

BANKA E SHQIPËRISË

MEKANIZMI I TRANSMETIMIT MONETAR NË SHQIPËRI

GRAMOZ KOLASI,
HILDA SHIJAKU,
DIANA SHTYLLA*



PËRMBAJTJA

| | |
|---|----|
| <i>Abstrakt</i> | 5 |
| <i>I. Hyrje</i> | 6 |
| <i>II. Kuadri teorik i kanaleve të transmetimit monetar dhe evidenca nga vendet në zhvillim dhe në tranzicion</i> | 7 |
| <i>III. Rishikim i literaturës</i> | 17 |
| <i>IV. Gjetjet e reja</i> | 23 |
| <i>V. Përfundime dhe pasojat për politikën monetare</i> | 34 |
| <i>Shtojcë 1. Testet e specifikimit për modelin e Muço et al. (2003).</i> | 36 |
| <i>Shtojcë 2. Testet e specifikimit për modelin e modifikuar (Modeli 1).</i> | 38 |
| <i>Shtojcë 3. Testet e specifikimit për modelin 2.</i> | 40 |
| <i>Shtojcë 4. Përgjigjja e sistemit ndaj goditjes të kursit të këmbimit (Model 2).</i> | 42 |
| <i>Referenca</i> | 43 |
| <i>Shënime</i> | 44 |

ABSTRAKT

Ky studim ritrajton mekanizmin e transmetimit monetar në Shqipëri, duke bërë një përmbledhje të gjetjeve të studimeve të mëparshme dhe duke dhënë dëshmi të reja bazuar në një vlerësim SVAR. Ne kemi shqyrtuar efektin e kanaleve të transmetimit monetar mbi prodhimin agregat dhe mbi inflacionin total dhe atë bazë. Përfundimi në të cilin arritëm është se kanali i kursit të këmbimit nuk është aq i fortë sa është paraqitur në punimet e mëparshme dhe se kanali monetar dhe i pritshmërive luan rolin kryesor në mekanizmin e transmetimit. Gjetjet tona sugjerojnë gjithashtu, se Banka e Shqipërisë duhet të tregojë kujdes ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit, pasi ato duket të kenë një efekt jo të favorshëm mbi luhatjet e prodhimit real.

I. HYRJE

Është shumë e nevojshme të shpjegohet rëndësia e analizimit dhe e kuptimit të mekanizmit të transmetimit monetar (MTM), për ekonomistët në përgjithësi dhe për bankierët qendrorë në veçanti. Sasia dhe qëllimi i punës kërkimore mbi kanalet e transmetimit monetar në Shqipëri janë të kufizuara dhe literatura përkatëse nuk shkon përtej 7-8 vjetëve. Qëllimi i këtij materiali është i dyfishtë: të përmbledhë gjetjet e punimeve empirike të mëparshme; dhe të rivlerësojë një model të thjeshtë SVAR, në mënyrë që të japë një mendim të përditësuar mbi rëndësinë e kanaleve të veçanta të transmetimit. Në vijim do të themi pak fjalë për kuadrin e politikës monetare dhe ecurinë ekonomike në Shqipëri.

Mandati i Bankës së Shqipërisë¹ është të arrijë dhe të ruajë stabilitetin e çmimeve. Gjatë dekadës së fundit, ky objektivi është përkthyer afërsisht si mbajtje e një norme inflacioni vjetor të matur sipas IÇK² në intervalin 2-4% dhe në dy vitet e fundit, si një objektivi pikësor prej 3% +/-1 pp. Banka e Shqipërisë ndjek një regjim të shënjestrimit monetar³ me elemente të spikatura të një shënjestrimi të nënkuptuar të inflacionit. Në vitin 2000, u hoqën kontrolllet mbi normat e interesit të depozitave 3, 6 dhe 12-mujore të bankave shtetërore dhe u vendosën instrumente indirekte të politikës monetare. Aktualisht, kuadri operacional i Bankës së Shqipërisë përbëhet nga operacionet e tregut të hapur, instrumentet mbështetëse dhe nga rezerva e detyruar. Që nga fillimi i periudhës së tranzicionit dhe krijimi i Bankës së Shqipërisë si një bankë qendrore moderne, roli i politikës monetare në ekonominë shqiptare është përforcuar dhe ka fituar rëndësi në kuadrin e përgjithshëm të politikave makroekonomike. Në pjesën më të madhe të dekadës së fundit, rritja e prodhimit ka qenë e fortë, inflacioni i ulët dhe normat e kursit të këmbimit të qëndrueshme. Ndërkohë që ekonomia e tregut në lulëzim çrrënjosi disa nga problemet e trashëguara nga sistemi i mëparshëm i centralizuar, sfida të reja u shfaqën. Aktualisht, Shqipëria ka një sistem financiar të nënzhvilluar; tregjet e kapitaleve janë pothuajse inekzistente; ka një shkallë të lartë informaliteti dhe janë në proces reforma të rëndësishme strukturore dhe transformuese.

Deri tani, politikëbërësit monetarë në Bankën e Shqipërisë nuk kanë patur baza të kuantifikueshme, mbi të cilat të gjykonin efektet e politikës monetare në ekonomi dhe veçanërisht në inflacion. Rezultate sasiore mbi sasinë, drejtimin dhe intervalet kohore të efekteve të kanaleve të transmetimit të zbatueshme janë thelbësore për hartimin e një politike të mirë monetare. Dy nga pyetjet vendimtare të ngritura nga autoritetet e politikës monetare në vend, sot janë: (1) cili është kanali i transmetimit më i rëndësishëm (ose kanalet e transmetimit më të rëndësishme) që gjejnë zbatim në ekonominë shqiptare? dhe (2) si mund të përdoret politika monetare për të siguruar stabilitet të vazhdueshëm çmimesh?

Ky punim tenton të hedhë dritë mbi natyrën dhe karakteristikat e MTM në Shqipëri. Në seksionin 2, tregojmë kuadrin teorik të kanaleve të transmetimit monetar, të shoqëruar me gjetjet e studimeve mbi MTM në vendet në tranzicion. Rishikimi i studimeve të mëparshme për MTM në Shqipëri paraqitet në seksionin 3. Në seksionin 4, përsërisim rezultatet e një modeli VAR nga Muço et al (2003) dhe pasqyrojmë rezultatet e marra nga përdorimi i modelit SVAR. Seksioni 5 mbyllet me një diskutim të shkurtër mbi pasojat për politikën monetare.

II. KUADRI TEORIK I KANALEVE TË TRANSMETIMIT MONETAR DHE EVIDENCA NGA VENDET NË ZHVILLIM DHE NË TRANZICION

Në këtë seksion, ne paraqesim një pasqyrë teorike të kanaleve të MTM. Nisur nga rezultatet e kërkimeve mbi ekonominë në zhvillim dhe në tranzicion, ne vendosim paralelizma dhe prezantojmë gjykimin tonë mbi forcën e pritshme dhe rëndësinë përkatëse të secilit kanal në rastin e Shqipërisë.

MTM është procesi nëpërmjet të cilit vendimet e politikës monetare ndikojnë veprimtarinë ekonomike në përgjithësi dhe nivelin e çmimeve në veçanti. Nga njëra anë e mekanizmit të

transmetimit qëndrojnë instrumentet që mund të kontrollohen nga autoriteti monetar dhe nga ana tjetër, objektivat përfundimtarë të politikës monetare, të tilla si stabiliteti i çmimeve, rritja e prodhimit dhe punësimi. Janë gjithmonë e më të shumtë ekonomistët, që mendojnë se politika monetare mund të përdoret vetëm për të zbutur luhatjet afatshkurtra të prodhimit dhe se nuk ndikon mbi rritjen afatgjatë reale. Megjithatë, politika monetare mund të shërbejë si instrument eficient për të arritur stabilitetin e çmimeve, që është përcaktuar si objektivi i vetëm final i shumë bankave qendrore, kudo në botë. Në përputhje me karakteristikat e prezantuara nga Mishkin (1996), ne kemi marrë në shqyrtim këto kanale të transmetimit monetar: kanalin e normës së interesit, kanalin e kursit të këmbimit, kanalin e çmimeve të aktiveve dhe kanalin e kredisë. Shpesh, kjo skemë standarde zmadhohet për të përfshirë një kanal të pritshmërisë, të cilit i është kushtuar mjaft vëmendje në punimet e fundit kërkimore.

- *Kanali i normës së interesit.*

Kanali i normës së interesit nënkupton mekanizmin nëpërmjet të cilit, ndryshimi i normës bazë të interesit përçohet në normat e interesit të depozitave dhe kredive, dhe në një moment të dytë, mekanizmin nëpërmjet të cilit normat e reja të interesit të tregut ndikojnë vendimet për shpenzim ose investim, të bizneseve dhe të individëve. Është e rëndësishme të kihet parasysh se përmasat dhe drejtimi i efekteve të një vendimi të caktuar të politikës monetare varen nga shkalla e parashikimit të ndryshimit të politikës dhe nga mënyra me të cilën ndryshimi ndikon pritshmëritë për vendimet e ardhshme të politikës. Besohet dhe është provuar gjerësisht, se një ndryshim në normën e politikës pasqyrohet në një ndryshim pothuajse të menjëhershëm, në të njëjtin drejtim dhe me përmasa të ngjashme në normat e interesit afatshkurtra të huadhënies bankare dhe të depozitave. Shpejtësia me të cilën këto norma rregullohen, varet nga karakteristikat dhe thellësia e tregut, nga forca e konkurrencës midis institucioneve financiare etj.. Nga ana tjetër, pas ndryshimit të normës bazë, normat afatgjata të interesit mund të lëvizin si në të njëjtin drejtim, ashtu edhe në atë të kundërt. Efekti aktual i një ndryshimi të normës

bazë mbi normat e interesit afatgjata do të varet pjesërisht nga impakti i ndryshimit të politikës mbi pritshmëritë e inflacionit (Raporti i Komitetit të Politikës Monetare të Bankës së Anglisë). Nëse investitorët presin që një rritje e normës bazë, të ndiqet nga norma interesi më të ulta në të ardhmen, normat afatgjata mund të ulen në përgjigje të rritjes aktuale të normës bazë. Teorikisht, një politikë monetare ekspansioniste, me fjalë të tjera, një ulje e normës bazë nominale, ndiqet nga një rënie e normave reale të interesit (në një strukturë çmimesh e pandryshueshme), e cila në këmbim sjell ulje të kostove të kapitalit dhe rrit investimet e bizneseve dhe të konsumatorëve, dhe në përfundim rrit prodhimin agregat (Mishkin, 1996).

Rezultatet empirike të studimeve për përcimin e normës së interesit në vendet me ekonomi në zhvillim dhe në tranzicion janë shumë të ngjashme me ato të Eurozonës (Égert dhe MacDonald, 2006). Në përgjithësi, duket se: përcimi më i plotë është gjetur për normat afatshkurtra të kredidhënies së korporatave, të ndjekura nga normat afatgjata të kredidhënies së korporatave dhe përcimi më i pakët është gjetur te kreditë konsumatore. Përcimi tek normat e interesit të depozitave është më i pakët se përcimi tek normat e interesit të huave dhe ka një larmi të konsiderueshme nga vendi në vend, për sa i përket përcimit afatgjatë.

Faza e dytë e kanalit të normës së interesit qëndron në lidhjen midis normave të interesit të tregut dhe aktiviteteve reale, si konsumi dhe investimet. Ndryshimet në normat reale të interesit ndikojnë të ardhurat dhe shpenzimet, nëpërmjet kanalit të zëvendësimit, pasurisë, të ardhurave dhe kostos së kapitalit. Ndryshimet në normat e interesit mund të kenë efekte kontradiktore, duke qenë se ato ndikojnë si sjelljen e kursimtarëve, ashtu edhe atë të huamarrësve. Puna empirike në këtë fazë të kanalit të transmetimit për vendet me ekonomi në zhvillim dhe në tranzicion është ende e pakët dhe rezultatet janë jobindëse.

Ne mendojmë se kanali i normës së interesit ka qenë inekzistent në Shqipëri, për pjesën më të madhe të periudhës 1990-2005.

