

Banka e Shqipërisë

POLITIKA TË
STABILITETIT MONETAR
DHE FINANCIAR –
LEKSIONE NGA KRIZA

*Konferenca e 8^{të} Ndërkombëtare e Bankës së Shqipërisë
17 shtator 2009*

PËRMBAJTJA

FJALA PËRSHËNDETËSE	7
<i>Sali Berisha, Kryeministër i Shqipërisë</i>	

SEKSIONI I

BOTA KUNDREJT VENDEVE TË EVROPËS QENDRORE DHE LINDORE: A JEMI DUKE PËRJETUAR TË NJËJTËN KRIZË EKONOMIKE/FINANCLARE? – NGA BUROI AJO DHE NË Ç'DREJTIM PO SHKON?	11
---	----

FJALË PËRSHËNDETËSE	13
<i>Ridvan Bode, Ministër i Financave</i>	

BURIMET DHE PASOJAT E KRIZËS	17
<i>Max Watson, Anëtar i trupit drejtues të Kolegjit Wolfson, Oksford</i>	

KRIZA FINANCLARE DHE BANKINGU QENDROR	25
<i>Bill Allen, Akademik nderi i ftuar pranë Cass Business School, Londër</i>	

LIDHJA NDËRMJET STABILITETIT MONETAR
DHE FINANCIAR - MËSIMET PËR EKONOMITË
NË ZHVILLIM 35
Meir Sokoler, Këshilltar i FMN-së për politikën monetare në Bankën e Shqipërisë

SEKSIONI II
NDIKIMET E KRIZËS GLOBALE NDAJ EKONOMIVE
TË EVROPËS LINDORE: SI I JANË PËRGJIGJUR
AUTORITETET MONETARE DHE FISKALE DOBËSIMIT
TË EKONOMIVE TË TYRE? 49

PROBLEMET AKTUALE TË PREZENCËS SË BANKAVE
TË HUAJA NË EVROPËN JUGLINDORE 51
*Emidio Coccozza, Departamenti i Marrëdhënieve dhe i Analizës Ekonomike
Ndërkombëtare, Banka e Italisë*

FJALË DISKUTIMI 61
*Boštjan Jazbec, Këshilltar i Guvernatorit të Bankës Qendrore të Republikës së
Kosovës*

RUMANIA NË KONTEKSTIN E KRIZËS FINANCIARE
BOTËRORE 67
*Cristian Bichi, Drejtor i Sektorit të Menaxhimit të Krizave Financiare pranë
Bankës së Rumanisë*

ROLI I TRANSPARENCËS SË BANKËS QENDRORE NË
DREJTIMIN E PARASHIKIMEVE TË SEKTORIT PRIVAT 79
*Michael Ehrmann, Banka Qendrore Evropiane
Sylvester Eijffinger, Qendra Evropiane e Bankëgut dhe CentER, Tilburg
University dhe CEPR
Marcel Fratzscher, Banka Qendrore Evropiane*

SEKSIONI III	
PANELI I GUVERNATORËVE	127
FJALË DISKUTIMI	129
<i>Ardian Fullani, Guvernator, Banka e Shqipërisë</i>	
FJALË DISKUTIMI	137
<i>Radovan Jelašić, Guvernator, Banka Kombëtare e Serbisë</i>	
FJALË DISKUTIMI	141
<i>Kemal Kozarić, Guvernator, Banka Qendrore e Bosnje-Hercegovinës</i>	
FJALË DISKUTIMI	145
<i>Hashim Rexhepi, Guvernator, Banka Qendrore e Republikës së Kosovës</i>	
FJALË DISKUTIMI	151
<i>Dimitar Bogov, Zëvendësguvernator, Banka Kombëtare e Republikës së Maqedonisë</i>	
FJALË DISKUTIMI	155
<i>Helen Dendrinou-Louri, Zëvendësguvernatore, Banka e Greqisë</i>	
FJALË DISKUTIMI	161
<i>Rumen Simeonov, Zëvendësguvernator, Banka Kombëtare e Bullgarisë</i>	
FJALË DISKUTIMI	165
<i>Nikola Fabris, Kryespecialist, Banka Qendrore e Malit të Zi</i>	

FJALË PËRSHËNDETËSE

*Sali Berisha**

*Zoti guvernator, zoti ministër, zotërinj ambasadorë,
të nderuar guvernatorë,
miq të ftuar,*

Së pari ju përshëndes, shpreh kënaqësinë time të nis ditën e parë të mandatit tim të dytë me një takim, me një konferencë të bankierëve të rajonit. Dua të shpreh edhe nderimin tim të madh sepse kjo ka qenë një periudhë shumë e vështirë për bankat. Në të vërtetë, kriza më shumë se çdo gjë tjetër ishte një krizë e moralit njerëzor, i cili në sektorin bankar apo postbankar, krijoi me defektet e tij, një cunami të vërtetë. Por, ajo që ishte jashtëzakonisht e gabuar, ishte diabolizimi i bankave nga qarqe të shumta, në një kohë kur janë bankat, çelësi i vërtetë i daljes nga kjo krizë. Sot, recesioni intensiv po kalon, po rikthehet besimi në sistemin bankar, ekonomia reale dëshmoi se ishte shumë më e fuqishme nga sa u mendua në kulmin e krizës, apo disa muaj më parë.

Shqipëria është një vend i vogël, por vend me një ekonomi të hapur. Unë dua t'i shpreh nderimin më të madh Bankës së Shqipërisë dhe të gjithë sistemit bankar në Shqipëri, të cilët në situata mjaft delikate ia dolën të ruajnë stabilitetin, në një paskuintë, në një simbiozë me të gjithë faktorët e rëndësishëm. Sistemi bankar në Shqipëri, pas tronditjeve të para, jo të mëdha, u rivendos në kursin

e besimit të plotë të investitorëve. Ekonomia shqiptare gjithashtu mbetet nga të paktat ekonomi që shënon edhe këtë vit një rritje prej rreth 10% të të ardhurave; shënon një rritje ekonomike që luhetet midis 4-6% sipas tremestrave. Investimet e huaja në Shqipëri, sipas të dhënave të fundit të Bankës së Shqipërisë, 6-mujorin e parë u rritën me 59%, krahasuar me një vit më parë. Asnjë nga investitorët e mëdhenj nuk u tërhoq nga projektet e tij për të investuar në Shqipëri. Qeveria ka ndjekur politikën e investimeve të mëdha dhe intensive, duke trashëguar një infrastrukturë në gjendje të papranueshme. Ne investojmë 10% të prodhimit të brendshëm në infrastrukturë rrugore, ujësjellës, kanalizime dhe vepra të tjera publike.

Ndërkohë, kriza e gjeti Shqipërinë, vendin me barrën fiskale më të ulët në Evropë dhe në kulmin e saj, jo të paktë ishin ata, që bënin thirrje për masa të ndryshme. Ne në fakt, kishim aplikuar të gjithë stimujt fiskalë. Natyrisht, edhe atëherë edhe sot, kam theksuar se ekonomia nuk mund të bëjë *“le malade imaginaire”*. Nuk është se nuk u prek eksporti, ka një rënie të lehtë të eksporteve në Shqipëri; ka një rënie të kreditimit të ekonomisë; ka një luhetje të kursit të këmbimit. Euro, duhet të jemi realistë, po bëhet një problem madhor për ekonominë tona, në mënyrë të përsëritur mendoj, jo për shkak të kursit, se ky kurs është plotësisht i pranueshëm, por fakti që kjo monedhë e mbështetur në ekonominë më të madhe të botës, siç është ekonomia e Bashkimit Evropian, bën presion mbi monedhat tona, unë mendoj se e shpejtë do të jetë dita, kur ne do të na duhet të dorëzohemi, nuk do të vazhdojmë betejën me euron, por duhet të përfshihemi në euro, nuk na mbetet rrugë tjetër. Vendet tona, të cilat nuk janë anëtare të Bashkimit Evropian, kanë gjithsej 1% të prodhimit të brendshëm të Bashkimit Evropian. Në këto kushte, është e domosdoshme që të negociohen disa marrëdhënie financiare me Bankën Qendrore Evropiane. Natyrshëm, ekonominë tona po euroizohen. Kjo nuk mund të them që është një gjë e keqpritur, se ky është destinacioni ynë, por kur shoh që edhe skeptikët britanikë kanë filluar të mendojnë ndryshe për euron, imagjini ju se ç'mund të mendojmë ne për presionet që na bën ajo.

Edhe një herë dua t'ju përshëndes, të shpreh respektin tim të madh për performancën e shkëlqyer që keni dëshmuar në një vit të vështirë, në një vit të rëndë për sistemin bankar dhe ju bëj thirrje:

Të kreditoni sa më shumë! Asnjë betejë nuk fitohet pa guxim. Alfa e çdo fitoreje është guximi. Në guximin tuaj për të kredituar qëndron antidoti absolut i kësaj krize.

Faleminderit!

* Sali Berisha, Kryeministër i Shqipërisë.

SEKSIONI I

BOTA KUNDREJT VENDEVE
TË EVROPËS QENDRORE DHE
LINDORE: A JEMI DUKE PËRJETUAR
TË NJËJTËN KRIZË EKONOMIKE/
FINANCIARE? – NGA BUROI AJO
DHE NË Ç'DREJTIM PO SHKON?

