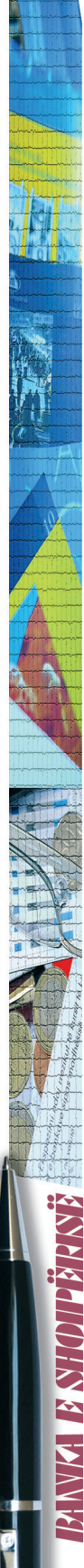


**NXITËSIT E EUROIZIMIT
DHE REAGIMI I
EFEKTSHËM I POLITIKAVE:
ZBATIM NË RASTIN E
SHQIPËRISË**

Guido della Valle
Vasilika Kota
Romain Veyrune
Ezequiel Cabezon
Shaoyu Guo

32 (71) 2018

MATERIAL STUDIOR



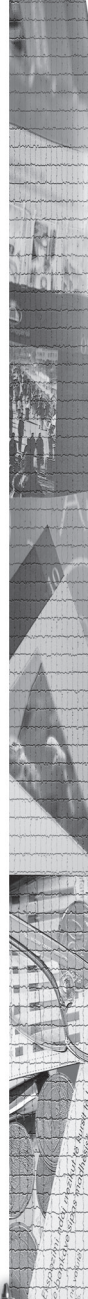
BANKA E SHQIPËRISË

NXITËSIT E EUROIZIMIT
DHE REAGIMI I
EFEKTSHËM I POLITIKËS
MONETARE: ZBATIM NË
RASTIN E SHQIPËRISË

Guido della Valle
Vasilika Kota
Romain Veyrune
Ezequiel Cabezon
Shaoyu Guo

32 (71) 2017

MATERIAL STUDIA OR



BANKA E SHQIPËRISË

Guido della Valle, Fondi Monetar Ndërkombëtar, Këshilltar i Politikës Monetare, gdellavalle@imf.org

Vasilika Kota, Banka e Shqipërisë, Departamenti për Ndërhyrjet e Jashtëzakonshme, Drejtor, vkota@bankofalbania.org

Romain Veyrune, Fondi Monetar Ndërkombëtar, Ekonomist i Lartë, rveyrune@imf.org

Ezequiel Cabezon, Fondi Monetar Ndërkombëtar, Ekonomist, ecabezon@imf.org

Shaoyu Guo, Fondi Monetar Ndërkombëtar, Analist Kërkimesh, SGuo2@imf.org

***Shënim:** Pikëpamjet e shprehura në këtë material janë të autorëve dhe jo domosdoshmërisht përfaqësojnë opinionin e Bankës së Shqipërisë.*

Ky material studimor është publikuar edhe si material diskutimi i Fondit Monetar Ndërkombëtar, WP/18/21. Materialet e diskutimit të FMN-së përshkruajnë punën kërkimore në vazhdim nga autorët dhe publikohen për të nxitur komente dhe për të inkurajuar debatin. Pikëpamjet e shprehura në Materialet e Diskutimit të publikuara nga FMN-ja janë të autorëve dhe nuk shprehin domosdoshmërisht pikëpamjet e FMN-së, Bordit Ekzekutiv apo drejtuesve të FMN-së.

**Autorët falënderojnë për komentet e vlefshme: Simon Gray, Steven Phillips, Anita Tuladhar, Mary Zephirin, si dhe pjesëmarrësit në konferencën "Normat negative të interesit në Eurozonë dhe ndikimi i tyre në politikat dhe instrumentet e bankave qendrore të vendeve të Ballkanit Perëndimor," organizuar në Tiranë, më 4-5 maj 2017.*

Shaoyu Guo përfundoi angazhimin e tij me FMN-në në janar 2018.

PËRMBAJTJA

ABSTRAKT	7
I. HYRJE	8
II. KONCEPTI I EUROIZIMIT	10
A. Rishikimi i Literaturës Ekonomike për Euroizimin	10
B. Matja e euroizimit në Shqipëri	12
III. NXITËSIT E EUROIZIMIT NË SHQIPËRI	15
A. Një matje empirike e nivelit optimal të euroizimit	15
B. Nxitësit makroekonomikë të euroizimit	21
C. Mospërcaktimi i duhur i rrezikut të kursit të këmbimit	28
IV. NJË PËRGJIGJE EFEKTIVE E POLITIKAVE	35
A. Politikat makroekonomike	35
B. Masat Prudenciale	38
V. PËRFUNDIME	41
REFERENCA	43

ABSTRAKT

Ky studim propozon një metodologji për hartimin e politikave për uljen e përdorimit të euros, të mbështetura në analiza empirike dhe në harmoni me kuadrin teorik. Ai bazohet në përvojën e Shqipërisë. Kjo është përpjekja e parë për të dhënë një matje empirike të nivelit optimal të euroizimit.

Rezultatet tregojnë se euroizimi në Shqipëri është mbi nivelin optimal, duke sjellë në vëmendje nevojën për hartimin e politikave për uljen e përdorimit të euros në ekonomi. Në afatin e gjatë, ulja e përdorimit të euros në ekonomi kërkon që të ruhet angazhimi për një normë inflacioni të ulët dhe të qëndrueshme, në kuadër të një fleksibiliteti më të madh të kursit të këmbimit, me qëllim nxitjen e kursimeve në monedhën vendase. Në afatin e shkurtër, politikatat që zbusin rrezikun e stabilitetit financiar për shkak të euroizimit, kontribuojnë në uljen e përdorimit të euros në ekonomi, duke qenë se ato e bëjnë ndërmjetësimin në euro më pak tërheqës për publikun në aspektin financiar.

Klasifikimi JEL: E58 (Bankat qendrore dhe politikatat e tyre).

Fjalë kyçe: euroizimi, dollarizimi, stabiliteti financiar dhe rezerva e detyruar.

I. HYRJJE

Euroizimi financiar në Shqipëri është i lartë dhe kohët e fundit është rritur më tej. De fakto, dollarizimi ose euroizimi ndodh kur një monedhë e huaj nuk ka kurs ligjor, por pjesërisht zëvendëson monedhën vendase si instrument për ruajtjen e vlerës, si njësi matëse dhe mjet pagese. Ky material studimor përdor termin "euroizim" pasi euro është monedha e huaj që përdoret në Shqipëri. Ai fokusohet në euroizimin financiar të pjesshëm, që ndodh kur bankat japin kredi dhe pranojnë depozita si në euro ashtu dhe në monedhën vendase me kurs ligjor (p.sh. Leku shqiptar). Si rrjedhojë, në Shqipëri, më shumë se gjysma e depozitave bankare janë në euro. Më tej, euroizimi financiar është rritur vitet e fundit, pavarësisht normave të ulëta të inflacionit, çka është një zhvillim i palogjikshëm dhe i pakuptueshëm të cilin synojmë ta trajtojmë në këtë studim.

Euroizimi është një dukuri e zakonshme në disa ekonomi me zhvillim të shpejtë. Niveli optimal i euroizimit për një ekonomi të vogël dhe të hapur, me lidhje të forta ekonomike me Eurozonën, është më i lartë se zero, por më i ulët se nivelet e vërejtura në shumë vende në rajonin e Ballkanit Perëndimor, të cilat janë kandidat apo kandidatë potenciale për anëtarësim në Bashkimin Evropian. Euroizimi i lartë përfshin të ardhura më të ulëta nga senjorazhi, redukton efektshmërinë e politikës monetare dhe rrit ekspozimin e sistemit financiar ndaj luhatjeve të kursit të këmbimit.

Objektivi i këtij studimi është të propozojë një kuadër konceptual për identifikimin dhe analizimin e nxitësve të euroizimit, që mund të shërbejë për hartimin e politikave të duhura për uljen e tij. Ky kuadër është hartuar në kontekstin e asistencës teknike të FMN-së për Shqipërinë, të financuar nga qeveria zvicerane. Si pikënisje, studimi propozon një matje empirike të nivelit optimal të euroizimit, që shërben si një standard indikativ për hartimin e politikave të uljes së përdorimit të euros në ekonomi. Më tej, studimi synon të identifikojë nxitësit kryesorë të euroizimit përgjatë fazave të ndryshme të këtij procesi. Në fund, studimi synon të përcaktojë aspektet kryesore të hartimit të një strategjie gjithëpërfshirëse për uljen e përdorimit të euros në ekonomi, duke përfshirë disa dimensione të ndryshme, si dhe një radhitje të duhur të veprimeve të nevojshme

për t'u ndërmarrë. Përfundimet e tij mbështesin strategjinë për uljen e përdorimit të euros në ekonomi, të njoftuar së fundmi nga autoritetet shqiptare.

Shqipëria ka një regjim të shënjestrimit të inflacionit. Objektivi i Bankës së Shqipërisë (BSH) është përcaktuar në 3%, që prej miratimit të këtij kuadri në vitin 2009. Që nga kjo kohë, BSH-ja ka arritur të administrojë norma të qëndrueshme dhe të ulëta inflacioni, në përputhje me objektivin e saj.

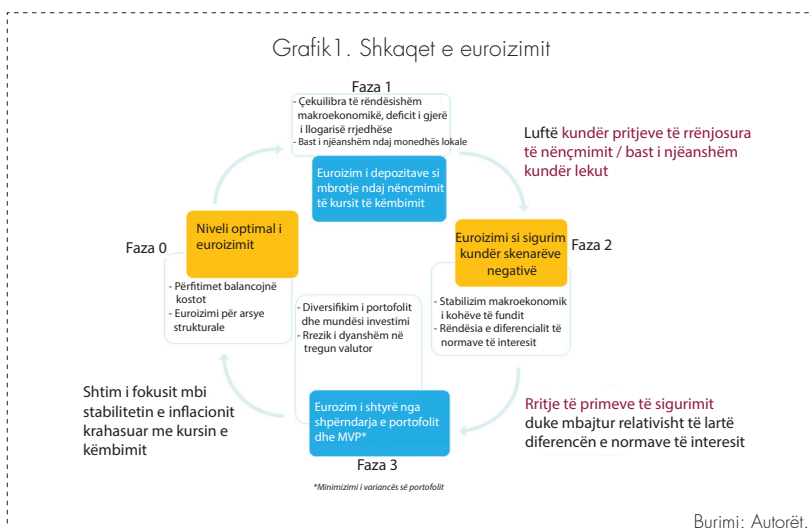
Në Shqipëri ushtrojnë aktivitetin 16 banka, ndonëse 5 bankat më të mëdha zënë rreth 80% të tregut. Dy bankat më të mëdha vendase e kanë rritur me shpejtësi pjesën e tyre në treg, pasi disa filiale të bankave të huaja nga Eurozona, që dikur mbizotëronin në sektorin bankar, e tkurrën veprimtarinë pas krizës financiare globale. Thellësia financiare, e matur si paraja e gjerë ndaj prodhimit të brendshëm bruto, qëndron në 85%. Ajo nxitet nga dërgesat e emigrantëve shqiptarë, që shpesh mbahen në depozita në euro, në bankat në Shqipëri.

Materiali studimor është strukturuar si në vijim: Pjesa II paraqet një përmbledhje të konceptit të euroizimit dhe vlerëson prirjet më të fundit të euroizimit në Shqipëri. Pjesa III analizon nxitësit e euroizimit në Shqipëri, përfshirë nivelin optimal të euroizimit. Pjesa IV jep disa sugjerime për reagimin e politikave ndaj euroizimit në Shqipëri, po aq të zbatueshme në vende të tjera që përballen me sfida të ngjashme dhe që kanë karakteristika të ngjashme. Pjesa V jep përfundimet.

II. KONCEPTI I EUROIZIMIT

A. RISHIKIMI I LITERATURËS EKONOMIKE PËR EUROIZIMIN

Ky studim grupon shkaqet e euroizimit në tri kategori. Nisur nga niveli optimal i tij (Faza 0 në Grafikon 1), euroizimi është zgjedhje rationale për të mbrojtur pasurinë kur publiku ka krijuar pritshmëri për nënçmim të kursit të këmbimit, si rrjedhojë e paqëndrueshmërisë makroekonomike (Faza 1); euroizimi është një siguracion kundër rreziqeve shtesë (ngjarje ekstreme) ku arrihet stabiliteti makroekonomik dhe zvogëlohen ndjeshëm gjasat për një nënçmim të fortë të kursit të këmbimit, por agjentët ekonomikë ende kërkojnë mbrojtje prej tij, për shkak të kujtimeve të ngjarjeve të së shkuarës dhe frikës se paqëndrueshmëria mund të përsëritet (Faza 2); dhe euroizimi është rezultat i zgjedhjeve për optimizimin e portofolit nga agjentët ekonomikë, me qëllim minimizimin e variancës së portofolit të tyre, kur luhatshmëria e kursit të këmbimit mbetet e ulët krahasuar me luhatshmërinë e inflacionit (Faza 3).



