen e luhatjeve të ekonomisë. Megjithatë, disa forma të kryptoaktiveve të cilat ankorojnë vlerën e tyre tek monedha vendase, sikurse janë *stablecoin* të njehsuara në vlerë me monedhën kombëtare të një ekonomie, mund të përmirësojnë sistemet e pagesave dhe të forcojnë rolin e politikës monetare. Rrjedhimisht, në këto kushte, prezantimi i një monedhe digjitale të bankës qendrore do të konkurronte alternativat private dhe do të krijonte kushtet për një transmetim më efektiv të politikës monetare.

Në fakt, autoritetet sovraane të ekonomive të zhvilluara duket se po ndjekin një përjasje investiguese të versioneve të ndryshme të parasë digjitale të bankës qendrore (Boar dhe Wehrli, 2021)⁴. Autoritetet sovraane të emetimit të parasë të ekonomive të mëdha me influencë globale kanë një përjasje të kujdesshme dhe të matur në komunikimin publik mbi mundësinë e prezantimit të tyre. Edhe

⁴ Një anketim i përvitshëm i bankave qendrore i kryer nga Banka për Rregullime Ndërkombëtare ka treguar se bankat qendrore "... kanë tendencë të zhvendosin vëmendjen e tyre nga fokusi në punë kërkimore konceptuale drejt eksperimentimit dhe projekteve pilot" (shih konkluzionet në faqe 14 të Boar & Wehrli (2021)).

institucionet ndërkombëtare kanë një prirje të ngjashme, duke mos përjashtuar as mundësinë e prezantimit në të ardhmen të monedhave digjitale kombëtare nga autoritetet sovraane të vendeve të ndryshme dhe as nevojën për një rregullim të aktivitetit që prek kryptoaktivitet në të ardhmen. Nevoja për të nxitur sa më shumë produkte inovative të FinTek-ut që rritin produktivitetin në sistemin financiar dhe për të kalibruar sa më mirë kuadrin rregullator me fokus minimizimin e rreziqeve, janë argumente për një përjasje të matur në këtë drejtim.

Megjithatë, fokusi i përjasjeve të institucioneve ndërkombëtare dhe autoriteteve publike ndaj monedhave digjitale kombëtare dhe ndaj rregullimit të aktivitetit FinTek është eksplorimi i hapësirave në të dyja drejtimet⁵.

- (i) Në drejtim të rregullimit të tregut të industrisë FinTek janë institucionet ndërkombëtare, si Bordi i Stabilitetit Financiar (BFS) dhe Komiteti i Bazelit për Mbikëqyrjen Bankare (KBMB), ato që kanë një rol koordinues të qasjes së autoriteteve kombëtare mbikëqyrëse. Kornizat ligjore dhe rregullatore të ekonomive synojnë konvergimin drejt parimeve bazë të propozuara nga këto institucione dhe të gjithë pranuar nga autoritetet financiare të vendeve me ekonomi tregu. Aktualisht, qasja e këtyre institucioneve fokusohet në:
 - (a) monitorimin e rreziqeve për stabilitetin financiar dhe vlerësimin sasior të aktivitetit të kryptoaktiveve në sistemin bankar;
 - (b) hartimin e një regjistri të rregullatorëve që mbulojnë aktivitetin e kryptoaktiveve në nivel kombëtar dhe të organizatave ndërkombëtare të angazhuara në monitorimin e këtij aktiviteti;
 - (c) përcaktimin e udhëzimeve rreth trajtimit të ekspozimit të bankave për qëllime të prudencës bankare.

Gjithashtu edhe institucionet e tjera si Grupi i Punës për Ndërhyrje Financiare (GPNF), Komiteti i Pagesave dhe Infrastrukturës së Tregut

⁵ *Për një përmbledhje të zgjeruar të qasjeve të institucioneve ndërkombëtare në drejtim të vlerësimit dhe rregullimit të aktivitetit FinTek, shih materialin e diskutimit të Bankës së Shqipërisë, Hoda (2019). Për një listë më të gjatë të materialeve të diskutimit të Bankës së Shqipërisë mbi teknologjinë financiare, shih Ahmetaj et al. (2019) dhe Ahmetaj et al. (2021).*

(KPIT), Autoritetet Evropiane të Mbikëqyrjes (Komisioni Evropian, 2018), si dhe institucione të tjera ndërkombëtare, janë të angazhuara në investigimin e ndikimit që mund të ketë përhapja e mëtejshme e aktiviteteve FinTek dhe e kryptoaktiveve për mirëfunksionimin e ndërmjetësimit financiar dhe për stabilitetin financiar. Kështu, GPNF këmbëngul në kujdesin që autoritetet kombëtare duhet të tregojnë në kuadër të rregullimit dhe monitorimit të aktivitetit të teknologjisë financiare sipas kornizës ekzistuese ligjore të masave kundër pastrimit të parave (KPP) dhe kundër financimit të terrorizmit (KFT) (GPNF, 2021)⁶.

- (ii) Në drejtim të emetimit të një versioni elektronik të parasë kombëtare ose të Parasë Elektronike të Bankës Qendrore (PEBQ), qasjet janë disi më të matura, duke u përqendruar vetëm në tentativa investiguese. Autoritetet monetare të shumicës së ekonomive të zhvilluara janë angazhuar në projekte konkrete, të cilat eksplorojnë implikimet e mundshme të karakteristikave të ndryshme të arkitekturës së PEBQ-së. Nga anketimet e përvitshme të Bankës së Rregullimeve Ndërkombëtare (BIS) me bankat qendrore, vërehet jo vetëm një rritje e vëmendjes së tyre për paranë elektronike, por edhe një përparim i disa prej bankave qendrore nga etapa e kërkimit konceptual drejt bindjes se paraja digjitale mund të jetë e pranishme në horizontin afatshkurtër ose afatmesëm (Boar & Wehrli, 2021).

Megjithatë, teksa alternativa e rregullimit dhe monitorimit të aktiviteteve FinTek lejon një përjasje graduale, emetimi i PEBQ-së përbën një kapërcim të madh të mënyrës sesi autoritetet monetare do të ushtrojnë funksionet e tyre. Në nivel teorik, Fernández-Villaverde dhe Sanches (2016) përpiqen të adresojnë nëse ka një ekuilibër ku të dyja format e parasë, publike dhe private, të ekzistojnë paralelisht. Ata dalin në përfundimin se ka të paktën një ekuilibër ku të dyja format e parasë mund të ekzistojnë. Megjithatë nga investigimet e deritanishme, rezulton se efektet që emetimi i PEBQ-së mund të ketë për politikën

⁶ Në dokumentin 1 të Komisionit Evropian për rishikimin e kuadrit të mbikëqyrjes (fq.4) Komisioni propozoi që "Autoritetet Evropiane të Mbikëqyrjes të mbajnë në konsideratë shërbimet Fintek në aktivitetin e tyre në mënyrë sistematike" (Komisioni Evropian, 2018). Në Rekomandimet e GPNF (version i azhurnuar), i kushtohet rëndësi identifikimit dhe vlerësimit të rreziqeve të Pastrimit të Parave dhe Financimit të Terrorizmit (PP & FT) në produktet dhe shërbimet e reja që mundëson teknologjia (shtih D.15. Teknologjitë e reja, f. 17, në versionin e azhurnuar të dokumentit elektronik në muajin tetor 2021).

monetare, stabilitetin financiar dhe makroekonomik, si dhe për ndërmjetësimin financiar, si një shtyllë e rëndësishme e zhvillimit makroekonomik të vendit, kanë një shkallë tepër të lartë pasigurie.

Për ta ilustruar këtë pasiguri, autoritetet sovrane po bashkërendojnë punën për investigimin e disa nga çështjet më të mprehta të cilat duhet të adresohen nga një autoritetet monetar që synon të emetojë një format elektronik të monedhës kombëtare. Alternativat e mundshme të hartimit të arkitekturës së një monedhe elektronike kombëtare dallojnë në aspekte si:

- (1) privatësia/anonimiteti;
- (2) aksesit në tregun e pagesave me vlerë të vogël kundrejt pagesave me vlerë të madhe;
- (3) arkitektura /emetuesi i PEBQ: banka qendrore ose ndërmjetësit financiarë;
- (4) platforma/infrastruktura: e decentralizuar kundrejt saj të centralizuar; dhe
- (5) teknologjia: monedhë elektronike kundrejt llogarisë elektronike.

Lista e mësipërme e çështjeve me të cilat përballen autoritetet monetare që hulumtojnë emetimin e një formati elektronik të parasë kombëtare nuk shtron të gjitha shqetësimet e tyre. Investigimi duhet të adresojë edhe implikimet që emetimi i PEBQ-së në ekonominë e mëdha mund të ketë për ekonomi më të vogla apo edhe siguria informatike e monedhave elektronike.

Gjithashtu, teksa qasja rregullative e industrisë FinTek duket se i shërben stabilitetit financiar, roli frenues i një qasjeje agresive rregullative ndaj produkteve inovative mund të jetë një kosto tepër e lartë për ekonominë globale. Në vend të një qasjeje agresive, institucionet mund të vlerësojnë potencialin e lejimit të zhvillimit të industrisë FinTek, përfshirjen e saj nën kornizën e kuadrit ekzistues rregullator dhe vlerësimin e meritave të emetimit të parasë elektronike të bankës qendrore. Në pjesën e mbetur do të fokusohem në disa nga çështjet më kritike që kanë ndikuar në stepjen e autoriteteve monetare të ekonomive, ku PEBQ-ja konsiderohet një projekt real.

II.2. IMPLIKIME TË MUNDSHME TË EMETIMIT TË PEBQ-SË PËR BANKINGUN QENDROR

Autoritetet monetare të ekonomive të zhvilluara duket se nuk i kanë ndalur përpjekjet e tyre të investigimit të efekteve që sjell emetimi i mundshëm i PEBQ-së. Fokusi kryesor i investigimit janë hapësirat për përmirësimin e sistemit të pagesave me vlerë të vogël në hapësirën digjitale, në përputhje me mandatet e bankës qendrore. Sistemi i pagesave me vlerë të vogël mund të përfitojë nga ulja e kostos së teknologjisë që sjell emetimi i PEBQ-së. Në të njëjtën kohë, autoritetet monetare ende mund të përdorin instrumentin e politikës monetare për të emetuar një monedhë elektronike lehtësisht të konvertueshme në likuiditet për sistemin financiar ose edhe në para fizike me një kurs fiks të këmbimit. Paraja elektronike e bankës qendrore do të ishte një formë ligjore dhe likuide e parasë kombëtare. Rrjedhimisht, PEBQ-ja do të duhet të përfshihej në agregatin likuid M1 të ofertës monetare dhe në këtë aspekt politika monetare mund të zhvillohej në mënyrën tradicionale⁷. Në fakt, një efekt pozitiv i PEBQ-së është se mund t'ia lehtësojë bankës qendrore kontrollin e ofertës së parasë. Në sistemin aktual financiar, nëse banka qendrore dëshiron të ndryshojë nivelin e çmimeve, ajo ose duhet të bëjë lehtësime sasiore, të zhvillojë operacione të tregut të hapur dhe/ose të rregullojë normat e interesit afatshkurtër, gjë që është problematike kur normat e interesit janë afër zeros. Një PEBQ do t'i jepte autoriteteve monetare aftësinë për të pasur kontroll të drejtpërdrejt ndaj vlerës së parasë kombëtare dhe për të ndikuar menjëherë dhe saktësisht në ofertën e parasë. Megjithatë, një vlerësim alternativ i BIS nënvizon se një efekt i ngjashëm në terma të përmirësimit të eficiencës së transmetimit të politikës monetare mund të arrihet edhe me instrumentet ekzistuese të politikës monetare, në mungesë të PEBQ-së (BIS, 2018)⁸.

Emetimi i PEBQ-së direkt nga autoritetet sovraane prek edhe kuadrin operacional të politikës monetare. Për të krijuar një detyrim të ri në masë të madhe, banka qendrore do të duhet të akumulojë një aktiv të sigurt. Ky aktiv do të ishte ose një letër me vlerë publike, sikurse

⁷ *Shih materialin e financiar nga Think-Tank i Parlamentit Evropian (Gerba & Rubio, 2019), ku diskutohet roli i monedhave virtuale në strukturën e ofertës së parasë. Autorët dalin në përfundimin se agregati M1 do të zgjerohet që të përfshinte paratë elektronike të bankës qendrore (faqe 25).*

⁸ *Materiale sugjeron se paraja elektronike e bankës qendrore nuk është një kusht apo domosdoshmëri për stimulimin e kërkesës agregate nëpërmjet transfertave direkte të publiku (seksioni 2.2, f. 8).*

janë bonot e thesarit dhe letra me vlerë private, ose valutë. Secila prej këtyre aktiveve prezanton bilancin e autoriteteve monetare me rreziqe të reja. Akumulimi i bonove të thesarit do të pakësonte sasinë e këtij mjeti të disponueshëm për ndërmjetësit financiarë. Rrjedhimisht, bankat do të kenë më pak mundësi t'i ofrojnë kolateral bankës qendrore për të marrë likuiditet nga kjo e fundit. Nevojat e tyre për likuiditet dhe kolateral, në kushtet e migrimit masiv të depozitave drejt PEBQ-së do të ishin po aq masive. Nga ana tjetër, letrat me vlerë të emetuara nga kompanitë private do të rritnin rrezikun e kredisë në bilancet e bankave qendrore, por do të rritnin edhe presionin politik ndaj bankës qendrore për të pranuar gjithnjë e më tepër të tilla në rast të nevojës për lehtësim sasior, sikurse ishte rasti gjatë krizës globale në ekonomitë e avancuara. Kjo do të prekte disi edhe pavarësinë e bankës qendrore. Së treti, plotësimi i kërkesës për PEBQ, duke blerë valutë do të cenonte regjimin e kursit të lirë të këmbimit. Së fundmi, akumulimi i aktiveve me afat të gjatë maturimi, publike ose private, apo i valutave, prek natyrën e bankës qendrore, e cila merr rol transformues të maturitetit dhe të rrezikut të kredisë në ekonomi. Ky është roli kryesor i ndërmjetësuesve financiarë.

Jo më pak i rëndësishëm është ndikimi që mund të ketë e drejta e jorezidentëve për të transferuar kursimet ose kapitalin e tyre në PEBQ të një ekonomie tjetër. Në perspektivën e vendeve emetuese të PEBQ-së, kjo e drejtë krijon mundësinë e largimit të shpejtë të kapitalit dhe të rritjes së presionit mbi tregjet e kursit të këmbimit. Për ekonomitë e vogla në zhvillim, PEBQ-të e ekonomive të zhvilluara hapin mundësinë e një euroizimi më të shpejtë kur këto të fundit përballen me goditje të forta makroekonomike (Carstens, 2021). Ndoshta më shqetësuese në këtë drejtim do të ishte paraja elektronike e bankës qendrore e formatuar në monedha elektronike, përkundërt formatimit si llogari elektronike dhe e lëshuar nga një bankë qendrore e besueshme. Një PEBQ e tillë në format monedhe elektronike, do të ishte një tërheqje e fortë për qytetarët në ekonomi të vogla, të hapura dhe me një shkallë të caktuar euroizimi.

Në këto kushte, qeveritë e ekonomive të vogla do të kenë motive të mjaftueshme për t'u bërë të vëmendshme dhe për të synuar një influencë modeste nëpërmjet institucioneve ndërkombëtare, në procesin e emetimit të PEBQ-ve nga ekonomitë e avancuara. Një

propozim i mundshëm për adresimin e këtij shqetësimi është mbajtja e kontrollit mbi përdorimin e PEBQ-ve mbi baza rezidenciale dhe kufizim të jorezidentëve në përdorimin e PEBQ-ve vetëm për disa transaksione të lejuara. Kjo mund të zvogëlojë rrezikun e flukseve të paqëndrueshme dhe zëvendësimin e monedhës në ekonomitë me prirje të lartë euroizimi. Kufizime të tilla do të kishin mjaft ngjashmëri me rregullat aktuale që rregullojnë hapjen e llogarive bankare nga jorezidentët jashtë vendit të tyre.

Gjithashtu, emetimi i PEBQ-së mbart rrezikun e një ndikimi të paqartë dhe të ndërlikuar në mekanizmin e transmetimit monetar dhe stabilitetin financiar. Në rastin e një krize financiare, kërkesa për para elektronike të emetuar nga bankat qendrore do të zëvendësonte atë për depozitat e bankave tregtare dhe kjo do të përbënte një kërcënim për stabilitetin financiar.

II.3. IMPLIKIMET E PARASË ELEKTRONIKE KOMBËTARE PËR NDËRMJETËSIMIN FINANCIAR

Përfshirja e teknologjisë algoritmike *blockchain*, e propozuar nga autori i Bitcoin, është joshëse për efikasitetin e pagesave me vlerë të vogël. Megjithatë, ka disa shqetësime të autoriteteve monetare mbi implikimet e parasë elektronike në modelin e biznesit të ndërmjetësuesve financiarë që kanë diktuar një stepje të tyre kur diskutohet mbi emetimin. Ka disa dimensione të ndërmjetësimit financiar, të cilat mund të preken nga emetimi i parasë elektronike ose digjitale.

Një linjë gjykimi i mëshon mundësisë që migrimi i mundshëm i depozitave bankare - një burim kryesor financimi për bankat tregtare - drejt PEBQ-së, të mund të kontraktojë kreditimin në ekonomi dhe format e tjera të ndërmjetësimit financiar. Një fenomen i tillë ka implikime të forta për sistemin financiar aktual dhe për stabilitetin financiar (Andolfatto, 2021). Qasja e drejtpërdrejtë në llogaritë e bankës qendrore do t'i mundësonte publikut të gjerë të mbajë aktive në formë elektronike në bilancin e bankës qendrore. Kjo do të krijonte nevojën e një regjistri të centralizuar që mundëson pagesa jashtëzakonisht të shpejta, pasi të gjitha llogaritë do të ishin në të njëjtin sistem pa pasur nevojë për ndërmjetës. PEBQ-ja është potencialisht pozitive

për sistemin financiar, nëse lejohet që konsumatorët përfundimtarë të kenë akses në bilancin e bankave qendrore, duke eliminuar kostot e ndërmjetësimit nga prania e bankave tregtare. Kjo mund të zvogëlojë disa rreziqe që bankat tregtare të mos jenë lehtësisht të falimentueshme, por do të shtonin rreziqe të tjera alternative, duke përqendruar aktivitetin ndërmjetësues në më pak aktorë të ndërmjetësimit financiar. Kundër kësaj rryme mendimi, ekziston një frymë alternative se në shumë ekonomi ekzistojnë mekanizma dhe produkte relativisht të shpejta dhe eficiente që përdorin tepricat e bankave tregtare, pa qenë nevoja e parasë elektronike të bankës qendrore për të kryer pagesat me shumë të vogël.