FJALË PËRSHËNDETËSE

*Ridvan Bode**

*I nderuar z. Guvernator,
Të nderuar miq nga vendet e rajonit,
Zonja e zotërinj pjesëmarrës,*

Më lejoni të shpreh kënaqësinë time që jam sot i ftuar për t'ju përshëndetur në punimet e Konferencës së tetë të Bankës së Shqipërisë, që këtë herë i dedikohet politikave të stabilitetit monetar dhe financiar.

Shfrytëzoj rastin t'ju falënderoj e të shpreh bindjen që kjo konferencë do të ofrojë një platformë reale, ku vendet e rajonit do të shkëmbejnë përvojat e tyre gjatë përballimit të krizës së fundit financiare e do të identifikojnë objektivat e rinj për forcimin e mekanizmave mbrojtës të sistemit financiar në të ardhmen.

Qeveria është e vetëdijshme se stabiliteti monetar e financiar qëndron në themel të politikave ekonomike dhe financiare të suksesshme, dhe se rezultati përfundimtar i tyre mund të jetë shumë i kushtueshëm për agjentët ekonomikë dhe për gjithë shoqërinë. Për këtë arsye, Qeveria dhe autoritetet e saj publike, kanë synuar të ndjekin politika ekonomike e financiare, të cilat mbështesin rritjen ekonomike duke synuar përmirësimin e kapacitetit të saj prodhues, rritjen e produktivitetit e konkurrueshmërinë e saj, të mbështesin

konkurrencën e sektorit privat duke synuar zbatimin e ligjeve të drejta, të mbështesin zhvillimin e tregjeve financiare, të forcojnë instrumentet dhe strukturat e nevojshme për të mbrojtur shtresat e popullsisë që nuk përfitojnë sa duhet nga zhvillimi i ekonomisë.

Gjithashtu, nëpërmjet këtyre politikave synohet të rriten aftësitë mbrojtëse të sistemit financiar, duke zbutur rreziqet e ndryshme dhe duke i parandaluar ato. Në fakt, rreziqet që mund t'i kanosen stabilitetit financiar e monetar gjenden jo vetëm në veprimtarinë e sistemit financiar, por ato shtrihen edhe në elementet që përcaktojnë ndërvarësinë midis tregjeve financiare dhe ekonomisë reale, si në nivel makro, ashtu edhe në nivelin mikro. Procesi i globalizimit dhe i integritimit ekonomik e ka ndërlikuar më tej këtë çështje. Përparësitë ekonomike që lidhen me liberalizimin e lëvizjes së mallrave dhe të kapitaleve dhe rritjen e konkurrencës e të eficiencës, shoqërohen me një sfidë në rritje për t'u mbrojtur nga rreziqet që shfaqen në rajon dhe më gjerë.

Kriza e fundit financiare ndërkombëtare, që u bë më e dukshme në gjashtëmujorin e dytë të vitit të kaluar, e gjeti ekonominë shqiptare në një ekspansion të qëndrueshëm disavjeçar, gjatë të cilit ishin shënuar ritme të kënaqshme të rritjes, duke pasur një inflacion të ulët. Që prej vitit 2005, ekonomia kishte përfituar më shumë prej reformave që synonin forcimin e zbatimit të ligjit, luftën ndaj korrupsionit dhe forcimin e mekanizmave ligjorë të kontrollit e të përgjegjshmërisë, përmirësimin e kushteve për fillimin dhe vazhdimin e biznesit, formalizimin e ekonomisë, konsolidimin fiskal nëpërmjet politikave të përshtatshme që nxisnin mbledhjen dhe administrimin më efektiv të të ardhurave. Biznesi dhe familjet kishin një ekspansion të kontrollueshëm ndaj borxhit financiar. Gjithashtu, sistemi financiar dhe sektori bankar, paraqiteshin në gjendje të shëndetshme, duke qenë të mirëkapitalizuar dhe likuidë. Këto zhvillime krijojnë një mbrojtje të mirë dhe efektive, prandaj shfaqja e efekteve të drejtpërdrejta të krizës financiare ishte më pak e evidente.

Megjithatë, një krizë financiare e këtyre përmasave patjetër që do të ndikonte edhe mbi ekonominë reale. Për këtë arsye, si masë e kujdesit paraprak, Qeveria e gjykoj të nevojshme të rriste fondet rezervë që parashikoheshin në buxhetin e vitit 2009, duke kaluar mbi 2% të

këtyre fondeve, në mënyrë që të kompensonte një rënie të mundshme të të ardhurave si dhe të mbështeste kërkesën e brendshme nëpërmjet rritjes të pagave dhe të pensioneve për disa grupe të popullsisë. Në të njëjtën kohë, në përputhje me parashikimet e buxhetit, Qeveria rriti financimin nga tregjet ndërkombëtare, duke lejuar kështu mundësi të reja të biznesit vendas për të përfituar nga financimi i sektorit bankar shqiptar. Falë një administrimi më të mirë të të ardhurave, investimet publike gjatë këtij viti u shtatëfishuan, duke synuar kryesisht infrastrukturën rrugore dhe atë energjetike dhe duke arritur në 10% të prodhimit të brendshëm bruto. Këto masa u ndërmorën në një kohë kur stimuli financiar në ekonomi nëpërmjet kredidhënies bankare filloi të ngadalësohej, për shkak të një situatë të veçantë të likuiditetit me të cilën u përball sektori bankar në tremujorin e fundit të vitit të kaluar, si rezultat i tërheqjes së një pjese të depozitave.

Për të rritur besimin e publikut në sektorin bankar, Qeveria së bashku me Bankën e Shqipërisë, përgatitën dhe miratuan në Kuvendin e Shqipërisë vendimin për rritjen e përhershme të vlerës së garantimit të depozitave me 4 herë në krahasim me nivelin e mëparshëm, duke shkuar në 2.5 milionë lekë, më pranë nivelit të vendeve të tjera të rajonit. Këto masa plotësuan atë që ndërmori Banka e Shqipërisë për të mbështetur me likuiditet të nevojshëm sektorin bankar në tërësi. Falë këtyre masave që ofronin një stimul më të madh fiskal e monetar, ne presim që ekonomia e vendit të shënojë një rritje pozitive edhe gjatë këtij viti, midis 4 dhe 6%.

Për pjesën e mbetur të vitit dhe për vitin e ardhshëm, në kuadër të përgatitjeve për buxhetin e vitit 2010, Qeveria do të ndërmarrë veprimet e nevojshme për të ruajtur prirjen afatmesme të konsolidimit fiskal. Në këtë përpjekje, Qeveria do të ndihmohet nga koordinimi i mirë që ekziston me politikën monetare. Unë besoj që autoritetet publike do të ndërmarrin në vijim një diskutim profesional për të përcaktuar disa objektiva të treguesve makroekonomikë dhe financiarë, në mënyrë që të ndërtojnë një kuadër të parashikuar veprimesh për ruajtjen e stabilitetit monetar dhe financiar, duke kontribuar kështu në ruajtjen e zhvillimeve të larta të ekonomisë shqiptare.

Ju faleminderit dhe suksese!

* Ridvan Bode, Ministër i Financave.

BURIMET DHE PASOJAT E KRIZËS

Max Watson*

Kemi nevojë të kuptojmë si ka ndikuar kriza në rajon, ndaj në fjalën time do të përqendrohem pikërisht në këtë çështje, duke lënë mënjanë ekonominë globale dhe origjinën e krizës nga Shtetet e Bashkuara të Amerikës. Prezantimi im do të ndalet në tre pika kyçe, të cilat kërkojnë ende zgjidhje.

Së pari, çfarë kemi mësuar për modelin e konvergencës sipas *acquis communautaire* - që nënkupton, konvergencën e llogarisë së hapur kapitale midis vendeve me të ardhura relativisht të ulëta, të cilat po përjetojnë edhe një integrim të shpejtë financiar. Mos vallë modeli i konvergencës bazuar në *acquis* është më i rrezikshëm nga ç'mendonim?

Së dyti, po politikat kombëtare? Ne vazhdojmë ta konsiderojmë krizën në rajon si një lloj goditjeje të ardhur nga jashtë. Ç'rol kanë luajtur politikat kombëtare në këtë kontekst dhe sa do të ndikojnë ato në të ardhmen?

Së treti, po ankorat e jashtme: cili është roli i FMN-së dhe i Komisionit Evropian? A mund të nxjerrin ata mësimë për mënyrën sesi e luajnë rolin e ankorave për politikat e vendeve në të ardhmen?

Le të fillojmë me origjinën e krizës dhe me rolin e politikave kombëtare. Do të dëshiroja të theksoja rëndësinë e tre goditjeve të mbivendosura dhe që përforcojnë njëra-tjetrën, të cilat kanë prekur këtë rajon, Evropën Lindore dhe veçanërisht atë Juglindore. Në atë kohë, këto goditje u përjetuan si në thelb pozitive. Goditja e parë ishte globale: ajo konsistonte në zgjatjen dhe më pas kthimin mbrapsht të një periudhe me likuiditet të lartë, prime rreziku të ulëta, kursime të tepërta nga disa vende me kurse fikse këmbimi, politika fiskale prociklike në disa nga ekonomitë më të mëdha. Kjo ishte një periudhë që çoi drejt kërkimeve për investime alternative me të ardhura më të larta dhe për një sërë arsyesollli një zhvendosje të burimeve drejt sektorit të mallrave të patregueshme, duke përfshirë këtu edhe ato të Evropës Lindore. Pra, ky ishte sfondi makroekonomik rajonal.