Euroizimi fillon zakonisht si një valutë e fortë (një bast i njëanshëm) përkundrejt monedhës vendase, për shkak të politikave jo të shëndosha makroekonomike. Periudha të paqëndrueshmërisë

akute makroekonomike dhe inflacioni i lartë çojnë në nënçmime të mëdha të kursit të këmbimit. Për këtë arsye, publiku ka pritshmëri në një drejtim për zhvillimet në kursin e këmbimit, dhe parapëlqen të kursejë në monedhë të huaj, si mbrojtje nga rreziku i nënçmimit të pritur të kursit të këmbimit. Reagimi ndaj politikave makroekonomike jo të shëndosha është shkaku më i shpeshtë i euroizimit (Galindo dhe Leiderman, 2005; Herrera dhe Valdés, 2005; Kokenyne, Ley dhe Veyrune, 2010; dhe Reinhart, Rogoff dhe Savastano, 2003). Nga kahu i kreditimit, në këtë fazë, euroizimi vjen nga mungesa e financimit në monedhën vendase, për shkak të preferencës së publikut për të kursyer në euro.

Euroizimi, zakonisht, zgjat më shumë se sa kushtet që e shkaktuan, si rrjedhojë e faktit se depozitat në euro mendohet të shërbejnë si siguracion. Publiku i mban kursimet në euro edhe kur kursi i këmbimit fillon të lëvizë në të dy drejtimet, dhe ka periudha më të gjata stabiliteti dhe mbiçmimi të kursit të këmbimit. Kjo vjen për shkak se publiku ka perceptimin se depozitat në euro kanë një vlerë sigurie kundër nënçmimeve të mëdha të mundshme, edhe nëse nuk ka të ngjarë, të kursit të këmbimit (Feige dhe Dean, 2004; Uribe, 1997; dhe Weymouth, 2007). Kujtimet e krizave në të shkuarën priren të rrisin vlerën e sigurisë së depozitave në euro, pasi agjentët ekonomikë i rivlerësojnë gjasat e skenarëve të rënduar vetëm në mënyrë graduale. Nga ana tjetër, vendosja e një çmimi të pabazuar në ekuilibër (*mispicing*) për depozitat në monedhë të huaj, i ul kostot e vlerës së sigurisë sa i takon të ardhurave nga interesat në të shkuarën, kur kursimi është në monedhë të huaj në vend të monedhës vendase, për arsye të ndryshme të marra në analizë në seksionet në vijim.

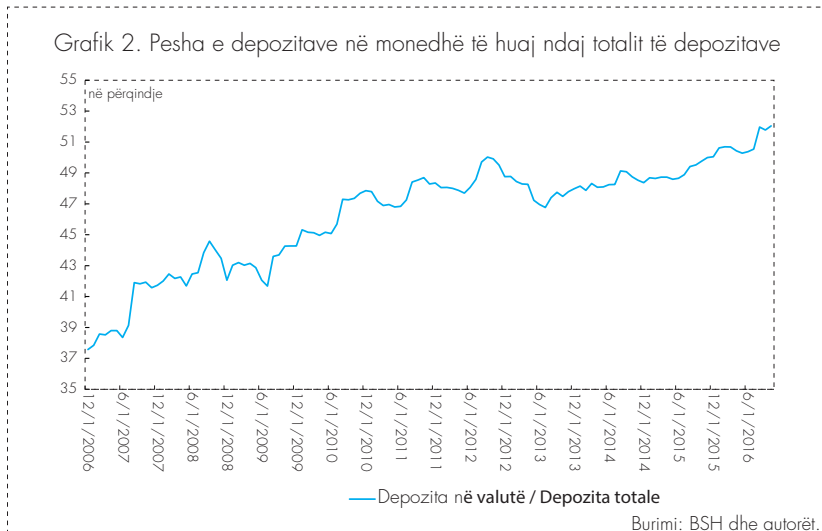
Me zbehjen e vlerës së sigurisë së depozitave në monedhë të huaj, euroizimi i depozitave motivohet nga opimitizimi i portofolit (Ize dhe Yeyati, 2003). Ashtu si në rastin e aktiveve të tjera financiare, publiku pritet t'i shpërndajë kursimet midis monedhës vendase dhe asaj të huaj, në një mënyrë që minimizon variancën e portofolit të investimeve (MPV) për një kthim të caktuar financiar. Ize dhe Yeyati (2003) tregojnë se euroizimi financiar shfaq persistencë të lartë kurdoherë që luhatshmëria e pritshme e inflacionit mbetet e lartë në lidhje me atë të kursit real të këmbimit, dhe kur ka një

transmetim të lartë të ndryshimeve në kursin e këmbimit në normën e inflacionit, siç ndodh rëndom në ekonomitë e vogla dhe të hapura. Prandaj, euroizimi mund të mbetet i lartë edhe në rastin kur është arritur stabiliteti makroekonomik; me fjalë të tjera, inflacioni është i ulët si vlerë mesatare, por mbetet i luhatshëm, ndërsa autoritetet përpiqen gjithashtu të stabilizojnë kursin e këmbimit.

B. MATJA E EUROIZIMIT NË SHQIPËRI

Në rastin e Shqipërisë, ekzistojnë të dhëna që tregojnë për praninë e zëvendësimit të monedhës vendase (Tase, 2005) për qëllime të kryerjes së pagesave. Pagesat ndërbankare vendase në euro përfaqësojnë afërsisht 20% të totalit të pagesave ndërbankare vendase. Transfertat në euro përfaqësojnë mesatarisht 24% të vlerës totale të transfertave të sektorit bankar për korporatat, dhe 39% të vlerës totale të transfertave për individët. 90% e transaksioneve në euro përbëhen nga transfertat bankare midis individëve. Gjithashtu, eurot përdoren gjerësisht për transaksione në *cash* midis bankave dhe klientëve. Rreth 35% e transaksioneve *cash* janë në euro, nga të cilat 40% nuk lidhen me vendosjen e depozitave ose shlyerjen e kredive, por me pagesa të drejtpërdrejta midis klientëve. Këto shifra mbështesin nocionin e një përdorimi të përhapur gjerësisht të euros si mjet shkëmbimi, në veçanti për transaksione me vlerë të madhe.

Euroizimi i depozitave është në rritje në Shqipëri, pavarësisht nga mjedisi i qëndrueshëm makroekonomik. Në vitin 2016, euroizimi financiar - i përkufizuar si raporti i depozitave në monedhë të huaj ndaj parasë së gjerë - ishte 10 pikë përqindjeje më i lartë, krahasuar me vitin 2006, ndërkohë që edhe paraqja e gjerë u rrit ndjeshëm (Grafiku 2). Kjo ecuri mbështetet jo vetëm nga flukset hyrëse të monedhës, por edhe nga një kërkese pozitive neto nga individët, që prej vitit 2015, për të konvertuar monedhën vendase në monedhë të huaj. Kjo po ndodh së bashku me perceptimin për inflacion të qëndrueshëm dhe rrezik në rënie, duke marrë në konsideratë përmirësimet në parashikimin makroekonomik dhe qëndrueshmërinë e borxhit. Ky studim do të analizojë arsyet pse euroizimi vijon (një dukuri e njohur si *hysteresis*) dhe madje është në rritje, pavarësisht nga ecuria e mirë makroekonomike.



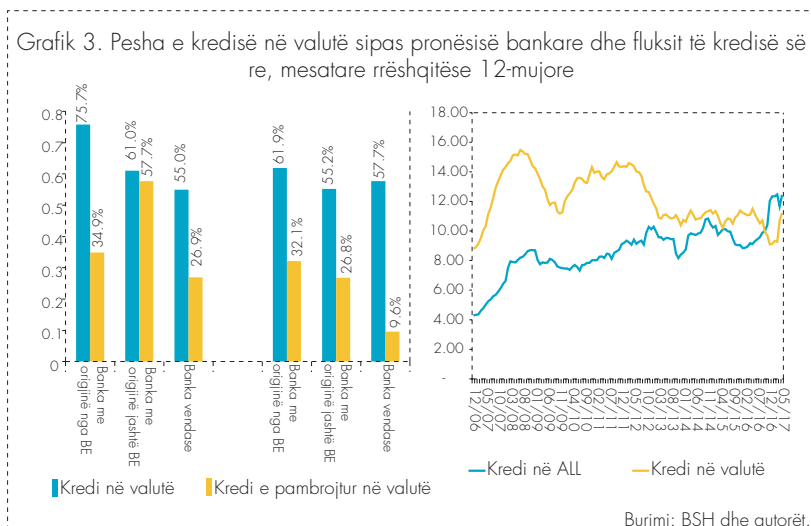
Në ndryshim nga euroizimi i depozitave, euroizimi i kredisë ka qenë në rënie. Pesha e kredisë në monedhë të huaj ra në 60% të totalit të kredisë në vitin 2016, krahasuar me 70% në 2011 (Grafiku 3). Gjatë së njëjtës periudhë, pesha e kredisë në monedhë të huaj për kredimarrësit e pambrojtur ka rënë më dukshëm se pesha gjithsej e kredisë në monedhë të huaj. Së fundi, për herë të parë që nga viti 2006, në vitin 2016, kredia e re në monedhën vendase e tejkaloi kredinë e re në monedhë të huaj.

Nxjerrja e kredive me probleme jashtë bilancit të bankave ndihmoi në uljen e stokut të kredisë në monedhë të huaj. Që prej vitit 2015, bankave u është kërkuar të nxjerrin jashtë bilancit kreditë që kanë shfaqur probleme për më shumë se tre vjet. Kreditë në monedhë të huaj llogariteshin në 75% të këtyre kredive. Bankat kanë nxjerrë jashtë bilancit rreth 4% të portofolit të kredisë në monedhën vendase dhe 7% të portofolit të kredisë në monedhë të huaj, duke ulur kështu tepricën e kredisë në monedhë të huaj, krahasuar me kreditë në monedhën vendase.

Bankat e kanë rritur kreditimin për jorezidentët për të balancuar pozicionet e hapura neto. Pesha e investimeve jashtë në totalin e aktiveve të sektorit, u rrit nga 10% në 2008 në 28% në 2016, për shkak të kërkesës së brendshme të zbehtë për kredi në monedhë

të huaj dhe mundësive të kufizuara për investime alternative në monedhë të huaj në tregun e brendshëm.

Rrjedhimisht, bankat kanë zëvendësuar kreditë në monedhë të huaj për kredimarrësit vendas me kredi për jorezidentë, për të ruajtur balancën e pozicioneve të hapura neto. Këto zhvillime përmbajnë sfida dhe rreziqe të reja, që lindin nga ekspozimi ndaj jorezidentëve, të cilët ushtrojnë veprimtari në juridiksione të ndryshme.



III. NIXITËSIT E EUROIZIMIT NË SHQIPËRI

A. NJË MATJE EMPIRIKE E NIVELIT OPTIMAL TË EUROIZIMIT

Konceptualisht, ka një nivel optimal euroizimi, nën të cilin kostot e masave për uljen e përdorimit të euros në ekonomi janë më të mëdha se sa përfitimet. Kostot e euroizimit përfshijnë: humbje të senjorazhit, të cilat shkojnë në 0.6% të PBB-së çdo vit në Shqipëri (shih vlerësimet në Hapësirën Informuese 1); pengesë në transmetimin e politikës monetare dhe rrezik të stabilitetit financiar, për shkak të ekspozimit të pambrojtur ndaj kursit të këmbimit në ekonomi dhe mungesës së huadhënësi të fundit në radhë në monedhë të huaj.

Nga ana tjetër, euroizimi financiar mbështet thellimin e sektorit financiar. Masat për zbutjen e ndërmjetësimit në monedhë të huaj mund ta bëjnë atë më të kushtueshëm, të jetë në kundërshtim me preferencat e publikut, të pengojë qasjen në burime financimi tërheqëse dhe të privojë investitorët prej mundësive për diversifikim të portofolit. Masat dekurauese për ndërmjetësim në monedhë të huaj mund të mos çojnë në rritje proporcionale në ndërmjetësim në monedhën vendase, duke rezultuar në pengesë ndaj ndërmjetësimit financiar ose ngadalësim në thellimin financiar.

Në praktikë, niveli optimal i euroizimit nuk mund të matet në mënyrë të drejtpërdrejtë. Përveç humbjes së senjorazhit, e cila mund të matet në aspektin sasior (Hapësira informuese 1), ne nuk mund të matim kostot e tjera dhe përfitimet e euroizimit.