Një shqetësim tjetër i mundshëm është se gjatë situatave kur stresi rritet në sistemin financiar, si gjatë krizave financiare apo makroekonomike, kërkesa publike për PEBQ-në do të zëvendësonte atë për depozitat e bankave tregtare. Në kushte të tilla, të gjitha fondet do të rridhnin me shpejtësi në bankën qendrore duke kërcënuar stabilitetin financiar. Në funksion të furnizimit të ndërmjetësve financiarë me fonde likuide për të zëvendësuar depozitat e larguara, banka qendrore do të kthehej në një ndërmjetës të madh financiar. Prania e një depozite të sigurt në bankën qendrore mund t'i bëjë depozitat e bankave tregtare shumë të paqëndrueshme dhe efekti i një goditjeje financiare të vogël negative mund të amplifikohet shumë herë më shpejtë në cikle të forta biznesi dhe financiare. Kjo mund të rezultojë në paqëndrueshmëri të madhe dhe migrime të përsëritura të mjeteve financiare, të nxitura nga paniku, drejt formave të sigurta të parasë, sikurse është paraja elektronike e bankës qendrore (Cerutti, Claessens dhe Ratnovski, 2017).

Gjithashtu, nëse migrimi i depozitave bankare do të kthehej në fenomen masiv, do të rrezikohej edhe dalja jashtë përdorimit e mekanizmit të sigurimit të depozitave. Roli i bankave mund të ndryshojë nëse ndërmjetësit financiarë përballen me konkurrencë më të fortë në tentativën për të rikthyer depozitat e migruara drejt PEBQ-së që emetohet si detyrim i bankave qendrore. Ky eventualitet hipotetik do të ndërlikonte edhe mekanizmin e transmissioinit monetar.

Së fundmi, edhe për modelin ekzistues të biznesit të ndërmjetësimit financiar, zhvendosja e depozitave drejt bilancit të bankave qendrore mund të nënkuptojë një sfidë. Përveç humbjes së një burimi të

qëndrueshëm dhe të lirë financimi, ndërmjetësit financiarë do të humbnin të ardhurat nga komisionet e pagesave, nga stoku më i ulët i letrave me vlerë të qeverisë në bilancin e tyre dhe nga rrjeti i klientëve dhe komisionet e tjera të përfutuara nga biznesi me këta klientë.

II.4. PERSPEKTIVA E POLITIKAVE QË ADRESOJNË SFIDAT E FINTEK

Emetimi i parasë elektronike të bankës qendrore është një zgjedhje kombëtare. Realizimi i një projekti të tillë, pavarësisht në cilën ekonomi, do të transformonte marrëdhënien e individëve, sipërmarrjeve dhe institucioneve private e publike me paranë dhe me njëra-tjetrën. Një ekuilibër i ri mund të krijohet jo vetëm në industrinë financiare, por edhe në financat publike, në bankingun qendror dhe në sektorin real, si rezultat i mundësisë për të implementuar politika të reja monetare dhe makroekonomike. Megjithatë, nisma të tilla kanë implikime të shumëfishta për ekonominë. Edhe më të rëndësishme janë implikimet e nismave të tilla të ndërmarra nga bankat qendrore të vendeve të avancuara, të cilat kanë potencialisht implikime globale.

Bankat qendrore duhet të vazhdojnë të monitorojnë zhvillimet në inovacionet digjitale, si dhe të analizojnë implikimet e mundshme të parasë elektronike të bankave qendrore për fushat që janë thelbësore në mandatin e bankës qendrore. Në veçanti për vendet e vogla në zhvillim, prania e euroizimit në bilancet e sistemit financiar nxit nevojën për një vlerësim edhe më rigoroz të implikimeve që mund të ketë emetimi i parasë elektronike nga bankat qendrore, monedha e të cilave shërben si rezervë ndërkombëtare. Në këtë linjë, qasjet e FED-it dhe Bankës Qendrore Evropiane (BQE) janë të rëndësishme për ekonominë e vogla.

Pavarësisht modelit eventual të parasë elektronike të bankave qendrore dhe kujdesit të treguar nëpërmjet kornizave rregullatore, hartimi i arkitekturës së parasë elektronike të bankave qendrore do të diktojë një rishikim jo vetëm të rolit të ndërmjetësuesve financiarë dhe modelit të tyre të biznesit, por edhe të bankës qendrore. Një arkitekturë e mirëmenuar e parasë elektronike do të mundësonte ruajtjen e sistemit financiar me dy nivele dhe efektivitetin e politikës monetare dhe politikave makroprudenciale për garantimin e stabilitetit financiar.

Megjithë përfitimet dhe përqaftimin e gjerë nga publiku, paraja elektronike mbetet një fenomen i ri që kërkon studime e plotësime të mëtejshme, jo vetëm për konceptimin, institucionalizimin dhe funksionimin e saj, por edhe për implikimet dhe përfitimet që do të ketë për shoqërinë. Vetëm kur këto kosto të kuptohen e të vlerësohen saktë nga studimet apo eksperimentet aktuale, do të jetë e mundur që të ketë një vendim të qartë dhe ndoshta një miratim apo udhëzim të përgjithshëm edhe nga institucionet monetare e financiare ndërkombëtare, të cilat janë partnere të përhershme të politikëbërjes, veçanërisht në ekonominë në zhvillim. Besoj se shumica e bankave të tjera qendrore, do të vazhdojnë të ndjekin me interes dhe përkushtim zhvillimet në këtë fushë, deri në formimin e një opinionit dhe një konsensusi të pranuar gjerësisht, të paraqitur në formën e udhëzimeve të mirë përcaktuara për institucionalizimin e instrumenteve digjitale dhe politikëbërjen e kujdesshme dhe gjithë çështjet e tjera që lidhen me to.

Për ekonominë e vogla të hapura, monedhat e të cilave nuk janë mjete të rezervave ndërkombëtare, angazhimi në projektet kombëtare të parash digjitale, masa dhe shpejtësia e implementimit të tyre do të përcaktohet nga qëndrimi global dhe i institucioneve financiare ndërkombëtare si FMN-ja etj. Megjithatë, digjitalizimi dhe paraja digjitale përfaqësojnë një risi teknologjike që aktualisht është prezente në jetën ekonomike e financiare që është adaptuar dhe ka gjetur përdorim të gjerë nga publiku dhe institucionet financiare. Kërkesa e madhe për këto aktive ka nxitur krijimin e një industrie të re që synon “*mining*”, apo vjeljen e monedhave digjitale. Kjo industri që gjeneron një vlerë të konsiderueshme për “vjelësit e monedhave” është rritur duke lënë një gjurmë të konsiderueshme jo vetëm në krijimin e vlerave materiale, por edhe në konsumin e burimeve natyrore dhe të energjisë elektrike. Vlerësohet se nevojat aktuale për gjenerimin apo vjeljen e Bitcoin në rang global janë të barabarta me konsumin energjetik të një ekonomie të vogël. Ky fakt nxjerr në pah një anë tjetër të rëndësishme të monedhave digjitale që lidhet me koston apo gjurmën e tyre të konsiderueshme ekologjike, si dhe kosto të mbartura për mjedisin e ndryshimet klimatike. Kjo lidhje ndërmjet financës dhe mjedisit është shumë më e madhe dhe ka implikime të drejtpërdrejta për bankën qendrore dhe politikëbërjen e saj, implikime në të cilat do të ndalem në vijim.

III. NDRYSHIMET KLIMATIKE: NJË RISK GLOBAL QË KËRKON NJË PËRGJIGJE GLOBALE TË PËRBASHKËT

Ndryshimi i klimës është ndoshta kërcënimi më i madh me të cilin po përballet aktualisht njerëzimi. Ky kërcënim vë në plan të parë nevojën për veprime urgjente për të kuptuar shkaqet, për të ndërmarrë politika e për të konceptuar instrumente për të ngadalësuar ndikimin e aktivitetit njerëzor në ndryshimet klimatike.⁹ Objektivi global përcaktuar në Marrëveshjen e Parisit (2015), kërkon një përgjigje mbarë botërore me qëllim: “mbajtjen e rritjes së temperaturës globale këtë shekull nën 2 gradë celsius dhe kufizimin e rritjes së mëtejshme të temperaturës deri në 1.5 gradë celsius”. Konsensusi i dalë nga raportet e ndryshme me evidencën e fakteve dhe projeksionet shkencore që paraqiten në to janë një kujtesë e fortë për të gjitha vendet se nëse nuk fillojmë të ndërmarrim urgjentisht veprime përmirësuese, bota do të kalojë periudha të vështira.

Fatkeqësisht u desh një goditje negative si pandemia dhe ndalimi i aktivitetit ekonomik i shkaktuar si përgjigje ndaj saj, që kostot e mëdha mjedisore të shkaktuara nga aktiviteti njerëzor të bëheshin të dukshme edhe për publikun e gjerë, e që ndërgjegjësimi i tij për impaktin që ne kemi mbi planetin të rritej. Mbas këtij episodi, publiku ndoshta ndjehet më afër qëndrimit të mbajtur nga shkenca, grupet ambientaliste në lidhje me dëmet mjedisore e klimatike të shkaktuara nga aktiviteti njerëzor. Megjithatë, kjo nuk është e mjaftueshme për të kuptuar koston e plotë që ndryshimi i klimës e mjedisit kanë mbi të ardhmen dhe prosperitetin tonë ekonomik. Aktualisht diskutimi i ndryshimeve klimatike dhe mjedisore fokusohet rreth ndryshimeve të temperaturave, reshjeve, e ndryshimeve të drejtpërdrejta e të tërthorta në mjediset e botës bimore e shtazore. Që analiza të jetë e plotë, ky diskutim duhet të shoqërohet me ndikimin që këto ndryshime në temperatura, reshje, mikroklima e mjediset, kanë në faktorët e prodhimit, në kapacitetet prodhuese, në qëndrueshmërinë makroekonomike e stabilitetin financiar për secilën ekonomi. Fatmirësisht, një pjesë e literaturës ekonomike e financiare ka filluar ti kushtojë vëmendje pasojave të mundshme të ngrohjes globale në

⁹ *AR6 Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change (IPCC)* <https://www.ipcc.ch/reports/>

treguesit kryesorë makroekonomikë, të tillë si inflacioni (Parker *et al.*, 2018), çmimet e pasurive të paluajtshme (Bernstein *et al.*, 2019; Baldauf *et al.*, 2020) dhe produktiviteti i punës (Zhang *et al.*, 2018; McKinsey Global Institute, 2020), megjithatë mund të thuhet se ka ende shumë nevoje për studime në këto drejtime.

Alarmit të studiuesve të klimës për rreziqet e ndryshimeve klimatike dhe nevojën për parandalimin e katastrofave klimatike, prej vitesh i janë përgjigjur edhe bankat qendrore. Perceptimi se ndryshimet klimatike e mjedisore janë goditje negative me kosto të lartë ekonomike e shoqërore që ndikojnë drejtpërdrejtë në realizimin e objektivave të bankës qendrore, ka bërë që interesi dhe kërkimi të shtrihen nga academia te institucionet monetare. Këto nuk janë mjaftuar vetëm me angazhimin dhe përfshirjen në forumet ndërkombëtare të organizuara për klimën, por e kanë përfshirë faktorin klimë në listën e përparësive kryesore të kërkimit e analizës, si dhe të vendimmarrjes, duke ngritur Rrjetin e Bankave Qendrore dhe Autoriteteve Mbikëqyrëse për Gjelbërimin e Sistemit Financiar (NGFS). Qëllimi i këtij grupi është të studiojë e të diskutojë efektet potenciale negative të ndryshimeve klimatike në qëndrueshmërinë ekonomike e financiare, dhe të konceptojë dhe të ndajë me bankat anëtare praktikat më të mira të vendimmarrjes për kufizimin e ndikimit dhe kontrollin e rreziqeve që mund të vijnë nga ndryshimet klimatike. Banka e Shqipërisë iu bashkua Rrjetit për Gjelbërimin e Sistemit Financiar (NGFS) si anëtare me të drejta të plota në vitin 2020, duke synuar që jo vetëm të përfitojë nga kërkimi, analiza dhe diskutimet, por edhe të jetë një anëtare aktive dhe të japë kontributin e vet modest në këtë komunitet.

Për shkak të kompleksitetit dhe pasigurisë së modelimit të ngjarjeve klimatike, kombinuar dhe me mangësinë e të dhënave, studimi për të vlerësuar efektet e rrezikut fizik të ndryshimeve klimatike në stabiliteti financiar apo edhe për realizimin e “stres testeve” për rrezikun klimatik është i vështirë që në fazat fillestare. Për rrjedhojë vlerësimi i plotë e i saktë i efekteve negative nga ndryshimet klimatike e mjedisore do të jetë një nga sfidat kryesore me të cilat do të përballen bankat qendrore në të ardhmen. Zhvillimet mjedisore dhe klimatike do të përcaktojnë e do të jenë një sfidë e rëndësishme edhe për vendimmarrjen dhe hartimin e politikave të bankave qendrore në të ardhmen. Në këtë drejtim në funksion të vendimmarrjes së duhur,

bankat qendrore do të duhet të kuptojnë dhe të përlllogarisin me saktësi të besueshme kufirin optimal të mbështetjes së ekonomisë pa dëmtuar ekuilibrin ekologjik, duke përcaktuar edhe instrumentet e nevojshme për implementimin e kësaj politike.

Rrjedhimisht qasja e vetme për arritjen e objektivave ekonomike është që autoritetet të marrin në konsideratë e të sigurojnë qëndrueshmërinë e sistemeve ekologjike që mbështesin jetën dhe aktivitetin ekonomik, për të garantuar eliminimin e kërcënimeve klimatike dhe për të siguruar rikthimin e qëndrueshmërisë mjedisore. Vështirësia në arritjen e një ekuilibri të tillë ka angazhuar krijimin e aleancave ndërkombëtare të shumë aktorëve të përfshirë në përgjegjshmërinë sociale dhe ligjore ndaj ndryshimeve klimatike.

III.1. DILEMA: BANKA QENDRORE DHE NDRYSHIMET KLIMATIKE

Për ta nisur edhe një herë me pandeminë, kur bota ndaloi për disa javë, mjedisi u pastrua dhe ndotja u zhduk siç u pa qartë nga imazhet satelitore të një atmosfere pa smog. Ky eksperiment natyror solli një provë e ndërgjegjësoi për efektin e aktivitetit ekonomike e social mbi natyrën dhe madhësinë e dëmit mjedisor të shkaktuar nga aktiviteti njerëzor. Por ky përmirësimi i përkohshëm mjedisor erdhi me kosto të jashtëzakonshme njerëzore dhe ekonomike. Në këtë kuptim, pandemia ilustroi me një shembull të qartë një nga dilemat më të mëdha me të cilat përballlet njerëzimi. Nëse duam natyrë e mjedis të pastër dhe klimë të qëndrueshme, a duhet të ndalojmë aktivitetin ekonomik dhe të përballojmë koston e madhe?

Gjetja e këtij ekuilibri që në dukje perceptohet si një vendimmarrje politike, është në fakt një vendimmarrje ekonomike e bazuar në analizën financiare të kosto–përfitimit. Kjo është një detyrë e shkencës së ekonomisë e financës, përmes së cilës ky diskutim vjen deri te banka qendrore e sistemi financiar. E thënë më thjeshtë, përmes një shembulli konkret, nxitja e aktivitetit ekonomik përmes politikës monetare në kushtet dhe teknologjitë aktuale mund të shoqërohet me ndotje të mjedisit dhe gjithë pasojat negative që vijnë prej saj. Akumulimi i këtyre pasojave në afatin e gjatë ka një efekt negativ në

kapacitetet prodhuese dhe rritjen e kostove të jetesës, përmes ndotjes dhe shterimit të burimeve e kapaciteteve prodhuese, si edhe përmes kostove të katastrofave mjedisore e atyre të motit. Të cilat, kanë kosto të lartë ekonomike e sociale, që në mënyrë të pashmangshme transmetohen në problematika të stabilitetit të çmimeve dhe të stabilitetit financiar. Rrjedhimisht problemet mjedisore nuk mund të mbeten jashtë vëmendjes së bankave qendrore.

Shkenca e klimës ka përcaktuar “tavanin ekologjik” të jetës në planetin tonë, duke identifikuar kufijtë e 9 dimensioneve ekologjike të domosdoshme për të mbështetur jetën në tokë. Kalimi i këtyre kufijve përmes ndotjes, p.sh. duke ndjekur objektivin e rritjes së PBB-së bazuar në teknologjitë dhe burimet energjetike aktuale, do rezultonte në degradimin e mjedisit në mënyrë të pakthyeshme. Kjo do të ndryshonte rrënjësisht karakteristikat e mjedisit dhe ekosistemit, duke shkatërruar kapacitetet prodhuese të të mirave materiale të domosdoshme për aktivitetin ekonomik. Prekja, ndotja dhe tkurrja e burimeve ujore, tokave pjellore, ajrit dhe e oqeanëve; thatësitrat dhe përmbytjet, humbja e habitateve, ndryshimi i mikroklimave apo shkatërrimet e infrastrukturës nga katastrofat natyrore do të ndikojnë në mënyrë të konsiderueshme kapacitetet prodhuese, çmimet e produkteve dhe qëndrueshmërinë financiare të ekonomive tona. Madje në skenarin ekstrem do të vështirësonin vetë ekzistencën e jetës në Tokë. Përgjegjësia parësore për parandalimin e fatkeqësive nga ndryshimet klimatike është vendosur mbi ligjvënësit dhe qeveritë, të cilët miratojnë dhe administrojnë respektivisht politikat mjedisore dhe përshtatjen e tyre sipas sektorëve të ekonomisë për kontrollin e kostove mjedisore dhe zbutjen e rreziqeve që lidhen me to.

Meqenëse ndotësit (prodhuesit) marrin të gjithë përfitimin nga aktiviteti ekonomik, por vetëm një fraksion të vogël të kostos së ndotjes, që në tërësi mbartet nga e gjithë shoqëria, institucionet legjislative kanë përgjegjësinë për ngritjen e kuadrit legjislativ dhe të institucioneve që kontrollojnë e administrojnë kostot mjedisore në të gjithë sektorët e ekonomisë. Qeveritë kanë mandatin dhe instrumentet për parandalimin dhe minimizimin e pasojave nga ndryshimet klimatike. Qëllimi i këtyre politikave është që duke balancuar kostot dhe përfitimet për ndotësit të vendosë një ekuilibër të qëndrueshëm të prodhimit, bazuar në teknologjinë aktuale, dhe njëkohësisht të

përgatisë dhe të mbështesë ekonominë për të realizuar kalimin gradual drejt përdorimit të teknologjive alternative që bazohen në burimet e pastra, të qëndrueshme e të ripërtëritshme. Përmes imponimit të kostove dhe shënjestrimit të investimeve, qeveritë ndihmojnë tregun të përzgjedhë projektet eficiente në këndvështrimin e maksimizimit të fitimit dhe minimizimit të kostove, përfshirë edhe ato mjedisore. Në këtë proces një rol të rëndësishëm ka sistemi financiar dhe si rrjedhojë edhe banka qendrore. Kjo pasi investimet private financohen kryesisht me anë të kredisë bankare lëshuar nga institucionet financiare që mbikëqyren kryesisht nga bankat qendrore.

Bankat qendrore i kanë modeluar e analizuar kostot mjedisore e klimatike si goditje/ në kuadrin e politikës monetare apo stres-testeve të stabilitetit financiar, si goditje të rralla e të përkohshme të kahut të ofertës. Impakti i tyre në nivel makroekonomik gjithmonë është ekuilibruar plotësisht në terma afatshkurtër ose afatmesëm. Ndryshe nga ky perceptim, statistikat tregojnë se përmbytjet, thatësitat dhe fatkeqësitë e tjera klimatike e mjedisore po ndodhin me një frekuencë më të lartë dhe më të rregullt, e po shtrihen e përhapen gjithnjë e më shumë gjeografikisht. Kjo dhe alarmi i shkencëtarëve të mjedisit tregon se këto ngjarje nuk duhet të shikohen më si goditje të veçuara, por që tashmë janë materializuar dhe duhet të jenë pjesë integrale e vendimmarrjes së politikës monetare dhe të stabiliteti financiar. Si rrjedhim pritet që problematikat e klimës e të mjedisit të paraqesin një bashkësi problemesh me të cilat bankat qendrore do të përballen dhe duhet të jenë të përgatitura t'i adresojnë ato në të ardhmen si pjesë e normalitetit të tyre.