Në nivelin e anëtarësimit në BE – që përfaqëson nivelin e konvergencës rajonale – mund të dallojmë një raund të dytë goditjesh, të cilat përforcuan shumë prej ngjarjeve të pësuar nga goditja globale, duke përfshirë reduktimin e primeve të rrezikut dhe nxitjen e flukseve të kapitalit. Në nivel rajonal në Evropën Lindore dhe veçanërisht në Evropën Juglindore, mund të përmendim goditjet e reformave, më saktë goditjet e ardhura nga ndërmarrja e reformave, të lidhura në nivel rajonal me anëtarësimin në BE. Sfondi përfshin edhe ndryshime të thella në të ardhura brenda atij që duhet të jetë një treg i vetëm dhe një sistem me llogari të hapura kapitale – pa kontroll kapitalesh. Por kundrejt këtij sfondi, mbikëqyrja bankare ndërshtetërore paraqet një strukturë të paqartë dhe veçanërisht shkallën deri ku mbikëqyrësit kanë përvetësuar masat makroprudenciale për rreziqet në vendet pritëse.

Grupi i tretë i goditjeve të hasura, shumica e tyre goditje pozitive, ishin në shkallë kombëtare. Ato ishin reformat; të dhënat e BERZH-it tregojnë se këto reforma synojnë të ishin më të forta në nivel makro dhe në sektorin bankar, dhe disi më të dobëta (veçanërisht në Evropën Juglindore) në fushat e reformave të sipërmarrjes dhe të politikave të konkurrencës. Reformat synonin reduktimin e primeve të rrezikut, tërheqjen e kapitalit veçanërisht nga sektori i mallrave të patregtueshme. Ndërkohë, politika fiskale në rajon ishte e pranueshme; deficitet publike u reduktuan me zgjerimin e deficiteve të sektorit privat. Por në tërësinë e saj, politika prirej të ishte prociklike; prirej

të ishte më lehtësuese nga sa dëshirohej dhe kjo është veçanërisht e vërtetë nëse duhen ruajtur balancat fiskale pas efektit të *boom*-it financiar. Siç theksohet edhe nga literatura tradicionale, duke filluar me autorët Jaeger dhe Schuchknecht në FMN dhe BQE, si dhe me autorë nga Komisioni Evropian, elasticiteti i taksave gjatë *boom*-eve financiare, elasticiteti i bilanceve qeveritare, është pothuajse dyfishi i një cikli konvencional biznesi. Prandaj, ecuria fiskale në vendet e zhvilluara dhe në ato në zhvillim pasqyroi një element të përkohshëm të shkaktuar nga *boom*-i financiar. Normat e kursit të këmbimit ishin shpesh të fiksuara, çka shërbeu si ankorë për politikatat, por edhe synonin të reduktonin ndjeshëm primet e rrezikut.

Çfarë shkaktuan këto rrethana? Mund të argumentohet, siç tentoi të argumentonte edhe FMN-ja, se kjo ishte një zbritje tatëpjetë nga vendet e pasura drejt atyre më pak të zhvilluara dhe se ishte kryesisht një proces ekuilibrimi. Nga ana tjetër, ishte edhe një trajektore mjaft e rrezikshme. Rrezik të lartë paraqiste veçanërisht fakti që burimet shkuan më së shumti drejt sektorit të mallrave të patregtueshme, drejt kredive hipotekare dhe investimeve për banesa. Për këto arsye, vendet po shkonin drejt një cikli më të thellë dhe më të gjatë.

Një pyetje shumë e rëndësishme është: a mund të bënin më tepër politikatat kombëtare? Sa herë kemi patur kriza financiare që nga vitet '80 e deri më sot, jemi prirur të themi se ka elemente globale, por politikatat kombëtare përbënin një problem thelbësor. Pikërisht për këtë temë po bisedonim me disa kolegë të FMN-së, në fund të gushtit, dhe së bashku ndamë disa shqetësime lidhur me politikatat kombëtare në Evropën Juglindore gjatë tre viteve të fundit. Mendoj se e vërteta qëndron në një tablo të përzier. Politikatat kombëtare mund të ndihmonin vetëm deri diku. Ato që përshkrova më sipër për nivelin global, rajonal dhe vendor konsistojnë më së shumti në forca strukturore, në tregjet financiare dhe në integrimin real. Kjo përcaktonte disa kufij për politikatat kombëtare. Gjithashtu, kjo nënkuptonte se zbutja deri diku e rrezikut me anë të politikave kombëtare po bëhej gjithmonë e më e rëndësishme. Edhe gjatë një tërmeti, masat për mbrojtjen nga tërmeti ndihmojnë. Pa dyshim, ekuilibrat më të fuqishme fiskale, rezervat e jashtme më të larta, politikatat strukturore që nxisin investimet e huaja direkte dhe rritjen e eksporteve, do t'i kishin shërbyer strukturave kombëtare si masa

për mbrojtjen nga tërmetet. Nëse vështrojmë vende si Estonia ose Bullgaria, shumë natyrshëm mund të ndihemi pak skeptikë lidhur me sa më sipër. Një vend si Estonia, me politika të shkëlqyera, prapëseprapë po kalon një cikël shumë të thepisur biznesi dhe financiar. Bullgaria adoptoi një politikë fiskale shumë të fortë, përdori bordin e monedhës si ankorë, zbatoi reforma strukturore të mira. Çfarë tjetër mund të bënte më mirë se kaq?

Le të marrim në shqyrtim rastin e Sllovakisë. As Sllovakia nuk ishte një ekonomi e pasur, por kishte një kurs të lirë këmbimi, një politikë fiskale shumë të fortë, një kontraktim fiskal që ndihmon rritjen dhe që nga mesi i viteve '90 i kushtoi kujdes të veçantë thithjes së investimeve, zgjerimit të sektorit të mallrave të tregtueshme dhe një reforme disi të vonuar të kredive hipotekare. Rendi i ngjarjeve në Sllovaki tregoi se në fakt ekzistojnë ndryshime të konsiderueshme në politika. Një pjesë e përvojave pozitive të Sllovakisë ishin pasojë e një fati të mbarë. Madje, Sllovakia pësoi një goditje të rëndë tregtare në industrinë e automobilave. Çdo ekonomi e hapur do të vuante shumë në këtë krizë, qoftë nëpërmjet financave apo tregtisë, apo prej të djave bashkë. Por mendoj se politikatat kombëtare, veçanërisht ato fiskale, u mundësojnë disa vendeve një amortizues më të mirë, të paktën për t'iu përgjigjur krizës.

Çfarë mund të themi lidhur me perspektivën afatshkurtër? Pasojat janë me të vërtetë të kundërta me ato që kemi njohur në dekadën e kaluar. Ne u zhvendosëm, dhe kjo është karakteristikë e tregjeve ndërkombëtare të kapitalit, nga “banketi” në “zi buke”. Shqetësim për rajonin duhet të jetë se zija e bukës do të vazhdojë në përmasa të caktuara edhe për të paktën 2-3 vjet të tjera. Bankat ndërkombëtare janë në procesin e uljes së nivelit të përdorimit të levës financiare, pasi tani fokusi është zhvendosur drejt raporteve më të forta të kapitalit. Ky nuk është një mjedis ku flukset bankare ndërkufitare me karakter të përgjithshëm, flukset drejt filialeve, flukset për financimin e deficiteve buxhetore do të rimëkëmben fuqishëm. Nuk është një mjedis në të cilin ato të vërshojnë sërish si një lumë i rrëmbyer.

Mendoj se këtu lind një pyetje. Pyetja shkon nga Hungaria drejt Shqipërisë, duke kaluar nëpër një sërë ekonomish të ndryshme. Mos nevojitet që Evropa Lindore të rishikojë modelin e saj të rritjes? Mos

vallë mjediset e ndryshme financiare lënë të kuptohet se duhet të ketë edhe prioritete të ndryshme?

Mendoj se përgjigjja ime për të do të ishte: “pjesërisht po”. Politikat duhet të favorizojnë sektorin e mallrave të tregtueshme, sektorin e eksporteve më tepër si nxitës të rritjes ekonomike, rritjen e produktivitetit dhe një përdorim më të mirë të burimeve njerëzore dhe të faktorit punë. Dhe kjo do të kërkojë edhe ndryshime në strukturën e shpenzimeve publike. Më vjen ndër mend kriza e borxheve të viteve ‘80 në Amerikën Latine. Ju mund të përmendni edhe krizën aziatike. Por, kriza e Amerikës Latine kaloi nëpër disa faza, duke prekur fillimisht disa vende dhe disa banka. Dhe përfundimi ishte një zgjidhje likuiditeti që ndihmoi vendet dhe doli garant për bankat. Por periudha që pasoi ishte si një arnë e lehtë për flukset kapitale. Kishte nevojë për më shumë flukse hyrëse kapitali, për flukse kapitali të mëdha e afatmesme, jo vetëm mbështetje nga FMN apo nga Banka Botërore. Pas momentit të parë të krizës nevojiteshin reforma të thella strukturore. Siç e përmendi edhe Guvernatori Fullani, kishte nevojë për më shumë mbështetje tek financimi i projekteve, tek financimi afatmesëm.