Ky studim propozon një vlerësim empirik për matjen e nivelit optimal të euroizimit. Ai mbështetet në një analizë paneli (në vazhdim "euroizimi referencë"), duke presupozuar se euroizimi nuk do të shmanget nga niveli i tij optimal mesatar me kalimin e kohës dhe në rajone të ndryshme. Euroizimi referencë tregon nivelin e euroizimit që pritet të ketë një ekonomi, duke pasur parasysh karakteristikat strukturore dhe të dhënat për ecurinë makroekonomike. Diferenca midis nivelit aktual të euroizimit dhe referencës tregon sa hapësirë potenciale ka për politika të uljes së përdorimit të euros në ekonomi.

HAPËSIRË INFORMUESE 1. VLERËSIME TË HUMBJEVE TË SENJORAZHIT PËR SHKAK TË EUROIZIMIT

Euroizimi paraqet një humbje të të ardhurave nga senjorazhi për bankën qendrore. Të ardhurat nga senjorazhi janë diferencat midis vlerës së parasë dhe koston së prodhimit të saj. Bogetic (2000) propozon dy masa të senjorazhit: ose si një kosto vetëm një herë e stokut të monedhës së huaj në qarkullim; ose si një kosto e fluksit të vazhdueshëm në terma të të ardhurave të shkuara të senjorazhit, të lidhura me ndryshimin vjetor në stokun e kartëmonedhave të huaja në qarkullim. Duke pasur parasysh natyrën e euroizimit në Shqipëri — që nuk është një zgjedhje e ndërgjegjshme zyrtare — përlllogaritja e humbjes së senjorazhit, duke përdorur metodën e fluksit, është më e përshtatshme.

Humbja e senjorazhit vlerësohet nga këndvështrimi i bilancit të bankës qendrore. Përdorimi i kartëmonedhave të valutave të huaja ul përdorimin e kartëmonedhave vendase, çka përfaqëson një faktor autonom për përthithjen e likuiditetit. Prandaj, ceteris paribus, deficiti i likuiditetit të sistemit bankar është më i ulët se sa do të kishte qenë pa euroizimin. Kjo zvogëlon nevojat e sektorit bankar për rifinancim si dhe madhësinë potenciale të portofolit vendas të mjeteve financiare me një kosto oportune të barabartë me kthimin mesatar të këtyre mjeteve minus koston e prodhimit të kartëmonedhave.

Vlerësimet për humbjet e senjorazhit në Shqipëri arrijnë në të paktën 6 miliardë lekë në vit. Duke përdorur të dhënat për euroizimin monetar të pagesave të klientëve, ne vlerësojmë se kartëmonedhat e valutave të huaja në qarkullim përfaqësojnë afërsisht 35% të monedhës në qarkullim gjithsej (si në Seksionin II.B). Kjo çon në një vlerësim të ekuivalentit të 172 miliardë lekëve. Po të marrim parasysh një normë mesatare rifinancimi nëpërmjet ciklit të biznesit prej rreth 3.5%, dhe të mos marrim parasysh koston e papërfillshme të prodhimit të kartëmonedhave, kjo përfaqëson një kosto oportune mesatare prej 6 miliardë lekësh ose 0.4% të PBB-së. Megjithatë, kostoja aktuale mund të jetë më e lartë po të marrim në konsideratë se kthimi mesatar i portofolit të BSH-së të mjeteve financiare vendase është më i lartë se norma e rifinancimit.

Gjithashtu, pesha domethënëse e depozitave në euro e detyron bankën qendrore të mbajë rezerva valutore në nivele më të larta, me qëllim trajtimin e nevojës së mundshme për ndihmë emergjente për likuiditet në monedhë të huaj. Nga ana tjetër, rezervat valutore në nivele më të larta zvogëlojnë nevojat e sektorit bankar për rifinancim, si dhe përmasën e portofolit të mjeteve financiare vendase. Nëse rezerva valutore që mban BSH-ja do të ishte në përputhje me nivelin mesatar të sugjeruar

nga matrica për mjaftueshmërinë e rezervës (FMN, 2016), BSH-ja do të shmangte një kosto oportune të vlerësuar në afërsisht 3 miliardë lekë, të bazuar në diferencën midis normës mesatare të rifinancimit të aplikuar nga BSH-ja gjatë gjithë ciklit të biznesit dhe kthimit mesatar për rezervën valutore.

Një nivel më i ulët fitimi i bankës qendrore do të thotë shpërndarje më e ulët e këtij fitimi për Ministrinë e Financave. Kostot totale për Shqipërinë janë vlerësuar të arrijnë në 9 miliardë lekë, afërsisht 0.6% e PBB-së, në vit.

Nivele më të ulëta fitimi përbëjnë gjithashtu kërcënim për pavarësinë e bankës qendrore (Bini Smaghi, 2007).

Niveli referencë i euroizimit është vlerësuar përmes një analize të të dhënave panel në nivel botëror, për periudhën 2000-2015. Ashtu si në pjesën më të madhe të literaturës (Feige dhe Dean, 2004; Ize dhe Levy-Yeyati, 2003; Kokenyne, Ley dhe Veyrune, 2010), variabli i varur në model është pesha e depozitave në valutë ndaj parasë së gjerë, pasi të dhënat për depozitat janë të disponueshme për më shumë vende se sa të dhënat për huatë. Regresioni përfshin dy grupime të variablave të pavarur: (i) variabla strukturorë, që pasqyrojnë karakteristikat për të cilat politikëbërësit kanë kontroll të kufizuar; dhe (ii) variabla të politikave, që pasqyrojnë ecuritë makroekonomike gjatë dhe para periudhës në analizë. Secili grupim i variablave shpjegues shtjellohet më me hollësi më poshtë.

Referenca është pesha e depozitave në valutë në paranë e gjerë, e parashikuar nga modeli me një trajtim të posaçëm për variablat e politikave. Depozitat e parashikuara në valutë ndaj parasë së gjerë përllëgariten në bazë të vlerësuesve të regresionit dhe vlerave aktuale të variablave strukturorë për secilin vend. Nga ana tjetër, kontributi i variablave të politikave vlerësohet në bazë të vlerësuesve të regresionit si më parë, por vlerat aktuale të variablave të politikave për secilin vend zëvendësohen me vlerat që pasqyrojnë rezultate (*track record*) të ecurive pozitive makroekonomike. Kjo metodë ka të bëjë me 'neutralizimin' e variablave të politikave, e barasvlershme me një skenar në të cilin secili vend ruan nivele të ulëta inflacioni dhe fleksibilitet të kursit të këmbimit në periudhën e marrë në analizë, duke krijuar kështu një kontekst kundërfaktual për efektin e politikave aktuale mbi euroizimin.

Variablat strukturorë hartohen nga literatura mbi zgjedhjen e sistemeve të kursit të këmbimit. Mundell (1961) dhe McKinnon (1963) përcaktojnë kriteret që vendosin nëse një politikë monetare e pavarur do të ishte me përfitime për një vend të caktuar. Faktorët që inkurajojnë heqjen dorë nga një politikë monetare e pavarur mbështesin gjithashtu një euroizim të plotë ose të pjesshëm, përfshirë fleksibilitetin e çmimeve lokale për përshtatje ndaj goditjeve të jashtme dhe sinkronizimin e cikleve ekonomike me monedhën ankorë. Ky fleksibilitet nominal pritet të arrihet më mirë në ekonomitë e vogla e të hapura, me lëvizshmëri të lartë të kapitalit dhe të punës.

Përcaktuesit e euroizimit që reflektojnë kriteret e përcaktuara në literaturë për zgjedhjen e politikës së kursit të këmbimit, përfshijnë variabla të tillë si: madhësia e ekonomisë (popullsia dhe PBB-ja reale për frymë); shkalla e hapjes së tregtisë (eksportet dhe importet si përqindje e PBB-së); dhe hapja e llogarisë kapitale. Kufizimet e llogarisë kapitale vlerësohen në bazë të Indeksit të Kufizimit të Llogarisë Financiare të përgatitur nga FMN-ja, i cili bazohet te kontrollat e kapitalit të raportuara në Raportin Vjetor të Përcaktimeve të Kursit të Këmbimit dhe Kufizimet e Këmbimit, si dhe dërgesat e emigrantëve, në përqindje të kontrollit të PBB-së për lëvizshmërinë e punës. Për të kontrolluar për euroizimin përkundrejt dollarizimit futet një variabël *dummy*.

Variablat e politikave përfshijnë MVP-në (*Minimum Variance Portfolio*), luhatshmërinë e kursit të këmbimit dhe inflacionin, përfshirë inflacionin me kohëvonesë, për të testuar ndikimin e kujtesës së inflacionit të lartë te euroizimi. Këta variabla përdoren për të shmangur një anësi të vlerësimit, për shkak të variablave të përjashtuar dhe për të përcaktuar një kundërfakt neutral të politikave. Inflacioni vendoset i ulët, në 1%. MVP-ja vendoset e barabartë me zero. Në fund, luhatshmëria e kursit të këmbimit, që përkufizohet si diferenca midis nivelit më të ulët dhe më të lartë të kursit të këmbimit të monedhës vendase ndaj monedhës referencë gjatë një viti, supozohet të jetë 3,5%. Kjo është në përputhje me mesataren e regjimeve të lira të kursit të këmbimit.

Për të kontrolluar qëndrueshmërinë e modelit, kemi testuar disa specifitime të ndryshme. Specifikimi 1 në Tabelën 1 paraqet rezultatet

e regresionit, duke përfshirë vetëm variablat strukturorë. Ai mund të krahasohet me specifikimet 2 deri në 4, që përfshijnë variablat e politikave, për të vlerësuar ndikimin e politikave të kaluara mbi nivelin e euroizimit. Në Shqipëri, variablat strukturorë shpjegojnë pjesën më të madhe të euroizimit, por edhe politikave të kaluara kontribuojnë (ndjeshëm) në shpjegimin e tij. Specifikimi 2 përfshin MVP-në, ndërsa specifikimet 3 dhe 4 përfshijnë inflacionin dhe luhatshmërinë e kursit të këmbimit, por jo MVP-në. Në të vërtetë, variabli i fundit është një kombinim i inflacionit dhe luhatshmërisë së kursit të këmbimit, duke krijuar rrezik për bashkëlinearitete të shumëfishta.

Tabela 1. Rezultatet e regresioneve të panelit

Variabli i varur: Depozita në monedhë të huaj/ Totali i depozitave	(1)	(2)	(3)	(4)
Variabla strukturorë				
Ident. i popullatës	-2.427*** (0.557)	-2.471*** (-4.252)	-2.105*** (-3.583)	-2.732*** (-4.089)
Ident. i PBB-së reale për frymë	-9.299*** (0.795)	-9.701*** (-11.17)	-8.080*** (-8.382)	-6.567*** (-6.718)
Hapja e tregut	0.0411 (0.0251)	0.0612** (2.366)	0.0711** (2.574)	0.0872*** (2.881)
Remitancat si pjesë e PBB-së	0.245** (0.111)	0.180 (1.595)	0.226** (2.107)	0.350*** (3.286)
Llogaria financiare Indeksi i kufizimeve	-28.83*** (2.929)	-30.13*** (-10.08)	-31.61*** (-10.59)	-24.11*** (-7.144)
Variablat e politikës				
Minimum variance portfolio		0.119*** (3.034)	0.0571 (1.447)	-0.00604 (-0.151)
Ident. i koeficientit të variacionit = L,			-3.005*** (-4.687)	-3.537*** (-5.049)
Inflacion = L,			1.625*** (4.749)	1.958*** (5.425)
Inflacion = L1,				0.104*** (3.866)
Variabli binar				
Evropë	14.19*** (1.550)	12.69*** (7.888)	10.96*** (6.854)	8.027*** (4.538)
Konstante	152.1*** (11.82)	153.0*** (11.62)	133.7*** (9.546)	123.6*** (8.646)
Vëzhgime	1,313	1,246	1,111	947
R-squared	0.322	0.333	0.373	0.404
Vit FE	Yes	Yes	Yes	Yes

Burimi: BSH, statistika financiare ndërkombëtare (IFS) dhe vlerësime të autorëve.

Shënim: Vlerat *robuste p-values* në kllapa. Shtyllat 1 - 4 janë vlerësuar me metodën e katrorit më të vogël të zakonshëm *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

Rezultatet janë në përputhje me supozimet fillestare. Ato tregojnë se ka një nivel referencë të lartë të euroizimit në Shqipëri. Ekonomitë e vogla dhe të hapura, si ajo e Shqipërisë, priren të jenë më të euroizuara.