III.2. IMPLIKIMET PËR OBJEKTIVAT E BANKËS QENDRORE: PËRFSHIRJA E KLIMËS DHE E MJEDISIT NË OBJEKTIVAT E BANKËS QENDRORE

Studime të shumta e konfirmojnë se ngjarjet e lidhura me klimën mund të ndikojnë në zhvillimet makroekonomike dhe stabilitetin financiar të çdo ekonomie (FSB (2020)). Duke marrë shkas nga këto diskutime, më poshtë do të ndalem në diskutimin e disa prej sfidave me të cilat do të përballen autoritetet kombëtare dhe bankat qendrore, rrjedhimisht, përbëjnë sfida edhe për Bankën e Shqipërisë.

Bolton, *et al.*, 2020¹⁰, në materialin e tyre, goditjet klimatike i kanë shpjeguar duke i kategorizuar si goditje të kërkesës dhe të ofertës. Për efekt të ndikimit që rreziqet klimatike kanë në treguesit kryesorë ekonomikë, këto rreziqe klasifikohen si: rrezik fizik ndaj motit ekstrem; rrezik fizik prej ngrohjes globale; dhe rrezik i tranzicionit drejt një ekonomie me “karbon të ulët”. Gjithashtu Bolton, *et al.*, 2020 tregojnë se rreziqet fizike në lidhje me ndryshimin e klimës mund të shkaktojnë kosto të larta për ekonominë si në mënyrë direkte, përmes koston së lartë të riparimit të infrastrukturës dhe përballimit të humbjeve, edhe në mënyrë të indirekte nëpërmjet rreziqeve tranzitore që lidhen me mungesën e strategjive për mirë-administrimin e goditjeve negative të kostove dhe sasive të prodhimit e rreziqeve të tjera të paparashikuara. Rreziqet fizike dhe ato të tranzicionit kanë një efekt të drejtpërdrejtë mbi faktorët e prodhimit dhe rritjen globale të prodhimit, tregtisë e furnizimit dhe përmes këtyre faktorëve mund të ndikojnë çmimet e mallrave e të shërbimeve. Ky ndikim i dyfishtë në formën e prodhimit më të ulët dhe çmimeve më të larta rrisin rrezikun financiar sistemik dhe çenojnë realizimin e dy objektivave të rëndësishëm, stabilitetin e çmimeve dhe atë financiar. Për të ilustruar konkluzionin e mësipërm mjafton të kujtojmë se shkatërrimi i habitateve apo ndryshimi i kushteve klimatike (për shembull në sajë të pakësimit të rreshjeve) në rajonet bujqësore, për një produkt të caktuar, shoqërohet në rastin më të mirë me rritjen e kostove të prodhimit dhe në rastin më të keq në humbjen totale të prodhimit dhe reduktimin e prodhimit në shkallë globale. Kjo jo vetëm që do të çonte në rritjen e çmimit të produkteve të ndikuara duke shkaktuar inflacion, por do të dëmtonte edhe të ardhurat dhe ekzistencën e fermave prodhuese të këtyre kulturave bujqësore.

Po kështu edhe financimi i tranzicionit nga teknologjitë e vjetra me kosto mjedisore të teknologjitë e reja me impakt zero ose minimal mjedisor e klimatik përshkallëzon rritjen e çmimeve dhe rreziqet financiare. Kjo ndodh për faktin se zëvendësimi i menjëhershëm i teknologjive ekzistuese dhe riorientimi i investimeve dhe kredisë bankare drejt teknologjive zëvendësuese me impakt minimal (ose zero) shteron mbështetjen financiare për strukturat dhe teknologjitë prodhuese aktuale. Kjo zhvendosje e burimeve financiare drejt rritjes

¹⁰ “The green swan- Central banking and financial stability in the age of climate change“ BIS; 2020.

së investimeve në teknologjitë e reja, p.sh. për energjinë, shoqërohet me kufizim ose mungesë rritjeje të kapaciteteve prodhuese aktuale, të cilat bazohen në teknologjitë ekzistuese, duke kufizuar ofertën ndërkohë që kërkesat globale vijnë gjithnjë në rritje. Nga ana tjetër, teknologjitë ekzistuese kushtojnë më pak se ato të reja dhe janë më produktive për realizimin e objektivit të fitimit nga ana e sipërmarrësve prodhues, ndërsa kostot klimatike janë publike dhe të pa përfshira në koston e prodhimit. Përkundrazi, kostoja më e lartë e teknologjive të reja me impakt klimatik zero transmetohet në kosto më të lartë të prodhimit të mallrave dhe shërbimeve për sipërmarrësit. Efekti i parë negativ mund të zbutet duke adoptuar një përjasje graduale të amortizimit të teknologjive ekzistuese me shkallë të lartë ndotjeje të klimës.

Megjithatë, presioni për adresimin sa më shpejt të ngrohjes globale duket se do të diktojë politika të forta nga ana e organizmave ndërkombëtarë në drejtim të zëvendësimit sa më të shpejtë të teknologjive ndotëse. Efekti i dytë negativ i koston së lartë të teknologjive të reja me ndotje zero do të mund të zbutet në sajë të një ritmi më të lartë të inovacionit. Por edhe në këtë rast, kërkimi dhe inovacioni kushtojnë, si në terma financiarë edhe në terma të kohës. Objektivat aktualë të përcaktuar në samitin e COP26 për pakësimin e emetimit të tymrave ndotëse dhe të ngrohjes globale kërkojnë një qasje të shpejtë të zëvendësimit të teknologjive të vjetra ndotëse. Rrjedhimisht, impakti i tranzicionit drejt teknologjive të reja në çmime më të larta të produkteve dhe të shërbimeve përkthehet në goditje negative në investime dhe në kahun e ofertës, duke i vendosur respektivisht prodhuesit dhe përdoruesit e produkteve në vështirësi financiare dhe duke u bartur më tej edhe në shkallë më të lartë të rrezikut sistemik.

Për arsyet e ilustruara më lart, disa banka qendrore po shqyrtojnë specifikimin e ndryshimeve klimatike në objektivin apo mandatin e bankës qendrore, duke vlerësuar sfidat që këto ndryshime paraqesin për to. Nën këndvështrimet e objektivave dhe politikave që administron një bankë qendrore, këto sfida janë të shumta dhe të rëndësishme. Ato janë paraqitur në vijim në mënyrë të përmbledhur, duke u kategorizuar si implikime për politikën monetare, stabilitetin financiar dhe për mbikëqyrjen bankare.

III.2.1. Implikimet për vendimmarrjen e politikës monetare

Pasiguria e ndryshimeve klimatike ka të ngjarë të ndikojnë në zhvillimin e politikës monetare në tre mënyra të rëndësishme.

Sfida e parë në vendimmarrjen e politikës monetare ka të bëjë me identifikimin e saktë të goditjeve klimatike dhe identifikimin e efekteve të tyre. Në aspektin praktik të vendimmarrjes, identifikimi i saktë i problematikave është i rëndësishëm për përcaktimin e supozimeve bazë mbi të cilat do të ngrihen modelet e analizës dhe të parashikimit për qëllimet e politikës monetare dhe të stres testeve të stabilitetit financiar. Kjo mbetet një sfidë, pasi qasjet tradicionale të modelimit bazohen në analizën empirike të zhvillimeve historike (bazuar në ciklet e mëparshme ekonomike e financiare), ndërkohë që evoluimi i klimës e i mjedisit do të diktojë zhvillime dhe pritje në forma dhe përmasa të padokumentuara më parë. E thënë më thjesht: sa më të pasakta të jenë modelet për vlerësimin e efekteve të “goditjeve” mjedisore e klimatike, aq më të shmangura do të jenë parashikimet ekonomike e financiare nga realiteti dhe rrjedhimisht aq më i gabuar do të jetë gjykimi i vendimmarrjes së politikës monetare. Nëse vlerësimet do të gabojnë në parashikimin e tendencave të zhvillimeve klimatike dhe efekteve të tyre, vendimmarrja e politikës monetare në afatin e mesëm e afatin e gjatë do të vendoset në kundërshtim me zhvillimet ekonomike dhe në vend që të amortizojë do të amplifikojë goditjet në ekonomi.

Rreziqet e lidhura me klimën, si ato fizike dhe ato të tranzicionit, karakterizohen nga një jolinearitet dhe pasiguri e thellë, teksa mundësia e materializimit të tyre nuk pasqyrohet në të dhënat historike dhe rreziku i konsekuencave ekstreme nuk mund të përjashtohet. Në këtë kontekst, qasjet tradicionale të vlerësimit të rreziqeve janë pak ose aspak të dobishme në drejtim të vlerësimit të rreziqeve të ardhshme në lidhje me klimën. Ndaj sfida kryesore e bankave qendrore do të jetë riformulimi i qasjeve të reja dhe riorganizimi i modeleve ekzistuese të vlerësimit të rreziqeve.

Për më tepër është ende e vështirë të përcaktohet saktësisht se ku dhe me ç’frekuencë apo madhësi do të shfaqen efektet e kostove klimatike. Me këtë kam parasysh se ku do të godasin më fort dhe

më shpesh rreziqet fizike e tranzitore. A do të jenë goditjet më të theksuara në çmime, tregun e punës, PBB-në apo në tregues të tjerë ekonomikë e financiarë? Si do të ndikohet marrëdhënia ndërmjet këtyre treguesve, si rrjedhojë e rreziqeve fizike e atyre tranzitore? Historia monetare na tregon se këto konsiderata luajnë një rol të rëndësishëm në përcaktimin e objektivit primar të bankës qendrore dhe politikës së saj monetare. Pra implikimet e një ndryshimi klimatik mund të çojnë në rishikimin e mandatit dhe objektivit kryesor të bankës qendrore.

Sfida e tretë është gjetja e një të mesme të artë për qëndrimin dhe mbështetjen e projekteve e teknologjive të reja të bazuara në shfrytëzimin e burimeve të pastra të qëndrueshme e të ripërtëritshme të energjisë. Siç është shpjeguar më lart, konvertimi tërësor drejt këtyre burimeve është një proces afatgjatë, i mundimshëm dhe me kosto. Nëse aktualisht të gjitha fondet do të drejtohen nga projektet dhe teknologjitë e së ardhmes, kjo do të linte pa financim burimet aktuale të energjisë, të cilat, në mungesë të financimit e kanë të pamundur plotësimin e kërkesës gjithnjë e në rritje për energji. Rrjedhimisht, për një periudhë afatgjate deri në plotësimin e të gjitha nevojave nga teknologjitë e reja të pastra, tregu do të përjetonte një deficit strukturor të energjisë, duke dëmtuar një nga hallkat më të rëndësishme të zinxhirit të prodhimit në ekonomi. Në perspektivën e mandatit të bankës qendrore, kjo do të shoqërohej me rritje të çmimit të energjisë, të kostove të prodhimit në ekonomi dhe rrjedhimisht në inflacion, duke penguar apo vështirësuar arritjen e objektivit të politikës monetare dheme probabilitet të lartë, edhe stabilitetin ekonomik e financiar të të gjithë ekonomisë.

III.2.2. Implikimet për stabilitetin financiar

Ndryshimet klimatike mund të pritet të rrisin cënueshmërinë e stabilitetit financiar. Për publikun e gjerë, stabiliteti financiar nuk është lehtësisht i perceptueshëm dhe i matshëm sikurse stabiliteti i çmimeve. Cenimi i stabilitetit financiar shfaqet me siguri për publikun vetëm pasi tregjet financiare goditen nga krizat dhe stabiliteti ka humbur. Krizat zakonisht ndodhin si rezultat i rreziqeve të akumuluar pa u vënë re ose, kur goditjet negative në tregjet financiare janë nënvlerësuar dhe konsideruar si fenomene

pa pasoja ekonomike e financiare. Ndaj identifikimi dhe vlerësimi i rreziqeve financiare është një mjet i mirë parandalues për sjelljet apo fenomenet që dëmtojnë stabilitetin e secilit institucion financiar më vete dhe të sistemit financiar në tërësi. Njëkohësisht, politikat makroprudenciale synojnë të garantojnë që çdo institucion të mund të absorbojë humbjet, duke vazhduar të ofrojë shërbime financiare për klientët e vet dhe pa transmetuar goditjen në pjesën tjetër të sistemit financiar në tërësi.

Në këndvështrimin e mësipërm, kuptimi, identifikimi dhe vlerësimi i rreziqeve financiare, përfshirë edhe ato që mund të vijnë si pasojë e ndryshimeve mjedisore e klimatike, është detyrë dhe përgjegjësi thelbësore e bankës qendrore. Rreziqet nga ndryshimet klimatike nuk krijojnë domosdoshmërisht kategori të reja të rrezikut financiar, por mund të kanalizohen në kategoritë e rreziqeve ekzistuese, të cilat konsiderohen në analizën dhe vlerësimin e skenarëve të rrezikut. Në fakt, literatura mbi stabilitetin financiar evidenton një grup rreziqesh fizike të lidhura me ndryshime drastike të motit (përmbytje, zjarre, nxehtësi etj.), të cilat shkaktojnë kosto dhe humbje të paparashikuara me efekte të mëdha negative në vlerën e mjeteve financiare të sistemit financiar.

Sfida e parë që ndryshimet klimatike i bëjnë stabilitetit financiar është se këto ngjarje godasin dhe rendojnë bilancet e bankave, duke dëmtuar treguesit e shëndetit bankar e duke gërryer kapitalin e tyre. Për të dhënë një shpjegim intuitiv dhe për të ilustruar këtë fenomen kujtojmë se ndryshimet mjedisore dhe klimatike përmes zjarreve, përmbytjeve, thatësirave dhe shterimit të burimeve ujore, humbjes së tokave si rezultat i erozionit, rritjes së nivelit të oqeanëve, shkrirjes së akullnajave etj. dëmtojnë shpesh në mënyrë të pariparueshme pronat dhe kapacitetet prodhuese të individëve, të familjeve dhe të bizneseve. Pronat e dëmtuara, kryesisht të bizneseve, por edhe të familjeve, mund të jenë të financuar me anë të kredisë bankare ose janë vendosur si kolateral për kreditë e marra prej tyre. Rrjedhimisht, goditjet mjedisore e klimatike të përmendura më lart dëmtojnë jo vetëm aftësinë e bizneseve për të zhvilluar aktivitetet dhe aftësinë e tyre paguese të kredive të përfutuara, por edhe aftësinë e bankave për të rikuperuar humbjet në sajë të ekzekutimit të pronave që garantojnë këto kredi.

Një goditje negative klimatike cenon stabilitetin financiar në mënyrë të dyanshme, duke rritur rrezikun e kredisë së keqe dhe duke ulur vlerën e kolateraleve të bankave. Në përgjithësi, ndryshimet e çmimeve të një klase apo disa klasave të aktiveve apo dhe zhvlerësimi i pasurive të patundshme deri në papërdorshmëri të tyre, pavarësisht origjinës së goditjes negative, mund të bëhen të rrezikshme për stabilitetin financiar, në kushtet kur kreditimi nga sistemi financiar është i mbuluar kryesisht me prona hipotekare. Është tashmë i njohur se efekti i dyfishtë i uljes së vlerës së kolateralit dhe i aftësisë ripaguese të kredive nga huamarrësit, të cilat dëmtojnë stabilitetin makroekonomik e financiar si përmes humbjeve dhe gërryerjes së kapitalit të bankave edhe nëpërmjet humbjes së kapacitetit të sistemit për të financuar me kredi aktivitetin ekonomik. Në optikën e mandatit të bankave qendrore, ky zinxhir efektesh prek si stabilitetin financiar, ashtu edhe objektivin e stabilitetit të çmimeve, tashmë pashmangshmërisht të lidhur me njëri-tjetrin.

Sfida e dytë lidhet me modelimin e këtyre rreziqeve nga banka qendrore dhe përfshirja e tyre në stres testet për qëndrueshmërinë e sistemit bankar. Kjo do të kërkojë që bankat qendrore për ta bërë sa më të plotë analizën dhe parandalimin e rreziqeve të sistemit financiar të përfshijnë në analizat të stres testeve mjete për identifikimin e çënueshmerive dhe ndikimi të tyre në shëndetin e sektorit financiar. Edhe në këtë rast, sikurse në rastin e politikës monetare, mungesa e informacionit përbën një sfidë të dytë shumë të rëndësishme për përllogaritjen e kalibrimin e modeleve të cilat matin efektet e klimës mbi treguesit e shëndetit bankar.

Së treti, materializimi i ndryshimeve klimatike mbart një tjetër rrezik të shfaqur në pjesën e tregut financiar jobankar, konkretisht në segmentin e kompanive të sigurimeve. Ky segment, pavarësisht se është i distancuar në koncept nga sistemi bankar, mbetet i përfshirë gjerësisht në aktivitetin financiar dhe ndërvepron me bankat e institucionet e tjera përmes përdorimit të kryqëzuar të produkteve dhe shërbimeve të njëri-tjetrit¹¹. Ky ndërveprim në tregun financiar bën që përveç efekteve të drejtpërdrejta që katastrofat mjedisore kanë mbi të gjitha segmentet e sistemit financiar, ka gjithashtu efekte

¹¹ Përdorimi i kryqëzuar i produkteve të njëri-tjetrit nënkupton që bankat mund të përdorin produktet, drejtpërdrejt ose indirekt, të kompanive të sigurimit dhe, anasjelltas, kompanitë e sigurimeve mund të përdorin produktet dhe shërbimet e bankave.

dhe rreziqe indirekte që duhet të konsiderohen nga këndvështrimi i stabilitetit financiar. Këto mund të shfaqen përmes efekteve negative të rritjes së primeve të rrezikut ose tërheqja totale e kompanive të sigurimit nga sigurimi i pasurive të paluajtshme, objekteve prodhuese, bizneseve dhe aktiviteteve që rrezikohen nga ndryshimet mjedisore e klimatike. Vendosija në zonat gjeografike që i nënshtrohen rritjes së rrezikut klimatik, si dhe çdo pasiguri tjetër respektive, përbën një premium shtesë rreziku, mbi çdo çmim bazë të produkteve dhe shërbimeve të kompanive të sigurimit. Gjithashtu, zhvlerësime apo rivlerësime të papritura të çmimeve të aktivive ndodhin edhe nga ndryshime të papritura të politikave qeveritare ndaj industrive të ndryshme si rreziqe të tranzicionit kundrejt ekonomisë së gjelbër, “*green economy*”. Implikimet financiare të tranzicionit me karbon të ulët janë domethënëse, duke nënkuptuar që kërkohet rishpërndarje investimesh në shuma të mëdha.