Prandaj, mendoj se mësimet për periudhën afatshkurtër janë se politikat do të kenë më shumë rëndësi në nivel kombëtar. Së pari dhe çka është më kryesore, koordinimi i politikave – duke përfshirë një politikë fiskale disi më të shtrënguar për të gjithë rajonin dhe mbi të gjitha një ristrukturim të thellë të shpenzimeve publike për t’i orientuar më shumë drejt rritjes. Gjithashtu, nevojitet edhe një mjedis biznesi më i fortë: jo vetëm strategjia e Lisbonës, kjo është me të vërtetë diçka më shumë se Lisbona. Është strategjia e Lisbonës duke qenë se ndikon kryesisht klimën e biznesit dhe veçanërisht sektorin e mallrave të tregtueshme. Gjithashtu, mendoj se në disa raste ka nevojë edhe për një ristrukturim të borxhit të brendshëm. Është e qartë se në Shqipëri, kreditimi ka filluar të rritet sërish, por në disa vende të tjera kredia është “e groposur”. Ristrukturimi i borxhit të brendshëm nevojitet sidomos nëse probabiliteti i rreziqeve të bilancit përkeqësohet në vitin në vijim.

Dhe së fundmi, çfarë mund të themi për ankorat e jashtme? Kam bindjen se në periudhën para krizës, me largimin e FMN-së

nga programet që e lidhnin me vende të caktuara, këto vende nuk i përdorën më së miri procedurat e Komisionit si ankora të jashtme. Mendoj se programet ekonomike për anëtarësimin në BE, Programi Ekonomik Fiskal (PEF) dhe Programi i Proceseve Ekonomike (PPE) ofrojnë më shumë hapësirë për dialog dypalësh të Komisionit me vendet e veçanta. Kjo nuk do të krijojë kurrë objektiva fiskalë kombëtarë si FMN-ja. Ai është një sistem i bazuar mbi rregulla dhe zbatohet në vende të ndryshme. Megjithatë, mund të ketë më tepër dialog me Komisionin për menaxhimin e riskut në politika dhe më shumë dialog për një strategji fiskale afatmesme të arsyeshme. Nuk mjafton vetëm që përfaqësuesit e shteteve të ndryshme të mbliidhen rreth një tryeze të rrumbullakët në Bruksel, por nevojitet dialog dypalësh i vazhdueshëm me secilin prej vendeve dhe integrim i këshillave të FMN-së me aftësitë specifike të FMN-së në kuadrin e politikës fiskale, çështjeve makroprudenciale dhe menaxhimit të riskut.

Nga ana tjetër, mendoj se Bashkimi Evropian ka nevojë të rivendosë disi besimin tek euroja, si ankorë e politikës monetare. Për momentin, duket sikur euroja ka dalë jashtë axhendës, por këto vende kanë një të ardhme në Zonën e Euros. Unë nuk besoj në përfitimet e domosdoshme nga adoptimi i menjëhershëm i euros, gjithçka varet nga rrethanat. Personalisht, preferoj formulën e përdorur nga Guvernatori Isarescu në Rumani, që parashikonte zhvendosjen drejt qendrës së gravitetit, zhvendosjen drejt fushës së gravitetit të euros dhe përdorimin e saj për të disiplinuar politikën fiskale dhe politikat e tjera – dhe pastaj kryerjen e rregullimeve përfundimtare vetëm pas përfundimit të disa ndryshimeve në sektorin real dhe të bollëkut financiar.

Në përfundim, mendoj se euroja mund të jetë më e fortë si një ankorë e politikës monetare dhe se Komisioni dhe Fondi mund të luajnë një rol më të madh si ankora të jashtme të politikës monetare. Në veçanti, mendoj se nevojitet të përforcohen koordinimi i brendshëm i politikave dhe mekanizmat e koordinimit të politikave. Nëse kjo nuk realizohet, atëherë kam frikë se veçanërisht në këtë rajon, reformat mund të prapësohen. Anketimet e EBRD-së para një viti na treguan se popujt nuk janë të kënaqur me ato çka ka sjellë tranzicioni; dhe tranzicioni solli më së shumti kredi hipotekare dhe

kredi për makina. Prandaj, tani që kreditë hipotekare dhe ato për makina kanë shteruar, kemi nevojë të mendojmë me kujdes se si mund t'i mbështesim reformat. Bashkimi Evropian mund të jetë i fuqishëm si ankorë, veçanërisht nëse punon përkrah FMN-së. Nëse kjo funksionon, rezultatet mund të jenë shumë të mira, pasi ka shumë biznese në Evropën Perëndimore të EU 15, që do të tkurrin aktivitetin dhe do të sigurojnë shërbime jashtë biznesit të tyre. Vende si Shqipëria mund të përfitojnë shumë nga kjo situatë në vitet në vijim, por kjo varet nga adoptimi dhe përforcimi i politikave që favorizojnë bizneset. Kjo nënkupton zhvendosjen drejt një modeli më të ekuilibruar dhe më të qëndrueshëm rritjeje, model që është njëkohësisht edhe më i mbrojtur nga tërmeti në raste luhatshmërie financiare në të ardhmen.

Faleminderit për vëmendjen!

* Max Watson, Anëtar i trupit drejtues të Kolegjit Wolfson, Oksford.

KRIZA FINANCIARE DHE BANKINGU QENDROR

*Bill Allen**

HYRJJE

Qëllimi i këtij prezantimi është përmbledhja e shkurtër e situatës në të cilën gjendet aktualisht ekonomia globale dhe trajtimi i disa prej problemeve me të cilat po përballen bankat qendrore dhe agjencitë qeveritare, si rrjedhojë e krizës së kredive.

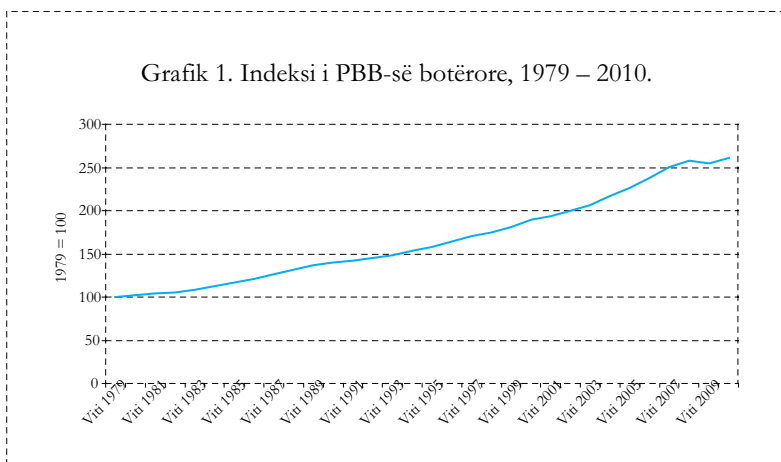
Jo shumë kohë më parë, në disa vende dukej sikur bankingu qendror përcaktonte vetëm nivelin më të përshtatshëm të normave afatshkurtra të interesit, për të pasur një normë të dëshiruar inflacioni. Tani, gjithçka është më e ndërlikuar. Me shfaqjen e krizës së kredive, bankave qendrore iu është dashur të injektojnë sasi jashtëzakonisht të mëdha likuiditeti në sistemet e tyre bankare, për të mbështetur kreditimin e ekonomisë dhe për të kufizuar thellimin e recesionit. Në shumë vende, atyre iu është dashur të bashkëpunojnë me qeveritë përkatëse për rikapitalizimin e bankave, të cilat në të kundërt do të kishin falimentuar, duke shkaktuar një çekuilibër ekonomik më të madh sesa ai i përjetuar aktualisht.

EKONOMIA BOTËRORE

Bazuar në të dhënat e FMN-së, grafiku 1 tregon indeksin e nivelit të PBB-së globale që prej vitit 1980. Ai përfshin edhe parashikime të

FMN-së për vitet 2009 dhe 2010. Duket qartë se ky është recesioni më i thellë që prej vitit 1980. Sidoqoftë, nëse parashikimet nuk janë plotësisht të gabuara, duket po aq qartë se situata nuk do të jetë aq e rëndë sa gjatë Depresionit të Madh, kur PBB-ja në Shtetet e Bashkuara të Amerikës ra me 25% gjatë viteve 1929-1932.

Sipas parashikimeve, në vitin 2010, PBB-ja botërore do të shënojë shifrën më të lartë që ka pasur ndonjëherë, megjithëse jo në të gjitha vendet. Ka një zhvendosje të qartë të të ardhurave nga shtresa e pasur drejt asaj të varfër, dhe deri tani Kina ka shfaqur një ecuri mjaft të mirë.