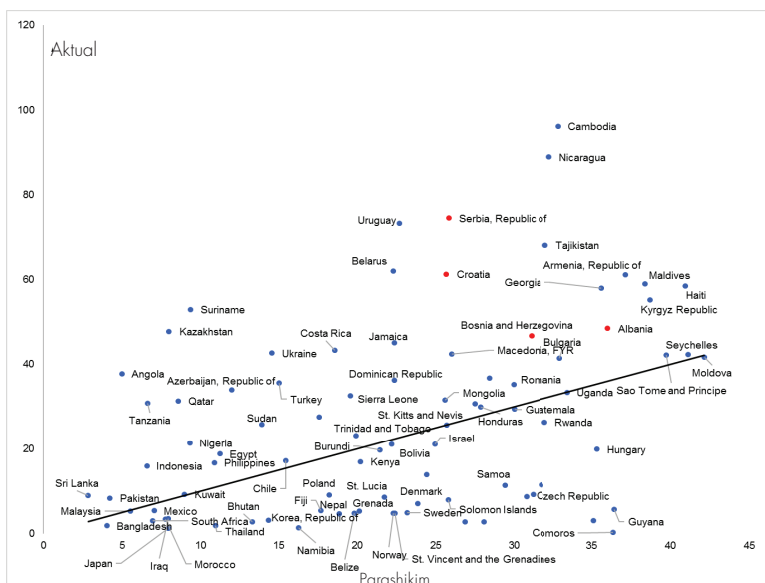
Shqipëria ka një nga llogaritë kapitale më të hapura, një kusht që rrit nivelin e euroizimit financiar. Remitancat, të cilat përbëjnë një pjesë të lartë të PBB-së në Shqipëri, rrisin nivelin e euroizimit. Përveç kësaj, tregjet e zhvilluara financiarisht (d.m.th. ato me PBB më të lartë për banor) kanë tendencë të kenë një euroizim më të ulët.

Vendet në Bashkimin Evropian, si dhe vendet si Shqipëria, të cilat janë kandidatë për anëtarësim në Bashkimin Evropian, kanë tendencë të kenë një nivel më të lartë të depozitave në euro si përqindje e totalit të depozitave, krahasuar me pjesën tjetër të botës. Kjo mund të shpjegohet kryesisht nga procesi i konvergjencës me zonën e euros dhe perspektiva e adoptimit të euros në të ardhmen.

Variablat e politikave kanë ndikimet e parashikuara nga literatura. Niveli i euroizimit i parashikuar nga kriteri për zgjedhjen e marrëveshjeve të kursit të këmbimit dhe variablave të normës bazë është afër nivelit aktual të euroizimit. Siç pritej, MVP-ja është një përcaktues i rëndësishëm i euroizimit të depozitave. Të dy variablat, inflacioni dhe inflacioni i vonuar e rrisin euroizimin e depozitave.

Niveli i euroizimit të Shqipërisë është duke u larguar nga niveli referues. Ky nivel është vetëm 10% mbi nivelin e parashikuar nga modeli, nëse Shqipëria do të kishte nivelin mesatar të euroizimit, justifikuar nga karakteristikat strukturore të ekonomisë së saj dhe nga ecuria e lartë makroekonomike. Ky rezultat e vendos Shqipërinë në një kategori me Bosnje-Hercegovinën, Bullgarinë dhe Maqedoninë, për të cilat euroizimi është pranë vlerës së parashikuar nga modeli. Megjithatë, niveli i euroizimit në Shqipëri po rritet dhe për rrjedhojë, dallon nga pikëpamja empirike e saj, duke kërkuar marrjen e masave për ndalimin dhe ndryshimin e prirjes së euroizimit të depozitave.

Grafik 4. Nivelet aktuale dhe standardi i euroizimit



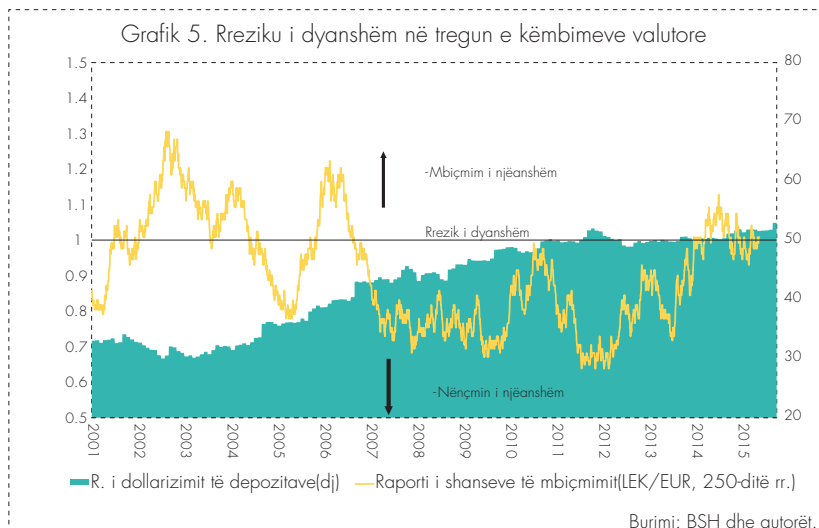
Burimi: IFS dhe autorët.
Shënim: Standardizimi i dollarizimit/ euroizimit është vlera e rregulluar e parashikuar e specifikimit 4.

B. NIXITËSIT MAKROEKONOMIKË TË EUROIZIMIT

Përfitimi i bastit të njëanshëm ndaj lekut ka rënë ndjeshëm gjatë gjashtë viteve të fundit në Shqipëri (Grafiku 5), në sajë të stabilizimit makroekonomik dhe stabilitetit të mëvonshëm të kursit të këmbimit. Që prej vitit 2014, shanset për një mbiçmim të kursit të këmbimit, përgjatë 250 ditëve të ardhshme të punës, janë pranë shifrës 1. Kjo do të thotë se kursi i këmbimit ka pasur shanse të barabarta të mbiçmimit dhe të nënçmimit gjatë kësaj periudhe, duke reflektuar kështu rrezikun e dyanshëm në treg. Kohët e fundit, përfitimi nga basti i njëanshëm ndaj lekut ishte negativ, duke qenë se leku përjetoj që prej fundit të vitit 2015- periudhën më të gjatë të mbiçmimit të ngadaltë por të qëndrueshëm kundrejt euros në më shumë se 10 vjet.

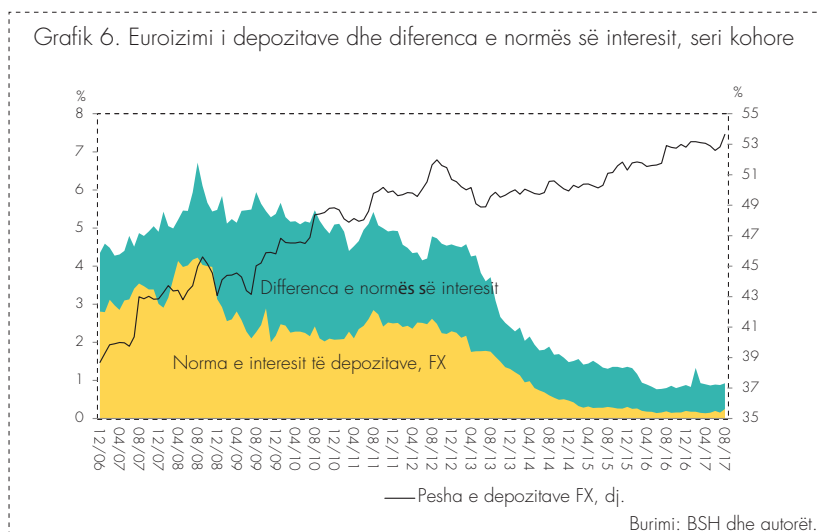
Vrojtimi i fundit i "Euro Survey" i kryer nga Banka Kombëtare e Austrisë në vendet e Evropës Qendrore, Lindore dhe Juglindore,

konfirmoi se familjet shqiptare, si shumica e familjeve në rajon, vazhdojnë të tregojnë besim më të madh ndaj euros, sesa ndaj monedhës kombëtare. Kjo rrjedh nga inflacioni i lartë dhe norma e nënçmimit të shpejtë të kursit të këmbimit në vitet 1990, që e dobësoi besimin e publikut ndaj monedhave vendase.



Megjithatë, studimi tregon se besimi në monedhën Lek, në raport me monedhën Euro, është rritur gjatë shtatë viteve të fundit. Kjo tregon se kërkesa më e lartë për depozitat në monedhë të huaj, gjatë viteve të fundit, nuk nxitet nga një erozion i besimit në monedhën Lek. Besimi i publikut shqiptar ndaj bankave është në rritje të vazhdueshme dhe është më i lartë se në vendet fqinje, duke treguar kështu se preferenca ndaj euros nuk nxitet nga mosbesimi kundrejt sektorit bankar. Besimi i përmirësuar në banka mund të ishte, në fakt, një faktor që ka ndikuar në euroizimin e depozitave, pasi kursimet e kartemonedhave euro në vlerë të madhe transferohen në sektorin bankar. Vazhdimi i një preference relativisht të lartë për paranë fizike (në euro dhe në lekë) mbështetet nga nivelet e larta të informalitetit në Shqipëri.

Diferenca e normës së interesit është një nxitës i rëndësishëm i euroizimit të depozitave, të paktën në afat të shkurtër. Kërkesa publike për depozitat në monedhë të huaj, ashtu si format e tjera të sigurimit, është një funksion i primit të sigurimit, i shprehur në diferencë të normave të interesit midis aktiveve vendase dhe të huaja, si dhe probabilitetit të perceptuar të skenarëve të pafavorshëm. Duke pasur parasysh se kujtimi i krizave, pra skenari i pafavorshëm ndaj të cilit kërkohet siguri, venitet ngadalë, variabli që mund të ketë ndikim në afat të shkurtër është kostoja e sigurimit. Kostoja e sigurimit është diferenca e normës së interesit që përfaqëson kthimin ekstra të lënë kur siguri kërkohet nëpërmjet depozitave në monedhë të huaj. Kështu, diferenca e normave të interesit ka rënë që prej vitit 2003, duke ulur në këtë mënyrë primin e depozitave në lekë, krahasuar me depozitave në monedhë të huaj (Grafiku 6).



Rritja prej 1.0 pikë përqindjeje në diferencën midis normave të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë dhe Bankës Qendrore Evropiane, zvogëlon peshën e depozitave në monedhë të huaj me rreth 0.9 pikë përqindje, gjatë viteve 2003-2016, për vlerësimet në Tabelën 2. Në tabelë janë paraqitur specifikime të ndryshme si kontrole të qëndrueshmërisë. Rezultatet kryesore tregojnë se: (1) ka një marrëdhënie negative dhe me rëndësi midis diferencës së

politikës monetare dhe euroizimit, të pavarur nga specifikimet e zgjedhura dhe periudhat e vlerësimit; dhe (2) variablat e tjera, si nënçmimi i prituri (E(nën çmimi) në Tabelën 2), inflacioni i prituri (E(inflacioni)) dhe diferenca sovraane janë të lidhura pozitivisht me rritjen e euroizimit.

Tabelë 2. Diferenca e normës së interesit si përcaktues i euroizimit financiar

Variabli i varur:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Depozita në monedhë të huaj/ Totali i depozitave	2003–16	2007–16	2010–16	2010–16	2010–16	2010–16
Diferenca e normës bazë	-0.943***	-0.777**	-0.569*		-0.376*	
	(0,000)	(0,017)	(0,096)		(0,091)	
Diferenca e normave bankare				-0,457		-0,233
				(0,165)		(0,291)
E(nënçmimi)			0,121	0,141	0,075	0,113
			(0,179)	(0,101)	(0,371)	(0,142)
E(Inflacion)			0.382*	0.523**	0,200	0,344
			(0,078)	(0,018)	(0,265)	(0,132)
Diferenca e normave të interesit për kreditë/borxhet sovraane			0,001	0,001	0.001***	0.001**
			(0,240)	(0,312)	(0,008)	(0,036)
Portofoli minimal i variancës	1,314	2,268	1,170	0,723	0,184	0,004
	(0,514)	(0,312)	(0,514)	(0,673)	(0,733)	(0,995)
Nënçmim	0,000	0,003				
	(0,997)	(0,968)				
Inflacion	-0,061	-0,005				
	(0,506)	(0,968)				
Mbetja në monedhë të huaj					0.734***	0.787***
Norma e depozitave në lek					(0,000)	(0,000)
Konstante	45.211***	48.661***	47.942***	47.089***	12.650***	9.328***
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
Vëzhgime	159	111	66	66	66	66
R-squared	0,208	0,823	0,971	0,967	0,844	0,839

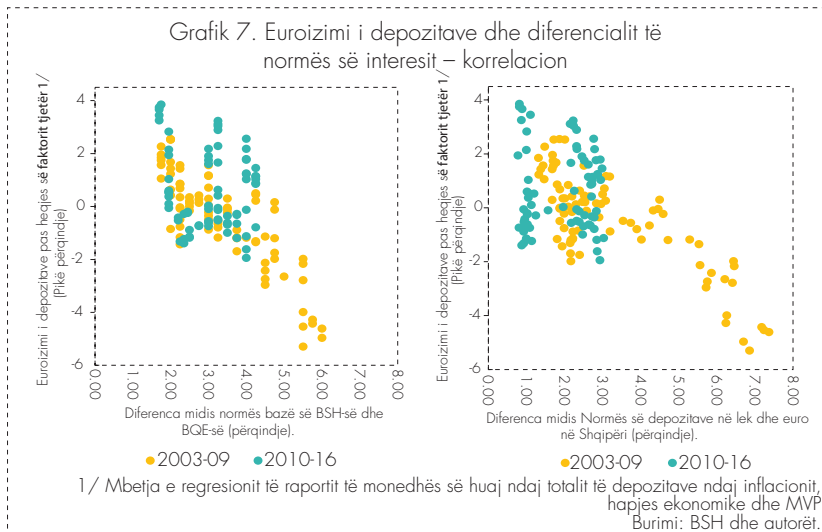
Burimi: BSH, IFS, dhe vlerësimet e autorëve.