Adoptimi i një instrumenti indirekt të politikës monetare (normat e interesit të marrëveshjeve njëjavore të riblerjes) si normë bazë e interesit në ekonomi, është realizuar vetëm kohët e fundit. Nga fundi i viteve '90, politika monetare vendase përballej ende me një sfidë të madhe, në trajtën e: tregjeve financiare të pazhvilluara, tregjeve shumë informale të kredive dhe valutore, si dhe një shkalle të ulët edukimi financiar dhe besueshmërie të publikut tek sistemi bankar, të përkeqësuar edhe më tepër pas kolapsit të firmave piramidale në vitin 1997. Sidoqoftë, ekziston një bindje e përgjithshme se kalimi nga instrumentet e politikës monetare direkte tek ato indirekte dhe rritja e besueshmërisë dhe transparencës së bankës qendrore kanë ndihmuar në përforsimin e marrëdhënies midis parasë dhe inflacionit. Megjithëse, kanali i normës së interesit mund të mos jetë kanali më i rëndësishëm i transmetimit të politikës monetare në Shqipëri për momentin, mendohet se ai ka marrë një rol gjithmonë e më të madh gjatë viteve të fundit.

- *Kanali i kursit të këmbimit.*

Ndryshimet e normës bazë mund të ndikojnë edhe mbi kursin e këmbimit. Duke qenë se kursi i këmbimit tregon vlerën e monedhës vendase në krahasim me valutat e huaja, ai mund të ndikohet si nga normat e huaja të interesit, ashtu edhe nga ato vendase. Përmasat dhe drejtimi i impaktit të ndryshimit të normës bazë, mbi kursin e këmbimit janë të vështira për t'u parashikuar, pasi do të varen nga pritshmëritë mbi normat e interesit vendase dhe të huaja dhe mbi inflacionin (Raporti i Komitetit të Politikës Monetare të Bankës së Anglisë). Reagimi normal ndaj një rritjeje (rënieje) të normës bazë, do të ishte një vlerësim (zhvlerësim) i monedhës vendase, duke qenë se aktivet e shprehura në valutë vendase do të bëheshin më tërheqëse për investitorët e huaj. Një vlerësim i monedhës vendase do t'i bënte importet më të shtrenjta dhe eksportet më të lira, në këtë mënyrë, eksportet neto dhe për rrjedhojë, kërkesa agregate do të uleshin. Përveç ndikimit mbi eksportet neto dhe kërkesën agregate, kursi i këmbimit ka një efekt direkt mbi inflacionin vendas, pasi ai përcakton çmimet e mallrave të importit të shprehura në monedhë vendase. Në literaturë, ky njihet si

efekti i përcimit (pass-through effect). Kanali i kursit të këmbimit mund të funksionojë edhe nëpërmjet kanaleve të pasurisë dhe të bilancit, të cilat zakonisht përfshihen në diskutimet mbi kanalin e çmimeve të aktiveve. Kursi i këmbimit ndikon bilancet e bizneseve me borxhe të mëdha në valutë të huaj. Kur valuta e huaj mbiçmohet (valuta vendase mbiçmon), barra e borxhit të këtyre bizneseve rritet, dhe pa aktive korresponduese që t'i përgjigjen kësaj rritjeje, kapitali neto i bizneseve ulet. E njëjta gjë ndodh edhe me konsumatorët që zotërojnë shuma të mëdha aktive në valutë të huaj; pasuria e tyre zvogëlohet dhe po kështu edhe konsumi. Në këtë mënyrë, me kursin e këmbimit që vepron nëpërmjet kanalit të bilancit dhe të pasurisë, ai ndikon mbi kërkesën agregate në drejtimin e kundërt, krahasuar me kanalin tradicional të eksporteve neto.

Kanali i kursit të këmbimit ka zënë një vend të veçantë në kërkimet për ekonominë në tranzicion, siç mendohet se ka qenë mjaft i rëndësishëm për ambientet me inflacion të lartë dhe për vendet me tregje financiare të varfra (Aslanidi, 2007). Kamin et al (1998) konstatojnë se, në vendet në tranzicion, kanali i kursit të këmbimit, ndryshe nga kanalet e tjera, ndikon jo vetëm mbi kërkesën agregate, por edhe mbi ofertën agregate. Megjithatë, në këtë material ndalemi në rolin që luan kursi i këmbimit si kanal me anë të të cilit, politika monetare vepron mbi kërkesën agregate. Në mënyrë që kanali i kursit të këmbimit të funksionojë brenda kuadrit të transmetimit monetar, duhet të ekzistojnë dy marrëdhënie. Së pari, duhet të ketë një lidhje midis politikës monetare dhe kursit të këmbimit, dhe së dyti, kursi i këmbimit duhet të influencojë prodhimin dhe inflacionin.

Evidencat empirike nga vendet në tranzicion, për fazën e parë të transmetimit, domethënë nga politika monetare te kursi i këmbimit, japin rezultate të përziera. Vonnák (2007) arrin në përfundimin se dy studime të ndryshme në Hungari kanë gjetur përgjigje të ngjashme për ndikimin e kursit të këmbimit tek politika monetare, gjatë 5-10 viteve të fundit. Një rritje e papritur prej 25 pikë përqindje, mbiçmon mesatarisht kursin e këmbimit pothuajse menjëherë me 0.5-1.0%. Për vendet e tjera në tranzicion, Egert dhe MacDonald (2006) dëshmojnë se

modele VAR japin rezultate të ndryshme për këtë marrëdhënie. Një goditje pozitive e normës së interesit mund të çojë në një vlerësim ose zhvlerësim të kursit të këmbimit. Ky fenomen, i njohur si *puzzle*-i i kursit të këmbimit, në rrethana të veçanta mund t'i atribuohet mbrojtjes së pasuksesshme të një niveli të kursit të këmbimit. Vonnák (2007) tregon se prania e goditjeve ndaj primeve të rrezikut e bën të vështirë matjen e efektit të politikës monetare mbi kursin e këmbimit. Nëse kushti i paritetit të pambuluar të normës së interesit (Uncovered Interest Parity – UIP) rritet me një term të primit të rrezikut⁴, mund të shihet se një rritje e primit të rrezikut mund të çojë në norma interesi vendase më të larta, në një zhvlerësim spot, ose mund të kompensohet nga zhvlerësimi në të ardhmen (Vonnák, 2007). Në këtë rast, sa më i fortë të jetë mbizotërimi i goditjeve të primeve të rrezikut, më shumë gjasa ka që të vërehet reagimi i kundërt i kursit të këmbimit, domethënë, një dobësim i monedhës vendase pas shtrëngimit monetar.

Duke kaluar në fazën e dytë të kanalit, Aslanidi (2007) konstaton se në Gjeorgji, kursi i këmbimit është më eficient në ndikimin e luhatjeve të prodhimit, agregatëve monetarë dhe kredisë, sesa norma e interesit dhe ndërhyrjet valutore. Gjithashtu, ndërhyrjet valutore duket të kenë një impakt më të fortë mbi nivelin e kursit të këmbimit dhe mbi ekonominë reale, sesa norma e interesit. Në vrojtimin e vendeve në tranzicion, Égert dhe MacDonald (2006) përmbledhin rezultatet e studimeve të përçimit të kursit të këmbimit tek inflacioni, si vijon: (a) ka një larmi të konsiderueshme nga vendi në vend, veçanërisht për sa i përket IÇK; (b) përçimi është i ndryshëm për nëngrupet e IÇK, IÇP dhe të çmimeve të importit; (c) kohët e fundit, përçimi i kursit të këmbimit është zvogëluar në pothuajse të gjitha vendet; (d) përçimi duket të jetë më i fortë kundrejt monedhës ankorë ose referencë.

Ekonomia shqiptare është një ekonomi e vogël dhe e hapur. Deficiti tregtar i mallrave është 40% i PBB-së, ndërsa eksportet dhe importet e mallrave dhe shërbimeve përbëjnë 80% të PBB-së. Llogaria korente shënon vazhdimisht flukse të mëdha hyrëse në formën e remitançave nga emigrantët, të cilat kanë

luajtur një rol të rëndësishëm në financimin e deficitit tregtar të Shqipërisë dhe në mbajtjen e një kursi këmbimi të qëndrueshëm, gjatë 10 viteve të fundit. Shqiptarët që jetojnë jashtë vendit, përfaqësojnë një përqindje të lartë të numrit të jorezidentëve që vijjnë në Shqipëri si turistë, veçanërisht në stinën e verës dhe të dimrit. Flukset e kapitaleve përbëhen kryesisht nga investimet e huaja direkte dhe nga transfertat zyrtare. Duke u bazuar në natyrën dhe strukturën e importeve dhe eksporteve të mallrave dhe shërbimeve, ne do të prisnim që ndryshimet e kursit të këmbimit të kishin më shumë ndikim mbi vëllimin e importeve të mallrave dhe shërbimeve, sesa mbi vëllimin e eksporteve të tyre. Vika⁵ (2006) ka gjetur se të ardhurat reale janë faktori kryesor përcaktues i flukseve tregtare në afatin e gjatë, veçanërisht për sa i përket eksporteve. Gjithashtu, ndryshimet e çmimeve relative duket të kenë një impakt më të madh mbi vëllimin e importeve të tregtueshme, sesa luhatjet e kursit të këmbimit. E kundërta është e vërtetë për ofertën e eksporteve, e cila duket se reagon më shumë dhe më shpejt ndaj ndryshimeve të kursit të këmbimit lek/euro, sesa ndaj çmimeve relative. Këto gjetje hedhin dritë mbi rëndësinë e kursit të këmbimit ndër faktorët e tjerë të tregtisë së jashtme (çmimet relative, të ardhurat vendase dhe të huaja etj.), por ato nuk na ndihmojnë të vlerësojmë rëndësinë relative të kanalit të kursit të këmbimit, si pjesë e mekanizmit të plotë të transmetimit të politikës monetare. Pavarësisht drejtimit dhe shkallës së ndikimit të kursit të këmbimit mbi eksportet neto, ne kemi bindjen se kursi i këmbimit ka pasur një efekt të matshëm dhe të fortë mbi inflacionin në Shqipëri gjatë dekadës së fundit, duke ndikuar çmimet e importeve dhe pritshmëritë e inflacionit.

- *Kanali i çmimeve të aktiveve.*

Kanali i çmimeve të aktiveve tregon impaktin e politikës monetare mbi çmimet e aktiveve të tilla si: aksione, obligacione, pasuri të patundshme dhe aktive të tjera vendase. Hórvath dhe Maino (2006) përmbledh: ky kanal vepron nëpërmjet ndryshimeve në vlerën e tregut të bizneseve dhe në pasurinë e individëve. Kanali i mëparshëm ndërron çmimin relativ të pajisjeve të reja, duke ndikuar mbi shpenzimet për investim, ndërkohë që ky i fundit vepron mbi konsumin familjar dhe mbi

mundësinë e pasjes së një kolaterali për të marrë hua. Mishkin (1996) shpjegon se një rritje në ofertën e parasë, sipas teorisë q të Tobin, do të sillte shpenzime më të larta në bursë, një rritje të çmimeve të aksioneve, një vlerë më të lartë të q^e dhe një rritje në shpenzimet e investimeve. Efektet e pasurisë shfaqen në pasurinë e individëve, si rezultat i ndryshimeve në çmimet e aksioneve. Kur çmimet e aksioneve rriten, konsumatorët bëhen më të pasur dhe kanë më tepër para për të shpenzuar. Në rast të një ekspansioni monetar, një ulje e normës bazë të interesit do të shkaktonte investime dhe konsum më të lartë, e për pasojë kërkesë agregate më të lartë.

Është e vështirë të gjesh rezultate empirike mbi fuqinë e kanalit të çmimeve të aktiveve, në vendet në tranzicion. Ky kanal ka tërhequr më pak vëmendje dhe punë kërkimore, sesa kanalet e tjera më tradicionale, si ai i normës së interesit, kanali i kursit të këmbimit dhe së fundmi, ai i kredisë. Në rastin e Hungarisë, Vonnák (2007) pohon se ka dy arsye për ta konsideruar kanalën e çmimeve të aksioneve si të parëndësishëm. Së pari, nuk ka asnjë evidencë empirike se politika monetare ndikon mbi çmimet e aksioneve. Dhe së dyti, aksionet luajnë një rol të vogël në pasurinë financiare të familjeve hungareze. Pasuria e banesave mund të jetë përbërësi më i rëndësishëm i kanalit të çmimeve të aktiveve në Hungari, për shkak të përqindjes së lartë të pasurisë së saj, krahasuar me aktivet e tjera financiare të individëve. Sidoqoftë, Vonnák (2007) përfundon duke thënë se tregu i banesave nuk është i aftë të shpjegojë efektin e politikës monetare në Hungari.