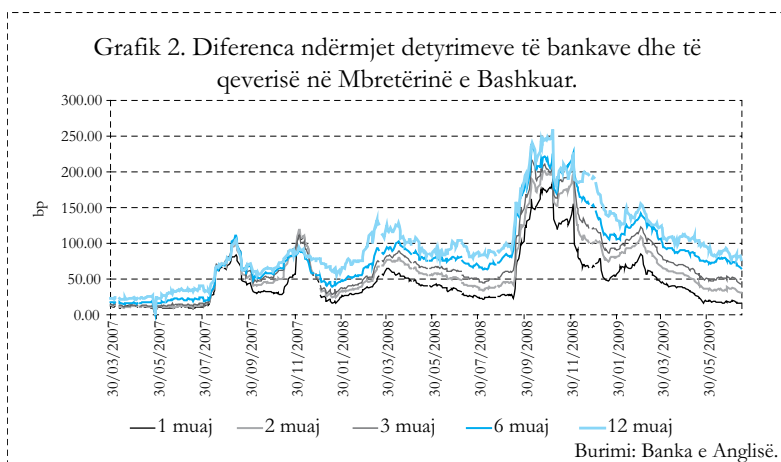
Recesioni aktual ka prekur sektorin privat dhe veçanërisht atë financiar. Shkaqet përfshijnë optimizmin e tepruar mbi ecurinë e rritjes së vazhdueshme ekonomike, gjë që çoi në nënvlerësim të rrezikut të kredisë nga ana e bankave, kredihënësve të tjerë dhe investitorëve. Në Shtetet e Bashkuara të Amerikës, duket qartë se ecuria e kredive hipotekare *subprime*, të cilat priteshin të sillnin përfitime duke i mundësuar edhe shtresës së varfër të zotëronte një shtëpi, doli jashtë kontrollit. Sidoqoftë, pati edhe shkaqe të tjera, që lidhen kryesisht me menaxhimin e bankave dhe të institucioneve të tjera financiare.

Pasiguria për përmasat e recesionit ka qenë e lartë, pasi është shkaktuar nga mosfunksionimi i përgjithshëm i sektorit financiar, i cili qëndron në qendër të ekonomisë dhe supozohet se siguron akses

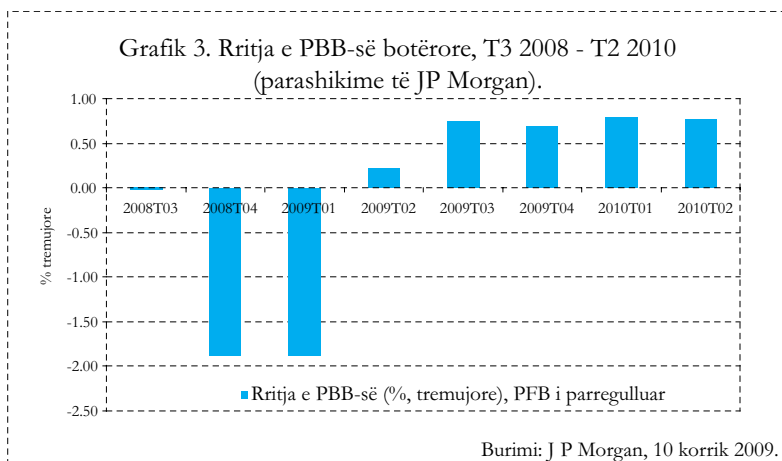
ndaj mjeteve të pagesave dhe shpërndarje të burimeve të kufizuara drejt përdorimeve më produktive. Nëse diçka nuk ecën në këtë industri, ka gjasa që pasojat të jenë shumë më të rënda sesa në rastin e problemeve në sektorët e tjerë.

ÇRREGULLIMET NË SEKTORIN FINANCIAR

Shkalla e çrregullimeve në tregun e financimit me shumicë mund të llogaritet me anë të marzhit ndërmjet *yield*-eve të detyrimeve të bankave dhe *yield*-eve të detyrimeve të qeverisë, siç tregon grafiku 2, i cili paraqet të dhëna për Mbretërinë e Bashkuar. Fillimisht, diferencat u rritën në muajin gusht 2007, për të pësuar një tjetër rritje të madhe në vjeshtën e vitit 2008, pas falimentimit të Lehman Brothers. Që nga ajo kohë, diferencat janë reduktuar shumë, por kjo nuk do të thotë se janë zgjidhur të gjitha problemet; thjesht nënkupton që tregu ka besim se qeveria nuk do të lejojë më falimentime bankash.



Prodhimi global ra ndjeshëm në tremujorin e katërt të vitit 2008 dhe në tremujorin e parë të vitit 2009 (shiko grafikun 3). Kjo rënie pasqyroi ndërprerjen e papritur të kredisë pas falimentimit të Lehman Brothers në muajin shtator. Investimet pësuan një rënie të thellë dhe pati shkurtime të mëdha të inventarëve. Shpërndarësit dhe shitësit me pakicë tregtuan mallra nga inventarët e tyre dhe ndërprejnë porositjen e produkteve të reja. Kjo është arsyeja që prodhimi u ul aq shumë. Për shembull, shumë fabrika që prodhonin makina u mbyllën për disa muaj.

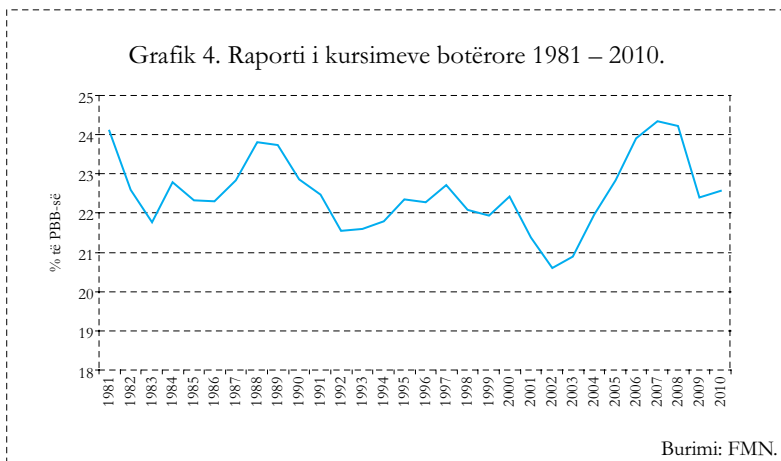


Kur inventarët ranë në nivele minimale, prodhimi duhej të rifillonte si përgjigje ndaj kërkesës; ndaj, duket sikur prodhimi u stabilizua, madje u rrit pak gjatë tremujorit të dytë të vitit 2009. Kjo është edhe arsyeja pse pritet që prodhimi të rritet gjatë gjashtëmujorit të dytë të vitit. Sidoqoftë, norma e rritjes për një ose dy vitet në vijim varet nga shpejtësia me të cilën do të rritet kërkesa përfundimtare. Sistemi bankar është ende i dëmtuar, dhe shumë biznese dhe konsumatorë në perëndim vazhdojnë të kenë probleme me borxhet e papaguara. Për pasojë, norma e rritjes së kërkesës përfundimtare në periudhat në vijim ndoshta është një pasiguri e madhe që lidhet me rimëkëmbjen.

Kriza financiare u shkaktua nga nënvlerësimi i rreziqeve. Ato përfshijnë rrezikun e kredisë, llogaritja e të cilit shpesh bazohej në supozimin se rritja ekonomike do të vazhdonte për një të ardhme të papërcaktuar. Madje, rëndësia e likuiditetit të tregut dhe aftësia e tij për t'u zhdukur krejt papritur nuk ishin marrë plotësisht në konsideratë.

Funksioni i tregjeve financiare është të shpërndajnë kursimet nëpër projekte investimi që për nga natyra përmbajnë rrezik. Siç e tregon edhe grafiku 4, totali i kursimeve u rrit shumë gjatë viteve 2002 dhe 2007. Kjo pasqyroi grumbullimin e tepricave të mëdha nga vendet e Azisë Lindore, të cilat zbatonin regjimin e kurseve fikse të këmbimit,

në disa raste për të mbledhur rezerva për arsye parandaluese në vijim të përvojës së hidhur të krizës financiare aziatike të viteve 1997-1998, dhe në raste të tjera për të mbështetur rritjen e eksporteve.



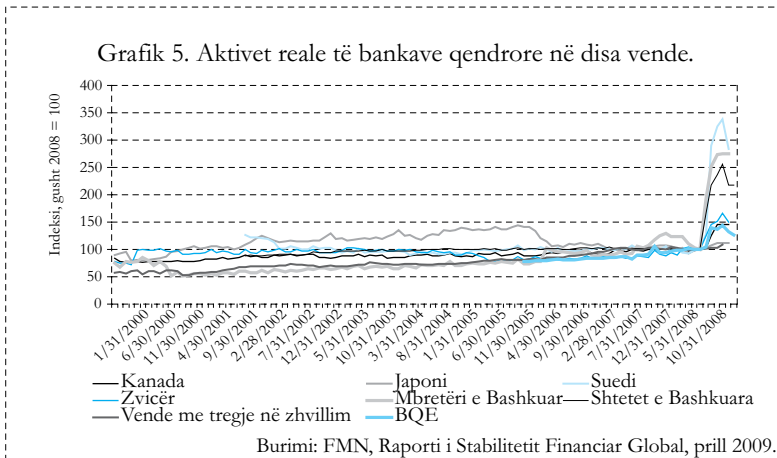
Nënvlerësimi i rreziqeve nuk është një fenomen historikisht i padëgjuar. Projektet e investimit, në të cilat tregjet financiare shpërndajnë kursimet, për nga natyra përmbajnë rrezik. Megjithëse përfshin rreziqe, procesi i shpërndarjes është thelbësor për rritjen ekonomike; ndaj, duhen pranuar rreziqet, me qëllim që të përftojme të mirat e rritjes. Është e vërtetë se ndonjëherë tregjet gabojnë rëndë, por gjithsesi, ato janë më eficiente në shpërndarjen e burimeve sesa qeveritë. Rëniat e cikleve të biznesit ndjekin identifikimin e gabimeve të tregut. Ato nuk mund të shmangen plotësisht. Vitet e fundit, në tregjet financiare janë vënë re të meta serioze, por mendoj se zgjidhja më e mirë është t'i korrigjojmë ato dhe jo të përpiqemi t'i zëvendësojmë me ndonjë mekanizëm tjetër.