Shënim: Vlerësimet bazohen në një model të vetëm regresioni që përfshin variablat kryesorë të detajuar në literaturë (Ize dhe Levy Yeyati, 2003, De Nicolo, Honohan dhe Ize, 2005 dhe disa punime të FMN-së). Analiza bazohet në informacione mujore për periudhën janar 2003 deri në mars 2016. -vlera të fuqishme P në kllapa.

Kolonat 1-4 janë vlerësuar duke përdorur korrigjimin e Cochran Orcutt për autokorrelacionin e gabimit. Kolonat 5–6 janë vlerësuar me metodën e zakonshme të katrorëve më të vegjël, duke përfshirë dhe vonesë kohore për variablin e varur.

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1.

Diferenca e normës së interesit është një variabël shpjegues i përbërjes sipas monedhës së flukseve të reja të depozitave. Grafiku 7 tregon një marrëdhënie negative midis depozitave të reja në euro dhe diferencës së interesit të kontrolluar për variabla të tjerë shpjegues të paraqitur më parë. Ky vlerësim vlen edhe për diferencën midis normave të interesit, si dhe diferencën ndërmjet normave të depozitave në euro dhe lekë, në sektorin bankar në Shqipëri. Marrëdhëniet negative mund të gjenden gjatë gjithë periudhës, përveçse gjatë periudhave të shkurtra të lidhura me krizën e rritjes së kundërshtimit ndaj rrezikut, në të cilin diferencat më të larta të normës së interesit ishin pothuajse të mjaftueshme për të kompensuar preferencën më të madhe ndaj aktiveve të shprehura në monedhë të huaj, si një mbrojtje ndaj rrezikut të zhvillimeve negative ekonomike. Ndërkohë që diferenca e normës së interesit ende ndikon në eurozimizim, ndikimi i saj duket se ka pësuar rënie gjatë pesë viteve të fundit.



Ngurtësia e normës nominale të remunerimit në kufirin e poshtëm zero është një faktor i rëndësishëm që shpjegon diferencën më të ulët të normës së interesit në dy vitet e fundit. Edhe pse kostot e financimit afatshkurtër në euro janë negative në Eurozonë, bankat në Shqipëri kanë pasur pak mundësi për të ulur normat e tyre

të remunerimit nën nivelin zero, pasi ato mbështeten pothuajse ekskluzivisht në depozitat e klientëve, për të cilat nuk mund të kërkojnë remunerim negativ, për shkak të rrezikut të grumbullimit të parave fizike dhe mosndërmjetësimit në shkallë të gjerë. Nga ana tjetër, përcimi i normave bazë më të ulëta të Bankës së Shqipërisë, tek normat e depozitave në lekë, ka qenë i lartë, duke rezultuar në diferenca më të ngushta të normave të interesit të depozitave.

Pjesa e fundit e këtij seksioni i dedikohet MVP-së si një përcaktues në vendimin publik nëse duhet t' i shpërndajë kursimet në monedhën vendase dhe të huaja. Sipas Ize dhe Yeyati (2003), ne kemi llogaritur MVP-në për vendet evropiane që nuk janë pjesë e Eurozonës, si dhe Izraelin e Turqinë, të cilat kanë regjime të ndryshme të politikës monetare, regjime të kursit të këmbimit të kursit të këmbimit dhe nivele të zhvillimit të tregut, si më poshtë:

$$\lambda^* = S_{\pi\pi} + S_{ss} + 2\pi S_{\pi s}$$

λ^* : Norma e dollarizimit MVP

$S_{\pi\pi}$: Varianca e inflacionit

S_{ss} : Varianca e kursit real të këmbimit

$S_{\pi s}$: Kovarianca midis inflacionit dhe kursit real të këmbimit

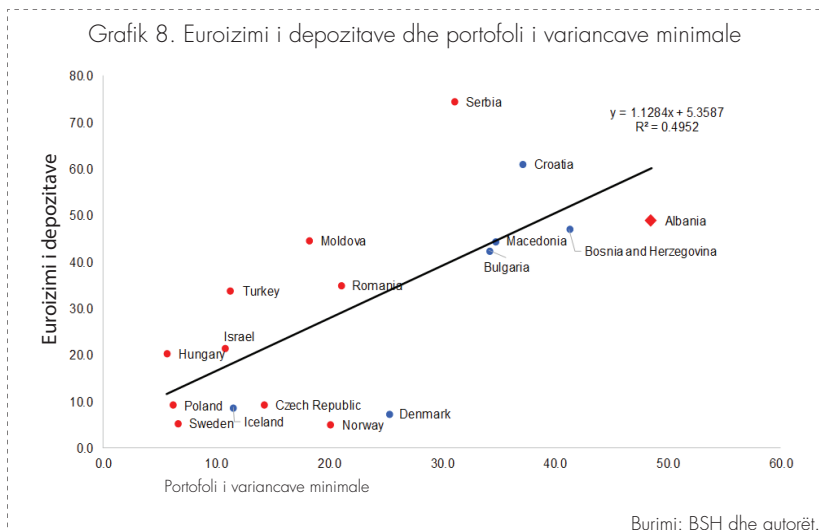
MVP-ja është më e lartë në Shqipëri sesa në çdo vend tjetër nga shembujt (Tabela 3). Ajo lidhet pozitivisht me luhatshmërinë e inflacionit dhe negativisht me luhatshmërinë reale të kursit të këmbimit. Luhatshmëria e inflacionit është më e lartë në Shqipëri sesa në vendet e tjera me inflacion, ndërkohë që inflacioni nuk është mesatarisht më i lartë. Përveç kësaj, paqëndrueshmëria e kursit real të këmbimit është më afër me atë që përjetohet në marrëveshjet fikse të kursit të këmbimit sesa me atë që mbizotëron në marrëveshjet e kursit të lirë të këmbimit. Së fundi, kovarianca midis inflacionit dhe kursit real të këmbimit është ndër më të lartat në panel, për shkak të natyrës së vogël dhe të hapur të ekonomisë shqiptare.

Tabelë 3. Portfoli minimal i variancës dhe përbërësit e tij në vendet evropiane

Vendet (2009-2016)	Dollarizimi i depozitave	λ^*	$S_{\pi\pi}$	S_{ss}	$S_{\pi s}$	Marrëveshjet e kursit të këmbimit
Shqipëri	41,7	47,1	0,70	0,87	0,55	Floating
Bosnje-Hercegovinë	49,9	40,6	0,21	0,43	0,19	Currency board
Bullgari	47,7	32,7	0,23	0,76	0,22	Currency board
Kroaci	62,1	34,7	0,27	0,71	0,29	Crawl-like
Republikë Çeke	10,5	11,6	0,14	2,13	0,06	Stabilized
Danimarkë	6,8	24,0	0,14	0,52	0,00	Conventional peg
Hungari	18,9	5,7	0,22	4,28	0,08	Floating
Islandë	8,8	11,0	0,23	4,85	-0,01	Floating
Izrael	21,1	10,1	0,15	1,48	0,01	Floating
Maqedoni	48,7	35,1	0,30	0,54	0,25	Stabilized
Moldavi	45,6	19,4	0,55	3,26	0,16	Floating
Norvegji	3,7	19,1	0,18	1,77	0,16	Free floating
Poloni	12,1	4,1	0,09	4,25	-0,01	Free floating
Rumani	38,4	18,7	0,29	2,22	0,30	Floating
Serbi	69,9	29,4	0,51	2,40	0,59	Floating
Suedi	5,5	6,8	0,14	2,07	-0,01	Free floating
Turqi	36,3	12,6	0,66	5,10	0,17	Floating

Burimi: IFS dhe autorët.

Euroizimi në Shqipëri reflekton mirë MVP-në e tij. Grafiku 8 tregon një koeficient korrelacioni pozitiv dhe më të madh sesa 1 nëpërmjet MVP-së dhe euroizimit të depozitave në vendet evropiane.



Prandaj, shumica e vendeve të dhëna janë më të euroizuara sesa ishin parashikuar nga MVP-ja, me përjashtim të ekonomive më të përparuara, gjë që sugjeron që MVP-ja nuk është faktori i vetëm që nxit euroizimin në këto vende. Nga ana tjetër, ndërkohë që Shqipëria ka MVP më të lartë, niveli i euroizimit është, në fakt, pak më i ulët se ai i parashikuar nga MVP-ja.

Rezultatet theksojnë sfidën e uljes së euroizimit në një ekonomi të vogël dhe të hapur. Ecuria e kursit të këmbimit në mënyrë të strukturuar ka tendencë të rrisë peshën e dhënë në vlerësimet e kursit të këmbimit, në lidhje me objektivin e inflacionit në vendimet e politikës monetare, gjë që e mban MVP-në relativisht në nivele të larta. Kjo MVP vazhdimisht e lartë inkurajon kursimet në monedhë të huaj dhe, rrjedhimisht, euroizimin financiar.

C. MOSPËRCAKTIMI I DUHUR I RREZIKUT TË KURSIT TË KËMBIMIT

Ky seksion teston disa nxitës të mundshëm të euroizimit që lidhen me profilin e rrezikut të kthimit të aktiveve dhe pasiveve në monedhë të huaj, kundrejt atyre në monedhën vendase. Kërkesa për kredi në monedhë të huaj mund të jetë krijuar si pasojë e dy faktorëve: (1) huamarrësit nuk e njohin ose e nënvlerësojnë rrezikun e kursit të këmbimit; dhe (2) huamarrësit janë subjekt i rrezikut moral dhe i eksternalitetit.

Mospërcaktimi i duhur i rrezikut të kursit të këmbimit mund të lindë kur huamarrësit e përqendrojnë më shumë konsumin e tanishëm, duke rrezikuar një nivel më të ulët konsumi në të ardhmen, në rast se ndodh një nënçmim i fortë dhe i vazhdueshëm i kursit të këmbimit.

Si pasojë e nivelit të ulët të kulturës financiare, agjentët ekonomikë mund të vuajnë gjithashtu nga iluzioni i pjesshëm i parasë. Kostot e shërbimit të borxhit, si dhe analiza e aftësisë për të marrë kredi në bazë të të ardhurave, mund të justifikojnë kredi më të lartë në monedhë të huaj me pagesat me interes më të ulët, nëse skenarët e nënçmimit të kursit të këmbimit nuk janë të përfshirë. Nënvlërësimi sistematik i rrezikut të kursit të këmbimit nuk mund të shpjegohej nëse agjentët ekonomikë do të merrnin vendime racionale. Megjithatë,

disa faktorë të përshkruar më poshtë, mund të shpjegojnë këtë irracionalitet të dukshëm.

Rreziku moral i referohet pritjeve të lehtësimit të borxhit, në rastin e nënçmimit të fortë të kursit të këmbimit (Beckmann, 2017). Termi “eksternalitete”, këtu, i referohet një situatë në të cilën ekspozimi total i kursit të këmbimit të individëve e rëndon thellësinë e krizës, gjë që nuk merret parasysh nga huamarrësit individualë, kur marrin vendimet e huazimit. Kështu, huamarrja në monedhë të huaj mund të jetë një zgjedhje racionale për individët, nëse ata supozojnë se ata mund të përfitojnë nga norma më e ulët e interesit për huamarrjen në monedhë të huaj, ndërkohë që humbjet e kursit të këmbimit, nëse materializohen, do të mbulojnë nga “të gjithë”.