Në rastin e Shqipërisë, është ende shumë shpejt për të marrë në konsideratë praninë e një kanali të çmimeve të aktiveve brenda mekanizimit të transmetimit monetar, pasi gama e aktiveve vendase është e kufizuar tek aktivet e pronave të patundshme, ndërkohë që tregjet e aksioneve dhe të obligacioneve janë inekzistente. Mund të ketë arsye për të menduar një lidhje midis çmimeve të banesave në rritje dhe rritjes së shpenzimeve konsumatore, por ne nuk presim të gjejmë një lidhje ndërmjet politikës monetare dhe çmimeve të banesave, për periudhën e analizuar. Në modelin tonë, ne përfshijmë një indeks të çmimit

të banesave për të analizuar rolin e këtij kanali në mekanizmin e transmetimit.

- *Kanali i kredisë.*

Funksionimi i kanalit të kredisë mendohet të jetë i lidhur nga afër me asimetritë e informacionit në tregun e kredisë (Mishkin, 1996). Sipas Bernanke dhe Blinder (1988), ky kanal shihet shpesh si një kanal përforcues, që amplifikon kanalën e normës së interesit. Në qendër të kanalit të kreditimit bankar është aftësia jo e mirë zëvendësuese ndërmjet kredive dhe aktiveve të tjera financiare në bilancet e bankave nga njëra anë, dhe asaj midis kredive bankare dhe formave të tjera të financimit në bilancet e bizneseve nga ana tjetër (Égert dhe MacDonald, 2006). Kanali i kredisë vepron nëpërmjet kanalit të huadhënies bankare dhe kanalit të bilancit. Ata që besojnë në kanalën e huadhënies bankare, theksojnë rolin e veçantë të bankave në zgjidhjen e asimetrive në sistemin financiar. Një politikë monetare ekspansioniste do të rriste rezervat dhe depozitat bankare, si dhe cilësinë dhe sasinë e kredive në dispozicion. Rritja e kredive do të çonte në rritje të investimeve dhe për pasojë, në rritje të prodhimit. Mekanizmi i kanalit të bilancit, ndryshe i njohur si kanali i huadhënies së gjerë ose si përshpejtues financiar, lejon që ndryshimet në ofertën e parasë të shkaktojnë ndryshime në kapitalin neto dhe në flukset kapitale të huamarrësve. Një politikë monetare ekspansioniste do të rriste kapitalin neto dhe flukset kapitale të huamarrësve. Si rrjedhojë, do të kishte më pak informacion asimetrik dhe më pak rreziqe të natyrës *moral hazard* (rreziku moral) në tregun e kredisë dhe shuma e kredive do të rritej. Në çdo rast, një kreditim më i lartë do të sillte investime më të mëdha dhe prodhim më të lartë (Mishkin, 1996).

Égert dhe MacDonald (2006) vërejnë se trangu i literaturës empirike mbi vendet e Evropës Qendrore dhe Lindore përqendrohet në fazën e parë të kanalit të kreditimit, ndryshe në reagimin e kredive bankare ndaj ndryshimeve të politikës monetare, më tepër sesa në fazën e dytë të transmetimit, atë të efekteve të ndryshimeve të agregatëve të kredisë mbi prodhimin

dhe çmimet. Evidencat nga të dhënat mikro për pjesën më të madhe të vendeve, sugjerojnë se në përgjithësi, bankat reagojnë ndryshe ndaj ndryshimeve të politikës monetare, në varësi të karakteristikave të tyre të tilla si: përmasat, likuiditeti, kapitalizimi dhe struktura e pronësisë. Përveç karakteristikave heterogjene nga vendi në vend, autorë të ndryshëm nxjerrin rezultate të ndryshme për të njëjtin vend, në periudha të ndryshme. Në rastin e vendeve me ekonomi në zhvillim dhe në tranzicion, pjesëmarrja e huaj, në përgjithësi, duket se rrit reagimin e bankave ndaj veprimeve të politikës monetare⁷.

Në një studim që analizon lidhjen midis kredisë, prodhimit dhe inflacionit, Hericourt (2005) konstaton se një rritje e kredisë, rrit përkohësisht si prodhimin edhe çmimet në Poloni, Sllovakia dhe Slloveni, por shkakton një rënie fillestare të prodhimit në Republikën Çeke (i cili rikuperohet më vonë). Égert dhe MacDonald (2006) tërheqin vëmendjen se literatura mbi kanalin e kredisë në vendet në zhvillim dhe në tranzicion është ende e pakët dhe se ajo përqendrohet vetëm në disa aspekte të kanalit të kredisë. Sipas tyre, një e metë e studimeve, është se ato supozojnë që tregjet e kredisë janë në ekuilibër dhe se të dhënat e modeleve pasqyrojnë këtë ekuilibër. Autorët sugjerojnë përdorimin e të dhënave të kredisë më disagregate, si kreditë afatshkurtra dhe afatgjata të korporatave dhe llojet e ndryshme të kredive konsumatore, në mënyrë që të kuptojmë si funksionon, nëse funksionon, kanali i kredisë në këto vende.

Pa përjashtuar mundësinë e ekzistencës së një kanali kredie në Shqipëri, ne mendojmë se rëndësia relative e këtij kanali në mekanizmin e transmetimit mund të mos jetë domethënëse. Përqindja e lartë e kredive në valutë të huaj (rreth 70% e totalit të stokut të kredisë), shkalla e lartë e përqendrimit në sistemin bankar dhe varësia e pakët e bizneseve nga kreditë bankare për të financuar veprimtarinë e tyre, nuk favorizojnë funksionimin e një kanali kredie në Shqipëri. Në këtë material, ne nuk e konsiderojmë kanalin e kredisë si një kanal më vete në transmetimin e politikës monetare.

III. RISHIKIM I LITERATURËS

Në këtë seksion, ne prezantojmë një përmbledhje të gjetjeve empirike të studimeve mbi mekanizmin e transmetimit monetar në Shqipëri. Punimet prezantohen sipas një rendi kronologjik, pasi shumica e tyre janë hartuar sipas ose u referohen studimeve të mëparshme. Tre prej materialeve të prezantuara në këtë kontekst, vështrojnë mekanizmin e përgjithshëm të transmetimit monetar, duke shqyrtuar rëndësinë relative të kanaleve të ndryshme dhe zhvillimin e tyre me kalimin e kohës. Njëri material analizon kanalën e kredisë duke përdorur të dhëna mikro nga bankat tregtare, ndërsa një tjetër studion përcimin e kursit të këmbimit. Përgjithësisht, duket se ekziston një konsensus mbi faktin se kanali i kursit të këmbimit ka qenë, dhe në një shkallë më të vogël, vazhdon të jetë i rëndësishëm në strukturën e përgjithshme të mekanizmit të transmetimit; politika monetare ka fituar rëndësi pas përvetësimit të instrumenteve indirekte të saj dhe ka shumë pak të dhëna mbi praninë e një kanali të kredisë.

Një nga materialet më të hershme që ka marrë në analizë mekanizmin e transmetimit të politikës monetare në Shqipëri është ai i përgatitur nga Muço, Sanfey dhe Luçi (2001). Autorët argumentojnë se asnjë nga kanalet tradicionale – normat e interesit, kursi i këmbimit, racionimi i kredisë dhe pritshmëritë e inflacionit – nuk ka gjasa të jetë një instrument eficient në kontrollin monetar në Shqipëri. Autorët shprehen se inflacioni kishte pak lidhje me rritjen e ofertës së parasë gjatë viteve 1994-2000, por kishte një lidhje të fortë ndërmjet stabilitetit të kursit të këmbimit dhe inflacionit. Një funksion reagues është përdorur për të analizuar se si instrumentet e politikës monetare, më saktësisht rritja monetare dhe norma bazë, reagojnë ndaj informacionit ekonomik agregat dhe ndaj faktorëve politikë⁸. Autorët arrijnë në përfundimin se Banka e Shqipërisë reagon duke ulur normën e rritjes M3, gjashtë muaj pas një rritjeje të papritur të inflacionit. Nuk ka të dhëna për një reagim të Bankës së Shqipërisë ndaj ndryshimeve të sektorit real. Vendimi i Bankës së Shqipërisë për të ndryshuar normën e interesit të depozitave, duket se ka më shumë mundësi të reagojë ndaj ndryshimeve

të nivelit të inflacionit, sesa ndaj një rritjeje të papritur të inflacionit. Autorët nuk gjejnë të dhëna për efektet e politikës monetare mbi ekonominë reale. Ky rezultat ishte i pritshëm, pasi ekonomia reale nuk mbështetet shumë mbi kredinë e sistemit bankar. Një analizë e thjeshtë VAR, me të dhëna mujore për periudhën 1994:01-2001:08, tregon se nuk ka një shkakësi të fortë që vepron nga inflacioni tek rritja M3, ndërsa variabli *dummy* politik ndikon pozitivisht si në inflacionin, ashtu edhe në rritjen monetare.

Në një material të mëvonshëm, Muço, Sanfey dhe Taçi (2003) analizojnë hartimin e politikës monetare gjatë periudhës së tranzicionit në Shqipëri, duke përdorur një model VAR. Periudha e analizuar shtrihet nga janari 1994 në maj 2003, dhe modeli përdor të dhëna mujore mbi këta pesë variabla: norma mujore e rritjes së M3, inflacioni mujor i matur sipas IÇK, logaritmi i kursit të këmbimit lek/usd, logaritmi i remitancave në usd dhe norma mujore e rritjes së bilancit tregtar. Renditja e kufizimeve për vlerësimin e modelit VAR është si vijon: remitancat → rritja monetare →kursi i këmbimit →inflacioni →bilanci tregtar. Mendohet se remitancat veprojnë si mbi ofertën e parasë, ashtu edhe mbi kursin e këmbimit. Rritja monetare mendohet se ndikon kursin e këmbimit dhe të dyja së bashku ndikojnë inflacionin. Lidhja e fundit e zinxhirit është bilanci tregtar, i cili ndikohet nga inflacioni ose nga ndryshimi në çmimet e eksport/importit. Gjatësia e zgjedhur e vonesës kohore për secilin variabël është dy. Periudha e vlerësimit ndahet në dy nënkampione për të llogaritur kalimin nga instrumentet e drejtpërdrejta tek ato indirekte të politikës monetare⁹. Për periudhën e parë, rezultati i përgjithshëm është se goditjet monetare nuk duket të kenë lidhje me inflacionin. Remitancat dhe bilanci tregtar kanë një efekt pozitiv afatshkurtër të pritshëm mbi inflacionin, që zgjat 2 deri në 4 muaj nga goditja; ndërsa goditja e kursit të këmbimit ka një efekt të vogël negativ, që vazhdon për një periudhë 12-mujore¹⁰. Zbërthimi i mospërputhjeve të gabimeve në parashikim tregon se goditjet ndaj remitancave dhe kursit të këmbimit i japin shpjegim rreth 14% të mospërputhjes së gabimeve, ndërsa kontributi në rritjen monetare është jashtëzakonisht i vogël. Situata ndryshon në periudhën e dytë. Rritja monetare duket të

ketë një efekt pozitiv mbi inflacionin, i cili arrin majën pas tre muajsh dhe shuhet pas 4-5 muajsh. Efekti i kursit të këmbimit është i ngjashëm me atë të gjetur për periudhën e parë. Goditjet ndaj rritjes monetare i japin shpjegim edhe një pjesë të rëndësishme të bilancit tregtar. Zbërthimi i mospërputhjeve të gabimeve në parashikim tregon se efekti i ofertës së parasë është më i fuqishëm se në periudhën e parë, gjë që shpjegon rreth 16% të mospërputhjes së gabimeve pas 12 muajsh. Efekti i remitancave dhe i kursit të këmbimit është ende i lartë, gjë që tregon se këta faktorë janë tregues të mirë të pritshmërive të inflacionit. Efekti i fortë i remitancave mbi bilancin tregtar (60% e mospërputhjes së gabimeve në parashikim) dhe efekti i dukshëm i rritjes monetare mbi bilancin tregtar (33%), sipas Muço et al, tregon se kanali i transmetimit të kursit të këmbimit ishte i pranishëm gjatë periudhës së instrumenteve indirekte të politikës monetare.