Objektivi parësor i politikës monetare ka qenë të kufizojë dëmet e shkaktuara nga kriza në ekonomi. Më konkretisht:

- Bankat qendrore i kanë dhënë më shumë hua bankave tregtare, për të reduktuar presionin e tkurrjes së kreditimit dhe për t'i ndihmuar në procesin e dhënies së kredive të reja. Për ta arritur këtë, bankat qendrore kanë pranuar një gamë më të gjerë aktivesh si kolateral. Si rrjedhojë, bilancet financiare të bankave

qendrore janë rritur jashtëzakonisht shumë, siç tregohet edhe në grafikun 5.

- Bankat qendrore prezantuan instrumente të reja swap, për të garantuar shpërndarjen ndërkombëtare të likuiditetit, pavarësisht dobësimit të rrjeteve ndërkombëtare të bankave tregtare.
- Normat e interesit u ulën në nivele minimale, për të inkurajuar shpenzimet dhe në veçanti, për të reduktuar barrën e përballimit të borxheve aktuale.
- Në rastet e bankave tregtare të kërcënuara nga falimentimi, qeveritë iu kanë siguruar kapital të ri me synim vazhdimin e aktivitetit. Përvoja e Lehman Brothers na tregoi se pasojat mund të çojnë në falimentimin e një grupi të madh financiar.
- Të ardhurat nga taksat kanë rënë kudo dhe shpenzimet qeveritare, kryesisht në mbështetje të bankave, janë rritur. Për rrjedhojë, deficitet buxhetore janë zgjeruar.



Sipas FMN-së, sektori financiar deri tani ka regjistruar në bilancet e tij një rënie të barabartë me më pak se gjysmën e vlerës së prititur për trevjeçarin 2007 – 2010. Këto shifra, të marra nga Raporti i

Stabilitetit Financiar Global të FMN-së, lënë të mendosh se vlera e aktiveve në bilance do të zbresë akoma edhe me \$1.4 trilionë, përtej 1 triloni dollarë të regjistruar deri tani (shiko tabelën 1).

Tabelë 1 Rënia e vlerës së aktiveve në bilancet e bankave dhe të kompanive të sigurimit (në miliardë USD).

	Të regjistruara deri tani	Parashikime të FMN-së 2007 - 2010
Banka	1,117	2,470
Kompani sigurimi	241	301
Të tjera		1,283

Burimi: FMN, Raporti i Stabilitetit Financiar Global, prill 2009.

Që nga fillimi i krizës, bankat kanë përfituar deri tani pak më shumë se 1 trilion dollarë kapital të ri, shifër kjo afërsisht e barabartë me totalin e rënies së vlerës së aktiveve në bilance. FMN-ja parashikon se bankave do t'iu duhen edhe \$875 miliardë për të rikthyer raportin aktive/kapital në 25, ose 1.7 trilionë dollarë për ta ulur raportin në 17 (shiko tabelën 2). Për më tepër, qeveritë janë të prirura t'i shesin paketat e tyre të aksioneve në një moment të caktuar. Me fjalë të tjera, procesi i rikapitalizimit të sektorit bankar ka ende shumë rrugë për të bërë.

Tabelë 2. Nevojat për kapital aksioner të bankave tregtare (në miliardë USD).

Objektivi aktive/kapital	SHBA (raporti aktive korente/kapital =27)	Eurozona (40)	Mbretëria e Bashkuar (48)	Vendet e tjera evropiane me tregje të zhvilluara (43)
25	275	375	125	100
17	500	725	250	225

Burimi: FMN, Raporti i Stabilitetit Financiar Global, prill 2009.

Bankat tregtare nuk do ta kenë të lehtë të mbledhin kapital të ri dhe kjo për disa arsye:

- Kriteret për të siguruar kapital dhe likuiditet do të jenë më të forta se në të kaluarën dhe kjo do të ulë normën e kthimit nga kapitali i përdorur.
- Sa të forta do të jenë këto kritere është ende e paqartë dhe pasiguria që i shoqëron do të veprojë si një frenues më shumë për dhënësit e kapitalit.

- Shumë prej çështjeve të kontabilitetit që shkaktuan pasiguri lidhur me vlerën e vërtetë neto të bankave nuk janë zgjidhur ende.
- Disa fonde të pasurisë sovrane kanë humbur deri tani shuma të konsiderueshme parash, duke i furnizuar bankat me kapital të ri gjatë fillimeve të krizës.

Nëse ekonomia vazhdon të dobësohet, atëherë qeverive mund t’iu duhet të injektojnë më shumë kapital për të siguruar qëndrueshmërinë e aktivitetit ekonomik. Pavarësisht ecurisë së ardhshme të ekonomisë, ka gjasa që pjesa më e madhe e kapitalit shtesë, për të cilin kanë nevojë bankat, të vijë nga fitimi i pashpërndarë. Për rrjedhojë, kjo shkakton pasojat e mëposhtme:

- Diferencat ndërmjet normave të interesit të depozitave dhe kredive bankare do të jenë më të mëdha se në të kaluarën.
- Normat zyrtare të interesit do të qëndrojnë të ulëta për një kohë të gjatë, për të ruajtur koston e ulët të huamarrjes.
- Vlerësimet e bankave për kreditim do të mbeten të kujdesshme për një kohë të gjatë.
- Bankingu do të jetë një formë më pak konkurruese e ndërmjetësimit financiar sesa në të kaluarën dhe financimi i tregjeve të kapitalit do të bëhet relativisht më i rëndësishëm.

PROBLEMET PËR VENDET E VOGLA ME PRANI TË LARTË BANKASH TË HUAJA

Vendet e vogla, që karakterizohen nga një prani e lartë e bankave të huaja, përfshirë këtu edhe Shqipërinë, ku një vend të rëndësishëm zënë bankat austriake, mund të përballen me probleme të veçanta.

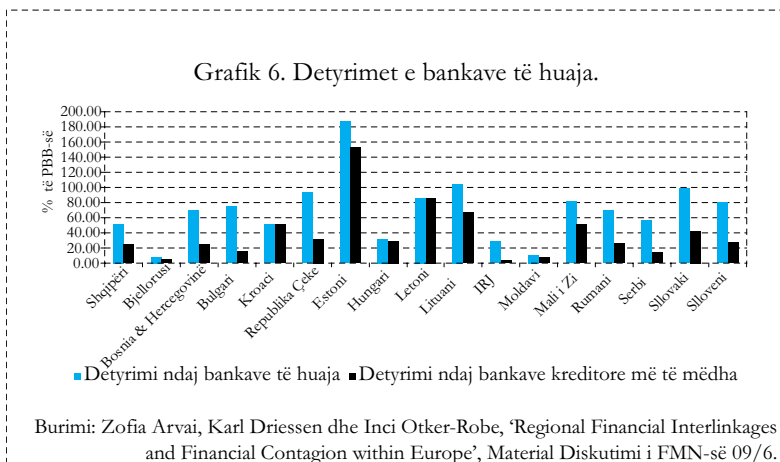
Një rrjedhojë e krizës së kreditit është shtrëngimi i kushteve të kredihënies. Për më tepër, mbështetja zyrtare nga qeveritë e vendeve-mëmë mund të synojë kryesisht mbrojtjen e flukseve të kredisë ndaj ekonomisë vendase.

Analizat e FMN-së tregojnë se Shqipëria qëndron në një pozicion relativisht të mirë, në krahasim me vendet e tjera të vogla evropiane, në këto drejtime:

- Borxhi total i bankave të huaja përbën vetëm gati 50% të PBB-së;
- Austria (që është vendi kreditor më i madh i Shqipërisë) zë gati gjysmën e totalit.

Në përballjen e saj me krizën, Shqipëria është ndihmuar nga:

- Kursi i saj i lirë i këmbimit, i cili e ka mbrojtur vendin nga rrjedhjet e likuiditetit që përjetuan vendet ku kursi i fiksuar i këmbimit u vu në presion. Në këtë mënyrë, politika monetare mund të orientohej drejt objektivave ekonomike vendas dhe jo të kujdesej për ruajtjen e kursit të këmbimit.
- Historiku i mirë i ecurisë së inflacionit, i cili mundësoi që zhvlerësimi i kursit të këmbimit të mos përkeqësonte pritshmëritë mbi inflacionin.
- Kufizimi i hershëm zyrtar i aktivitetit bankar, si pasojë e të cilit, problemet e Shqipërisë me borxhet ekzistuese janë në një shkallë të moderuar.



Pavarësisht këtyre avantazheve, Shqipëria po përjeton një fluks të kufizuar kredie të re dhe kjo mund të sjellë vonesa në zhvillimin ekonomik.

Në kushtet e një realiteti të ri post-krizë, me sektorin global bankar të dëmtuar rëndë, problemi i sigurimit të një sistemi bankar të përshtatshëm është një problem i përgjithshëm. Ai është më i vështirë për vendet me sistem bankar të zotëruar kryesisht nga bankat e huaja, sesa për vendet e tjera.