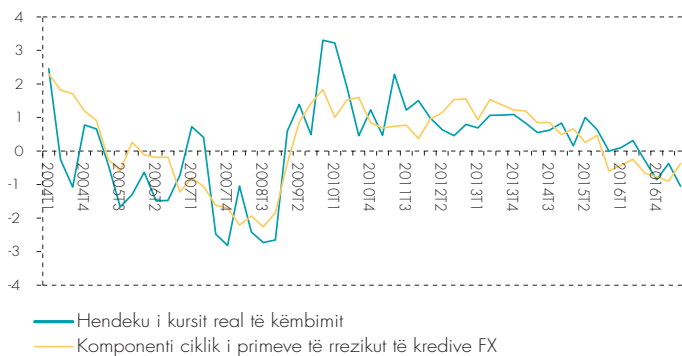
Episodet e shkuara të nënçmimit të kursit të këmbimit kanë qenë të lidhura me norma më të larta të interesit të brendshëm. Analiza e testit të stresit *ex-ante* bazuar në të dhënat historike, tenton të kompensojë rrezikun e kursit të këmbimit në kreditë në monedhë të huaj me ekspozimin ndaj rrezikut të normës së interesit për kreditë në monedhën vendase, të cilat janë pothuajse ekskluzivisht të bazuara në norma interesi të ndryshueshme. Prandaj, nuk është e qartë se cili nga dy rreziqet do të mbizotërojë. *Ex-post*, për sa u përket luhatjeve të pafavorshme të kursit të këmbimit, bankat qendrore mund të nxiten të reagojnë ndaj presioneve të nënçmimit të kursit të këmbimit, duke rritur normën bazë të interesit dhe duke konfirmuar kështu vlerësimin *ex-ante*.

Politika e rrezikut të kredisë së bankave kontribuon në keqpërcaktimin e rrezikut të kursit të këmbimit.

Grafiku 9 tregon përbërësin ciklik të primit të rrezikut për kreditë në monedhë të huaj (d.m.th. diferenca midis *spread*-it aktual të ndërmjetësimit dhe ekuilibrit afatgjatë) dhe hendekut real të kursit të këmbimit (p.sh. devijimi i kursit real të këmbimit nga vlera e ekuilibrit afatgjatë të tij). Duket se hendeku i kursit real të këmbimit drejton primet e rrezikut tek kreditë në monedhë të huaj. Kjo do të thotë që bankat i përshtatin primet e rrezikut për zhvillimin e kursit të këmbimit, në vend që t'i bazojnë ato në pritjet e ardhshme të zhvillimeve të kursit të këmbimit dhe vlerësimet e një ekuilibri të kursit

të këmbimit, të cilin norma aktuale e këmbimit duhet ta konvergojë në periudhën afatmesme dhe afatgjatë.

Grafik 9. Primet e rrezikut të kredisë në valutë dhe zhvillimet në kursin e këmbimit



Burimi: BSH dhe autorët.

Vrojtimet e Bankës së Shqipërisë mbi praktikat e kreditimit konfirmojnë se bankat nuk i diskriminojnë kreditë e pambrojtura në monedhë të huaj. Një studim i vitit 2016 për gjashtë bankat më të mëdha (65% të aktiveve të sektorit), i kryer nga Banka e Shqipërisë, tregoi se bankat nuk kanë ndonjë politikë specifike për kreditë e pambrojtura në monedhë të huaj, pavarësisht nga peshat më të larta të rrezikut të kredive në monedhë të huaj për huamarrësit e pambrojtur të imponuar nga BSH-ja (kreditë e pambrojtura në monedhë të huaj kanë një peshë rreziku prej 150% sipas rregullores së Bankës së Shqipërisë). Vlerësimi i aftësisë kreditore ndjek të njëjtat procedura dhe zbaton të njëjtat kriteret sasiore dhe cilësore për kreditë në monedhë kombëtare dhe ato në monedhë të huaj. Bankat nuk bëjnë analiza të drejtpërdrejta të ndjeshmërisë së ndikimit të nënçmimit të kursit të këmbimit në aftësinë e huamarrësve për të shlyer borxhin.

Ato gjithashtu nuk aplikojnë kriteret sasiore ose cilësore të diferencuara në vlerësimin e tyre të rrezikut të kredive në monedhën vendase dhe në monedhë të huaj. Për bizneset, raporti mesatar i aftësisë paguese, llogaritur si raport i fluksit neto të parasë me këstet vjetore të kredisë, qëndron në një nivel minimal prej 1.2-

1.4, pa dallim midis kredive në monedhë vendase dhe kredive të pambrojtura në monedhë të huaj. Analiza e ndjeshmërisë e kryer nga bankat, e cila në mënyrë indirekte përfshin rrezikun e kursit të këmbimit në formën e çmimeve më të larta të importit ose kostove më të larta të kredisë, lejon luhatjen e këtij raporti në një nivel mesatar prej 1-1.2. Për familjet, raportet e shërbimit të borxhit qëndrojnë mesatarisht rreth 30-35%, ndërsa kufijtë e raportit hua-vlerë, dhënë për kreditim për pasuri të paluajtshme, qëndrojnë në 70-80%, pa dallim për huadhënien në monedhë të huaj, dhe aq më tepër për kreditimin e pambrojtur në valutë.

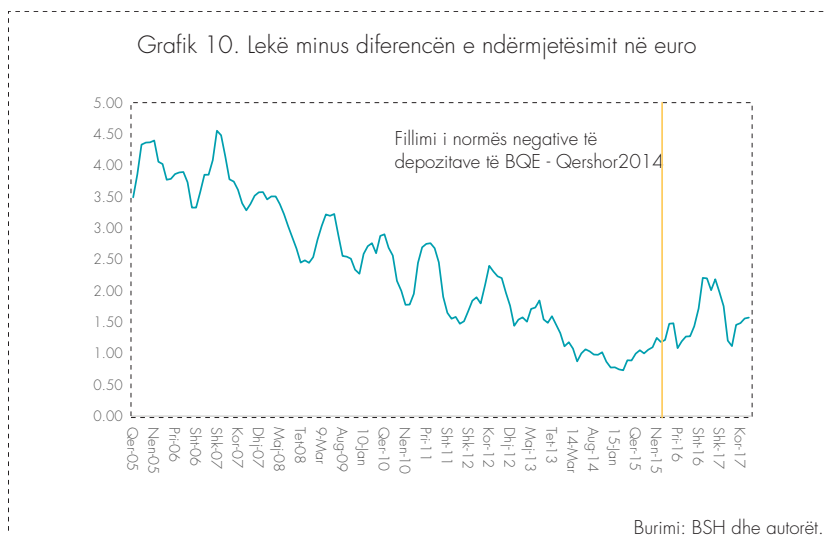
Bankat mundësojnë udhëzime të kufizuara për huamarrësit potencialë mbi rrezikun e kursit të këmbimit. Analiza e ndjeshmërisë që kryen banka mbi ndikimin që ka nënçmimi i kursit të këmbimit në aftësinë paguese të klientit, përgjithësisht i bëhet e ditur huamarrësve potencialë, dhe nuk çon në raporte më të larta të aftësisë paguese për bizneset më të ekspozuara ndaj rreziqeve të kursit të këmbimit. Për më tepër, bankat nuk kanë ndërmarrë ndonjë analizë të paparashikueshme që konsideron një goditje të mundshme të dyfishtë në këstet e borxhit, të shkaktuar nga një nënçmim i lartë i shoqëruar me një rritje të normës së interesit në monedhë të huaj. Për familjet, mungon analiza e ndjeshmërisë së rrezikut të drejtpërdrejtë të nënçmimit të kursit të këmbimit në aftësinë paguese të huamarrësit.

Efekti zinxhir i politikës monetare në Eurozonë ka mbështetur ndërmjetësimin financiar në euro. Diferenca e normës së interesit midis kredive në lekë dhe në monedhë të huaj ka një rol të rëndësishëm në nxitjen e huadhënies në monedhë të huaj në Shqipëri. Megjithëse normat e interesit të kredive në lekë, gjatë 10 viteve të fundit, kanë rënë fuqishëm, kreditë në monedhë të huaj mbeten më të lira se kreditë në monedhën vendase, pasi norma mesatare e kredive të reja në euro në vitin 2016 ishte 4.8%, krahasuar me 7.2% për kreditë e reja në lekë. Indeksi i normave të interesit të kredive në euro me normat EURIBOR, i gjendur në territor negativ, është arsyeja kryesore për rënien e tyre të vazhdueshme.

Kjo ndodh pavarësisht maturitetit mesatar më të gjatë të huadhënies në monedhë të huaj, (mesatarisht 53 muaj, kundrejt

46 muaj për kreditimin në monedhën vendase), i cili duhet të rriste rrezikun e kredive në monedhë të huaj, pavarësisht rrezikut më të lartë të kreditimit në monedhë të huaj për huamarrësit e pambrojtur.

Diferenca e ndërmjetësimit (pra, diferenca midis normave të kredisë dhe depozitave) është më e lartë në lekë se sa në euro. Prandaj, është më e leverdisshme për klientët e bankave që të kursejnë dhe të huazojnë në euro sesa në lekë. Diferenca ra në mënyrë të ndjeshme për shkak të një rënieje më të shpejtë në normat e kredisë në lekë, se sa në normat e depozitave në lekë, krahasuar me të njëjtën rënie në normat e interesit të huave dhe depozitave në euro (Grafiku 10).



Pas prezantimit të normës negative në zonën e euros, prirja në diferencën e ndërmjetësimit ndryshoi. Kjo për shkak se diferenca e ndërmjetësimit në euro u përkeqësua, pasi normat e depozitave në euro arritën në zero, ndërsa normat e interesit të euros, të indeksuara në EURIBOR, vazhduan të binin. Nga ana tjetër, normat më të ulëta bazë të interesit në vend u kaluan në mënyrë të përsosur te depozitat dhe kreditë në lekë.

Krahasimi relativ i mundësisë për të pasur akses në burime të ndryshme financimi, si dhe kostot përkatëse që lidhen me to, mund të kontribuojnë gjithashtu në euroizim (Basso, Calvo-Gonzalez

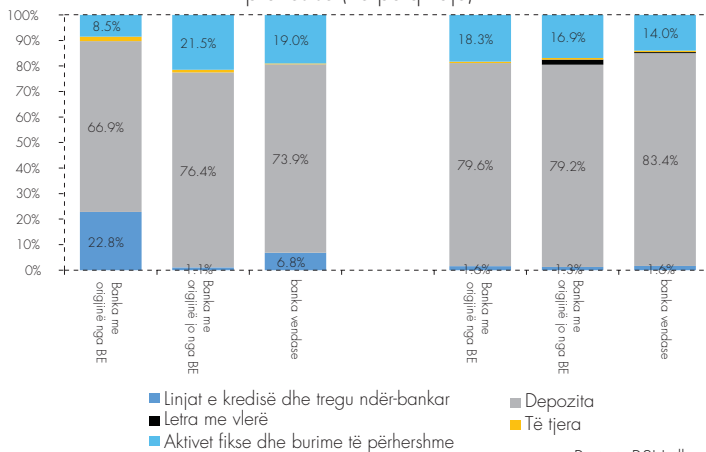
dhe Jurgilas, 2007). Një furnizim i bollshëm, i lirë dhe elastik i depozitave në euro, i mbështetur nga një fluks i qëndrueshëm i dërgesave të emigrantëve, inkurajon bankat të ofrojnë kredi në euro, duke minimizuar mospërputhjet e monedhave në bilancet e tyre. Ky është rasti, veçanërisht, kur kthimi i kredive në vend në monedhë të huaj është më i lartë se kthimi nga investimet në tregun e parasë në Eurozonë.

Bankat e huaja gjithashtu kanë një paragjykim të qenësishëm ndaj ndërmjetësimit në monedhë të huaj. Përveç furnizimit të bollshëm dhe të gatshëm të financimit në euro, denominimi i kapitalit të bankave në monedhë të huaj mund ta ushqejë këtë paragjykim, pasi ndërmjetësimi në monedhë të huaj ekspozon diferencën e normës së interesit në një luhatshmëri më të ulët kur konvertohet në monedhën raportuese, në të cilën paguhen dividendët.