Në një përjasje disi më ndryshe, Peeters (2004) zbërthen në detaje mekanizmin e transmetimit të politikës monetare në Shqipëri dhe teston hipotezën se, kursi i këmbimit është kanali më i rëndësishëm në procesin e politikës monetare. Autorja analizon rëndësinë relative të kanalit të kursit të këmbimit, kanalit të depozitave dhe kredive dhe kanalit të pagave. Peeters argumenton se kanali i kursit të këmbimit ka mundësi të jetë i dobët për shkak të hapjes së madhe të tregtisë së vendit dhe se luhatjet e kursit të këmbimit kanë gjasa të ndikohen më shumë nga faktorë të jashtëm, sesa nga politika monetare vendase. Edhe kanali i depozitave dhe kredisë pritet të jetë i dobët, për shkak të faktit se kërkesa për depozita është shumë joelastike¹¹ dhe se shkalla e huave në valutë vendase është ende e vogël. Për sa i përket kanalit të pagave, autorja mendon se niveli i lartë i papunësisë dhe dobësia e sindikatave, mund të ngadalësojnë ose të ndalojnë krejtësisht presionet e pagave. Duke u mbështetur mbi kontrollin grafik të variablave kryesorë, Peeters sugjeron se: marrëdhënia midis kursit të këmbimit dhe inflacionit është dobësuar që nga viti 2001¹²; kanali i depozitave duket të funksionojë, pasi zbutja e politikës monetare që nga viti 2002, është pasqyruar në uljen e normave të interesit të depozitave dhe në zvogëlimin e vëllimeve të depozitave të reja në lek me

periudha maturimi prej 12, 6 dhe 3 muaj; dhe se funksionimi i kanalit të kredisë duket disi i trazuar, duke qenë se marrëdhënia midis normave të interesit të politikës, atyre të kredive dhe kredive të reja në lek, ndryshon gjatë viteve të analizuara dhe jo gjithmonë përputhet me pritshmëritë. Për sa i përket kanalit të pagave, Peeters argumenton se mund të ekzistojë një lidhje e fortë midis rritjes së pagave vjetore, veçanërisht për sektorin privat jobujqësor, dhe inflacionit të matur sipas IÇK, siç sugjeron lidhja e ndërsjelltë midis variablave. Në këndvështrimin e autores, lidhja kostonxitëse mund të jetë disi më e fortë se presionet e kërkesës, të shkaktuara nga ndryshimet në nivelin e pagave. Peeters kryen një analizë VAR, duke përdorur të dhëna mujore të normës bazë të politikës monetare, kursin e këmbimit¹³, vëllimin e depozitave, vëllimin e kredive dhe inflacionin. Duke krahasuar dy kurset e këmbimit kryesore për ekonominë shqiptare, Peeters tregon se kursi i këmbimit lek/usd vështirë se shpjegon luhatshmërinë e inflacionit për periudhën 2002-2004. Nga ana tjetër, kursi i këmbimit euro/lek, i jep shpjegim pjesës më të madhe të luhatjeve të inflacionit gjatë viteve 2000-2002. Në periudhën vijuese, kursi i këmbimit duket të jetë bërë më i dobët në dobi të kredive. Në rend zvogëlues, varianca e inflacionit shpjegohet nga lëvizjet e vetë inflacionit, të kredive, kursit të këmbimit, depozitave dhe normës bazë të politikës monetare, në periudhën 2002-2004. Autorja pranon mungesën e kanalit të pagave, si një nga disavantazhet e kësaj analize VAR dhe konstaton se analiza thjesht jep informacion mbi rëndësinë relative të faktorëve të përfshirë në të. Përfundimi kryesor i këtij materiali është se ekzistojnë ndryshime të fuqishme në kanalit e transmetimit të politikës monetare dhe se këto ndryshime tregojnë për një rol të kursit të këmbimit në rënie, në favor të kanalit të kredisë.

Luçi dhe Vika (2005) realizuan një studim empirik të kanalit të kredisë në Shqipëri, për periudhën T1:2001-2004:T3, duke përdorur të dhëna të bankave të veçanta. Ata matën efektet e ndryshimeve të politikës monetare në vëllimin e kredive dhe depozitave të reja, si dhe rolin e luajtur nga veçoritë e bankave tregtare në procesin e transmetimit¹⁴. Autorët tregojnë se, në mungesë të tregjeve të zhvilluara të parasë dhe të kapitalit, kredia

bankare është burimi i jashtëm financues më i rëndësishëm dhe ndoshta i vetëm, veçanërisht për bizneset e vogla dhe të mesme në Shqipëri. Megjithatë, depërtimi i shërbimeve kredituese në ekonominë shqiptare mbetet shumë i kufizuar dhe bizneset mbështeten kryesisht në burime financimi të brendshme dhe në burime të tjera informale. Autorët shprehen se aftësia e bankës qendrore për të ndikuar ofertën e kredisë me anë të politikës monetare në Shqipëri, pritet të jetë mjaft e kufizuar, si pasojë e problemeve të shumta në tregun e kredisë. Pozicioni mbizotërues i Bankës së Kursimeve, përqindja e lartë e aktiveve likuide ndaj totalit të aktiveve të bankave dhe tregu i gjerë informal i kredisë që lulëzoi në mes të viteve '90, dobësuan rolin e politikës monetare gjatë kësaj periudhe. Luçi dhe Vika (2005) bëjnë përmbledhjen e mëposhtme: efektiviteti i kanalit të kredisë në Shqipëri mbetet modest, i vështirësuar nga përqindja e madhe e transaksioneve në *cash*, nga një treg ndërbankar i pazhvilluar, nga preferenca e madhe e bankave për të dhënë hua në valutë të huaj dhe nga depërtimi përgjithësisht i ulët i shërbimeve të kreditimit në ekonomi. Hipoteza se oferta e kredisë nuk është ndikuar nga ndryshimet në politikën monetare dhe se nuk kishte pasur dallime të konsiderueshme midis bankave të veçanta, nuk mund të përjashtohet. Gjithashtu, autorët gjetën se një kontraktim i politikës monetare nuk ka shkaktuar një kontraktim të vëllimit të depozitave të reja në lek. Ky studim nxori përfundimin se ka shumë pak evidenca empirike në mbështetje të tezës së ekzistencës së një kanali kredie në Shqipëri.

Istrefi dhe Semi (2007) vlerësojnë shtrirjen dhe shpejtësinë e përcimit të kursit të këmbimit në çmimet e konsumit në Shqipëri, duke përdorur modelin VAR. Masa referencë e kursit të këmbimit është NEER. Rezultati kryesor është se përcimi i kursit të këmbimit është pothuajse i përfunduar, por në rënie. Përcimi i një goditjeje të kursit të këmbimit në çmimet e konsumit pas 4 muajsh, është rreth 42% dhe pas 9 muajsh është pothuajse i përfunduar (99%). Për më tepër, goditjet e kursit të këmbimit duket të jenë më të rëndësishme në justifikimin e variacioneve të çmimeve të konsumit, sesa variablat e tjerë (rritja e M3 dhe normat e interesit të depozitave tremujore në lek). Goditjet e kursit të këmbimit i japin shpjegim deri në 25%

të ndryshimeve të çmimeve të konsumit. Rezultatet sugjerojnë praninë e një asimetrie në përçim: përçimi është më i lartë në rastin e zhvlerësimit të monedhës vendase dhe më i ulët në rastin e një zhvlerësimi. Duke e ndarë periudhën kampion, në dy nënkampione (1996:01-2000:08 dhe 2000:09-2006:12) shfaqet një përçim më i dobët gjatë 7 viteve të fundit. Autorët tregojnë se ambienti me inflacion të ulët, stabiliteti i monedhës vendase dhe rritja e besueshmërisë së politikës monetare mund të kenë kontribuar në reduktimin e intensitetit të përçimit të kursit të këmbimit gjatë dekadës së fundit.

Në një analizë të rregullit të politikës monetare të ndjekur nga Banka e Shqipërisë në periudhën T4:1994-T1:2003 Samiei (2003) nxjerr përfundimin se ekzistojnë evidenca që tregojnë se banka ka ndjekur një përçasje sistematike të politikës monetare, duke reaguar si ndaj zhvillimeve të inflacionit, ashtu edhe ndaj atyre të prodhimit – megjithëse probleme serioze të të dhënave reduktojnë besueshmërinë e rezultateve. Sipas opinionit të autorit, kjo përçasje ka luajtur një rol të rëndësishëm në ruajtjen e inflacionit të ulët. Politika monetare sistematike është ndihmuar edhe nga një konsolidim fiskal gradual dhe flukse të mëdha në valutë të huaj, të cilat mbështetën ruajtjen e një kursi të fortë këmbimi. Samiei shton se inflacioni në Shqipëri ndikohet në mënyrë të konsiderueshme nga goditjet e ofertës, prandaj reagimi ndaj goditjeve të kërkesës duke ndjekur një rregull standard Taylori, mund të mos jetë i realizueshëm për politikën monetare.

Duke qenë se në këtë material ne bazohemi në studimin e Muço et al (2003), ne komentojmë mbi disa nga pikat e dobëta të identifikuara në këtë analizë. Për sa i përket natyrës dhe formës së variablave, ne mendojmë se: përdorimi i M3 si njësi matëse e parasë nuk është zgjedhja më e mirë, duke parë efektin e kufizuar të politikës monetare mbi këtë agregat monetar; kursi i këmbimit lek/usd është një alternativë inferiore ndaj atij lek/euro, duke parë kushtet e ndryshme që mbizotërojnë në momentin e realizimit të studimit; përfshirja e serive të bilancit tregtar në formë nominale nuk duket të jetë shumë e këshillueshme, pasi vlerat në usd të importeve dhe eksporteve, ndikohen nga kursi

i këmbimit dhe nga zhvillimet e çmimeve relative; variabli i remitançave, pavarësisht rëndësisë së tij si kontribuesi kryesor në stabilitetin e kursit të këmbimit, nuk është premtues nga pikëpamja statistikore, pasi nuk ka një matje direkte të këtyre lloj fluksesh në Shqipëri – metodologjia vlerësuese është e tillë, që mund të çojë në lidhje të ndërsjellë të fortë të këtyre serive me importet e mallrave. Gjithashtu, ne nuk e preferojmë përdorimin e ndryshimeve mujore, pasi ato fusin shumë zhurma në seritë e të dhënave dhe ndërlikojnë vlerësimin e modelit.

Për sa i përket prezantimit të rezultateve, duke qenë se përgjigjet impulsive të variablave në nxitjen e përgjigjeve të funksioneve duken disi sipërfaqësore, do të ishte e nevojshme përfshirja e intervaleve të besimit, për të kuptuar më mirë rëndësinë e përgjigjeve dhe rëndësinë relative të kanaleve të ndryshme. Në ripërpunimin tonë të këtij modeli, ne jemi përpjekur t'i japim zgjidhje disa prej këtyre çështjeve dhe t'i përmirësojmë, aty ku e lejojnë të dhënat.

IV. GJETJET E REJA

Në vijim të sa thamë në seksionin III, ne hulumtojmë nëse rezultatet e Muço et al., (2003) vlejnë për një interval kohor më të gjatë. Arsyeja pse ne zgjodhëm ta ripërsërisim këtë studim është se ai jep një panoramë të mirë të mënyrës se si ndryshojnë me kalimin e kohës efektet e politikës monetare mbi variablat kryesorë. Sidoqoftë, siç e shpjeguam në seksionin III, një interval i shkurtër kohor tek Muço et al., (2003), veçanërisht për periudhën e dytë, na bën të dyshojmë mbi besueshmërinë e gjetjeve, nisur nga veçoritë asimptotike të analizës SVAR. Më pas, ne testojmë nëse rezultatet vlejnë sërish edhe me modifikimin e modelit, për të përfshirë kritikën e bëra në seksionin III.