Efekti i menjëhershëm i krizës duhet të ketë qenë kufizimi i ndjeshëm i kreditimit. Padyshim, forcat e tregut do të garantojnë një rimëkëmbje përfundimtare të ofertës së kredisë, por kjo mund të kërkojë shumë kohë. Ndërkohë, masat e institucioneve shtetërore mund të luajnë një rol të rëndësishëm për të mbështetur rritjen ekonomike, në kushtet e një mungese të përkohshme të flukseve të kredisë ndaj sektorit privat. Si përfundim, mendoj se ka hapësirë dhe nevojë për diplomaci financiare, me qëllim mbështetjen e kreditimit dhe të rritjes ekonomike.

* Bill Allen, Akademik nderi i ftuar pranë Cass Business School, Londër.

LIDHJA NDËRMJET STABILITETIT MONETAR DHE FINANCIAR - MËSIMET PËR EKONOMITË NË ZHVILLIM

*Meir Sokoler**

I) HYRJE

Deri në krizën e kohëve të fundit (2008), shumë akademikë dhe politikëbërës kishin theksuar lidhjen ndërmjet stabilitetit të çmimeve dhe atij financiar. Sipas pikëpamjes konvencionale “nuk ekziston ndonjë shkëmbim ekuivalent ndërmjet stabilitetit financiar dhe atij monetar” (Issing, 2003). Po kështu, argumentohet se një bankë qendrore “e cila është e aftë të ruajë stabilitetin e çmimeve, do të minimizojë edhe nevojën për ndërhyrjen e huadhënësit të fundit në radhë” (Anna Schwartz, 2000).

Megjithatë, kriza e kohëve të fundit vërtetoi mjaft qartë se një krizë financiare mund të ndodhë edhe pas një periudhe relativisht të gjatë me inflacion të ulët në mbarë botën, ku një numër vendesh të zhvilluara dhe me ekonomi në zhvillim kanë adoptuar regjimin e inflacionit të shënjestruar si kuadrin e politikës monetare të tyre.

Zhvillimet e krizës së fundit dhe reagimet ndaj saj shtrojnë natyrshëm 3 pyetjet e mëposhtme: a) A mund të shkëmbet stabiliteti monetar me atë financiar? b) Si janë përkeqësuar këto kundërtime në vendet me ekonomi në zhvillim? c) Çfarë mund të bëhet për të përmirësuar kushtet e kundërtive (*trade-offs*)?

Ky prezantim ka për qëllim studimin e kundërtive dhe propozimin e masave dhe politikave për përmirësimin e tyre, duke pasur në qendër të vëmendjes vendet me ekonomi në zhvillim. Në pjesën e dytë do të diskutohet sesi vendimet e politikës monetare, të cilat janë efektive në ruajtjen e stabilitetit të çmimeve, mund të ndikojnë negativisht në stabilitetin financiar. Në pjesën e tretë do të përshkruhet sesi kushtet e pafavorshme të stabilitetit financiar reduktojnë ndjeshëm efikasitetin e politikës monetare. Në pjesën e katërt flitet për mënyrat e ndryshme të përmirësimit të kundërtive të lartpërmendura. Ndërsa pjesa e pestë përmbledh përfundimet e këtij studimi.

II) NDIKIMET E POLITIKËS MONETARE NË STABILITETIN FINANCIAR

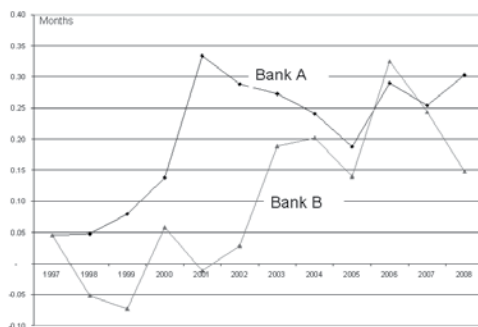
1) HENDEKU I MATURIMIT

Aktualisht (maj 2009), për shkak të krizës financiare, Bankat Qendrore (BQ) në mbarë botën kanë ulur normat bazë të interesit (NBI) në nivele të ulëta historike. Gjithsesi, kriza do të mbarojë një ditë dhe NBI në Nigeri e kudo do të rriten për t'u mbrojtur nga ndonjë inflacion i lartë i mundshëm. Tashmë disa ekonomistë i druhen ndonjë inflacioni të lartë në të ardhmen. Por kur kjo të ndodhë, bankat, në vendet e zhvilluara apo në zhvillim, do ta gjejnë veten të bllokuara në aktive me afat më të gjatë se detyrimet e tyre, duke rritur në këtë mënyre kostot e rifinancimit. Mësimi që nxorëm nga kriza e kursim-kreditit në SHBA në fund të viteve '80, e cila shpërtheu për shkak të normave të larta të interesit, tregon se kjo mundësi nuk mund të anashkalohet.

Pas periudhës së gjatë historike me norma të ulëta interesi, në një kohë kur prirja për të marrë përsipër rreziqe ishte më e madhe, nuk është e pazakontë të gjenden sisteme bankare me hendek të lartë maturimi, siç ilustron edhe në grafikun 1, i cili tregon mospërputhjet në maturim të dy bankave kryesore në Izrael.

Pyetja që lind natyrshëm është se çfarë do t'i ndodhë shëndetit financiar të sistemeve bankare, nëse/kur kushtet e përgjithshme makroekonomike dhe veçanërisht inflacioni të kenë nevojë për një rritje të shpejtë të normës bazë të interesit? A do të mjaftojë

Grafik 1. Ndryshimet në mospërputhjet në maturim në dy bankat më të mëdha në Izrael.



Burimi: Sistemi Bankar Izraelit, Raporti Vjetor 2008.

niveli i kapitalit të bankave për të amortizuar humbjet që mund të shkaktohen nga rritja e kostove të rfinansimit? A duhet që bankat qendrore të shtyjnë rritjen e normave bazë të interesit dhe të mos përmbushin kërkesat e regjimit të inflacionit të shënjestruar, duke rrezikuar kështu humbjen e besueshmërisë të fituar me aq mund, me qëllim që të mos përkeqësohet rreziku që vjen nga afati i maturimit? Kjo mundësi përbën një shembull të kundërtive që mund të ekzistojnë midis politikës monetare që ka si qëllim stabilitetin e çmimeve dhe bankave qendrore që kanë si qëllim stabilitetin financiar. Kjo dilemë lidhet në mënyrë të veçantë me ekonominë në zhvillim, ku tregjet financiare janë më pak të zhvilluara dhe ku kushtet mund të kërkojnë ndryshime të shpejta e të mëdha të normës bazë të interesit.

2) RREZIKU I KREDISË NË VALUTË

Një shembull tjetër i një kundërtie të mundshme ndërmjet stabilitetit financiar dhe atij monetar ka të bëjë me bashkëveprimin midis ndryshimeve të formalizuara të normave bazë të interesit dhe ndikimeve të tyre në kursin e këmbimit valutor. Le të supozojmë për një moment se një bankë qendrore merr një vendim në kohën e duhur dhe rrit normën bazë të interesit me qëllim mbajtjen nën kontroll të presioneve të ardhshme inflacioniste. Në shumë ekonomi të hapura, ku kursi i këmbimit valutor përbën një hallkë të rëndësishme të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare, një pjesë e mirë e fuqisë anti-inflacioniste vjen nga mbiçmimi i kursit të këmbimit. Ndërkohë që një rezultat i tillë do të jetë i favorshëm dhe i mirëpritur

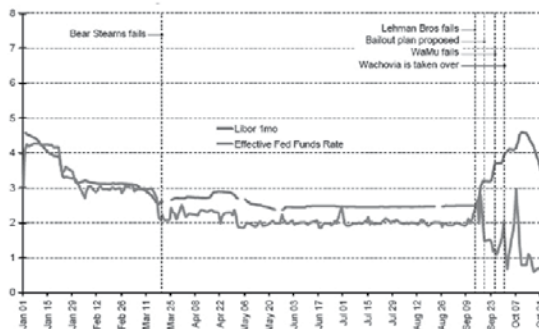
për mbajtjen e inflacionit nën kontroll, ai mund të çojë në rritjen e pozicioneve në valutë të bizneseve vendase dhe të individëve, të cilët janë të pambrojtur nga rreziku i kursit të këmbimit. Në rastin e një zhvlerësimi të papritur të monedhës vendase, shumë subjekte vendase mund të pësojnë humbje të mëdha në bilanc, gjë që mund të çojë në humbje të mëdha të kredive të bankave vendase dhe në destabilitet sistemik. Skenari i mësipërm nuk është i imagjinuar por ka ndodhur shpesh në shumë vende të botës (si për shembull, në Argjentinë 1997-1998, Azi Lindore 2001, Hungari 2009, sa për të përmendur disa raste), ku rreziku i kursit të këmbimit nuk ishte vënë nën kontrollin e shteteve.