III.2.3. Implikimet për mbikëqyrjen bankare

Rreziqet për bankat janë padyshim më të drejtpërdrejta e më të shumëllojshme se për segmentet e tjera të tregut financiar. Historia e krizave na tregon se tregjet financiare jo gjithmonë i përshtatin çmimet e instrumenteve dhe të produkteve financiare për të reflektuar drejtë dhe në kohë rreziqet e tregut. Rrjedhimisht është detyrë e autoriteteve mbikëqyrëse që të sigurohen që rreziqet janë kuptuar, vlerësuar e matur drejt. Kjo na çon te roli i rëndësishëm i mbikëqyrjes bankare. Bankat mund të mendojnë se kanë më pak arsye për t’iu frikësuar rreziqeve të ndryshimit të klimës sepse aktivet e tyre priren të jenë afatshkurtra, e cila është është e mbuluar kundrejt kolateralit. Por kjo siguri e bankave nuk ka shumë qëndrueshmëri, pasi duke e zbritur diskutimin e mësipërm nga sistemi financiar në nivel banke është e qartë se kostot mjedisore e klimatike mund të vijnë fuqishëm deri te vet banka. Disponueshmëria e kolateralit për t’u marrë si garanci mund të jetë gjithashtu një komfort i rremë. Nëse jepet hua për prona rezidenciale ose për biznes të korporatave kundrejt garancive fizike, për të zbutur rrezikun e humbjeve nga mospagimi kur ndodhin ngjarje katastrofike nga klima, aktiviteti fizik ose zhvlerësohet në masën që nuk mbulon humbjen ose në skenarin më të keq humbet tërësisht.

Pikërisht identifikimi dhe vlerësimi i kolateralit do të duhet të përfshijë, të identifikojë e të përshtatet në përputhje me rrezikun e ndikimit mjedisor. Rrjedhimisht, bankat dhe banka qendrore, si mbikëqyrës i tregut bankar, do të duhet të konsiderojë dhe njëkohësisht të ngrejë kapacitetet teknike e njerëzore për vlerësimin e efekteve negative të ndryshimeve klimatike e mjedisore në nivel mikroekonomik për të gjitha projektet e konsideruara dhe kolaterale të tyre. Një ndryshim i tillë është padyshim një sfidë më vete për bankat në mënyrë individuale dhe për sistemin gjithashtu.

Nga ana tjetër bankat mund të luajnë një rol të rëndësishëm në luftën kundër ndryshimeve klimatike e mjedisore. Ato mund të japin hua te sektorët e ekonomisë që duhen dekarbonizuar dhe strukturuar në investime të sigurt për mjedisin. Por nga ana tjetër bankat duhet të sigurohen që përmes politikave të tyre të kreditit, tregimit e investimit, të mos rrisin rrezikun dhe koston për mjedisin. Përmes instrumenteve të tyre, bankat mund të luajnë një rol vendimtar në transformimin e aktivitetit ekonomik drejt burimeve të qëndrueshme dhe të rinovueshme pa kosto mjedisore. Ato mund të jenë bashkëfajtorë ose bashkëpromotorë të ndryshimit.

Sipas studimit të Bashkimit Evropian (IEA, UNFCCC, McKinsey) pesë sektorët që lëshojnë pjesën më të madhe të gazrave serë në BE renditen si me vijim: 28% vijnë nga transporti, 26% nga industria, 23% nga energjia elektrike, 13% nga ndërtesat dhe 13% nga bujqësia. Në të gjithë sektorët, djegia e karburanteve fosile është burimi më i madh i gazrave serrë, duke përbërë 80% të emetimeve. Këta sektorë jo vetëm që do kërkojnë ristrukturime të mëdha dhe shumë financim, por do të kenë edhe humbje më të mëdha. Kjo nënkupton që bankat do të duhet të përballen me një zgjedhje se kë dhe sa do të mbështesin me investime. Gjithashtu, ato do të duhet të zgjedhin nëse do të mbajnë parasysh këto statistika, krahas atyre që do të dalin nga studimet në të ardhmen për klimën dhe nevojën për transformim. Çështja themelore për bankën qendrore është si dhe në çfarë mase do të ndikojë në këtë vendimmarrje të ndërmjetësve financiarë. Me fjalë të tjera: A duhet që aspekti ligjor e rregullativ i emtuar nga banka qendrore, të konsiderojë e të pozicionohet në raport me çështjet e ngritura për klimën, duke vendosur kufizime të drejtpërdrejta apo të tërthorta për të ndikuar apo kufizuar vendimmarrjen e sistemit bankar?

Optimizimi i këtyre masave dhe kufizimeve rregullative nga ana e bankave qendrore përbën një sfidë të dytë të rëndësishme për bankat qendrore, në drejtim të rolit të saj si mbikëqyrëse e sistemit bankar. Në funksion të rritjes së rezistencës ndaj rreziqeve klimatike, bankat dhe institucionet huadhënëse duhet të fokusohen në dy drejtime: së pari të menaxhojnë ekspozimet e tyre ndaj sipërmarrjeve që preken nga rreziqet e klimës, dhe së dyti të shfrytëzojnë oportunitetet për të financuar energjinë e rinovueshme, fabrikat rinovuese dhe teknologjitë adaptive ndaj emetimit të ulët të karbonit, si edhe biznese të tjera të sigurta mjedisore. Politikat e mbikëqyrjes bankare do të duhet t'i orientojnë bankat në dy drejtime: të identifikojë dhe vlerësojnë rreziqet financiare nga ndryshimet klimatike dhe të optimizojë kuadrin rregullator të bankave në mbështetje të financimit të një axhende të gjelbër. Së pari, orientimi i bankave me kapacitete për të identifikuar dhe vlerësuar rreziqet financiare nga ndryshimet klimatike në sektorët ku kërkohet ristrukturimi, si për bankat individuale ashtu edhe për sektorin bankar në tërësi. Modelet aktuale të analizës dhe modelimit të mbikëqyrjes bankare janë ndërtuar mbi një situatë klimatike relativisht të qëndrueshme. Adaptimi ndaj këtyre kërcënimeve dhe paqëndrueshmërive është një sfidë e rëndësishme për bankën qendrore, e cila tashmë do të duhet të rimendojë dhe rishikojë modelet për vlerësimin e rreziqeve klimatike.

Së dyti, duhet të mbështesë ndërmjetësit financiarë nëpërmjet lehtësimit rregullator të kërkesave kapitale për financimin e një axhende drejt aktiveve të gjelbra (*green asset*). Kjo do të kërkojë fillimisht që bankave të nivelit të dytë t'u jepet një manual me përkufizime, për të klasifikuar çfarë do të jenë aktivet e gjelbra. Kjo do të kërkojë që banka qendrore të rrisë ekspertizën dhe kapacitetin drejt ndikimit të ndryshimeve klimatike, që janë kthyer në një prioritet për shumë organizata ndërkombëtare dhe qeveri kudo në botë.

Çfarë është më e rëndësishmja, ne do të na duhet të kuptojmë se diskutimi i bërë më lart nuk përfaqëson një diskutim hipotetik teorik të përgjithshëm për t'u mbajtur në vëmendje si filozofi e zhvillimit. Ai është një diskutim konkret dhe ka parasysh sfidat me të cilat do të përballlet me siguri ekonomia shqiptare dhe Banka e Shqipërisë. Kjo sepse zhvillimet klimatike dhe rreziqet e klimës e të mjedisit prekin drejtpërdrejt Shqipërinë dhe burimet e saj prodhuese.

Sipas vlerësimeve të Bankës Botërore¹², Shqipëria është një vend me profil rreziku të konsiderueshme, duke u renditur e 75-ta nga 181 vende. Konkretisht, rajoni i Evropës Juglindore dhe Shqipëria do të përjetojnë një nga rritjet më të mëdha të temperaturave, ku në skenarin më të rënduar, pritet që gjatë periudhës korrik-gusht, temperaturat të rriten 2.4 deri në 3.1 gradë celsius në mesin e këtij shekulli. Kjo rritje e temperaturave dhe i nxehti ekstrem (në fakt skenari parashikon zgjatjen e periudhës së nxehtë nga muaji prill deri në tetor), do të shoqërohet me rënien e sasisë së reshjeve, duke rritur shpeshhtësinë dhe intensitetin e periudhave të thata, duke ndikuar negativisht prodhimin bujqësor dhe rritur stresin e burimeve ujore, zjarreve etj., veçanërisht në zonat bregdetare.

Sipas këtij raporti të Bankës Botërore, këto ndryshime pritet të prekin shumë aspekte të ekonomisë. Një nga pasojat kryesore shkatërruese parashikohet të vijë nga përmbytjet e lumenjve, të cilët do të jenë më të shpeshtë e më të fuqishëm, duke dëmtuar infrastrukturën e ndërtimet. Për më tepër, pritet që erozioni të ndikojë zonat bregdetare dhe lagunat, duke rrezikuar infrastrukturën banuese, prodhuese e të turizmit, përfshirë edhe objektet e trashëgimisë kulturore.

Ndryshimet në reshje dhe në temperaturë pritet të ndikojnë ndjeshëm popullsinë, cilësinë e jetës dhe shëndetin në shumë drejtime. Furnizimi me ujë dhe efektet negative në shëndetin e popullsisë nga problematikat që lidhen me temperaturat e larta, (siç janë *strokes*, ishemitë e zemrës, infarktët e miokardit, dhe rritja e rrezikut për përhapjen e sëmundjeve tropikale) janë efekte të pranishme pavarësisht intensitetit të ngrohjes globale. Njëkohësisht, përkeqësimi i cilësisë së ajrit do të ndikojë në rritjen e sëmundjeve kronike të mushkërive, duke ndikuar veçanërisht moshat e mëdha dhe grupet e predispozuara. Është kuptueshme që së bashku, këto fenomene pritet të ndikojnë negativisht në sektorë të ndryshëm ekonomikë në vend. Efektet kryesore negative pritet të ndjehen në reduktimin e prodhimit në sektorin e bujqësisë dhe energjetikës, të cilët janë veçanërisht të varur nga reshjet dhe infrastruktura e rrezikuar. Gjithashtu, efektet negative do të shfaqen në turizëm, peshkim, pyje, blegtori etj. Nga këto statistika dhe analiza del qartë

¹² World Bank, *Climate Change Knowledge Portal, materiali mund të gjendet i plotë në adresën: <https://climateknowledgeportal.worldbank.org/sites/default/files/2021-06/15812-Albania%20Country%20Profile-WEB.pdf>*

se ekonomia shqiptare, megjithëse nuk është një ndotëse në nivel global, do të përjetojë pasoja që ilustrojnë qartë sfidat e ndryshimit të klimës. Ato do të jenë rreziqe reale për ekonominë shqiptare, për sistemin bankar dhe për Bankën e Shqipërisë.

Duke i njohur e vlerësuar saktë këto rreziqe, Banka e Shqipërisë, në bashkëpunim me SECO-n, ka filluar punën për ndërtimin e modeleve të cilat do të vlerësojnë efektet e zhvillimeve klimatike në qëndrueshmërinë e çmimeve, si dhe në stabilitetin makroekonomik e financiar të vendit me qëllim ndërtimin e politikave dhe përgatitjen për sfidat e përmendura më lart. Gjithashtu, Banka e Shqipërisë është bërë anëtare e NGFS-së që prej vitit 2020. Ky grup përfaqëson një bashkësi vullnetare, me anëtarë bankat qendrore dhe autoritetet mbikëqyrëse financiare nga gjithë globi, të cilët kanë angazhuar kapitale njerëzore, financiare dhe shkencore në studimin e këtyre fenomeneve. Në fokus të tij është koordinimi i objektivave dhe iniciativave me aktorët e tjerë të rëndësishëm brenda vendeve dhe në nivel ndërkombëtar, kryesisht në drejtim të gjenerimit të të dhënave, analizimit dhe vlerësimit të ndikimit të efekteve klimatike në stabilitetin e çmimeve, stabilitetin financiar dhe mbikëqyrjen bankare.

Megjithatë, pavarësisht këtyre aksioneve të ndërmarra (që janë në fakt tre: Marrëveshja e Parisit, NGFS-js dhe Modeli për Klimën) Banka e Shqipërisë, ashtu si edhe bankat e tjera qendrore, është ende në fazat e para të kuptimit dhe diskutimit për të adresuar sfidat e mësipërme dhe ka ende një rrugë të gjatë e sfiduese deri në evidentimin dhe përllogaritjen e saktë të kostove, formulimin e politikave dhe, në fund, implementimin me sukses të tyre. Prandaj, implementimi final i axhendës së përcaktuar nga NGFS-ja mbetet një sfida e madhe për të ardhmen.

IV. NDRYSHIMET DEMOGRAFIKE: PLAKJA DHE MIGRACIONI I POPULLSISË

Ndërsa ekonomia po përballet ende me pasojat e pandemisë, vëmendja është zhvendosur nga aspektet ciklike të ekonomisë tek faktorët strukturorë të prodhimit dhe në normalizimin e politikave. Ku tashmë një pyetje që shtrohet vazhdimisht është: “Çfarë konsiderohet normale?”. Për t’u përgjigjur kësaj pyetjeje, së pari

duhet të kuptohet se si evoluojnë bazat themelore të ekonomisë që përcaktojnë kapacitetet prodhuese e prosperitetin ekonomik. Në teorinë ekonomike jemi mësuar t'i referohemi punës dhe kapitalit fizik, si aftësi për të sjellë ide të re, për të ndryshuar, për të bërë investime, për të rritur produktivitetin, për t'u rritur ekonomikisht dhe për të ecur përpara, ku padyshim demografia është një faktor i rëndësishëm që ndikon faktorin punë.

Demografia lidhet drejtpërdrejt me faktorin punë dhe ofertën e saj, duke ndikuar kapitalin njerëzor, e si rrjedhojë kapacitetin e shoqërisë për të rritur produktivitetin e për të krijuar kapitalin fizik e financiar. Vende të ndryshme kanë demografi të ndryshme, si rrjedhojë, për të kuptuar ekonominë lokale dhe atë globale, një analizë e ndryshimeve demografike dhe sfidat që ato paraqesin për hartuesit e politikave monetare dhe fiskale është jo vetëm mjaft e vlefshme dhe informuese, por mbi të gjitha e nevojshme.

Në fakt, demografia dhe zhvillimi ekonomik kanë një marrëdhënie të ndërsjellët me një ndikim që shkon në të dy drejtimet. Zhvillimi ekonomik ndikon pozitivisht faktorët demografikë dhe anasjelltas. Përparimet në teknologji, edukim, punësim dhe zhvillimin institucional e shoqëror pas Luftës II Botërore, mundësuan që popullsia e globit të rritej nga rreth 2.5 miliardë në vitet '50 në rreth 7 miliardë aktualisht. Megjithëse duhet të nënvizojmë se ciklet demografike përgjithësisht janë më të gjata se ciklet e biznesit, kështu ndikimi i tyre në zhvillimin ekonomik të një vendi ka më së shumti efekte afatgjata.

Aktualisht, cikli i demografisë në ekonomitë e Evropës dhe Amerikës së Veriut vlerësohet të jetë në fazë rënëse, ku popullsia në këto ekonomi po plakët, një fakt ky i demonstruar në rritjen e shpejtë të moshës mesatare të saj. Për këto arsye Acemoglu dhe Restrepo (2017) gjykojnë se plakja e shpejtë e popullsisë në mbarë botën konsiderohet si një nga sëmundjet më të rrezikshme ekonomike të dekadave në vazhdim. Aktualisht, normat e fertilitetit mbeten nën nivelin që siguron zëvendësimin e popullsisë, si dhe jetëgjatësia mesatare (numri i viteve që një individ pritet të jetojë) vazhdon të rritet. Si pasojë e këtij trendi, raporti i të moshuarve ndaj popullsisë në moshë pune është rritur dhe do të vijojë të rritet përgjatë dekadave të ardhshme. Për rrjedhim, në të ardhmen pritet një rënie e fuqisë punëtore dhe një rritje e numrit

të pensionistëve. Është e qartë se këto tendenca do të stresojnë dhe godasin kapacitetet prodhuese, sistemet e pensioneve, buxhetet fiskale ku këto të fundit mbështeten, strukturën e konsumit e të investimeve etj., e përmes tyre të gjithë ekonominë.

Kështu, tranzicioni demografik pritet të ketë pasoja në të gjitha aspektet e aktivitetit ekonomik. Studimet tregojnë se pesha në rritje e të moshuarve ndaj totalit të popullsisë ka të ngjarë të ndikojë negativisht në normën e rritjes së PBB-së për person, (Cooley dhe Henriksen, 2018) në qëndrueshmërinë e sistemeve të pensioneve (Boulhol dhe Geppert, 2018), si dhe të çojë në një rritje në peshën e PBB-së që shpenzohet për kujdesin shëndetësor dhe shërbime të tjera mjekësore (Breyer *et al.*, 2011). Këto zhvillime natyrisht do të çojnë në ndryshimin e peshës dhe strukturës së bilancit të kursiminvestimeve në ekonomi e pritet të kenë ndikime të ndjeshme edhe në sistemin bankar, duke pasur parasysh që grupe të ndryshme demografike kanë sjellje të ndryshme financiare¹³.

Ndryshimet demografike i japin formë tendencave ekonomike, si nëpërmjet efektit të të ardhurave, i cili vepron në kahun e kërkesës, ashtu edhe nëpërmjet tregut të punës në kahun e ofertës (Yoon, 2014). Në veçanti në kahun e kërkesës, konsumi dhe investimet do të goditen nga ndryshimet strukturore të popullsisë të lidhura me profilin e të ardhurave, duke ndikuar në këtë mënyrë edhe nivelin e çmimeve. Ndikimi i ndryshimeve demografike në kahun e ofertës shtrihet në një horizont edhe më të gjatë kohor, në sajë të efektit të drejtpërdrejtë që plakja e popullsisë ka në strukturën e forcës punëtore, në tregun e punës, në ritmet e produktivitetit, si edhe në ritmet potenciale të rritjes ekonomike (Aksoy *et al.*, 2019; Derrien *et al.*, 2018).

Zhvillimet demografike mund të diktojnë zhvendosjen e aktiviteteve ekonomike midis sektorëve e profesioneve, në linjë me ritmet e plakjes së popullsisë. Një shembull i qartë është se një përqindje e lartë e shërbimeve shëndetësore konsumohet nga një përqindje e lartë e popullsisë së moshuar. Kështu në një ekonomi me popullsi më të plakur, kërkesa për këto shërbime të sektorit publik mund të pësojë rritje eksponenciale në raport me popullsinë e moshuar.

¹³ Për shembull, pensionistët rrisin detyrimet në bilancin e ndërmjetësve financiarë përmes rritjes së depozitave, por pa zgjeruar bilancin e tyre në kahun e mjeteve nëpërmjet shtimit të kërkesës për kredi bankare.