RIPËRSËRITJA E MODELIT TË MUÇO ET AL. (2003)

Ne kryejmë përsëritjen e nënkampionit të dytë, sipas Muço et al. (2003) dhe e shtrijmë atë për vrojttime të mëvonshme,

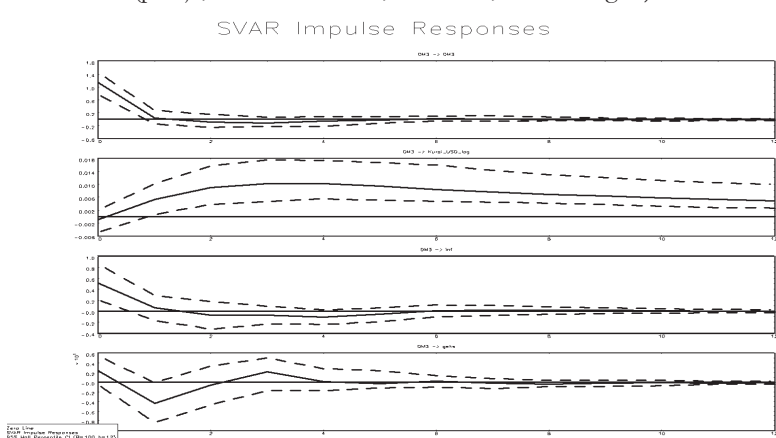
në këtë mënyrë periudha e plotë është 2000 M8 – 2007 M6. Në shtojcën 1, në tabelat 1 – 3, ne prezantojmë testet për autokorrelacionet e mbetura, jonormalitetin dhe heteroskedasticitetin e kushtëzuar të modelit të vlerësuar VAR 2. Testi i parë është ai Jarque- Bera mbi normalitetin e mbetjeve në Doornik dhe Hansen (1994). Tabela 1 tregon se hipoteza e normalitetit hidhet poshtë në nivele konvencionale rëndësie për të gjitha ekuacionet, përjashtuar ekuacionin për kursin e këmbimit. Tabela 2 prezanton testin ARCH-LM në Doornik dhe Hendry (1997) dhe tregon se hipoteza e të mos paturit heteroskedasticitet të mbetjeve mund të hidhet poshtë për nivele konvencionale rëndësie për ekuacionin e remitancave dhe për ekuacionin e bilancit tregtar¹⁵. Në tabelën 3, ne prezantojmë testin Breusch-Godfrey LM për autokorrelacionin e mbetjeve dhe testin Edgerton dhe Shukur (1999) LMF, i cili korrigjon anëmbajtjet e vogla të kampioneve. Të dyja testet tregojnë hedhjen poshtë të hipotezës zero për mospasje të një marrëdhënieje seriale. Në grafikët 1 dhe 2, të shtojcës 1, ne prezantojmë testet CUSUM dhe CUSUM Sq të stabilitetit të VAR. Cusum Sq tregon paqëndrueshmëri të VAR në ekuacionet e parasë dhe të bilancit tregtar. Ndërkohë që vlerësimet e modeleve VAR janë përgjithësisht të forta ndaj shmangieve nga normaliteti (Juselius, 2006), shkelja e hipotezës së korrelacionit serial është shumë e dëmshme për analizën VAR. Nga ana tjetër, vlen të përmendet se testet e korrelacionit serial dhe të heteroskedasticitetit përftohen në supozime normaliteti dhe anasjelltas, kështu që është e pamundur të dihet se cilat nga testet mund të besohen. Testet e mbetjeve dhe të stabilitetit duhet të shërbejnë si paralajmërim për besimin e rezultateve të analizave VAR.

Më poshtë, prezantojmë përgjigjet impulsive të ekuacioneve të ndryshme në sistem, pas një goditjeje në përkatësisht rritjen e parasë, bilancet tregtare, inflacion, kurs këmbimi dhe remitanca. Ne vëmë re sa më poshtë:

Një goditje ndaj ndryshimit në para (grafik 1) shkakton:

- Një zhvlerësim të përhershëm të kursit të këmbimit, që ndodh pas një muaji. Efekti është komplet i ndryshëm nga ai në Muço et al..
- Një dallgë të përkohshme në inflacion, që shuhet shpejt brenda një muaji. Kjo mund të shpjegohet me rritjen e pritshmërive të inflacionit, pas lehtësimit monetar. Efekti është i ngjashëm me atë tek Muço et al..
- Asnjë efekt me rëndësi në bilancet tregtare. Efekti është komplet i ndryshëm nga ai tek Muço et al..

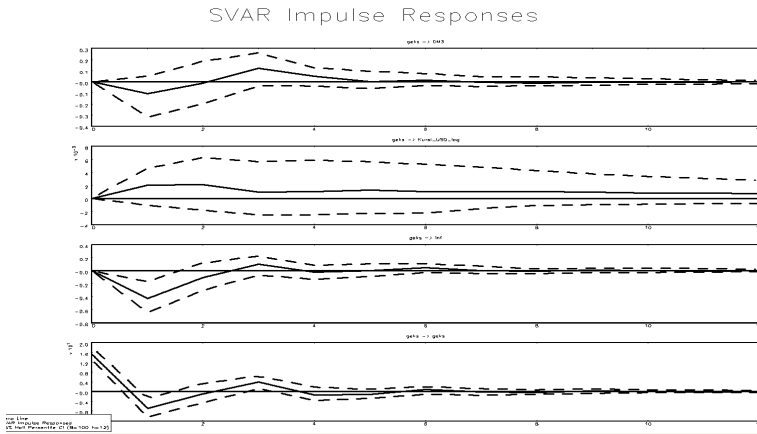
Grafik 1. Përgjigjja ndaj goditjes në treguesin e parashë (paraja, kursi i këmbimit, inflacioni, bilanci tregtar).



Një goditje ndaj rritjes në deficitin tregtar (grafik 2) shkakton:

- Asnjë efekt me rëndësi në ndryshimet M3. Efekti është komplet i ndryshëm nga ai tek Muço et al..
- Asnjë efekt me rëndësi në kursin e këmbimit. Efekti është i kundërt me atë tek Muço et al..
- Një ulje të përkohshme të pashpjegueshme në inflacion. Efekti është i ngjashëm me atë tek Muço et al..

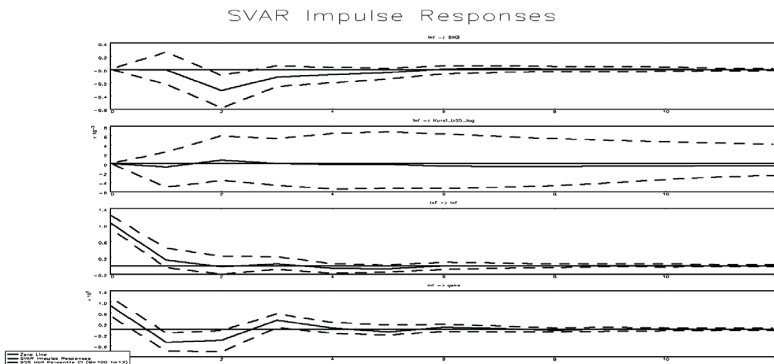
Grafik 2. Përgjigja ndaj goditjes në bilancin tregtar (paraja, kursi i këmbimit, inflacioni, bilanci tregtar).



Një goditje ndaj inflacionit (grafik 3) shkakton:

- Një rënie të përkohshme në M3 pas 2 muajsh. Në fillim, efekti është i ngjashëm me atë tek Muço et al., por në rastin e tyre ka një rritje të përhershme të parasë pas goditjes.
- Asnjë efekt në kursin e këmbimit dhe mënyra e përgjigjes është e ngjashme me atë tek Muço et al..
- Një rritje të përkohshme në rritjen e bilancit tregtar, e ndjekur nga ritme më të ulta në rritjen e deficitit tregtar. Efekti është i ngjashëm në formë, me atë tek Muço et al..

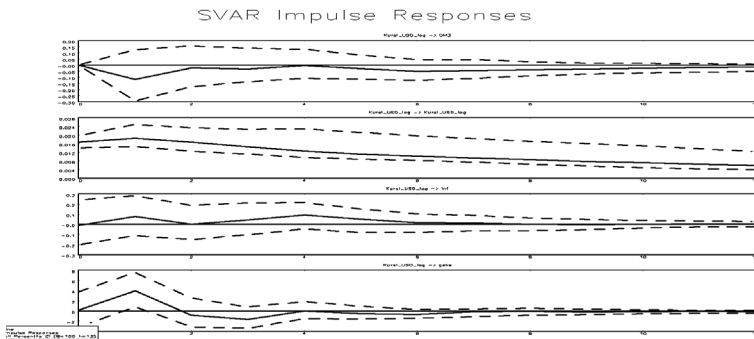
Grafik 3. Përgjigja ndaj goditjes në inflacion (paraja, kursi i këmbimit, inflacioni, bilanci tregtar).



Një goditje ndaj NEER – zhvlerësim i lekut (grafik 4) shkakton:

- Asnjë efekt mbi rritjen e parasë. Efekti është i ngjashëm në formë, me atë tek Muço et al..
- Asnjë efekt mbi inflacionin dhe forma është e ndryshme nga ajo tek Muço et al..
- Një rritje të përkohshme në deficitin tregtar pas një muaji. Efekti është i ngjashëm në formë me atë tek Muço et al..

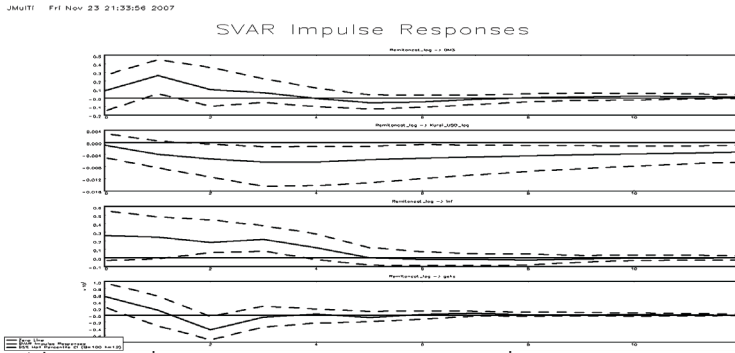
Grafik 4. Përgjigjja ndaj goditjes në kursin e këmbimit (NEER) (paraja, kursi i këmbimit, inflacioni, bilanci tregtar).



Një goditje ndaj remitancave (grafik 5) shkakton:

- Një rritje të përkohshme në para pas një tremujori.
- Një rënie të përhershme në kursin e këmbimit pas dy tremujorësh. Efekti është komplet i ndryshëm nga ai tek Muço et al..
- Asnjë efekt në deficitin tregtar. Efekti është i ngjashëm me atë tek Muço et al.
- Një rritje të përkohshme në inflacion pas një muaji, që zgjat deri në 4 muaj. Efekti është komplet i ndryshëm nga ai tek Muço et al.

Grafik 5. Përgjigja ndaj goditjes në nivelin e remitancave (paraja, kursi i këmbimit, inflacioni, bilanci tregtar).



Në përgjithësi, përgjigjia e sistemit në kampionin tonë është mjaft e ndryshme nga ajo e gjetur nga Muço et al. (2003). Për më tepër, duke prezantuar intervalet e besimit, ne bëjmë një dallim ndërmjet efekteve të rëndësishme dhe atyre jo të rëndësishme, të cilat nuk prezantoheshin tek Muço et al. (2003). Për sa i përket hipotezës së transmetimit, efekti i rritjes së parasë në inflacion ishte i vetmi rezultat i shëndoshë, ndërkohë që efektet e tjera dolën të ishin ndryshe ose të parëndësishme. Në tabelën 1, tregojmë shpërbërjen e variancës së gabimit të parashikuar. Duke i krahasuar këto rezultate me ato të Muço et al. (2003), vëmë re se megjithëse goditja e parasë është ende e rëndësishme për të shpjeguar gabimin e parashikimit të inflacionit pas 12 muajsh, si përqindjet e gabimeve në parashikim të remitancave ashtu ato të kursit të këmbimit, janë ndjeshëm më të ulëta se ato të raportuara nga Muço et al. (2003). E njëjta gjë mund të thuhet për gabimin në parashikimin e rritjes së deficitit tregtar, gjë që dëshmon se nuk mund të gjenden evidenca të një kanali të fortë të kursit të këmbimit.