Prania e madhe e bankave me kapital të huaj pati një rol në euroizimin e bilanceve të bankave në të shkuarën. Bankat e huaja kanë ofruar norma më të larta interesi për depozitat në monedhë të huaj, për të zëvendësuar më lehtë financimin nga bankat mëmë dhe nga tregu ndërkombëtar me shumicë, në përgjithësi, me financim vendas. Kjo përpjekje për zëvendësim ndoqi stigmatizimin që vendosi Bordi Evropian i Riskut Sistemik (ESRB / 2011/1), ndaj mbështetjes në financimin nga tregje me shumicë nga jashtë dhe nga bankat mëmë. Bankat do ta ulnin normën e depozitave në monedhë të huaj, nëse nuk do të kishin pasur nevojë të zëvendësonin financimin në valutë nga bankat mëmë me financim në monedhë të huaj që vjen nga tregu vendas. Për bankat e Eurozonës që veprojnë në Shqipëri, burimet e financimit janë zhvendosur drejt një mbështetjeje më të madhe në depozitat në monedhë të huaj dhe një mbështetjeje më të vogël në linjat e kredisë nga bankat mëmë, siç tregohet në Grafikon 11.

Për sa i përket depozitave, bankat priren të nënçmojnë rrezikun e likuiditetit që vjen nga depozitat në monedhë të huaj. Depozitat në monedhë të huaj kanë një rrezik më të madh likuiditeti, pasi banka qendrore është e kufizuar në aftësinë e saj si huadhënës i fundit në radhë. Ky rrezik mund të kompensohet pjesërisht nga preferenca e publikut për të kursyer në monedhën e huaj, gjë që e bën financimin

Grafik 11. Struktura e burimeve të financimit të bankave në monedhë të huaj sipas pronësisë (në përqindje)



Burimi: BSH dhe autorët.

e bankave në monedhë të huaj më të qëndrueshëm, krahasuar me financimin në monedhën vendase. Megjithatë, financimi në lekë shfaqet të paktën po aq i qëndrueshëm sa financimi në monedhë të huaj sepse më shumë se gjysma e depozitave të individëve janë në lekë, dhe 60% e depozitave të korporatave, zakonisht më pak të qëndrueshme se depozitat e individëve, janë të shprehura në monedhë të huaj.

Depozitat në monedhë të huaj përfitojnë nga një trajtim rregullator i favorshëm në Shqipëri, ku deri vonë janë zbatuar kërkesa të njëjta të normës së rezervës së detyrueshme dhe treguesve të likuiditetit në monedhë të huaj dhe në monedhë vendase, duke bërë që bankat të mos mbartnin kosto të plotë të ndërmjetësimit të kryer në monedhë të huaj. Këto kosto janë transferuar pjesërisht te autoritetet, të cilat deri vonë e renumeronin rezervën e detyruar në monedhë të huaj, në nivelin 0%. Ky nivel është një normë më e lartë se normat afatshkurtra në tregun financiar të Eurozonës dhe më e lartë se kthimi që Banka e Shqipërisë mund të arrijë në investimin e fondeve të marra si rezervë e detyruar.

Banka e Shqipërisë e ndryshoi politikën e remunerimit të rezervës së detyruar në monedhë të huaj në shtator 2016. Norma e remunerimit të rezervës së detyruar në monedhë të huaj u përfrua me normën e depozitave të BQE-së, duke e zvogëluar efektivisht

atë me 0.4%. Ky ndryshim i politikës së remunerimit ndaloi subvencionimin e nënkuptuar të depozitave në monedhë të huaj. Që nga futja e ndryshimit, diferenca e ndërmjetësimit u ngushtua me më shumë se 0.50%, në favor të ndërmjetësimit në monedhën vendase (Grafiku 10), edhe pse kjo e fundit mbetet më e gjerë se sa diferenca e ndërmjetësimit në monedhë të huaj me rreth 1.70%.

Skema e sigurimit të depozitave në Shqipëri mbulon depozitat në monedhë të huaj dhe në monedhë vendase në të njëjtën masë, për të njëjtën vlerë maksimale. Përveç kësaj, pagesa e primit të fondit të sigurimit të depozitave në monedhë të huaj bëhet po në monedhë të huaj. Kjo mbështet depozitat në monedhë të huaj, pasi vlera e garancisë së mundësuar është më e madhe për këto depozita, në rast të një nënçmimi të fortë të kursit të këmbimit që lidhet me një krizë bankare. Në fakt, edhe pse shuma e siguruar është e njëjta *ex-ante*, në rast të një nënçmimi të kursit të këmbimit, depozitat vendase do të kërkonin pagesa më të ulëta se ekuivalenti në monedhën vendase i shumës së depozitave në monedhë të huaj të siguruara. Sigurimi i garancisë në monedhë të huaj mund të sjellë akumulim të kushtueshëm të rezervave valutore.

IV. NJË PËRGJIGJE EFEKTIVE E POLITIKAVE

A. POLITIKAT MAKROEKONOMIKE

Sfida e parë, fillestare, për politikën makroekonomike është zvogëlimi i perceptimit se depozitat në monedhë të huaj janë një mbrojtje e mirë ndaj rrezikut të kursit të këmbimit. Kjo kërkon luftimin e pritjeve për nënçmim të kursit të këmbimit, nëpërmjet ruajtjes së politikave të shëndetshme e të qëndrueshme makroekonomike, disiplinës fiskale dhe institucioneve të besueshme. Në praktikë, kjo shpesh përfshin konsolidimin fiskal dhe stabilizimin e përkohshëm të kursit të këmbimit për bastin e njëanshëm kundrejt monedhës vendase, duke e çuar kështu sektorin bankar nga faza 1 në fazën 2 të ciklit të euroizimit të përshkruar në Grafikon 12.

Sfida e dytë për politikën makroekonomike është frenimi i vlerës së sigurimit të depozitave në monedhë të huaj. Në këtë fazë,

Grafik 12. Arsyet e euroizimit dhe përgjigjet e politikave



bankat qendrore përpiqen të ndërtojnë reputacionin e tyre si shënjestruese efektive të inflacionit, të cilat mund të mundësojnë inflacion të qëndrueshëm dhe të ulët me kalimin e kohës. Megjithatë, frika e luhatjes së lirë mbetet ende e lartë, për shkak të pranisë së ekspozimeve të rëndësishme të pambrojtura ndaj riskut të kursit të këmbimit në ekonomi. Për këtë arsye, bankat qendrore zakonisht mbajnë një prim minimal të remunerimit në depozitat në monedhë vendase, krahasuar me depozitat në monedhë të huaj, për të imponuar një kosto oportune për ata që vendosin të kursejnë në monedhë të huaj, si një formë sigurimi për ngjarjet ekstreme. Primi minimal i remunerimit synon gjithashtu parandalimin e konvertimit të monedhës vendase në depozita në monedhë të huaj, gjë që mund të destabilizojë kursin e këmbimit. Kjo përkon me fazën 2 të ciklit të euroizimit.

Zhvillimi i tregjeve të kapitalit vendor është i rëndësishëm për të promovuar monedhën vendase. Një treg më i zhvilluar i kapitaleve ofron më tepër mundësi investimi në monedhën vendase, duke ulur kështu stimujt për euroizimin e aktiveve. Tregje të tilla gjithashtu lehtësojnë periudhën e financimit të bankave në monedhën vendase me kosto më të ulët, dhe krijojnë një kurbë të *yield*-it përgjatë të cilit mund të çmohen huatë, duke mbështetur kështu kreditë në monedhë vendase, me maturim më të gjatë dhe me një normë fikse interesi.

Nga ana e ofertës, tregu i letrave me vlerë të qeverisë kryeson rrugën drejt zhvillimit të tregut të kapitalit. Iniciativat për zhvillimin e tregjeve të letrave me vlerë të qeverisë përbëhen nga: (i) diversifikimi i bazës së investitorëve në letrat me vlerë të qeverisë, përfshirë një përpjekje të vetëdijshme për të tërhequr investitorët e huaj, të cilët kanë më shumë gjasa të marrin pjesë në tregun sekondar; (ii) zhvillimin e tregut sekondar, si dhe tregun e repo-ve, për të lehtësuar financimin dhe mbajtjen e pozicioneve në letrat me vlerë të qeverisë në monedhën vendase; (iii) inkurajimin e kursimeve afatgjata në monedhën vendase, përmes promovimit të fondeve të pensioneve, për të krijuar një kërkesë për letrat me vlerë afatgjatë. Qëllimi përfundimtar është krijimi i një kurbe të *yield*-eve të titujve qeveritarë, gjatë të cilit, emetimeve bankare dhe të korporatave mund t'u vendoset një çmim.

Nga ana e kërkesës, performancat e forta makroekonomike pritet të përmirësojnë besimin për kursimin në monedhën vendase dhe, rrjedhimisht, kërkesën për investime afatgjata në këtë monedhë. Një strategji e hartuar mirë e borxhit të qeverisë do të përputhej me rritjen e kërkesës për investime në monedhën vendase, duke ofruar më shumë opsione për investime në letrat me vlerë të monedhës vendase, dhe duke rritur kështu zhvillimin e tregut të kapitaleve në monedhën vendase. Zhvillimi i një tregu të gjerë dhe likuid kapitali, në një ekonomi të vogël e të hapur, do të ishte shumë sfiduese.

Sfida e tretë, e cila është një përpjekje afatmesme, është zvogëlimi gradual i peshës së kursit të këmbimit në vendimet e politikës monetare. Në këtë fazë, supozohet se frika e luhatjes së lirë për shkak të ekspozimeve të pambrojtura ndaj kursit të këmbimit, është adresuar kryesisht nëpërmjet masave prudeniale (shih më poshtë). Rritja e rrezikut me dy kahe në treg (pra luhatshmëria e kursit të këmbimit në dy kahe) transferon rrezikun e kursit të këmbimit dhe koston e mbrojtjes ndaj saj, drejt agjentëve ekonomikë. Ky transferim, nga ana tjetër, zvogëlon oreksin e tyre për ekspozimet e pambrojtura dhe nxit zhvillimin e tregut për instrumente mbrojtëse kundrejt rrezikut të kursit të këmbimit.

Një kurs këmbimi më fleksibël i lejon bankat qendrore t'i përqendrojnë përpjekjet e tyre në stabilizimin e inflacionit dhe

pritsmërive të inflacionit. Kjo, nga ana tjetër, zvogëlon MVP-në, duke inkurajuar kështu një rishpërndarje të kursimeve në favor të aktiveve në monedhën vendase. Kjo është faza 3 e ciklit të euroizimit të paraqitur në Grafikonin 12. Ky rend i politikave makroekonomike pritet ta sjellë euroizimin përsëri në nivelin optimal të tij, në periudhën afatmesme deri në afatgjatë.

B. MASAT PRUDENCIALE

Roli i masave prudenciale është zvogëlimi i rreziqeve që prekin stabilitetin financiar, si pasojë e euroizimit financiar, duke rritur ndërgjegjësimin për rreziqet e kursit të këmbimit, duke kufizuar euroizimin në sektorët e ekonomisë, të cilët kanë mundësi të përballojnë më lehtë luhatjet e kursit të këmbimit, dhe duke rritur mbrojtjen kundër luhatjeve të kursit të këmbimit. Masat prudenciale i detyrojnë bankat të zbatojnë një menaxhim të kujdesshëm të rreziqeve të likuiditetit dhe kredisë, që lidhet me ndërmjetësimin në monedhë të huaj.

Masat prudenciale, në mënyrë indirekte, e bëjnë ndërmjetësimin e brendshëm financiarisht më tërheqës për publikun. Ndërsa ndërmjetësimi i monedhës vendase paraqet më pak rreziqe kreditimi dhe likuiditeti sesa ndërmjetësimi në monedhë të huaj, diferenca e ndërmjetësimit në monedhën vendase duhet të jetë më e ngushtë se diferenca e ndërmjetësimit në monedhë të huaj, nëse rreziqet janë vlerësuar sa duhet. Siç u diskutua më parë, ky nuk është ende rasti i Shqipërisë. Masat prudenciale do të shtrëngonin diferencën e ndërmjetësimit në monedhën vendase, kundrejt diferencës së ndërmjetësimit në monedhë të huaj, nëse ato korrigjojnë vendosjen e një çmimi jo të saktë të diferencës në monedhë të huaj, për shkak të nënvlerësimit të rreziqeve të tij.

Në anën e depozitave, norma e rezervës së detyrueshme luan një rol të rëndësishëm prudencial. Meqenëse bankat qendrore kanë kapacitet të kufizuar për të ofruar, në raste emergjente, likuiditet në monedhë të huaj, bankat pritet të mbajnë një nivel relativisht të lartë të aktiveve likuide me cilësi të lartë për të mbuluar depozitat e tyre. Norma e rezervës së detyrueshme i detyron bankat të mbajnë një

përqindje të caktuar të depozitave të tyre në monedhë të huaj në aktivet likuide në monedhë të huaj me cilësi shumë të lartë (pra, rezervat) të disponueshme në bankën qendrore. Nëse mbahet në baza të përhershme (e bllokuar në bankën qendrore), rezerva e detyrueshme ka të ngjarë të ofrojë më tepër burime sesa çdo lloj skeme sigurimi depozitash, për të shlyer disa nga depozitat në monedhë të huaj në rast falimentimi.