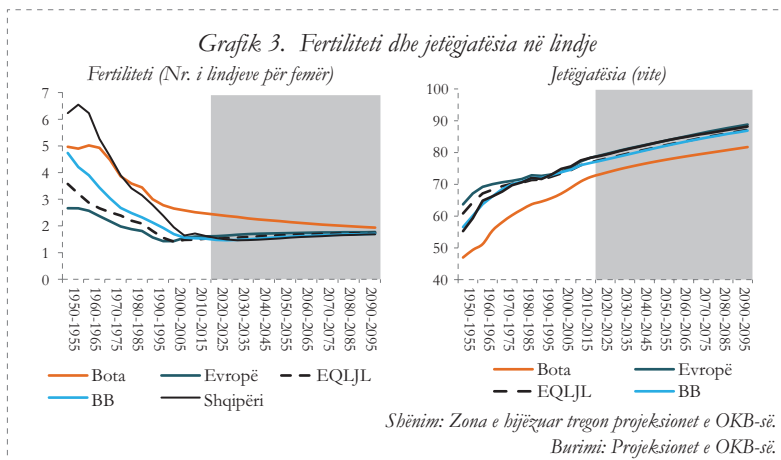
Dinamikat demografike mund të kenë gjithashtu efekte në normat ekuilibër të interesit, si pasojë e ndryshimit të raportit kursime-investime. Ekonomitë me popullsi të moshuar tentojnë të kenë norma më të larta kursimesh dhe më të ulëta investimesh, sikurse është rasti i Japonisë. Përgjithësisht, këto tendenca shoqërohen me norma më të ulëta të interesit në periudhën afatgjatë. Transmetimi i efekteve të zhvillimeve demografike në inflacion materializohet përmes ndryshimit të kërkesës relative për mallra e shërbime nga një popullsi me preferenca të ndryshme përgjatë cikleve të jetës apo edhe përmes ndryshimit të pagave. Përgjithësisht, rritja e pagave është më e shpejtë në fillimet e karrierës së një personi dhe priret të ngadalësohet me afrimin e moshës së pensionit.

Rënia e normave natyrore të interesit shoqëruar me presione deflacioniste si pasojë e këtyre zhvillimeve demografike, nënkuptojnë që norma bazë e politikës monetare të shkojë drejt kufirit të poshtëm zero. Në kushtet kur përdorimi i normës së interesit nën zero është i kufizuar, politikat fiskale dhe makroprudenciale mbeten instrumente kryesore për stabilizimin e ekonomisë, por në një ekonomi me popullsi më të plakur, shpenzimet publike janë të orientuara drejt kujdesit për popullsinë, duke kufizuar hapësirat për investimeve publike me fokus rritjen ekonomike. Rrjedhimisht, kapaciteti i politikave fiskale e makroprudenciale është gjithashtu i kufizuar. Po kështu, sistemet e pensioneve janë nën tryshinë e ndryshimeve demografike, duke ushtruar presion mbi shpenzimet dhe borxhin publik¹⁴. Një raund i dytë i efekteve zinxhir të uljes së normës së investimeve, të prodhimit dhe të ardhurave tatimore, vetëm sa do të amplifikonte efektin e rrudhjes së forcës punëtore dhe të investimeve.

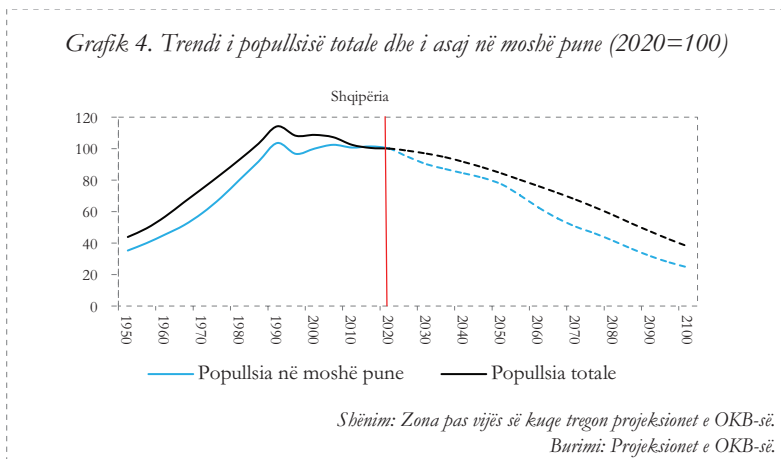
Transformimet demografike mund të shoqërohen edhe me ndryshime në strukturën e aktiveve financiare në një ekonomi. Plakja e popullsisë ndikon në uljen e kërkesës për kredi, ndërsa kërkesa për aktive financiare afatgjata do të rritet. Brezitet më të ri të popullsisë do t'i duhet të akumulojë më shumë kursime për në pension, në kushtet e një shtrëngimi të fondeve publike për sigurime shoqërore, si rezultat i rrudhjes së popullsisë. Këto ndryshime në kërkesën për produkte financiare mund të sjellin ndryshime në strukturën e

¹⁴ Në sistemet e pensionit të bazuara në parimin "Pay as you go", shpenzimet publike për pagesat e pensioneve financohen nga kontributet e sigurimeve shoqërore të të punësuarve aktualë, dhe jo nga kursime të akumuluar në sajë të kontributeve të mëbrshme.

sistemit financiar. Roli tradicional i bankave mund të zvogëlohet në favor të fondeve të investimit, fondeve të pensionit dhe skemave të sigurimit, përdërisa kërkesa për produktet e këtyre të fundit rritet me plakjen e popullsisë.



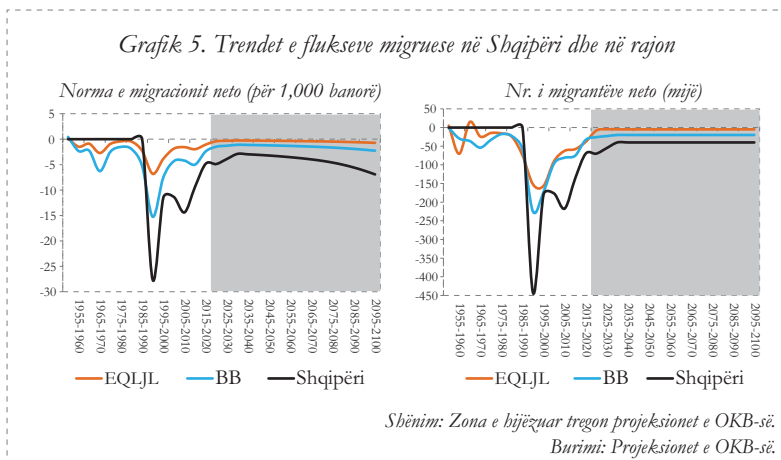
Diskutimi mbi demografinë është me rëndësi të trajtohet edhe në ekonominë shqiptare, pasi tendencat e rrudhjes së popullsisë janë vërejtur edhe tek ne. Sipas të dhënave të INSTAT-it (2021), norma e rritjes së popullsisë shqiptare është ulur me 2.7% gjatë dekadës së fundit, duke numëruar rreth 2.83 milionë persona në janar 2021. Jetëgjatësia e individëve është rritur nga vitit 2011 në 2019, por numri i lindjeve në vit ka rënë ndjeshëm me rreth 17.6% gjatë periudhës



2011-2020, ndërsa numri i vdekjeve në vit ka mbetur në nivele të qëndrueshme¹⁵. Trendet e plakjes së popullsisë pritet të vijojnë edhe në vitet e ardhshme sipas parashikimeve të OKB-së (qoftë në skenarin optimist deri tek ai më pesimisti), nxitur nga rënia e nivelit të lindjeve, rritja e jetëgjatësisë dhe tendenca e lartë e emigrimit.

Të gjitha këto tendenca në lindshmëri, jetëgjatësi dhe emigrim, nënkuptojnë se popullsia në moshë pune do të rritet shumë më ngadalë se popullsia totale, sikurse mund të shihet në Grafikon 4, gjë që mund të përbëjë një pengesë serioze për prodhimin potencial në Shqipëri.

Flukset masive të migrimit të popullsisë kanë rezultuar një faktor me peshë në zhvillimet demografike të këtyre tre dekadave të fundit. Megjithëse me intensitete të ndryshme, fenomeni i migrimit është vërejtur në të gjitha shtresat e shoqërisë shqiptare. Studimet më të fundit [shih p.sh. King, Gëdeshi (2020a); King, Gëdeshi (2020b)] tregojnë se emigrimi nga Shqipëria po merr gjithnjë e më shumë tiparet e “rrjedhjes së trurit”. Një pasojë kritike e këtij fenomeni për ekonominë është se vendi po humbet kapitalin njerëzor, sidomos pjesën më të çmuar të tij siç janë të rinjtë e talentuar, të mirëarsimuar e të kualifikuar. Këto trende të lëvizjeve emigruese cenojnë aftësinë e vendit për të përballuar konkurrencën ndërkombëtare dhe paraqesin kosto të larta për zhvillimin ekonomik të tij përmes ndikimit të drejtpërdrejtë në produktivitetin e forcës punëtore.



¹⁵ Me përjashtim të vitit 2020, kur numri i vdekjeve është rritur me rreth 30-40%, për shkak të pandemisë COVID-19.

Trendet demografike që karakterizojnë popullsinë shqiptare pritet të kenë implikime ekonomike e financiare në Shqipëri. Teoria dhe praktika botërore paraqitur më lart tregoi se zhvillimet demografike kanë efekte të pashmangshme në mjedisin ekonomik dhe financiar. Ato ndikojnë në karakteristikat kryesore dhe funksionimin e ekonomisë reale, si dhe strukturën dhe zhvillimin e tregjeve financiare e përmes këtyre ndikimeve, ato mund të sjellin apo shkaktojnë sfida për ekuilibrat e çmimeve dhe atë makrofinanciar të ekonomisë e të sistemit bankar. Rrjedhimisht, zhvillimet demografike, të cilat siç theksohet nga parashikimet nuk janë pozitive, do të sfidojnë Bankën e Shqipërisë dhe vendimmarrjen e saj në lidhje me politikat monetare, makroprudenciale e mbikëqyrëse.

Në veçanti, për rastin e Shqipërisë, skemat e sigurimeve shoqërore dhe shëndetësore vijnë të përbëjnë një barrë të konsiderueshme për financat e shtetit. Në këtë kuadër, duke pasur parasysh zhvillimet e pafavorshme demografike, Banka e Shqipërisë sugjeron rishikimin periodik të skemës së pensioneve dhe skemat e tjera të sigurimeve sociale, me synim ruajtjen e tyre në trajektore të qëndrueshme dhe të përballueshme për buxhetin e shtetit, kjo në mënyrë që BSH-ja të mos përfundojë subjekt i dominancës fiskale. Gjithashtu, këtu duhet mbajtur parasysh fakti që sistemi bankar mban në portofolin e vet një pjesë të konsiderueshme të letrave me vlerë qeveritare, gjë që mund të ketë pasoja për stabilitetin financiar.

Sikurse u përmend edhe më sipër, emigracioni i pjesës më të arsimuar e më të kualifikuar të shoqërisë shqiptare mbart kosto të larta për produktivitetin dhe zhvillimin cilësor të vendit, gjë që sigurisht mund të ketë pasoja edhe në nivelin e përgjithshëm të çmimeve, në varësi të madhësisë së këtyre efekteve në kërkesën dhe ofertën agregate. Gjithashtu, edhe ndryshimet strukturore ekonomike që vijnë si pasojë e plakjes së popullsisë, mund të shoqërohen me efekte të konsiderueshme në stabilitetin e çmimeve.

Efektet kumulative të ndryshimeve demografike mund të jenë të konsiderueshme, por materializimi i tyre është shumë gradual, kompleks e i pasigurt, gjë që e bën edhe më të vështirë veçimin e tyre nga efektet e faktorëve të tjerë. Në këtë kuadër, çështjet e modelimit, analizës dhe të parashikimit të efekteve të demografisë mbi stabilitetin

e çmimeve dhe stabilitetin financiar përbëjnë një sfidë për Bankën e Shqipërisë. Nisur nga shtrirja e efekteve të mundshme demografike në fusha të ndryshme ekonomike e financiare, marrja në konsideratë e tyre në hartimin dhe zbatimin e politikave të Bankës së Shqipërisë dhe zhvillimi i mjeteve dhe teknikave të përshtatshme për vlerësimin e tyre, Banka e Shqipërisë ka nisur punën për ndërtimin e një modeli për vlerësimin, analizën dhe parashikimin e efekteve nga zhvillimet demografike.

Analizat paraprake të Bankës së Shqipërisë bazuar në modele empirike që analizojnë efektet e tranzicionit demografik në Shqipëri mund të kenë implikime të rëndësishme për politikën monetare, përmes ndikimit të tyre në normat e interesit. Megjithatë, rezultatet e studimeve më të thelluara në këtë fushë, do të bëhen të ditura së shpejti edhe për publikun, në formën e publikimeve si punime kërkimore. Në përgjithësi, analizat tregojnë se efektet ekonomike të ndryshimeve demografike kanë të ngjarë të bëhen të dukshme jo brenda disa vitesh, por për dekada. Kjo e bën të vështirë lidhjen e implikimeve afatgjata të plakjes së popullsisë për ekonominë me vendimet e marra nga një bankë qendrore në një horizont afatmesëm. Efektet mund të jenë të padukshme për shoqërinë dhe autoritetet, e rrjedhimisht, në mungesë të informacionit, ato mund të mos marrin masa korrektuese deri në shfaqjen e goditjes, kur do të ishte tepër vonë. Për më tepër, janë politikat institucionale (veçanërisht reformat në tregjet e punës dhe produkteve dhe në sistemet e pensioneve dhe kujdesit shëndetësor) dhe reagimet e agjentëve ekonomikë ndaj ndryshimeve të pritshme demografike dhe zbatimit të reformave ato që do të përcaktojnë ndikimin përfundimtar të plakjes së popullsisë në ekonominë reale dhe tregjet financiare. Në kuadër të politikës monetare pritet që drejtpërdrejt të ndikohet efikasiteti i politikës monetare, si rrjedhojë dhe tërësia e instrumenteve të saj. Prandaj pasiguria e efekteve demografike çon në një nevojë në rritje për të monitoruar me kujdes ndryshimet e mundshme në transmetimin e efekteve të politikës monetare veçanërisht përmes kanalit të pasurisë, por edhe përmes kanalit bankar, në kushtet e rritjes së rëndësishme të sistemeve të pensioneve dhe atyre të kursimeve private. Rishpërndarjet e portofolit nga ana e investitorëve institucionalë ndonjëherë mund të ushtrojnë presion në rënie mbi normat afatgjata të kthimit që nuk lidhen drejtpërdrejt me bazat makroekonomike

ose faktorë të tjerë strukturorë. Kjo, nga ana tjetër, mund të çojë në huamarrje “të tepërt” nga sektori privat dhe në shtrembërime të përkohshme në shpërndarjen e burimeve.

Plakja do të ketë një ndikim të tërthortë, por të rëndësishëm edhe në stabilitetin e sistemit financiar. Efekti në këtë rast mund të shfaqet përmes goditjeve negative të skemave të pensionit në deficitin buxhetor. Kjo është shumë e rëndësishme në rastin e Shqipërisë, ku skema aktuale e pensioneve ka një deficit të krahasueshëm me deficitin fiskal. Në kushtet aktuale të teknologjisë dhe të prodhimit, plakja e popullsisë pritet që të rrisë edhe më shumë deficitin e skemës së pensioneve, duke vendosur në vështirësi politikën fiskale. Kjo vështirësi mund të shfaqet në një normë më të lartë të borxhit publik, duke dëmtuar qëndrueshmërinë e tij në afatin e gjatë. Në mungesë të një tregu të zhvilluar të kapitalit, humbja e qëndrueshmërisë së financave publike mund të përbëjë problem për bilancet e sistemit bankar sidomos në Shqipëri që borxhi publik përbën 26% të totalit të aktiveve të sistemit bankar (qershor 2021), si rrjedhojë do të cenohej qëndrueshmëria e sistemit bankar në tërësi.

Së fundi, rëndësi duhet t’i kushtohet edhe pasurisë së familjeve, e cila po bëhet më e ekspozuar ndaj tregjeve financiare, dhe të ardhurat nga pensioni i nënshtrohen një rreziku më të madh investimi krahasuar me më parë. Kjo nënvizon rëndësinë e nxitjes së përpjekjeve nga ana e institucioneve përkatëse për të rritur njohuritë financiare të popullsisë, që vazhdojnë të jenë të kufizuara në Shqipëri.

Në përfundim të këtij diskutimi, është e qartë se efektet e plakjes së popullsisë godasin dhe shtrihen në të gjithë sektorët, duke nxitur një spirale rënëse me pasoja afatgjata si për arritjen e objektivave të Bankës së Shqipërisë edhe për prosperitetin e ekonomisë dhe të familjeve. Rrjedhimisht, është e nevojshme që demografia dhe efektet e saj të studiohen e analizohen thellë që tani, në mënyrë që të konstatohen dhe vlerësohen qartë efektet e këtyre zhvillimeve.

Në këtë drejtim, përfshirja e faktorëve demografikë në stres testet e sistemit bankar për të garantuar qëndrueshmërinë e tij nga efektet negative të plakjes së popullsisë është një hap i nevojshëm.

Në linjë me këto objektiva, një nga mënyrat më të mira për të luftuar efektet e plakjes së popullsisë është rritje e produktivitetit të fuqisë punëtore dhe kapitalit njerëzor, përmes edukimit të vazhdueshëm dhe përsosjes së forcës së punës dhe të gjithë popullsisë. Edukimi luan një rol të rëndësishëm jo vetëm në produktivitet, por edhe për faktin se një publik i edukuar i njeh dhe i kupton më mirë këto sfida, dhe njëkohësisht merr masa dhe bën përpjekje për të siguruar qëndrueshmërinë dhe sigurinë ekonomike të familjes ku një rol të rëndësishëm luan buxhetimi, kursimet, investimet dhe anëtarësimi në skemat private të investimit. Krahas edukimit teknik, është e nevojshme që shoqëria të plotësohet edhe me edukimin financiar, sepse një shoqëri e emancipuar dhe përfshirë financiarisht e ul barrën dhe efektet negative të çdo problemi ekonomik, dhe bëhet një shoqëri e qëndrueshme financiarisht dhe e suksesshme ekonomikisht. Rrjedhimisht, në vijim do të ndalem te edukimi dhe përfshirja financiare, si një sfidë e fundit e rëndësishme me të cilën përballlet Banka e Shqipërisë, sot e në të ardhmen.

V. EDUKIMI DHE PËRFSHIRJA FINANCIARE SI PARAKUSHT PËR SUKSESIN DHE QËNDRUESHMËRINË E POLITIKAVE MAKROEKONOMIKE DHE FINANCIARE

Nëse do të hedhim një vështrim mbi mënyrën e jetesës së individëve, cilësinë e saj, sfidat me të cilat ata përballen, ndryshimet demografike, teknologjike, klimatike, pandemitë etj., vërejmë se të gjitha këto elemente e kanë vënë individin përballë vendimeve të shumta dhe komplekse, që kërkojnë që individët të kenë një nivel të caktuar të kulturës financiare. Kultura financiare sipas OECD-së përfshin jo vetëm të pasurit e njohurive të domosdoshme financiare, të kuptuarit e produkteve financiare dhe të rrezikut që mbart secili prej tyre, por edhe të marrjes së vendimeve efektive, me qëllim përmirësimin e mirëqenies financiare të individëve (OECD).

Edukimi financiar, mbrojtja e konsumatorit dhe përfshirja financiare janë pranuar gjerësisht se përbëjnë tre elemente kryesore për të pasur një fuqizim financiar të individëve dhe qëndrueshmëri të sistemit

financiar në tërësi, përcaktuar nga drejtuesit e G20-tës (OECD, 2016).

V.1. PSE ËSHTË E RËNDËSISHME KULTURA FINANCIARE?