Tabelë 1. Shpërbërja e variancës së gabimit të parashikimit të inflacionit për: remitancat, paranë, kursin e këmbimit, inflacionin dhe bilancin tregtar

| Përqindja e gabimit të parashikuar në "Remitanca_log" | | | | | |
|---|---------------|-----|---------------|-----|------|
| Horizonti i parashikimit | Remitanca_log | DM3 | Kursi_USD_log | inf | geks |
| 1 | 100% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 6 | 72% | 17% | 2% | 9% | 1% |
| 12 | 71% | 17% | 3% | 9% | 1% |
| Përqindja e gabimit të parashikuar në "DM3" | | | | | |

| | | | | | |
|---|-----|-----|-----|-----|-----|
| 1 | 1% | 99% | 0% | 0% | 0% |
| 6 | 6% | 84% | 1% | 8% | 2% |
| 12 | 6% | 83% | 2% | 8% | 2% |
| Përqindja e gabimit të parashikuar në "Kursi_USD_log" | | | | | |
| 1 | 0% | 0% | 99% | 0% | 0% |
| 6 | 8% | 20% | 71% | 0% | 1% |
| 12 | 10% | 24% | 65% | 0% | 1% |
| Përqindja e gabimit të parashikuar në "inf" | | | | | |
| 1 | 5% | 18% | 0% | 77% | 0% |
| 6 | 12% | 16% | 1% | 60% | 11% |
| 12 | 12% | 16% | 1% | 60% | 11% |
| Përqindja e gabimit të parashikuar në "geks" | | | | | |
| 1 | 9% | 2% | 0% | 21% | 68% |
| 6 | 10% | 6% | 4% | 23% | 57% |
| 12 | 10% | 6% | 4% | 23% | 57% |

ANALIZA SVAR E MODELIT TË NDRYSHUAR

Si hap të mëtejshëm të analizës tonë, të ndërtuar mbi këtë analizë dhe mbi kritikën ndaj saj të konstatuar në seksionin III, ne e kemi ndryshuar modelin si më poshtë:

1. Ne zëvendësuam kursin e dyanshëm të këmbimit usd/lek me të dhënat e NEER, duke u bazuar mbi faktin se përbërja e kurseve të këmbimit do të anashkalonte problemet e mundshme, të ardhura nga një spostim nga usd tek euro, si valutë e huaj parësore në Shqipëri. Variabli (indeksi) merret në formë logaritmi.
2. Ne zëvendësuam agregatin e gjerë M3 me M2, duke qenë se M2 përjashton zotërimet dhe llogaritë në valutë të huaj, dhe justifikon problemin e matjes, që rrjedh nga konvertimi i depozitave në valutë të huaj në lek me kursin mbizotërues të këmbimit për periudhën në fjalë. Është treguar se kjo masë e fundit lidhet më mirë me politikën monetare. Ne e kthyem M2 në M2 real, duke përdorur inflacionin e IÇK si deflator dhe përdorim normat e rritjes vjetore të M2 real.
3. Ne zëvendësuam bilancin tregtar me një matje të PBB-së, duke u bazuar në atë që kjo i mat në mënyrë më të saktë efektet mbi përbërësit e tjerë të tillë si, investimet dhe konsumi. PBB nominale konvertohet në PBB reale, duke

- përdorur IÇK.
4. Ne përfshijmë një variabël që kap direkt lëvizjet e politikës monetare: interesin e marrëveshjeve të riblerjes. Kjo normë merret me shkallë.
 5. Ne përdorim normat e rritjes vjetore për inflacionin total dhe atë bazë.
 6. Ne e realizojmë analizën me të dhëna tremujore, në vend të atyre mujore, për të shmangur zhurma të panevojshme në seritë e të dhënave.

Testet specifike të modelit tonë (shtojcë 2) tregojnë se autokorrelacioni mbetet ende një problem, megjithëse janë provuar edhe intervale kohore më të gjata, pa sjellë përmirësime të ndjeshme. Si testet e normalitetit, ashtu edhe ato të heteroskedasticitetit nuk gjetën evidenca të mjaftueshme për të hedhur poshtë zerot në normalitet dhe mungesën e heteroskedasticitetit të mbetjeve. Testet e stabilitetit tregojnë se modeli është përgjithësisht i qëndrueshëm, megjithëse testet CUSUM Sq zbulojnë disa paqëndrueshmëri në ekuacionin e parasë.

Në ndryshim nga Muço et al., në identifikimin e goditjeve strukturore në mbetjet e secilit ekuacion, ne përdorim skemën e propozuar nga Kim dhe Roubini (2000). Kjo skemë (e prezantuar në tabelën 2) mundëson një formulim të ekuacionit të kërkesës për para në goditje dhe lejon reagimin e njëkohshëm të të gjitha goditjeve në kursin e këmbimit. Skema përdor vonesat kohore në marrjen e informacionit për vendimet e politikës monetare, pasi normat e interesit të marrëveshjeve të riblerjes nuk reagojnë ndaj goditjeve të njëkohshme në inflacion dhe në prodhimin real. Kjo skemë siç shpjegohet në seksionin III duket të jetë më realiste për rastin e Shqipërisë, kur informacioni, veçanërisht ai mbi prodhimin disponohet me vonesa të konsiderueshme kohore.

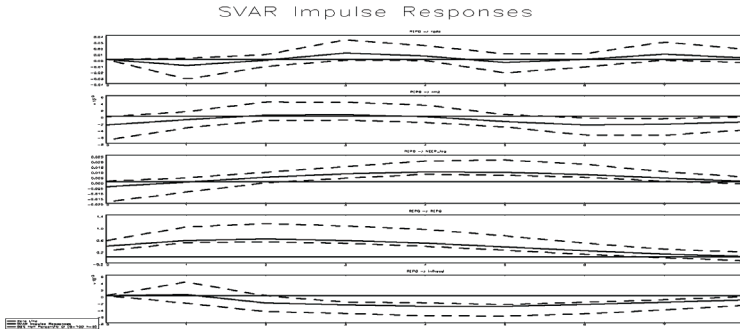
Tabelë 2. Skema e ekuacionit të kërkesës për para sipas Kim dhe Roubini, 2000.

| rgdp (PBB) | rm2 (para) | NEER_log (kursi nominal efektiv i këmbimit) | REPO (norma bazë e interesit) | Inflacioni |
|------------|------------|---|-------------------------------|------------|
| * | 0 | 0 | 0 | 0 |

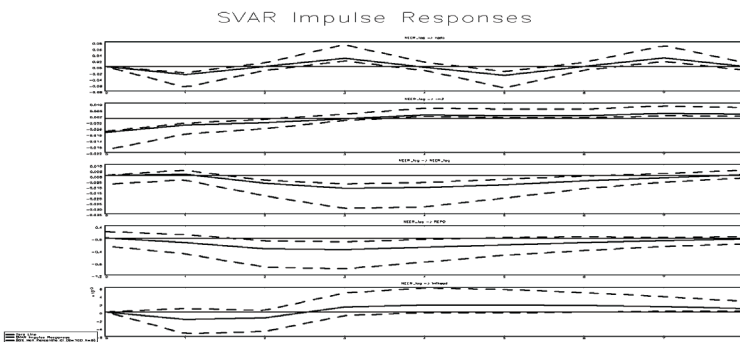
| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| * | * | * | * | 0 |
| * | * | * | * | * |
| 0 | 0 | * | * | * |
| * | 0 | 0 | 0 | * |

Në grafikët 6-7, ne studiojmë përgjigjet e sistemit ndaj goditjeve të normës së marrëveshjeve të riblerjes, të cilat mund të konsiderohen si goditje të mirëfillta të politikës monetare, dhe ndaj goditjeve në kursin e këmbimit. Ne kërkojmë të hulumtojmë nëse kanali i kursit të këmbimit është me të vërtetë aq i dobët sa rezultoi nga ripërsëritja. Arsyeja e fokusimit në këtë kanal është se ne dyshojmë se përdorimi i kursit të dyanshëm të këmbimit usd/lek mund të mos e kapë plotësisht rëndësinë e këtij kanali, nisur nga rëndësia më e vogël e kësaj valute gjatë viteve të fundit.

Grafik 6. Përgjigja e sistemit ndaj goditjes në normën bazë të interesit - REPO (PBB, paraja, kursi nominal efektiv i këmbimit, inflacioni).



Grafik 7. Përgjigja e sistemit ndaj goditjes në kursin e këmbimit (PBB, paraja, kursi nominal efektiv i këmbimit, inflacioni).



Ne vëmë re sa më poshtë:

- Një rritje në normën e marrëveshjeve të riblerjes nuk ka asnjë efekt të rëndësishëm mbi PBB.
- Një rritje në normën e marrëveshjeve të riblerjes sjell një ulje të konsiderueshme të zotërimeve në para reale pas 5 tremujorësh.
- Ka një zhvlerësim të paqartë të kursit të këmbimit, që bëhet domethënës pas 1 tremujori dhe përfundon pas tremujorit të 7-të.
- Një rritje në normën e marrëveshjeve të riblerjes ul inflacionin pas 2 tremujorësh.
- Një goditje në kursin e këmbimit sjell luhatje të prodhimit real. Siç e përmendëm në seksionin II, ka efekte të pasurisë që ndikojnë pozitivisht shpenzimet, pas një zhvlerësimi në kursin e këmbimit në ekonomitë, ku agjentët mbajnë një pjesë të konsiderueshme të portofolit të tyre në valutë të huaj. Rezultatet tona sugjerojnë se Banka e Shqipërisë duhet t'i kushtojë vëmendje luhatjeve të kursit të këmbimit.
- Një goditje pozitive në kursin e këmbimit shkakton fillimisht, një rënie të M2 në përputhje me teorinë e zëvendësimit, por pas 2 tremujorësh M2 rritet në nivelet e saj fillestare. Sjellja e bilanceve të parasë mund të pasqyrojë luhatjet në prodhim.
- Një goditje pozitive në kursin e këmbimit shkakton një rënie të normës së interesit të marrëveshjeve të riblerjes, me një efekt që bëhet domethënës pas një tremujori, gjë që tregon se Banka e Shqipërisë e ka marrë parasysh zbutjen e goditjeve të kursit të këmbimit në drejtimin e politikës së saj monetare.
- Një goditje pozitive në kursin e këmbimit rrit inflacionin pas 4 tremujorësh, por efekti është shumë pak i rëndësishëm.

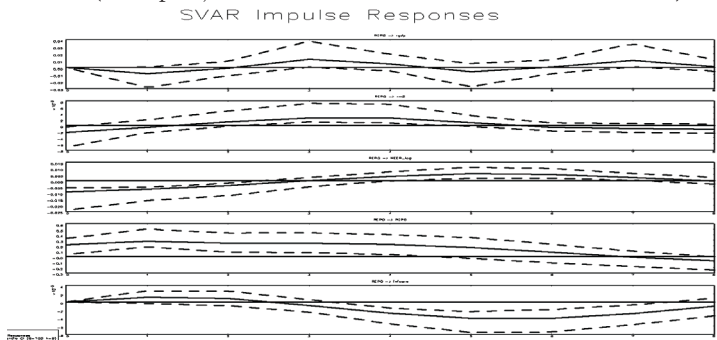
Së fundmi, ne shqyrtojmë nëse është e mundur ta kuptojmë më mirë procesin e transmetimit, duke u përqendruar mbi një masë matëse bazë të inflacionit, që përjashton luhatjet e përkohshme. Megjithatë banka qendrore mund të kontrollojë vetëm zhvillimin e komponentit të politikës monetare të inflacionit, duke i lejuar bankës qendrore të krijojë pritshmëri vetëm për inflacionin

bazë, pritet që ajo të përmirësojë edhe aftësitë diagnostikuese të modelit (shtojcë 3). Sidoqoftë, modeli ynë nuk gjen prova për këtë hipotezë. Ne i marrim parasysh përgjigjet impulsive të të gjithë variablave pas goditjeve në normën e interesit të marrëveshjeve të riblerjes dhe në kursin e këmbimit. Në grafikun 8, ne prezantojmë përgjigjet impulsive të një goditjeje në normën e marrëveshjeve të riblerjes, ndërsa përgjigjet e një goditjeje në kursin e këmbimit tregohen në shtojcën 4, pasi nuk kishte asnjë ndryshim nga ato të marra në modifikimin tonë origjinal.

Duke zëvendësuar inflacionin total me inflacionin bazë, vëmë re ndryshimet e mëposhtme:

- Një goditje që rrit normën e interesit ka një efekt fillestar pozitiv mbi bilancet e parasë, po ky efekt mbaron pas 5 tremujorësh. Forma e përgjigjes është e ngjashme me atë të modifikimit tonë të parë, por vlera statistikore ka ndryshuar.
- Një goditje pozitive në normën e interesit të marrëveshjeve të riblerjes shkakton një rënie fillestare në NEER në përputhje me pritshmëritë tona, por kjo prapësohet pas tremujorit të 4-të.

Grafik 8. Përgjigja e sistemit ndaj goditjes në kursin e këmbimit (PBB, paraja, kursi nominal efektiv i këmbimit, inflacioni).



V. PËRFUNDIME DHE PASOJAT PËR POLITIKËN MONETARE

Ky material trajton mekanizmin e transmetimit të politikës monetare në Shqipëri. Ai prezanton disa pikëpamje teorike dhe gjetjet më të fundit nga puna kërkimore mbi MTM në vendet në tranzicion. Një përfundim i parë është se ka një larmi të konsiderueshme nga vendi në vend dhe për periudha të ndryshme, për sa i përket forcës dhe rëndësisë së kanaleve të veçanta të transmetimit. Në disa vende, kanali i normës së interesit duket të ketë fituar më shumë rëndësi me kalimin e kohës dhe në disa të tjera, roli mbizotërues luhet ende nga kanali i kursit të këmbimit. Rezultatet që lidhen me kanalën e kredisë dhe kanalet e tjera të çmimeve të aktiveve janë më të ngatërruara dhe jovendimtare.