Përveç kësaj, një normë e lartë për rezervë të detyrueshme kontribuon në mbajtjen e një leve prudente në monedhë të huaj, p.sh. një raport kredi-depozitë prej më pak se 80%, i cili, nga ana tjetër, inkurajon bankat të ngarkojnë një diferencë më të lartë interesi midis depozitave në monedhë të huaj dhe kredive.

Qëllimet e ndryshme të kërkesave të rezervës, në varësi nga emërtimi i bazave të tyre përkatëse, sjellin raport të ndryshëm të rezervës së detyrueshme. Norma e rezervës së detyrueshme për depozitat në monedhë të huaj, e cila përmbush funksione prudenciale, zakonisht është më e lartë se norma e rezervës së detyrueshme për depozitat në monedhë vendase, e cila kontribuon në menaxhimin e brendshëm të likuiditetit dhe shpesh nuk kërkon një raport njësoj të lartë të rezervës së detyrueshme.

Masat e tjera mund të kontribuojnë për të brendësuar rreziqet që lidhen me depozitat në monedhë të huaj në çmimet e bankave. Për shembull, mund të vendosen kërkesa më të larta për raportet e mbulimit të likuiditetit, për detyrimet e bankave në monedhë të huaj.

Nga ana e huadhënies, qëllimi i masave prudenciale është kufizimi i huamarrjes në monedhë të huaj nga huamarrësit e mbrojtur dhe dhënia e kësaj kredie vetëm të huamarrësit më të besueshëm të pambrojtur. Përveç kësaj, politikat duhet të sigurohen që huamarrësit dhe vetë bankat kanë shtesa të mjaftueshme ndaj treguesve rregullatorë për të përthithur humbjet e mundshme të kursit të këmbimit.

Objektivi më i rëndësishëm i masave prudenciale është huamarrja e pambrojtur. Do të ishte kundërproduktive të inkurajoheshin kompanitë me të ardhura në monedhë të huaj të huazonin në monedhë vendase, duke krijuar kështu një mospërputhje të monedhave. Hapi

i parë është identifikimi i huamarrësve të pambrojtur, gjë që shpesh kërkon që mbikëqyrësi të krijojë një përkufizim të përbashkët të huamarrjes së pambrojtur dhe t'u kërkojë bankave të monitorojnë huamarrjen e pambrojtur të klientëve të tyre. Përveç kësaj, shpesh bankave u kërkohet të informojnë zyrtarisht klientët e tyre mbi rreziqet që lidhen me huamarrjen e pambrojtur, në një mënyrë të qartë, të kuptueshme dhe mundësisht sasiore. Shpesh kërkohet që bankat të ofrojnë plane huamarrjeje alternative në monedhë vendase.

Mbikëqyrësit bankarë kanë disa mjete për të kufizuar ekspozimet e huamarrësve ndaj rrezikut të kursit të këmbimit.

- Linja e parë e mbrojtjes është vendosja e një raporti maksimal të shërbimit të borxhit ndaj të ardhurave për huamarrjen e pambrojtur në monedhë të huaj, të aftë për të përthithur një nënçmim të madh të kursit të këmbimit, duke siguruar një mbrojtje para se aftësitë e shërbimit të borxhit të dobësohen. Kjo supozohet të ulë probabilitetin e vonesave në pagimin e huasë nga ana e huamarrësve të pambrojtur dhe ta kufizojë këtë praktikë tek huamarrësit më të besueshëm për t'u kredituar.
- Linja e dytë e mbrojtjes ka të bëjë me vendosjen e një norme më të ulët të kredisë ndaj vlerës të kredive në monedhë të huaj, për të kufizuar të ashtuquajturin *loss given default* për kreditë në monedhë të huaj. *Loss given default* është pesha në vlerën e aktivitetit që humbet banka, në rast se një huamarrës falimenton (pra, aftësia e shërbimit të borxhit është dëmtuar), duke përfshirë të ardhurat e shitjes që merr banka nga kolaterali i vënë në dispozicion nga ky huamarrës.
- Në fund, vija e tretë e mbrojtjes përfshin kërkesën për kapital shtesë ose vendosjen e një rreziku me peshe më të madhe për kreditë në monedhë të huaj, i cili shërben për përthithjen e humbjeve të mundshme të bankave shkaktuar nga vonesa në pagesën e huasë nga huamarrësit e pambrojtur, në rast të një nënçmimi të madh të kursit të këmbimit. Pesha më e lartë e rrezikut ndaj kredive në monedhë të huaj për huamarrësit rrit normën e interesit që bankat i ngarkojnë klientëve të tyre për të kompensuar koston e kapitalit më të lartë, duke zvogëluar në këtë mënyrë tërheqjen e dukshme financiare të klientëve ndaj kredisë në monedhë të huaj, kundrejt asaj në monedhë vendase.

V. PËRFUNDIME

Ky material është përpjekja e parë për të vlerësuar nivelin optimal të euroizimit financiar në literaturën mbi euroizimin. Standardi i parashikuar tregon se niveli optimal i euroizimit mund të jetë i lartë në ekonomitë e vogla me flukse relativisht të larta të remitancave, siç është Shqipëria. Përveç kësaj ai ofron një referencë të dobishme për të vlerësuar nivelin e euroizimit nën të cilin kostot e deeuroizimit, p.sh. pengesa ndaj ndërmjetësimit financiar, mund të tejkalojë përfitimet e tij, në aspektin e transmetimit të politikës monetare dhe stabilitetit financiar.

Materiali paraqet ciklin e euroizimit. Ai identifikon shkaqet e euroizimit dhe faktorët kontribuues në fazat e ndryshme të këtij cikli. Ky material argumenton se faktorët e ndryshëm hyjnë në lojë me një rëndësi që varet nga pozicioni i ekonomisë në ciklin e euroizimit. Ky identifikim i shkaqeve dhe i faktorëve kontribuues duhet të lehtësojë përzgjedhjen e levave të politikave përkatëse, për t'u përdorur në faza të ndryshme të euroizimit.

Euroizimi nxitet kryesisht nga faktorë makroekonomikë. Politikat e deeuroizimit do të duhet të mbajnë një historik të inflacionit të ulët dhe të qëndrueshëm të shoqëruar me paqëndrueshmërinë e kursit të këmbimit me dy kahe, për të inkurajuar kursimet në monedhën vendase. Kjo është një përpjekje afatgjatë, pasi modelet e kursimit dhe investimeve ndryshojnë vetëm në mënyrë graduale. Shënjestrimi i inflacionit dhe fleksibiliteti i kursit të këmbimit kontribuojnë në arritjen e këtyre objektivave të politikave, nëse zbatohen në mënyrë të vazhdueshme.

Nga ana tjetër, masat prudenciale e ndikojnë në mënyrë indirekte qëndrimin e publikut kundrejt euroizimit financiar. Ato e bëjnë ndërmjetësimin e monedhës vendase financiarisht më tërheqës, aq sa i detyrojnë bankat të korrigjojnë nënvlerësimin e rreziqeve financiare të euroizimit. Ky material i inkurajon mbikëqyrësit që të zgjidhin me vendosmëri dhe menjëherë rreziqet e likuiditetit dhe kredisë që rrjedhin nga euroizimi, për të shmangur krizat e kushtueshme financiare, pa pritur ndikimin e performancave të forta makroekonomike për të reduktuar euroizimin financiar.

Kuadri konceptual i zhvilluar në këtë material ndihmon në koordinimin e politikave makroekonomike dhe masave prudenciale, të cilat janë të ndërthurura fort me njëra-tjetrën për ndjekjen e objektivave të deeuroizimit. Për shembull, trajtimi me forcë i frikës së luhatshmërisë (*floating*) për shkak të ekspozimeve të pambrojtura ndaj rrezikut të kursit të këmbimit në ekonomi, mbështet kalimin në një kurs këmbimi më fleksibël, që është një hap kritik i politikave makroekonomike të cilat synojnë deeuroizimin.

Banka e Shqipërisë, me mbështetjen e asistencës teknike të FMN-së financuar nga qeveria zvicerane, ka zhvilluar një strategji gjithëpërfshirëse të deeuroizimit. Strategjia shqiptare është në përputhje me modelin e paraqitur në këtë material për të trajtuar rreziqet e stabilitetit financiar që rrjedhin nga euroizimi, ndërsa stabiliteti makroekonomik është ruajtur nëpërmjet politikave të shëndetshme dhe të qëndrueshme. Objektivi i strategjisë shqiptare të deeuroizimit, në periudhën afatmesme, është pikë referimi empirike (*empirical benchmark*) i euroizimit optimal, siç vlerësohet në këtë material.

Anëtarëve të FMN-së u kërkohen, me këmbëngulje, udhëzime për nxitjen e përdorimit të monedhës vendase në vend të ndërmjetësimit financiar në monedhë të huaj. Kuadri konceptual dhe sugjerimet e politikave në këtë material mund të ofrojnë një objektiv të arsyeshëm afatmesëm për politikat e deeuroizimit (pikë referimi empirike) dhe të nxisin zhvillimin e strategjive të deeuroizimit në vendet e tjera.

REFERENCA

Basso, H., O. Calvo-Gonzalez, and M. Jurgilas, 2007, "Financial Dollarization: the Role of Banks and Interest Rates," ECB Working Paper No. 748.

Beckmann, E., 2017, "How does foreign currency debt relief affect households' loan demand? Evidence from the OeNB Euro Survey in CESEE," *Focus on European Economic Integration* Q1/17, 8–29.

Bini Smaghi, L., 2007, "Central bank independence: from theory to practice," speech by Lorenzo Bini Smaghi, Member of the Executive Board of the ECB, at the conference Good Governance and Effective Partnership Budapest, Hungarian National Assembly, April 19, 2007.

Bogetic, Z., 2000, "Official Dollarization: Current Experiences and Issues," *Cato Journal* 20(2), 179—213.

European Systemic Risk Board, 2011, "Recommendation on foreign exchange lending of 21 September 2011," ESRB/2011/1.

Feige, E., and J. Dean, 2004, "Dollarization and euroization in transition countries: currency substitution, asset substitution, network externalities and irreversibility," in *Monetary Union and hard pegs: effects on trade financial development and stability*, New York and Oxford, Oxford University Press.

Galindo, A., and L. Leiderman, 2005, "Living with Dollarization and the Route to Dedollarization," *Inter-American Development Bank Working Paper No. 526*.

Herrera, L.O and R. Valdés, 2005, "Dedollarization, indexation, and nominalization: the Chilean experience," *Journal of Policy Reform*, Vol. 8, No. 4.

International Monetary Fund, 2016, "Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations," (Washington: International Monetary Fund).

Ize, A., and E. Levy-Yeyati, 2003, "Financial Dollarization," *Journal of International Economics*, Vol. 59, issue 2, 323—347.

Kokenyne, A., J. Ley, and R. Veyrune, 2010, "Dedollarization," IMF Working Paper No.10/188.

Levy-Yeyati, E., 2003, "Financial dollarization: where do we stand?" paper presented at conference "Financial dedollarization: policy options," IADB, Washington, DC, December 1–2, 2003.

McKinnon, R., 1963, "Optimum Currency Areas," *The American Economic Review*, Volume 53, No. 4, 717–725.

Mundell, R., 1961, "A Theory of Optimum Currency Areas," *American Economic Review*, No. 51, 657–664.

Oesterreische Nationalbank, 2016, "OeNB Euro Survey. The euro in Central, Eastern and South Eastern Europe," Available on the Oesterreische Nationalbank website.

Tase, M., 2005, "Currency substitution in the Albanian economy," Workshop on Monetary policy issues and inflation forecasting, Tirana, January 26–27, 2005.

Uribe, M., 1997, "Hysteresis in a simple model of currency substitution," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 40, Issue 1. 185–202.

Weymouth, S., 2007, "Political Institutions, Policy Instability, and Financial Dollarization," University of California.

CIP Katalogimi në botim BK Tiranë

Nxitesit e euroizimit dhe reagimi i efektshëm i politikave : zbatim në rastin e Shqipërisë / Guido Della Valle, Vasilika Kota, Romain Veyrone etj. – Tiranë : Banka e Shqipërisë, 2018
48 f. ; 21x15 cm. – (Material studimi)

Bibliogr.

ISBN 978-9928-262-12-7

I.Della Valle, Guido etj.

1.Politika monetare 2.Banka dhe veprimtaria bankare

338.23(496.5) :336.74

ISBN 978-9928-262-12-7



9 789928 262127 >

www.bankofalbania.org

ISBN 978-9928-262-12-7



9 789928 262127 >