Nga një vështrim i tërthortë i literaturës ekonomike dhe empirike vërehet se kultura financiare, krahas cilësimit si një investim në kapitalin njerëzor, konsiderohet e rëndësishme dhe me implikime të qenësishme për mirëqenien e të gjithë shoqërisë. Një shkallë më e lartë e kulturës financiare ndikon pozitivisht në aftësitë e individit për të kryer rolin e tij në planifikimin financiar, akumulimin e pasurisë apo marrjen e vendimeve të duhura mbi pensionin dhe borxhet (Lusardi *et al.*, 2011, 2013). Gjithashtu, sjellja e individëve dhe e familjeve ndikon në stabilitetin e çmimeve dhe atë financiar, e si rrjedhojë është e rëndësishme për transmetimin e politikave të ndjekura nga ana e bankave qendrore.

Modelet e hershme që studiojnë sjelljen konsumatore të individëve parashikojnë një miroptimizim të raportit kursim-konsum nëpërmjet zbutjes së dobisë marxhinale gjatë gjithë ciklit të jetës së tij (Modigliani dhe Brumberg (1954) dhe Friedman (1957)). Bazuar në këto modele, faktorë si preferenca e konsumatorit, mjedisi makroekonomik dhe niveli i të ardhurave nga skemat e pensioneve apo ndihmës sociale, mbeten përcaktues kryesorë të tendencave konsumatore. Të gjitha këto konkluzione bazohen në supozimin se individët janë racionalë në vendimmarrjen e tyre dhe se kanë informacion të plotë mbi tregjet dhe çmimet.

Në fakt, studimet e mëvonshme dhe të dhënat tregojnë që realiteti është larg supozimeve të mësipërme dhe një numër i vogël individësh kanë njohuritë e duhura financiare. Studime të fundit dalin në përfundimin se në një ambient ekonomik më kompleks dhe më të zhvilluar, ku çdo plan kursimi, investimi apo skemë pensioni është e personalizuar, nevoja për kulturë dhe informacion të duhur për një vendimarrje racionale është edhe më e madhe (Lusardi dhe Mestless, 2013). Kështu, një pjesë e rëndësishme e analizave dhe e punëve kërkimore është fokusuar në vlerësimin e hendeqeve midis nivelit teorik të kulturës financiare dhe asaj që ekziston në realitet.

Vëmendje i është kushtuar vendimit që individët marrin për të pasur kulturë financiare, si dhe lidhjes që ekziston midis njohurive financiare, kursimeve dhe sjellës së investimeve. Në studimet akademike i kushtohet rëndësi njohurive financiare dhe ndikimit që ato kanë në investimin e aktiveve me norma më të larta kthimi¹⁶. Një nga këto studime thekson se si njohuritë financiare dhe pasuria janë të korreluara gjatë ciklit të jetës të individët me një trend rritës deri në periudhën e pensionit, të pasuara nga një trend rënës më pas (Jappelli dhe Padula, 2011). Të njëjtët autorë kanë arritur në konkluzion se skemat bujare të pensioni zbehin nxitjet për të kursyer dhe për të akumuluar pasuri dhe si rrjedhojë, zbehin edhe nxitjet për të investuar në kulturë financiare. Megjithatë, në këto studime mungon përfshirja e kufizimeve buxhetore, rreziku i vdekshmërisë, faktorët demografikë, kthimet nga tregjet e kapitalit, si dhe goditjet që pëson shëndeti i individëve.

Studime ku investimet në njohuritë financiare, krahas investimit në kapital fizik, janë subjekt edhe i kufizimeve të mësipërme, konstatojnë se pabarazia në pasuri dhe njohuritë financiare janë të lidhura në mënyre endogjene (Lusardi, Michaud dhe Mitchell, 2011, 2013)¹⁷. Këto studime dalin në përfundimin se pavarësisht se disa individë zgjedhin në mënyrë racionale të investojnë pak ose asgjë në kulturën financiare, përfshirja e detyruar e edukimit financiar në gjimnaze do të jetë optimale për shoqërinë në tërësi. Kështu, çdo nismë apo politikë që ka si qëllim përmirësimin dhe forcimin e njohurive financiare, brenda një kuadri të konsoliduar të mbrojtjes së konsumatorëve, do të sjellë një rritje dhe ruajtje të qëndrueshme të mirëqenies financiare për individët dhe popullsinë në tërësi (OECD, 2020).

Edukimi financiar i individëve dhe të gjitha përqasjet për ta përmirësuar atë, shikohen si një domosdoshmëri jo vetëm për mirëqenien e individëve, por edhe të tregjeve financiare dhe të ekonomisë në tërësi. Kjo pasi individët më të kulturuar financiarisht ndihmojnë në një funksionim më eficient të tregjeve financiare, si dhe nxisin konkurrencën midis ndërmjetësuesve financiarë, nëpërmjet ofrimit të

¹⁶ *Shih Delavande, Rohwedder, dhe Willis (2008), Jappelli dhe Padula (2011), Hsu (2011), dhe Lusardi, Michaud, dhe Mitchell (2013).*

¹⁷ *Rezultatet empirike tregojnë se: (i) njohuritë financiare optimale kanë formën e një gunge (u-së përmbytur) gjatë ciklit të jetës së njeriut; (ii) individët investojnë në njohuritë financiare deri sa dobia marzhinale dhe kostoja e investimit në të janë të barabarta me përfitimet marzhinale; (iii) profilet e njohurive janë të ndryshme sipas grupeve me edukim të ndryshëm, pasi individët kanë profile të ndryshme të ardhurash.*

produkteve dhe shërbimeve financiare, novatore dhe cilësore. Nga ana tjetër, individët më të edukuar financiarisht kanë më shumë tendencë të kursejnë përkundrejt të tjerëve, duke ndikuar në rritjen e kursimeve, e si rrjedhojë edhe në rritjen e investimeve dhe të ekonomisë në tërësi. Për më tepër, edukimi financiar rrit dhe forcon mbrojtjen e konsumatorëve, pasi këta individë, duke njohur më mirë produktet dhe shërbimet financiare, si dhe rreziqet që i shoqërojnë ato, janë më pak subjekt i mashtrimeve dhe abuzimeve (Greenspan, 2003b).

Edukimi financiar në vendet në zhvillim bëhet akoma edhe më i rëndësishëm pasi ndërgjegjësimi dhe trajnimi i konsumatorëve ndikon në një zhvillim të mëtejshëm të tregut financiar, si rrjedhojë edhe të rritjes së aktivitetit ekonomik dhe të reduktimit të varfërisë. Nga ana tjetër, individët më të edukuar financiarisht janë më pak të ekspozuar ndaj rreziqeve financiare, pasi kanë më shumë njohuri për mënyrën e funksionimit të tregut dhe të kushteve të operimit të tij. Kjo bën që edukimi financiar të ndikojë jo vetëm në njohjen e produkteve dhe shërbimeve financiare, por edhe në përmirësimin dhe planifikimin e investimeve dhe kursimeve në afat të gjatë, vlerësimin dhe diversifikimin e rreziqeve me qëllim rritjen e mirëqenies financiare të individëve dhe të shoqërisë në tërësi, duke sjellë një rritje ekonomike afatgjatë dhe të qëndrueshme.

Kjo ilustron më së mirë nga sa është përshkruar edhe më lartë në libër, pra që problematikën e shfaqur gjatë dhe pas krizës financiare globale mbartin në vetvete elemente të rëndësishme të analfabetizmit financiar. Për më tepër, individët që nuk do të kishin mundësi të përlllogarisnin e të vlerësonin koston dhe përfitimet vendimmarrjeve të tyre financiare do ta shtyjnë veten dhe biznesin e tyre në vendimmarrje të gabuara, përkthyer në borxhe e në investime që mund të mos jenë në gjendje t'i shlyejnë. Një gabim i ngjashëm lidhet me mosnjohjen e rreziqeve që shoqërojnë një vendimmarrje ekonomike e financiare në lidhje me njohjen dhe kuptimin e kontratave, përlllogaritjen e saktë të detyrimeve e përfitimeve të ardhshme, rreziqet që shoqërojnë ndryshueshmërinë e normave të interesit dhe të kursit të këmbimit në rastet e huamarrjes e investimeve në monedhë të huaj, monedhat digjitale të pasiguruarat etj. Këto gabime prekin drejtpërdrejt kapacitetet e familjeve dhe bizneseve për të respektuar dhe shlyer detyrimet e tyre financiare,

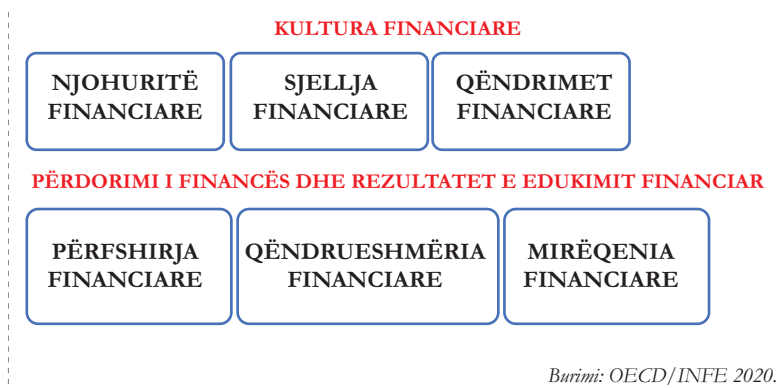
të cilat rëndojnë dhe i bëjnë më vulnerabël bilancet e bizneseve dhe familjeve, e shpesh çojnë deri në falimentim e tyre dhe në rritjen e kredisë së keqe, ngadalësim të rritjes së kredisë, cenim të stabilitetit financiar, e si rrjedhojë të aktivitetit ekonomik, siç është shpjeguar në Kapitullin e 5-të.

Bankat qendrore kanë një interes të drejtpërdrejtë në rritjen e kulturës financiare. Më parë në libër është thënë se politika monetare sinjalizohet përmes normave aktuale dhe të pritshme të interesit dhe komunikimit të saj me publikun, i cili reagon për të përshtatur sjelljen e tij në përputhje me këto sinjale të bankës qendrore. Për shembull, nëse banka qendrore, në përgjigje të pritshmërive më të larta të inflacionit, rrit normën aktuale të interesit të politikës monetare, e cila transmetohet në normat afatshkurta dhe më pas në normat afatgjata të interesit në përputhje me mekanizmin e transmetimit, kjo do të sjellë rritje të kostonë së kredisë.

Kështu, për individët që kanë një kredi, kjo do të përkthehet në interesa më të larta të shlyerjes së kredisë, dhe e kundërta ndodh kur kemi një ulje të normës bazë të interesit. Në këtë mënyrë, nëpërmjet rritjes dhe uljes së normës së interesit, banka qendrore ndikon në kushtet e financimit të kredisë, si rrjedhojë edhe në kërkesën dhe ofertën e kredisë, për individët dhe bizneset. Përveç normës së interesit të kredisë, ndikohen edhe normat e depozitave, të cilat ndikojnë në të ardhurat që sigurojnë individët nga investimet e tyre në produkte financiare etj. Norma e interesit është vetëm një nga shumë sinjalet që ekonomia dhe banka qendrore apo autoritetet e tjera financiare e fiskale lëshojnë në ekonomi. Në mënyrë që ky shembull naiv të funksionojë, individët së pari duhet të njohin e të kuptojnë këto sinjale, përveçse të kenë njohuri sesi këto sinjale lidhen me vendimmarrjen e tyre në lidhje me konsumin, kursimet, investimet etj. Së dyti, ata duhet të jenë pjesë e tregut ekonomik e financiar, në mënyrë që të përçojnë këto sinjale përmes vendimmarrjes së tyre.

Çfarë vlere do të kishte komunikimi i normës së interesit nëse individi apo biznesi nuk është i përfshirë financiarisht, pra nuk ka depozita, llogari bankare, pagese, apo nuk ka kapacitet për të marrë kredi, overdraft, kartë krediti etj.?

Në mungesë të përdorimit të produkteve bankare dhe financiare, sinjalet nuk do të kishin fare vlerë ose vlera do të ishte fare e vogël dhe politika monetare nuk do të transmetohej. Rrjedhimisht, stabiliteti i çmimeve dhe ai financiar varen drejtpërdrejt nga kultura dhe përfshirja financiare, ashtu siç varet edhe mirëqenia dhe prosperiteti afatgjatë i familjes dhe i biznesit. Për këtë qëllim, Banka e Shqipërisë i ka kushtuar një rëndësi të madhe njohjes dhe vlerësimit të kulturës financiare, si dhe e ka adresuar çështjen e edukimit financiar si një nga prioritetet e saj që në 2006, duke ndërgjegjësuar publikun mbi të dhe duke e promovuar si një të mirë publike për të gjithë. Gjithashtu, gjatë vitit 2021, Banka e Shqipërisë është e angazhuar për hartimin e strategjisë së edukimit dhe përfshirjes financiare në nivel kombëtar.



Të gjitha këto nisma janë padyshim në funksion të përmirësimit të transmetimit të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë, stabilitetit financiar dhe të kuptuarit sa më mirë të funksioneve dhe politikave të bankës qendrore nga publiku i gjerë. Për të gjitha këto arsye, Banka e Shqipërisë është angazhuar në rritjen e kulturës dhe përfshirjes financiare, duke kryer matje dhe monitorim të kulturës financiare në vite, të cilat do të shërbejnë për të vendosur objektiva, për të identifikuar grupet më vulnerabël, për t'i monitoruar ato, si dhe për të ndërtuar programe dhe aktivitete të dedikuara për grupe të caktuara.

V.2. SA TË KULTURUAR FINANCIARISHT JANË SHQIPTARËT?

Vlerësimet e Bankës së Shqipërisë në lidhje me kulturën dhe përfshirjen financiare tregojnë se ajo është e ulët. Ky nuk është një opinion, por një konkluzion i bazuar në punën e mirëfilltë shkencore të realizuar me standardet dhe metodologjitë më të mira bashkëkohore të bankave qendrore ulët (Dushku, (2021), Isaku *et al.* (2018), Ceca *et al.* (2011). Për të kuptuar nevojën për edukim e përfshirje, në vijim janë paraqitur disa rezultate mbi kulturën dhe përfshirjen financiare.

Fillimisht do të paraqesim disa përkufizime nga OECD-ja në lidhje me kulturën, edukimin, përfshirjen dhe mirëqenien financiare, pasi janë elemente që e ndikojnë ngushtë njëra-tjetrën. Në mënyre skematike, lidhja e tyre do të ishte në formën e një piramide, në majë të së cilës qëndron kultura financiare, dhe ndikimi i saj shfaqet qoftë tek përfshirja financiare edhe tek qëndrueshmëria dhe mirëqenia financiare e individëve dhe e gjithë shoqërisë. Kështu, çdo nismë apo iniciativë që nxit kulturën financiare sjell padyshim rritje edhe të elementeve të tjera, duke bërë që ajo të shërbejë si katalizator për një ndërmjetësim financiar më eficient dhe cilësor.

Kultura financiare përcaktohet si një kombinimi i njohurive financiare, aftësive, qëndrimit dhe sjelljeve të nevojshme për të marrë vendime të shëndosha financiare, me qëllim arritjen e mirëqenies financiare. Ndërsa edukimi financiar është procesi me të cilin konsumatorët apo investitorët financiarë përmirësojnë të kuptuarit e tyre mbi produktet financiare dhe rreziqet mbi to, përmes informacioneve, udhëzimeve dhe/ose këshillave objektive; zhvillojnë aftësitë dhe besimin për t'u bërë më të vetëdijshëm për rreziqet dhe mundësitë financiare, për të bërë zgjedhje të duhura (informuara) financiare, duke u drejtuar në vendet e duhura, si dhe ndërmarrja e veprimeve për të përmirësuar mirëqenien e tyre financiare.

Përfshirja financiare është procesi i promovimit të mundësisë së përdorimit - të përballeshëm, në formën e duhur dhe të zgjatur në kohë - të një sërë produktesh dhe shërbimesh financiare të rregulluara, si dhe zgjerimin e përdorimit të tyre në të gjitha segmentet e shoqërisë, përmes implementimit të përjasjeve të përshtatshme,

ekzistuese apo të reja, duke përfshirë ndërgjegjësimin financiar dhe edukimin, me synim promovimin e mirëqenies financiare, si dhe të përfshirjes ekonomike e sociale.

Ndërsa mirëqenia financiare e individit, e përcaktuar si objektivi përfundimtar i edukimit financiar, përfshin:

- kontrollin e individit mbi financat personale, për të qenë i aftë për të paguar në kohë faturat, për të mos pasur një borxh të pakontrolluar dhe të qenët në gjendje për të siguruar jetesën;
- të pasurit e një rezerve financiare ndaj shpenzimeve të papritura dhe emergjencave. Të pasurit e kursimeve, e një sigurimi shëndetësor dhe të qenët kredimarrës i mirë, në gjendje të mbështetesh tek miqtë dhe familjarët për ndihmë financiare, për të rritur aftësinë financiare për të përballuar dhe për të zbutur goditjet financiare që mund të cenojnë financat personale;
- të pasurit e qëllimeve financiare (të tilla si shlyerja e kredive studentore brenda një numri të caktuar vitesh ose të kursyerit e shume të caktuar për pension), si dhe gjetja e rrugës së duhur për t'i përmbushur ato, duke bërë që njerëzit të ndjehen më mirë nga ana financiare;
- të qenët në gjendje të bësh zgjedhje që të lejojnë të bësh “një jetesë të mirë” që nënkupton: bërjen e pushimeve, të darkuarit jashtë, të ndjekurit e një shkolle të lartë, si dhe të pasurit e një pune që të krijon mundësi t'i kushtosh më shumë kohë familjes.

Një element i rëndësishëm për të përcaktuar nëse individët kanë një sjellje të caktuar financiare lidhet pikërisht me pasjen e një matjeje për kulturën financiare në thelb të së cilët janë të përfshira koncepte të rëndësishme që kanë të bëjnë me: aftësitë numerike për llogaritjen e interesit të përbërë, të kuptuarit të inflacionit dhe të kuptuarit të diversifikimit të rrezikut. Ishin pikërisht Lusardi dhe Mitchell (2008, 2011b, c)¹⁸ të cilët hartuan 3 pyetje më të rëndësishme (*big questions*),

¹⁸ • *Suppose you had \$100 in a savings account and the interest rate was 2% per year. After 5 years, how much do you think you would have in the account if you left the money to grow: [more than \$102, exactly \$102, less than \$102? Do not know; refuse to answer.]*
• *Imagine that the interest rate on your savings account was 1% per year and inflation was 2% per year. After 1 year, would you be able to buy: [more than, exactly the same as, or less than today with the money in this account? Do not know; refuse to answer.]*
• *Do you think that the following statement is true or false? 'Buying a single company stock usually provides a safer return than a stock mutual fund.'* [Do not know; refuse to answer.]

që do të shërbenim si bazë për matjen e njohurive dhe të kulturës financiare. Këto pyetje synojnë: (i) matjen e aftësive numerike ose të kapaciteteve për të bërë llogaritje të thjeshta të lidhura me normën e përbërë të interesit; (ii) vlerësimin e të kuptuarit të inflacionit dhe rolin e tij në vendimet financiare; si dhe (iii) testimin e njohurive në lidhje me instrumente të ndryshme financiare dhe me rrezikun e diversifikimit midis aksioneve dhe fondeve të përbashkëta të investimit. Njohuritë mbi këto tre çështje janë në themel të çdo vendimi financiar.