Për Shqipërinë, ne rivlerësuam një model VAR, të vlerësuar fillimisht nga Muço et al (2003), duke përdorur të dhënat në formën e tyre origjinale dhe duke bërë më pas modifikime në llojet e variablave, frekuencën e tyre dhe renditjen. Një përpjekje për të përsëritur rezultatet duke përdorur të dhëna identike, por me seri kohore më të gjata tregon se përgjigjja e sistemit në kampionin tonë ndryshon mjaft nga ajo e gjetur nga Muço et al. (2003). Për më tepër, duke prezantuar intervalet e besimit, ne bëjmë një dallim ndërmjet efekteve të rëndësishme dhe atyre jo të rëndësishme, të paprezantuara në materialin e mëparshëm. Në lidhje me hipotezën e transmetimit, efekti i rritjes së parasë mbi inflacion ishte i vetmi përfundim i fortë, ndërkohë që efektet e tjera rezultuan ose të ndryshme ose të parëndësishme. Megjithëse goditja e parasë është ende e rëndësishme në shpjegimin e gabimit në parashikimin e inflacionit pas 12 muajsh, si përqindjet e gabimeve në parashikimin e remitancave, ashtu edhe në ato të kursit të këmbimit në inflacion janë ndjeshëm më të vogla, sesa ato të raportuara nga Muço et al. (2003). E njëjta gjë mund të thuhet edhe për gabimin në parashikimin e rritjes së deficitit tregtar, që dëshmon se nuk mund të gjenden evidenca të një kanali të fortë të kursit të këmbimit.

Modeli origjinal u modifikua për të përfshirë PBB-në reale, në

vend të eksporteve nominale neto, M2 real në vend të M3 nominal, NEER në vend të kursit të këmbimit lek/usd, të përfshinte normën bazë të politikës së Bankës së Shqipërisë dhe të përjashtonte remitancat. Ne përdorëm ndryshimet vjetore në vend të atyre mujore dhe periodiciteti në modelin e rishikuar është tremujor. Ne vumë re se një rritje e normës bazë nuk ka një efekt të konsiderueshëm mbi PBB-në reale; ai shkakton një rënie të fortë të zotërimeve të parasë reale pas 5 tremujorësh; shkakton një zhvlerësim të monedhës vendase dhe ç'është më e rëndësishmja ul inflacionin pas 2 tremujorësh, por norma e inflacionit kthehet sërish në të njëjtat nivele pas rreth 8 tremujorësh. Një goditje pozitive në kursin e këmbimit rrit inflacionin pas 4 tremujorësh, por efekti është i pakonsiderueshëm. Gjithashtu, vumë re se një goditje në kursin e këmbimit shkakton luhatje të prodhimit real. Ne dyshojmë nëse efektet e pasurisë funksionojnë këtu, duke sjellë ulje të shpenzimeve, pas një zhvlerësimi të kursit të këmbimit.

Rezultatet e marra pas zëvendësimit të njësisë matëse të inflacionit total me atë të inflacionit bazë, tregojnë se nuk ka ndryshime madhore në përgjigjet e variablave të tjerë ndaj një goditjeje në normën bazë të politikës. Megjithatë, ne do të përkrahim shumë përdorimin e një njësie matjeje të inflacionit bazë, mundësisht një që përjashton efektet e çmimeve të administruara, për të monitoruar efektivitetin e politikës monetare në të ardhmen.

Në përgjithësi, ne kemi bindjen se kanali i kursit të këmbimit nuk është aq i fuqishëm, sa është treguar në punimet e mëparshme dhe se kanali i parasë dhe i pritshmërive luan rolin kryesor në mekanizmin e transmetimit. Gjetjet tona sugjerojnë gjithashtu, se Banka e Shqipërisë duhet t'i kushtojë vëmendje luhatjeve të kursit të këmbimit, pasi ato duket të kenë një efekt të kundërt në luhatjet e prodhimit real.

SHTOJCË 1. TESTET E SPECIFIKIMIT PËR MODELIN E MUÇO ET AL. (2003).

Tabelë 1

| JARQUE-BERA TEST | | | | |
|------------------|----------|---------------------|----------|----------|
| variable | teststat | p-Value(χ^2) | skewness | kurtosis |
| u1 | 31.07 | 0.00 | 0.04 | 6.05 |
| u2 | 194.20 | 0.00 | 1.99 | 9.51 |
| u3 | 4.00 | 0.14 | -0.48 | 3.52 |
| u4 | 17.52 | 0.00 | 0.74 | 4.75 |
| u5 | 7.00 | 0.03 | 0.71 | 3.32 |

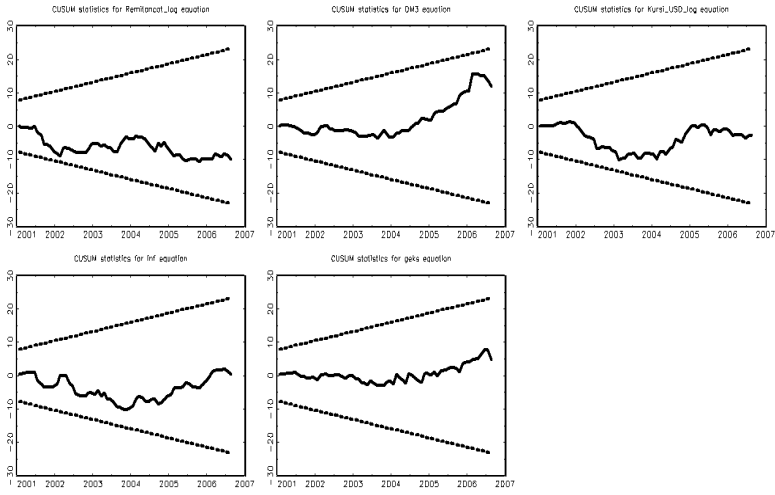
Tabelë 2

| TEST ARCH-LM me 12 vonesa kohore | | | | |
|----------------------------------|----------|---------------------|--------|------------|
| variable | teststat | p-Value(χ^2) | F stat | p-Value(F) |
| u1 | 31.36 | 0.00 | 4.85 | 0.00 |
| u2 | 4.50 | 0.97 | 0.40 | 0.96 |
| u3 | 6.97 | 0.86 | 0.65 | 0.79 |
| u4 | 40.38 | 0.00 | 8.29 | 0.00 |
| u5 | 7.10 | 0.85 | 0.66 | 0.78 |

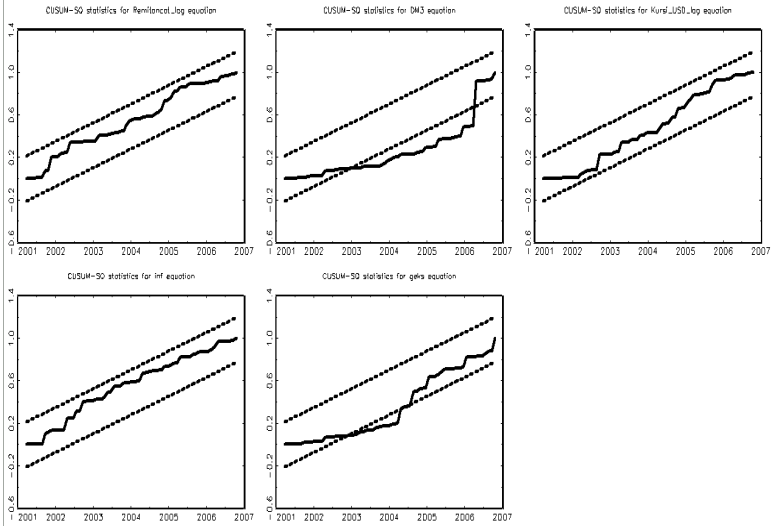
Tabelë 3

| TESTI I LLOJIT LM PËR AUTOKORRELACIONIN me 5 vonesa kohore | |
|---|----------|
| Reference: Doornik (1996), Testi LM dhe Testi LMF (me përfrimin -F) | |
| LM statistic: | 192.2664 |
| p-value: | 0.0001 |
| df: | 125 |
| LMF statistic: | 1.8626 |
| p-value: | 0 |
| df1: | 125 |
| df2: | 196 |

Grafik 1



Grafik 2



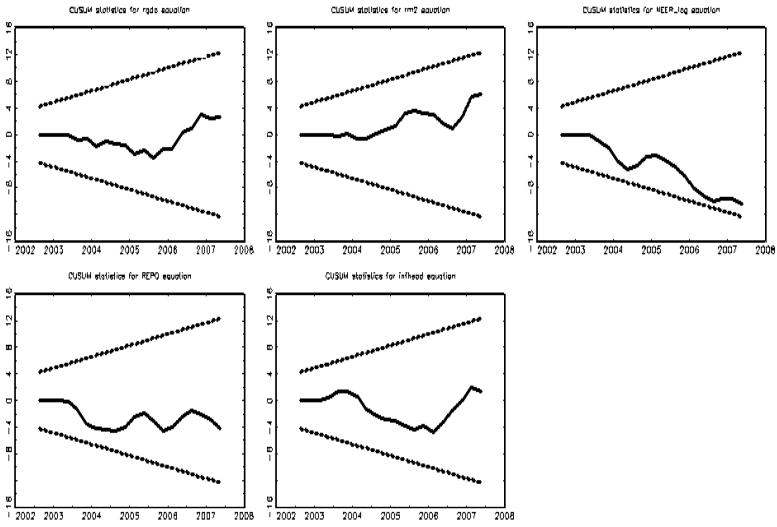
SHTOJCË 2. TESTET E SPECIFIKIMIT PËR MODELIN E MODIFIKUAR (MODELI 1).

| TESTI I LLOJIT LM PËR AUTOKORRELACIONIN me 4 vonesa kohore | |
|--|----------|
| Reference: Doornik (1996) | |
| LM statistic: | -345.089 |
| p-value: | -1 |
| df: | 100 |

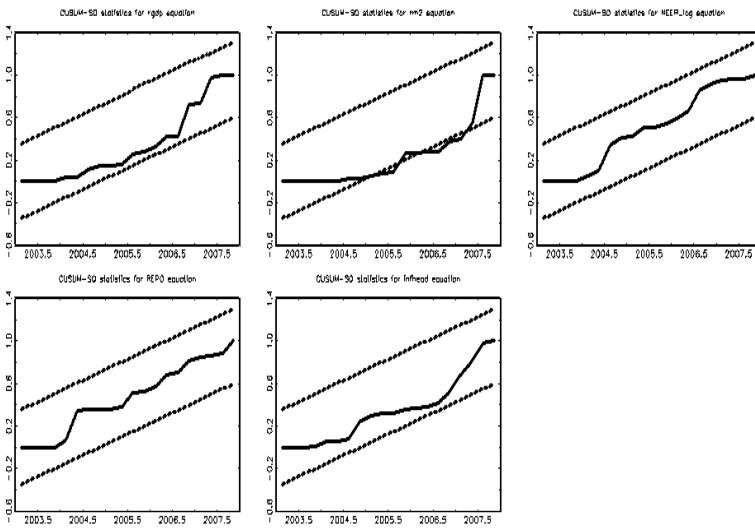
| TESTI JARQUE-BERA | | | | |
|-------------------|----------|---------------------|----------|----------|
| variable | teststat | p-Value(χ^2) | skewness | kurtosis |
| u1 | 0.4923 | 0.7818 | -0.2453 | 2.6416 |
| u2 | 0.017 | 0.9915 | -0.0296 | 3.0963 |
| u3 | 0.2971 | 0.862 | 0.2356 | 3.0287 |
| u4 | 4.8354 | 0.0891 | -0.8411 | 3.8926 |
| u5 | 0.3998 | 0.8188 | -0.2707 | 3.0822 |

| ARCH-LM TEST me 4 vonesa kohore | | | | |
|---------------------------------|----------|---------------------|--------|------------|
| variable | teststat | p-Value(χ^2) | F stat | p-Value(F) |
| u1 | 2.3476 | 0.6721 | 0.6406 | 0.6389 |
| u2 | 3.8337 | 0.429 | 1.1105 | 0.3756 |
| u3 | 4.7268 | 0.3165 | 1.4217 | 0.2584 |
| u4 | 4.5457 | 0.3372 | 1.3567 | 0.2796 |
| u5 | 3.6144 | 0.4607 | 1.0375 | 0.4093 |

Grafik 1



Grafik 2



SHTOJCË 3. TESTET E SPECIFIKIMIT PËR MODELIN 2.

Variablat janë përfshirë në renditjen e mëposhtme: rgdp, rm2, NEER_log, repo, infcore.