Në planin ndërkombëtar, OECD-ja, përmes nismës së saj, ka ndërmarrë iniciativa për vlerësimin e kulturës financiare në rang vendesh, bazuar në një metodologji të standardizuar¹⁹. Njëpërmjet publikimit të dhënave, fakteve, studimeve mbi çështjet të kulturës financiare, anëtarët e rrjetit ndërkombëtar për edukimin financiar INFE/OECD kanë theksuar gjithmonë e më shumë rëndësinë e kulturës financiare, përfshirjes financiare dhe mbrojtjes së konsumatorëve, si shtylla jetike të fuqizimit financiar të individëve dhe të stabilitetit financiar në tërësi.

Banka e Shqipërisë, në kuadër të njohjes së fenomeneve të lidhura me edukimin financiar, është kujdesur që të marrë të gjithë informacionin e nevojshëm, të mjaftueshëm për të vlerësuar përfshirjen dhe edukimin financiar. Në këtë drejtim, Banka e Shqipërisë është bërë pjesë e iniciativës të OECD/INFE, duke u përfshirë në tri raunde të vrojtimit zhvilluar në vitet 2011, 2015 dhe 2019. Përfshirja në iniciativat e vlerësimit dhe matjes së kulturës financiare, mundëson jo vetëm krahasimin midis vendeve, por edhe identifikimin e grupeve më vulnerabël dhe diferencat që ekzistojnë midis tyre. Të dhënat e përdorura janë vënë në funksion të njohjes dhe analizës së fenomenit, por edhe të orientimit dhe dizenjimit të politikave që synojnë rritjen e njohurive financiare në popullatë, si dhe përfshirjen sa më të shumë të tyre në tregun financiar. Kjo ka bërë që Banka e Shqipërisë t'i kushtojë një vëmendje të shtuar edukimit dhe kulturës financiare, duke e konsideruar atë si një të mirë publike për të gjithë popullsinë. Tërësia e nismave dhe programeve të zhvilluara nga ana e Bankës së Shqipërisë synojnë pasurimin e

¹⁹ *Metodologjia bën të mundur krahasimin midis vendeve, identifikimin e grupeve më vulnerabël, si dhe dizenjimin e politikave të caktuara për të adresuar çështjet e kulturës financiare. Për më tepër referojuni toolkit-ëve të OECD-së 2014, 2018.*

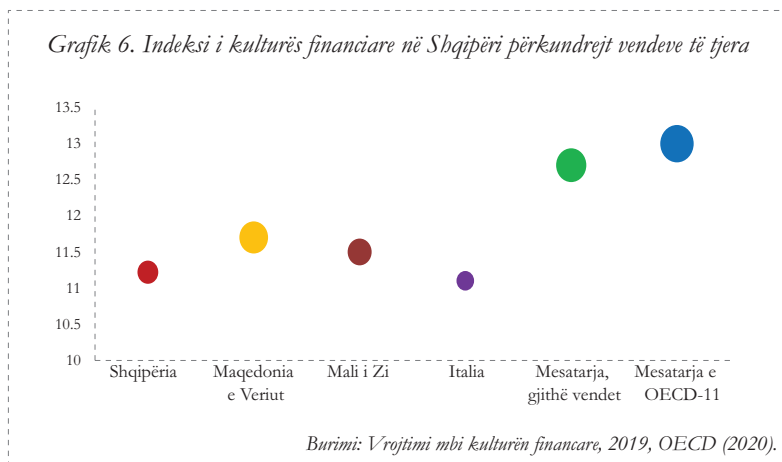
kulturës financiare të grupimeve të ndryshme sociale të vendit²⁰. Në këtë kuadër, veçohen nisma si “Java globale e parasë”, përfshirja e librit “Financat personale në duart tuaja” në programin mësimor të shkollës së mesme, Çmimi i Guvernatorit për diplomën më të mirë etj. Këto aktivitete janë të shënjestruara për grup-mosha të ndryshme dhe kanë si qëllim: njohjen me funksionet dhe politikat e Bankës së Shqipërisë; ndërgjegjësimin për rëndësinë e kulturës financiare që në hapat e para të shkollës; njohjen e produkteve, koncepteve dhe rreziqet financiare që shoqërojnë ato; vlerësimin e temave më të mira të diplomave që nxisin analizimin dhe mendimin kritik mbi ekonomiksin, financën dhe politikat e bankave qendrore.

Zhvillimi i ekonomisë dhe i sistemit financiar në tre dekadat e fundit e rendit Shqipërinë si një ekonomi të hapur, të vogël dhe në zhvillim, me një sistem financiar relativisht të ri dhe një dinamikë të lartë. Ky karakterizim i ekonomisë shqiptare u përforcua më tej fill pas privatizimit të ish-bankës më të madhe shtetërore, në vitin 2004, dhe futjes së bankave të huaja në treg. Këto zhvillime kanë nxitur një dinamizëm në rritje në drejtim të thellimit të ndërmjetësimit financiar, nëpërmjet ofrimit të produkteve të shumta dhe të sofistikuara, si edhe me rritjen e prezencës së aktorëve të rinj në treg, duke ndikuar në rritjen e eficiencës dhe prezencës së sektorit financiar në ekonomi. Megjithatë, pavarësisht efekteve pozitive që ka sjellë, ka momente, si për shembull skemat piramidale, në vitin 1997, tërheqja e depozitave në 2002, apo kriza greke në 2012, që kanë treguar se mungesa e njohurive të duhura financiare, e shoqëruar me qëndrime dhe sjellje jo të duhura financiare shoqërohen me kosto të larta si për individin edhe për ekonominë në tërësi. Prandaj, në një mjedis tejet kompleks, ku zhvillimet teknologjike, dhe jo vetëm, janë të vrullshme dhe revolucionare, duke prekur çdo aspekt të jetës së individit dhe shoqërisë, pajisja me njohuritë, sjelljet dhe qëndrimet e duhura financiare janë një domosdoshmëri për shoqërinë shqiptare. Për më tepër, kriza e shkaktuar nga pandemia COVID-19 theksoi nevojën që familjet të jenë sa më rezistente ndaj goditjeve të papritura, si dhe krijimin e rezervave nga ana e tyre.

Në këtë mjedis ndërkombëtar tepër dinamik në terma të rritjes së kulturës financiare, nxitja e kulturës financiare në Shqipëri duhet të

²⁰ Një përmbledhje e detajuar është paraqitur në faqen zyrtare të saj https://www.bankofalbania.org/Muzen_dhe_Edukimi/Edukimi/

mbetet një prioritet. Të dhënat e vitit 2019²¹ mbi kulturën financiare në Shqipëri tregojnë se individët kanë mangësi në lidhje me njohuritë, qëndrimet dhe sjelljet financiare. Kultura financiare, ashtu siç e përmendëm edhe më lart, është një koncept më i gjerë që përveç njohjes së koncepteve bazë financiare, përfshin edhe sjelljen dhe qëndrimet e duhura financiare. Të dhënat tregojnë që individët në Shqipëri zotërojnë vetëm 53% të njohurive, sjelljes dhe qëndrimit financiar. Kjo evidenton faktin që ka ende shumë për të bërë për përmirësimin e secilit komponent të kulturës financiare. Për vitin 2019, indeksi i kulturës financiare të individëve në Shqipëri është 11.2 nga 21 që është niveli maksimal i kulturës financiare, dhe është 1.5 pikë më i ulët se mesatarja globale e indeksit të kulturës financiare vlerësuar nga OECD-ja (2020). Analizuar sipas komponentëve përbërës të saj, vërejmë se individët kanë mangësi në njohuri dhe sjellje të duhura financiare, por janë të pozicionuar më mirë në qëndrimet financiare.

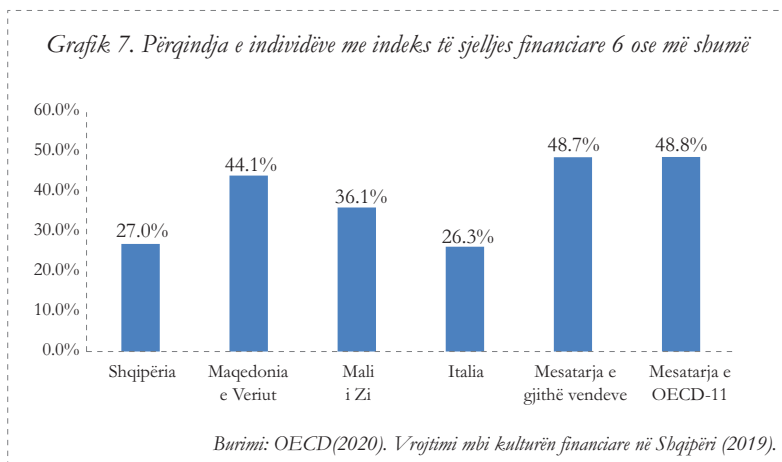


Në lidhje me njohuritë financiare, të dhënat tregojnë se në 2019 vetëm 29% e individëve zotëronin minimumin e njohurive të duhura financiare, tregues që është pothuajse 2 herë më i ulët se ai në botë dhe në vendet e OECD-së. Indeksi i njohurive financiare për vitin 2019 ka marrë vlerën e 3,7 nga 7 (vlera maksimale e indeksit) dhe është më i ulët se mesatarja globale e këtij indeksi, që shënon vlerën 4.4. Të dhënat tregojnë se individët në Shqipëri kanë problem të

²¹ Për vlerësimin e kulturës financiare në vitet 2011 dhe 2015, lutem referojuni materialit të Ceca, et. al (2011) dhe Isaku et al. (2018). Për një raport të plotë të vitit 2019 referohuni Dushku, (2021), forthcoming Bank of Albania Working Paper.

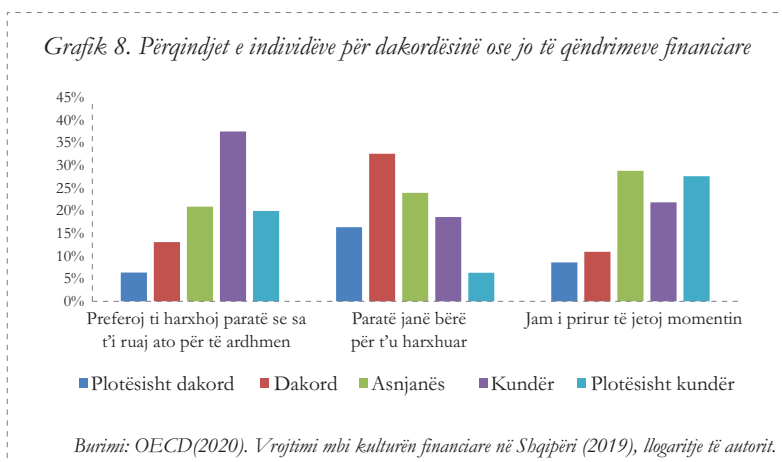
njohjes së konceptit mbi vlerën në kohë të parasë dhe të normës së përbërë të interesit, ku përkatësisht janë përgjigjur saktë vetëm 26% dhe 11% e individëve. Ndërkohë që në botë mesatarja e përqindjeve të sakta ndaj këtyre pyetjeve është 65% dhe 26% e totalit të individëve (Dushku, 2021). Individët në Shqipëri kanë më shumë njohuri mbi normën e interesit të huasë, rrezikun, kthimin e investimeve të ndryshme dhe diversikimin e portofolit. Përqindja e përgjigjeve të sakta të njohurive është e përafërt me mesataren e vendeve që kanë marrë pjesë në vrotimin e OECD/INFE 2018. Gjithashtu, pothuajse $\frac{3}{4}$ e individëve në Shqipëri e kuptojnë përkufizimin e inflacionit, nivel më i ulët ky se mesatarja e vendeve të OECD-së, por e krahasueshme me përgjigjet e marra nga vendet fqinje.

Ndërsa në lidhje me sjelljen financiare, pra të përqaşjes së individëve ndaj kursimeve, planifikimit afatgjatë, blerjeve të informuara, si dhe marrjes në konsideratë të flukseve të tyre, të dhënat tregojnë se individët në 2019 zotërojnë më pak se gjysmën e sjellëve të duhura financiare. Indeksi i sjelljes financiare vlerësohet 4.3 nga 9 (vlera maksimale e indeksit). Nga ana tjetër, të dhënat tregojnë se vetëm çereku i individëve në Shqipëri zotërojnë minimumin e sjelljeve financiare (6 nga 9), përkundrejt 49% që është mesatarja globale.



Përveç njohurive dhe sjelljeve financiare, në vlerësimin e kulturës financiare përfshihen edhe qëndrimet financiare, që kanë të bëjnë

me të kuptuarit e preferencave të individëve në lidhje me kursimet, shpenzimet dhe planifikimin për të ardhmen. Të dhënat e vitit 2019 tregojnë se individët në Shqipëri zotërojnë 64% të qëndrimeve të duhura financiare dhe më shumë se gjysma e tyre kanë një indeks të qëndrimeve financiare sa minimumi i synuar (3 nga 5). Indeksi i qëndrimeve financiare është vlerësuar me 3.2 nga 5 që është maksimumi dhe është më lart se 3 që është mesatarja e indeksit të individëve në rang global. Të dhënat e paraqitura në Grafikon 8 tregojnë për përqindjen e individëve në lidhje me qëndrimet financiare të tyre. Vërehet se 38% e individëve janë më shumë pro qëndrimit se paratë nuk duhet të harxhohen, por duhet të ruhen. Gjithashtu, të dhënat tregojnë se më shumë se gjysma e individëve janë kundër qëndrimit për të jetuar vetëm momentin, dhe mendojnë më shumë në planin afatgjatë. Ndërkohë që 50% e individëve shprehin dakordësinë që paratë janë bërë më shumë për t'u harxhuar, përkundrajt 25% që mendojnë të kundërtën.



Ashtu siç e përmendëm edhe më lart, përfshirja financiare është një komponent i rëndësishëm që dëshmon për ndërgjegjësimin dhe përdorimin e produkteve financiare, si dhe ndikimin e tyre në qëndrueshmërinë financiare. Përfshirja financiare nënkupton procesin e përdorimit në kohë dhe me kosto të përbalueshme të një game të gjerë produktesh dhe shërbimesh financiare nga të gjitha segmentet e shoqërisë, përmes zbatimit të qasjeve ekzistuese dhe atyre novatore, që përfshijnë ndërgjegjësimin dhe edukimin financiar,

me qëllim promovimin e mirëqenies financiare të individëve, si rrjedhojë edhe përfshirjen ekonomike dhe sociale të tyre (Atkinson dhe Messy, 2013). Megjithatë duhet të themi se përfshirja financiare është një proces i dyanshëm, ai përfshin si ofrimin e produkteve të përshtatshme financiare nga ana ofertës, ashtu edhe ndërgjegjësimin dhe njohjen e këtyre produkteve nga ana e kërkesës (OECD, 2020).

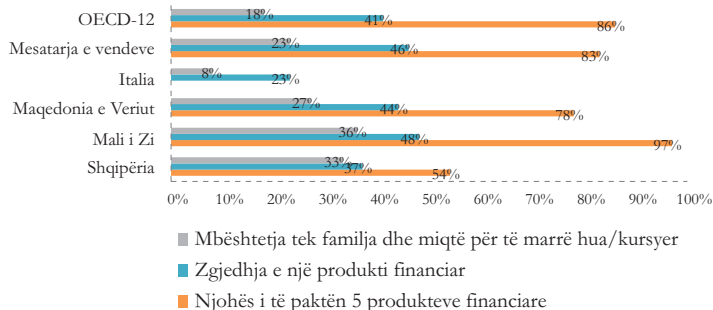
Të dhënat e Vrojtimi mbi Pasurinë e Familjeve Shqiptare, zhvilluar nga Banka e Shqipërisë, në bashkëpunim me INSTAT në 2019, për të marrë një informacion të detajuar mbi 2,500 familje shqiptare, tregojnë që familjet shqiptare vazhdojnë të kenë një përfshirje të ulët financiare (Dushku, 2019). Kështu të dhënat mbi normën e zotërimit të aktiveve financiare tregojnë që 16% e familjeve ose rreth 49% e individëve mbi moshën 15 vjeç kanë të paktën një aktiv financiar. Parë sipas kategorive të ndryshme vërehet se 31% e individëve (ose 10% e familjeve) kanë llogari rrjedhëse, 21.4% e individëve kanë depozitë dhe një pjesë shumë e vogël e familjeve kanë fonde pensioni dhe letra me vlerë të qeverisë. Llogaritë rrjedhëse dhe depozitat janë ndër treguesit financiarë që zotërohen më së shumti nga familjet shqiptare dhe norma e zotërimit të tyre shkon në linjë me të ardhurat dhe me pasurinë e familjeve. Llogaritë rrjedhëse dhe depozitat janë aktivet financiare që zotërohen më së shumti nga familjet shqiptare, e cila ndryshon sipas grupeve të ndryshme. Vërehet se familjet me të ardhura më të larta, të punësuarit dhe të vetë punësuarit, si dhe nga familjet me person reference me nivel të lartë edukimi zotërojnë më shumë llogari rrjedhëse (20%-30%) dhe depozita (8%-15%). Ndërsa familjet me nivel të ulët të ardhurash, të papunë dhe me nivel më të ulët edukimi, zotërojnë një përqindje më të vogël llogarish rrjedhëse dhe depozitash (1%-5%) (Dushku, Çami, 2021).

Nga ana tjetër, matjet e propozuar nga OECD/INFE(2018) dhe të përfshira në vrojtimin e kulturës financiare të zhvilluara nga ana e Bankës së Shqipërisë, më së shumti analizojnë anën e kërkesës së përfshirjes financiare që ka të bëjë me njohjen dhe përdorimin e produkteve financiare nga ana e konsumatorëve.

Të dhënat për vitin 2019 (Grafikët 9 dhe 10) tregojnë se individët në Shqipëri karakterizohen nga një nivel më i lartë ndërgjegjësimi të produkteve financiare, por një nivel më i ulët përdorimi i produkteve

financiare. Grafikët 9 dhe 10 pasqyrojnë të dhënat në lidhje me përfshirjen financiare që kanë të bëjnë përkatësisht me ndërgjegjësim dhe përdorimin e produkteve financiare. Të dhënat për Shqipërinë në 2019 tregojnë se 54% e individëve njohin të paktën pesë produkte financiare, përkundrajt 83% të individëve në nivel global dhe 86% në vendet e OECD-së. Më pak se 40% e individëve kanë përdorur një produkt financiar gjatë vitit të fundit, ndërsa në nivel global ky tregues është më pak se 50%. Një e treta (ose 33%) e individëve në Shqipëri u drejtohen familjarëve dhe miqve të ngushtë për të marrë hua dhe për të kursyer para, nivel më i lartë ky se në vendet e tjera të botës apo në vendet e OECD-së.

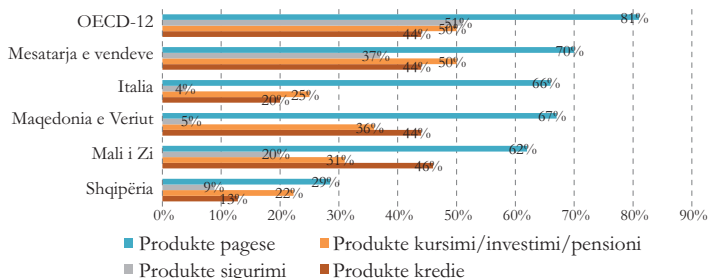
Grafik 9. Tregues të përfshirjes financiare



Shtënim: Nuk ka të bëna për Italinë, në lidhje me njohjen e të paktën pesë produkteve financiare.

Burimi: OECD(2020), Vrojtimi mbi kulturën financiare, 2019.

Grafik 10. Zotërimi i produkteve financiare*

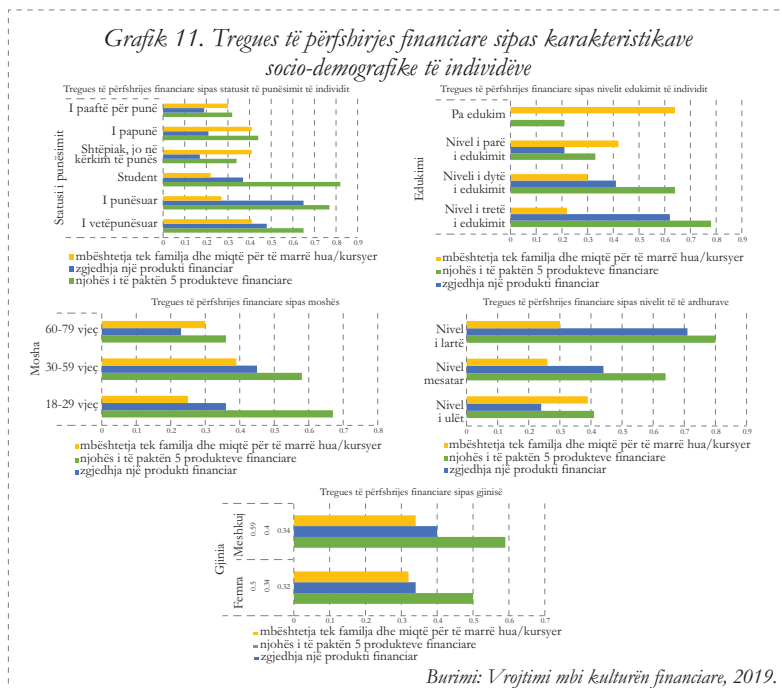


*Sipas ndarjeve të bëra nga OECD-ja, produktet e pagesave (ose llogaritë e transaksioneve) përfshijnë llogaritë korrente ose mobile money, kartat e debitit ose kartat me parapagesë. Në këtë grup përjashtohen kartat e kreditit dhe llogaritë e kursimeve, që pavarësisht se lehtësojnë procesin e pagesave llogariten përkatësisht si produkte të kredisë dhe të kursimeve. Produktet e sigurimit, përfshijnë të gjitha llojet e sigurimit, si sigurimi i makinës, jetës, shëndetit, etj. Ndërsa produktet e kredisë përfshijnë të gjithë format e kredisë (formale) në vend, si kredinë hipotekore, kredinë konsumatore, mikrokreditë, kartat e kreditit

Burimi: OECD(2020), Vrojtimi mbi kulturën financiare, 2019.

Në Shqipëri, produktet e pagesave si për shembull llogaritë korrente, kartat me parapagesë apo shërbimet e pagesave me anë të celularëve, janë produktet financiare më të përdorura, pohuar nga 29% e individëve. Ndërsa në botë mjetet e pagesave gjejnë një përdorim shumë të gjerë, ku mbi 70% e individëve në nivel global apo në vendet e OECD-së i përdorin ato. Produktet e dyta financiare më të përdorura në Shqipëri janë produktet e kursimit (22% e individëve), ndjekur nga përdorimi i produkteve të kredisë (13% e individëve) dhe produktet e sigurisë (9% e individëve). Ndërsa në rang botëror, kemi një zotërim më të lartë të produkteve financiare (Grafiku 10). Përgjithësisht, këto shifra tregojnë për një nivel të ulët të përfshirjes financiare në Shqipëri, dy deri në katër herë më të ulët se niveli global i përfshirjes financiare.

Të dezagreguar sipas karakteristikave socio-demografike të individëve, të dhënat tregojnë që disa grupe janë më pak të përfshira se të tjerat. Të dhënat e paraqitura në Grafikon 11 tregojnë se më pak njohës të të paktën 5 produkteve financiare (poshtë mesatares



së vendit) dhe që kanë zgjedhur një produkt financiar gjatë vitit të fundit janë femrat, individët në grup-moshat 60-79 vjeç, individët pa ose me nivel të ulët edukimi, shtëpiakët, të papunët, individët të paaftë për punë, si dhe individët me të ardhura të ulëta. Gjithashtu, rezulton se më shumë tek familja dhe miqtë mbështeten meshkujt, individët në grup-moshën 30-59 vjeç, individët që jetojnë në zonat rurale, individët pa ose me nivel të ulët të edukimit, të vetëpunësuarit, shtëpiakët, të papunët dhe individët me nivel të ulët edukimi.

Ndërsa të dhënat e paraqitura në Tabelën 3 tregojnë zotërimin e produkteve financiare sipas karakteristikave të individëve. Vërehet se në Shqipëri individët që zotërojnë më pak produkte financiare janë individët pa shkollim, individët e paaftë për punë, shtëpiakët, si dhe individët me nivel të ulët të ardhurash. Më pak produkte kursimi dhe kredie kanë gratë, individët në grup-moshat 18-29 vjeç dhe 60-79 vjeç, individët në zonat rurale, ata pa ose me shkollim të ulët, studentët, shtëpiakët, të papunët, individët e paaftë për punë dhe individët me nivel të ulët të ardhurash. Ndërsa produkte të sigurimit të jetës/objektit etj., kanë më pak femrat, individët në moshat 60-79 vjeç, individët që banojnë në zonat urbane, ata pa dhe nivel të ulët shkollimi, studentët, shtëpiakët, të papunët, individët e paaftë për punë, si dhe individët me nivel të ulët të ardhurave.

Tabela 3: Zotërimi i produkteve financiare sipas karakteristikave të individëve

		Produkte pagese	Produkte kursimi/ investimi /pensioni	Produkte kredie	Produkte sigurimi
Totali		28.5%	22.3%	12.8%	8.9%
Gjinia	Femra	29.5%	18.6%	10.1%	5.3%
	Meshkuj	27.5%	26.1%	15.6%	12.4%
Moshë	18-29 vjeç	33.8%	16.0%	11.2%	12.3%
	30-59 vjeç	36.2%	26.6%	16.8%	10.9%
	60-79 vjeç	9.6%	19.8%	6.9%	2.0%
Vendbanimi	Urban	39.4%	26.5%	14.4%	8.4%
	Rural	17.4%	18.0%	11.3%	9.3%
Edukimi	Niveli i tretë i shkollimit	64.0%	39.8%	25.5%	7.9%
	Niveli i dytë i shkollimit	25.6%	25.0%	11.2%	13.5%
	Niveli i parë i shkollimit	11.8%	10.5%	7.5%	5.4%
	Pa shkollim	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Statusi i punësimit	I vetëpunësuar	19.8%	33.7%	18.7%	14.0%
	I punësuar	75.4%	36.2%	22.4%	19.1%
	Student	21.2%	16.1%	13.2%	8.2%
	Shtëpiak, jo në kërkim të punës	10.2%	7.9%	5.1%	6.8%
	I papunë	15.8%	6.9%	9.2%	0.0%
	I paafte për punë	5.6%	15.6%	4.6%	1.3%
Niveli i të ardhurave	Nivel i ulët	15.2%	10.7%	8.1%	4.8%
	Nivel mesatar	33.4%	29.7%	10.7%	11.4%
	Nivel i lartë	63.3%	49.1%	34.4%	18.5%

Burimi: Vrojtimi mbi kulturën financiare (2019).

Duke marrë në konsideratë nivelin e ulët të përfshirjes financiare të individëve në Shqipëri, Banka e Shqipëri ka ndërmarrë një sërë nismash për ta promovuar dhe për ta nxitur akoma më shumë atë. Një ndër nismat më të rëndësishme është zhvillimi i tregut të pagesave me vlerë të vogël, që synon nxitjen e përdorimit të pagesave elektronike. Në këtë drejtim, Banka e Shqipërisë ka hartuar Strategjinë Kombëtare të Pagesave me Vlerë të vogël në Shqipëri (2018-2023). Ndër objektivat më të rëndësishëm në lidhje me përfshirjen e pagesave përmendim:

- i. nxitjen e përdorimit intensiv të instrumenteve moderne të pagesave, në rreth 10 pagesa për frymë në vit, deri në fund të vitit 2022;
- ii. rritjen e zotërimit të llogarive të pagesave në 70% të totalit të individëve në moshë madhore, nga 40% që ishte ky nivel në vitin 2017.

Një tjetër nismë e rëndësishme e ndërmarrë nga Banka e Shqipërisë ishte hartimi i projektligjit “Për shërbimet e pagesave”, në përputhje me legjislacionin shqiptar të Direktivës së Bashkimit Evropian “Për shërbimet e pagesave në tregun e pagesave”. Nëpërmjet zbatimit të këtij ligji, i cili u miratua nga Kuvendi i Republikës së Shqipërisë, në vitin 2021 synohet nxitja e konkurrencës dhe inovacionit në fushën e pagesave me vlerë të vogël, duke promovuar kështu efikasitetin dhe reduktimin e kostove që mbart përdorimi i tyre. Nga ana tjetër, synohet që të balancohen hapësirat për ofrimin e shërbimeve të pagesave midis bankave dhe institucioneve financiare jobanka, të cilat për herë të parë do të kenë mundësinë të hapin llogari pagese

dhe të emetojnë instrumente elektronike pagesash, duke zgjeruar alternativat për zgjedhje të publikut të gjerë (Semi, 2019).

Nëpërmjet përfshirjes financiare digjitale synohet që një numër më i lartë individësh të kenë akses dhe t'i përdorin shërbimet financiare, në përputhje me nevojat dhe kërkesat e tyre, të ofruara me një kosto më të ulët. Nga ana tjetër, përfshirja e asaj pjese të popullsisë të pa përfshirë aktualisht nga bankat apo institucionet e tjera jobanka, i ndihmon ata për të bërë transferta, të akumulojnë pasuri, të fuqizohen financiarisht dhe të rrisin pjesëmarrjen e tyre ekonomike. Padyshim që ofrimi i produkteve të reja shoqërohet edhe me rreziqe si për konsumatorët, ashtu edhe për rregullatorët, rreziqe të cilat kanë të bëjnë me natyrën e re të vetë produkteve të ofruara. Kështu, në ligjin për “Për shërbimet e pagesave” rëndësi i është kushtuar adresimit të mbrojtjes së konsumatorëve, nëpërmjet krijimit të një njësie të veçantë brenda Bankës së Shqipërisë për zgjidhjet alternative të mosmarrëveshjeve. Ky zhvillim është në linjë dhe me rishikimet e fundit të ligjit “Për mbrojtjen e konsumatorit” nga Ministria e Financave dhe Ekonomisë (Semi, 2019).

Në përfundim, dalim në konkluzionin se pavarësisht të gjitha masave të listuara më lart, ka ende shumë punë për të bërë në lidhje me kulturën dhe përfshirjen financiare, e cila mbetet një sfidë e rëndësishme që duhet adresuar. Tjetër iniciativë e ndërmarrë së fundmi nga ana e Bankës së Shqipërisë është angazhimi në projektimin e strategjisë kombëtare të edukimit financiar, ndërmarrja e rolit koordinues midis palëve të interesit për ta vendosur kulturën financiare dhe edukimin mbi të, si një prioritet kombëtar. Qëllimi i kësaj strategjie do të jetë rritja e njohurive, sjelljeve dhe qëndrimeve të duhura financiare, për të pasur një rritje të përfshirjes, mirëqenies dhe stabilitetit financiar.

REFERENCAT

Adrian, T., & Mancini-Griffoli, T. (2019). *The rise of digital money*. IMF Note, no 19/001, July.

Andolfatto, D. (2021). *Assessing the Impact of Central Bank Digital Currency on Private Banks*. *The Economic Journal*, Vol.131 (634), February 2021, 525–540.

BIS. (2018). *Central bank digital currencies. Report by Committee on Payments and Market Infrastructures (March 2018)*.

BIS. (2018-b). *Cyber-resilience: Range of practices*, Basel Committee on Banking Supervision (December 2018). Retrieved from <https://www.bis.org/bcbs/publ/d454.pdf>

BIS. (2020). *The digital economy and financial innovation*. BIS Papers No. 109.

Boar, C., & Wehrli, A. (2021). *Ready, steady, go? - Results of the third BIS survey on central bank digital currency*. BIS Papers No 114, 27 January 2021.

Boar, C., Holden, H., & Wadsworth, A. (2020). *Impending arrival - a sequel to the survey on central bank digital currency*. BIS Papers No. 107 (23 January 2020).

Bolton P., -Despres, M., Pereira Da Silva, L.A., Samana, F., Svartzman, R., (2020), "The green swan Central banking and financial stability in the age of climate change" BIS, jan. 2020, ISBN 978-92-9259-325-4 (print), ISBN 978-92-9259-326-1 (online)

BSF. (2019-a, Feb 14). *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*. Retrieved from Financial Stability Board, (Report 14 February 2019): <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>

BSF. (2019-b, May 31). *Crypto assets: Work underway, regulatory approaches and potential gaps*, Financial Stability Report, 31 May 2019. Retrieved from <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P310519.pdf>

Carstens, A. (2021). *Digital currencies and the future of the monetary system*. Hoover Institution policy seminar, Basel 27 January 2021.

Cerutti, E., Claessens, S., & Ratnovski, L. (2017). *Global Liquidity and Cross Border Bank Flows*. *Economic Policy*, 32(89), 81–125.

Danielson, J. (2018). *Cryptocurrencies: Policy, economics and fairness*. Systemic Risk Center Discussion Paper, No 86. (November 2018).

Fernández-Villaverde, J., & Sanches, D. (2016). *Can Currency Competition Work?* NBER Working Paper 22157 (April 2016).

Gerba, E., & Rubio, M. (2019). *Virtual Money: How Much do Cryptocurrencies Alter the Fundamental Functions of Money? A document by the European Parliament Think Tank.*

GPNF. (2018, 10). *Standartet Ndërkombëtare të Masave Kundër Pastrimit të Parave dhe Kundër Financimit të Terrorizmit: Rekomandime, (Implementuar nga FATF në Shkurt 2012, Azhurnuar në Tetor 2018).* Retrieved from FATF: International Standards On Combating Money Laundering and the Financing Of Terrorism & Proliferation: The FATF Recommendations, FATF: <https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF%20Recommendations%202012.pdf>

Grey, R. (2019). *Banking Under a Digital Fiat Currency Regime, in The Blockchain Revolution: Political and Legal Challenges*, ed. G. Dimitropoulos, S. Eich, P. Hacker, and I. Lianos, Oxford University Press, Oxford, U.K.

Group of Thirty. (2020). *Digital currencies and stablecoins: Risks, opportunities and challenges ahead. Report of the Group of Thirty's Steering Committee.*

Hoda, B. (2019). *Paraja Elektronike dhe Teknologjia Financiare: Një Përditësim. (material i papublikuar).*

Komisioni Evropian. (2018). *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector.* Retrieved from European Commission COM(2018) 109/2: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180308-action-plan-fintech_en.pdf

Kumbhof, M., & Noone, C. (2019). *Central Bank Digital Currencies: Design Principles and Balance Sheet Implications.* Staff Working Paper No. 725, Bank of England.

Williamson, S. (2019). *Central Bank Digital Currency: Welfare and Policy Implications.* 2019 Meeting Papers 386, Society for Economic Dynamics.

Isaku, E., Ceca, K., Koleniço, A., (2018), "Vrojtimi mbi matjen e kulturës financiare: Analiza e rezultateve për Shqipërinë, 2015", Banka e Shqipërisë, Material diskutimi 37 (76), 2019

Banka e Shqipërisë, 2020 (raporti vjetor, tremujor të Politikës monetare)

Ceca K., Koleniço A., Isaku E., Haxhimusaj B., (2014) "Kultura financiare në Shqipëri: Rezultatet e vrojtimet për matjen e nivelit të njohurive financiare të popullatës, 2011", Banka e Shqipërisë, Material diskutimi 37 (76), 2019

OECD/INFE *International Survey of Adult Financial Literacy Competencies*, OECD, 2016.

OECD/INFE *Toolkit for measuring financial literacy and financial inclusion*, March 2015.

OECD/INFE *Toolkit to Measure Financial Literacy and Inclusion* (OECD, 2018d),
OECD (2005) "Improving financial literacy"

INFE, *Guide to creating financial literacy scores and financial inclusion indicators using data from the OECD/INFE 2015 financial literacy survey*, 13 September 2016.

OECD (2021), *Financial Literacy in Austria: Relevance, evidence and provision*.

OECD (2020), *OECD/INFE 2020 International Survey of Adult Financial Literacy*
Dushku, E (2021), "Evidenca mbi kulturën financiare në Shqipëri", *Fortbecoming*

Semi, V (2019), "Tregu i pagesave në Shqipëri dhe nevoja për reformimi, kontributi i projektligjit të shërbimeve të pagesave në zhvillimin e pagesave (direkt) dhe në remitancat (indirekt)", Banka e Shqipërisë, revista "Diaspora dhe pagesa" (2019).

Acemoglu, D. and P. Restrepo (2017). "Secular stagnation? The effect of aging on economic growth in the age of automation". American Economic Review.

Hansen, A. H. 1939. "Economic Progress and Declining Population Growth." American Economic Review 29: 1–15.

Summers, Lawrence. 2013. "Why Stagnation Might Prove to be the New Normal." Financial Times. December 15. <https://www.ft.com/content/87cb15ea-5d1a-11e3-a558-00144feabd0>.

Teulings, Coen, and Richard Baldwin. 2014. Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures. Washington, DC: CEPR Press.

Acemoglu, D. and P. Restrepo (2017). "Secular stagnation? The effect of aging on economic growth in the age of automation". American Economic Review.

Aksoy, Yunus, Henrique S. Basso, Ron P. Smith, and Tobias Grasl. 2019. "Demographic Structure and Macroeconomic Trends", American Economic Journal: Macroeconomics, 11 (1): 193-222. DOI: 10.1257/mac.20170114

Derrien, François and Kecskes, Ambrus and Nguyen, Phuong-Anh, Labor Force Demographics and Corporate Innovation (May 2, 2020). HEC Paris Research Paper No. FIN-2017-1243, Available at:

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3076971> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3076971>

Hansen, A. H. 1939. "Economic Progress and Declining Population Growth", *American Economic Review* 29: 1–15.

INSTAT (2021). *Databaza Statistikore*. URL: <http://databaza.instat.gov.al/p>xweb/sq/DST/>.

Summers, Lawrence. 2013. "Why Stagnation Might Prove to be the New Normal", *Financial Times*. December 15. <https://www.ft.com/content/87cb15ea-5d1a-11e3-a558-00144feabd0>.

Teulings, Coen, and Richard Baldwin. 2014. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. Washington, DC: CEPR Press.

King, R., I. Gëdeshi (2020a), "New trends in potential migration from Albania: the migration transition postponed?", *Migration and Development*, 9(2): 131-151.

King, R., I. Gëdeshi (2020b), "The actual and potential migration of students from Albania: A putative Brain Drain?", F. Ebert Foundation.

United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2019). *World Population Prospects 2019, Online Edition*. Rev. 1.

Yoon, Jong-Won, Kim, J. and J. Lee (2019). *Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy*, IMF Working Paper WP/14/210.

Spence, M" (2021), "Lessons from digital India", Project Syndicat, <https://www.project-syndicate.org/commentary/lessons-from-digital-india-by-michael-spence-2021->