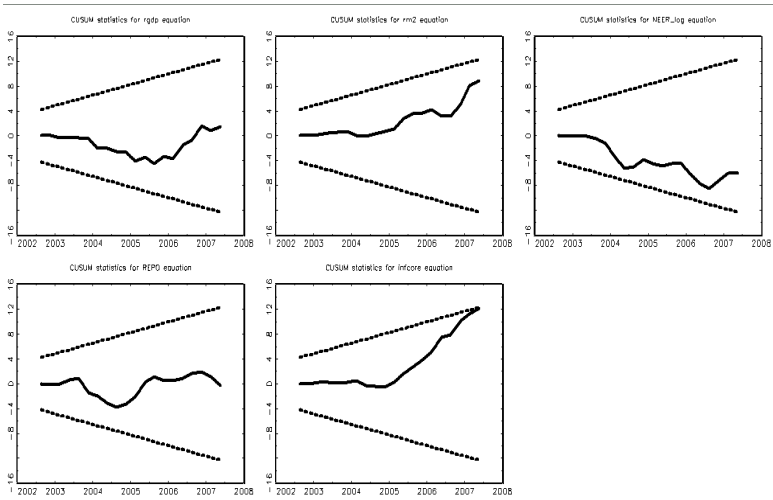
| TESTI I LLOJIT LM-TYPE PËR AUTOKORRELACIONIN me 4 vonesa kohore | |
|---|----------|
| Reference: Doornik (1996) | |
| LM statistic: | 159.9999 |
| p-value: | 0.0001 |
| df: | 100 |

| TESTI ARCH-LM me 4 vonesa kohore | | | | |
|----------------------------------|----------|------------------|--------|------------|
| variable | teststat | p-Value(Chi ^ 2) | F stat | p-Value(F) |
| u1 | 2.8626 | 0.5811 | 0.7971 | 0.5393 |
| u2 | 4.2397 | 0.3745 | 1.2491 | 0.3183 |
| u3 | 7.5018 | 0.1116 | 2.5618 | 0.0656 |
| u4 | 6.158 | 0.1877 | 1.9736 | 0.1323 |
| u5 | 4.8237 | 0.3059 | 1.4569 | 0.2476 |

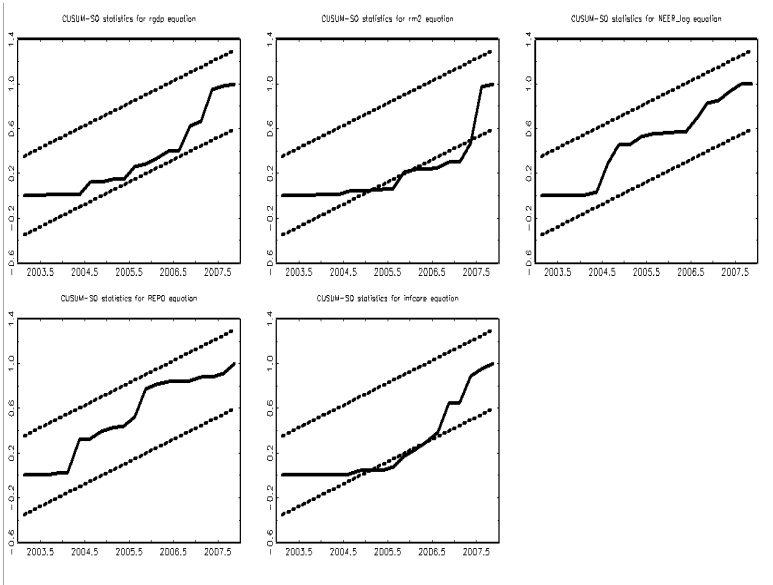
| TESTI JARQUE-BERA | | | | |
|-------------------|----------|------------------|----------|----------|
| variable | teststat | p-Value(Chi ^ 2) | skewness | kurtosis |
| u1 | 1.5104 | 0.4699 | -0.1459 | 1.9765 |
| u2 | 0.0827 | 0.9595 | -0.0713 | 3.2042 |
| u3 | 1.1197 | 0.5713 | 0.458 | 3.0297 |
| u4 | 4.4975 | 0.1055 | -0.739 | 4.0903 |
| u5 | 1.2196 | 0.5435 | -0.4402 | 2.6264 |

CUSUM and CUSUM sq teste për stabilitetin

Grafik 1



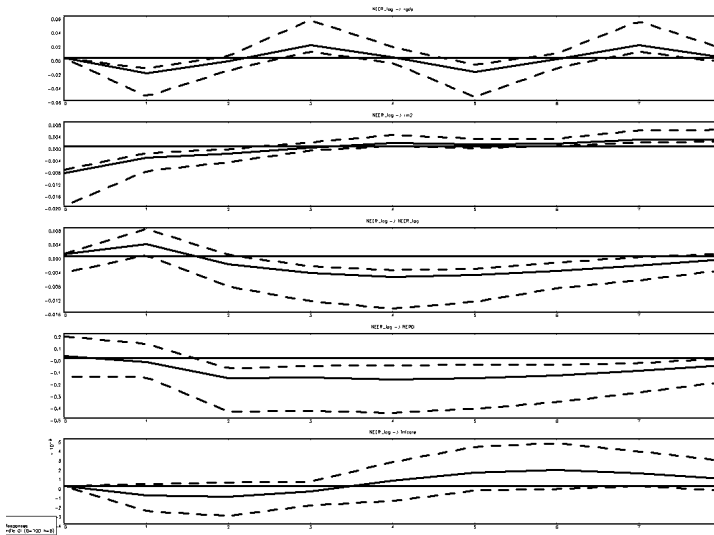
Grafik 2



SHTOJCË 4. PËRGJIGJJA E SISTEMIT NDAJ GODITJES TË KURSIT TË KËMBIMIT (MODEL 2).

Grafik 1

SVAR Impulse Responses



REFERENCA

- The Transmission Mechanism of Monetary Policy, The Monetary Policy Committee, Bank of England, i disponueshëm tek website: www.bankofengland.co.uk.*
- Aslanidi, O. *The Optimal Monetary Policy and the Channels of Monetary Transmission Mechanism in CIS-7 Countries – The Case of Georgia*, CERGE-EI Discussion Paper No. 2007- 171, January 2007.
- Doornik, J. A. and Hansen, H. (1994) *A practical test of multivariate normality*, unpublished paper, Nuffield College.
- Doornik, J. A. and Hendry, D. F. (1997) *Modelling Dynamic Systems Using PcFiml 9.0 for Windows*, International Thomson Business Press, London.
- Égert, B., MacDonald, R., *Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable*. Magyar Nemzeti Bank Working Papers, 2006/5.
- Edgerton, D. and Shukur, G. (1999) *Testing autocorrelation in a system perspective*, *Econometric Reviews* 18: 343-386.
- Horváth, B., Maino, R. *Monetary Transmission Mechanism in Belarus*, IMF WP/06/246, November, 2006.
- Juselius, K. (2006) *The Cointegrated VAR Model: Methodology and Applications*, Oxford University Press.
- Kamin, S. Turner, P. Van't dack, J. *The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies: an overview*, BIS.
- Kim, S. Roubini, N. (2000) *Exchange rate anomalies in the industrial economies: a solution with a structural VAR approach*, *Journal of Monetary Economics*, 45 (3) p51-586.
- Mishkin, F. (1996) *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*. Banque de France: *Bulletin: Digest*, 27, 33-44.
- Muço, M. Sanfey, P. Taçi, A. *Inflation, exchange rates and the role of monetary policy in Albania*.
- Muço, M. Sanfey, P. Luçi, E. *Stabilization, monetary policy and financial institutions in Albania*.
- Peeters, M. *What about monetary transmission in Albania? Is the exchange-rate pass through (still) the main channel?*
- Vonnák, B. *The Hungarian Monetary Transmission Mechanism: An Assessment*. Magyar Nemzeti Bank Working Papers, 2007/3.

SHËNIME

* Gramoz Kolasi, Drejtor, Departamenti i Politikës Monetare, Banka e Shqipërisë; Hilda Shijaku, Përgjegjëse, Departamenti i Statistikës, Banka e Shqipërisë; Diana Shtylla, Përgjegjëse, Departamenti i Politikës Monetare, Banka e Shqipërisë.

¹ Në vijim të materialit do të shënohet si Banka e Shqipërisë.

² IÇK – Indeksi i Çmimeve të Konsumatorit, matur dhe publikuar nga Instituti i Statistikave – INSTAT.

³ Me rritjen e pasare së gjerë (M3) si objektiv të ndërmjetëm.

⁴ Formula e rritjes së UIP është: $i_t = i_t^* + E_t s_{t+1} - s_t + r p_t$, ku i dhe i^* janë normat e interesit vendase dhe të huaja, s është norma spot, E është kursi i pritshëm i këmbimit dhe $r p$ është termi për primin e rrezikut.

⁵ Material diskutimi i papublikuar i Bankës së Shqipërisë: “Matja e funksioneve të importit dhe eksportit në Shqipëri”, nga Ilir Vika, Departamenti i Kërkimeve.

⁶ Q =Vlera e tregut të biznesit/ Zëvendësimin e kostos së kapitali në Teorinë q të Investimit të Tobin. Sa më i lartë raporti q , aq më ekonomike është për bizneset blerja e fabrikave dhe pajisjeve, duke emetuar aksione të reja kapitali. Në këtë skenar, bizneset do të inkurajoheshin të rrisnin shpenzimet për investim.

⁷ Për një analizë të detajuar të këtyre materialeve, shiko Egert dhe MacDonald (2006), fq. 28-29.

⁸ Funksionet e reagimit të rritjes monetare (rritja e M3) dhe normat e interesit të depozitave 12-mujore janë përkatësisht:

$$\Delta M_t = \alpha(L)[\pi_{t-1} - \pi^f_{t-1}] + \beta(L)[y_{t-1} - y^f_{t-1}] + \chi(L)POLDUM_t + \delta(L)\Delta M_t^w + u_t$$

$$\Delta R_t = \alpha(L)[\pi_{t-1} - \pi^f_{t-1}] + \beta(L)[y_{t-1} - y^f_{t-1}] + \chi(L)POLDUM_t + \delta(L)\Delta R_t^w + u_t$$

ku ΔM është ndryshimi vjetor në paranë e gjerë (M3); ΔR është ndryshimi tremujor në normat e interesit të depozitave 12-mujore; L janë operatorët e vonesës kohore; $\pi_{t-1} - \pi^f_{t-1}$ është inflacioni vjetor i papritur dhe $y_{t-1} - y^f_{t-1}$ është prodhimi i papritur.

⁹ Periudha e parë: janar 1994- gusht 2000; Periudha e dytë: shtator 2000-maj 2003.

¹⁰ Në këtë material, ne nuk prezantojmë rezultatet e goditjeve ndaj variablave të tjerë.

¹¹ Sepse alternativat ndaj depozitave, të tilla si aksionet e kapitalit ose obligacionet janë të pakta ose mungojnë plotësisht.

¹² Pasi inflacioni duket se e ndjek kursin e këmbimit me një interval vonese prej 5 muajsh për periudhën 1998-2001, por nuk kemi evidenca për periudhën vijuese (2001-2003).

¹³ Përdoren të dy kurset e këmbimit lek/euro dhe lek/usd.

¹⁴ Tre karakteristikat e bankave tregtare: përmasa, likuiditeti, kapitalizimi u

përdorën për të zbuluar praninë e efekteve shpërndarëse ndërmjet bankave.

¹⁵ Janë provuar edhe intervale të tjera kohore dhe problemet e diagnostikimit mbeten. Si rrjedhojë, në këtë seksion ne vazhdojmë analizën për të njëjtin interval si tek Muço et al(2003).

CIP Katalogimi në botim BK Tiranë

Gramoz Kolasi, Hilda Shijaku, Diana Shtylla
Mekanizmi i transmetimit monetar në Shqipëri /
/ Kolasi Gramoz, Shijaku Hilda, Shtylla Diana - Tiranë:
Banka e Shqipërisë, 2010
-48 f; 15.3 x 23 cm. (material diskutimi ..)

Bibliogr.

ISBN:

978-99956-42-30-3

*Këtë publikim mund ta gjeni edhe në formë elektronike në
adresën:*

www.bankofalbania.org

*Në qoftë se dëshironi të keni kopje të
shkruara të tij mund t'i kërkonit në adresën:*

*Banka e Shqipërisë
Sheshi "Skënderbej" Nr.1 Tiranë Shqipëri,
Tel.: +355-(0)4-2222152;
Faks: +355-(0)4-2223558
ose duke dërguar një e-mail në adresën:*

public@bankofalbania.org

Tirazhi: 500 kopje