III) STABILITETI FINANCIAR NDIKON NË POLITIKËN MONETARE

1) EFEKTET MBI MEKANIZMIN E TRANSMETIMIT MONETAR

Politika monetare moderne varet nga normat bazë të interesit, që bankat qendrore vendosin për të ndikuar në normat e tjera të ekonomisë - në normat afatgjata e afatshkurtra, normat e interesit të kredive dhe depozitave, si dhe në çmimet e mjeteve të tjera në ekonomi (për shembull, kursi i këmbimit valutor, çmimet e aksioneve, të shtëpive etj.) dhe nëpërmjet tyre në vlerën nominale të shpenzimeve, inflacionin dhe aktivitetin real.

Grafik 2. Norma Libor dhe norma bazë e FED-it.



Burimi: Bloomberg.

Efikasiteti me të cilin ndryshimet e normës bazë të interesit përçohen në norma të tjera dhe në pjesën tjetër të ekonomisë varet nga qëndrueshmëria dhe mirëfunksionimi i mekanizmit të transmetimit monetar. Me fjalë të tjera, në mënyrë që politika monetare të jetë sa më efektive, hallkat e ndryshme të sistemit të pagesave dhe të tregjeve financiare duhet të veprojnë siç duhet. Hallka e parë e zinxhirit nëpërmjet të cilit duhet të kalojë procesi i transmetimit monetar është kalimi nga norma bazë e interesit tek normat afatshkurtra të interesit. Një politikë monetare efektive duhet të mbështetet në lidhjet e ngushta midis normës bazë të interesit dhe normave të tregjeve ndërbankare.

Por, siç mund shihet në grafikun 2, lidhja shumë e ngushtë midis normës bazë të interesit (norma e përcaktuar nga Rezerva Federale) dhe normës së tregut (LIBOR) u thye plotësisht në muajin shtator të vitit 2008, në kohën e rënies së Lehman Brothers. Për vendet me ekonomi në zhvillim, pasojat e shkatërrimit të mekanizmit të transmetimit monetar ishin akoma më të mëdha, për shkak të mungesës së alternativave për burime financiare të bankave dhe varësisë që ato kishin nga flukset e kapitalit.

2) NDIKIMET MBI OPERACIONET E POLITIKËS MONETARE NË BILANCET E BANKAVE QENDRORE

Përpara krizës financiare, operacionet ditore të politikës monetare për injektimin dhe tërheqjen e likuiditetit përbëheshin nga shitblerja e përkohshme e obligacioneve qeveritare (Marrëveshjet e Riblerjes dhe Marrëveshjet e Anasjellta të Riblerjes) ose nga transaksione të shitblerjes me të drejta të plota. Për më tepër, shumica e bankave qendrore ofruan kredi të llojeve të ndryshme (kredi të lidhura me korridoret e normave të interesit, kredi të huadhënësit të fundit në radhë) të cilat u kolateralizuan pothuajse ekskluzivisht me bono thesari dhe/ose obligacione të qeverisë. Siç mund të shihet në tabelën 1, forma e operacioneve të Bankës Qendrore ndryshoi në mënyrë drastike, me qëllim përbalimin e krizës së sistemit financiar.

Operacionet e bankës qendrore kanë pësuar ndryshime të dukshme dhe të rëndësishme. Së pari, palët pjesëmarrëse në transaksionet dhe operacionet e bankës qendrore kanë ardhur duke u zgjeruar dhe nuk përbëhen më vetëm nga banka. Së dyti, gama e aktiveve që bankat qendrore zgjedhin të përdorin në transaksione, ka pësuar një rritje

Tabelë 1. Ndryshimet në operacionet e bankës qendrore që nga viti 2007.

	Lending Operations				Outright Purchases				
	More Counter Parties	More Liberal Collateral	Longer Term	FX Swaps	FX	Equities	Private Debt	Government Debt	Bail-Outs Capital Injections
Australia		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>					
Britain		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>			<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Canada	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>			Possible	Possible	
Euro Area		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>			Possible	Possible	
Japan		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	Possible
Sweden	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>					
Switzerland		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>				<input checked="" type="checkbox"/>
USA	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>			<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

Burimi: The Economist, Maj 2009.

të konsiderueshme dhe përfshin jo vetëm borxhin privat por në disa raste edhe kapitalin e vet. Së treti, ndikimi i bankës qendrore nëpërmjet injektimit të kapitalit për të ruajtur likuiditetin e bankave tregtare, bankave të investimeve, kompanive të sigurimit si dhe për të parandaluar falimentimin e tregjeve ndërbankare (tregu i parasë), ka arritur përmasa të paimagjinueshme.

Natyrshëm, këto ndryshime vënë në pikëpyetje bazën institucionale dhe ligjore të autoritetit të bankës qendrore, nëse këto operacione nevojiten edhe në të ardhmen. Për shembull, nuk është rastësi që përpara krizës pothuajse të gjitha bankat qendrore ofronin hua vetëm kundrejt kolateralit më të sigurt, obligacioneve qeveritare. Kjo në fakt ndodhte për një arsye shumë të fortë: nëse bankat qendrore do të kishin pavarësi në kryerjen e veprimeve të tyre e t'i ofronin hua taksapaguesve për të kryer operacione monetare dhe operacione të tjera, atëherë do të ishte me vend që këto kredi të mbroheshin nga aktivet më të sigurta ekzistuese.

Zgjerimi i bazës së aktiveve që shërbejnë si kolateral përtej obligacioneve qeveritare, përbën një çështje të rëndësishme institucionale që mund të ndikojë në aftësinë e Bankës Qendrore për të kryer në mënyrë të pavarur operacionet e politikës monetare.

Një nga çështjet e lartpërmendura është edhe pavarësia financiare e bankës qendrore. Me fjalë të tjera, nisur nga shkalla dhe shpejtësia

me të cilën banka qendrore duhet të reagojë gjatë krizës aktuale, a nuk është me vend të shqyrtohet praktika e përgjithshme e bankave qendrore për transferimin vjetor të të ardhurave të përfuara nga sinjorazhi, tek qeveritë?

3) LUHATSHMËRIA E ÇMIMEVE TË MALLRAVE BAZË

Një tjetër pasojë e krizës financiare që dëmtoi efektivitetin e politikës monetare ishte rënia e çmimeve të mallrave bazë dhe ndikimi i kësaj rënieje në pozicionin fiskal të qeverive të vendeve eksportuese të këtyre mallrave.

Rritjet e shkaktuara në deficitet fiskale dhe nevoja për t'u mbështetur më shumë në burime të brendshme financimi rritën rrezikun e kërcënimit të politikës monetare nga dominimi fiskal. Vetësigurimi nëpërmjet akumulimit të rezervave valutore në kohë të mira për të zbutur goditjet në kohë të këqija, ka rezultuar thjesht një zgjidhje e pjesshme. Arsyeja është sepse gjatë krizës financiare pati një lidhje mjaft pozitive ndërmjet *yield*-eve të aktiveve ku janë investuar rezervat valutore dhe çmimeve të mallrave.

4) BANKAT E HUAJA

Kriza aktuale ndër të tjera nxori në pah edhe lidhjen midis pranisë të bankave të huaja dhe efikasitetit të politikës monetare. Nëse bankat e huaja janë aktorë të rëndësishëm financiarë në ekonominë e brendshme dhe nëse aktiviteti i tyre huadhënës dhe huamarrës ndikohet më shumë nga kushtet e ekonomisë në vendin mëmë sesa nga kushtet e vendit pritës, atëherë efikasiteti i zbatimit të politikës monetare është i dobët. Kriza e vitit 2008 theksoi ndikimin e bankave të huaja në procesin e transmetimit të politikës monetare në vendet me ekonomi në zhvillim. Kanë qenë të shpeshta rastet kur bankat qendrore të vendeve me tregje në zhvillim, ku bankat e huaja luajnë rol dominues, ulën normën bazë të interesit, gjë që nuk u shoqërua me ulje të normave të kreditimit. Arsyeja kryesore e këtij fenomeni ishte se politikat e brendshme të huadhënies të bankave të huaja u vendosën nga bankat mëmë duke i kushtuar pak vëmendje kushteve vendase.

Në fakt, krahas avantazheve të lartpërmendura që bankat e huaja sjellin në drejtim të ekspertizës, teknikave të avancuara për

menaxhimin e rrezikut dhe burimeve shtesë që i sjellin ekonomisë vendase (Ramon dhe Villar 2005), përshtatja e duhur e iniciativave dhe e veprimeve të tyre në përputhje me nevojat e ekonomisë vendase përbën një çështje të rëndësishme të politikës monetare. Këto çështje kanë një rëndësi të veçantë për vendet me ekonomi në zhvillim, të cilat nuk ishin shkak i krizës financiare të vitit 2008, por që ishin ato të cilat vuajtën në mënyrë të veçantë nacionalizmin financiar që u ndez nga kriza.

IV) PËRMIRËSIMI I KUNDËRTIVE (*TRADE-OFFS*)

1) ZHVILLIMI I BURIMEVE TË BRENDSHME

AFATGJATA E TË QËNDRUESHME TË FINANCIMIT

Zhvillimi i burimeve të brendshme afatgjata të financimit, siç janë fondet e pensionit, përmirëson bashkëveprimin midis stabilitetit financiar dhe atij monetar në shumë drejtime.

Së pari, kjo gjë krijon burime afatgjata për të financuar projekte afatgjata, duke kontribuar kështu në pakësimin e mospërputhjeve në maturime në veprimtarinë bankare (detyrime afatshkurtra që financojnë aktive afatgjata). Sa më i ngushtë të jetë hendeku i maturimit, aq më pak i ekspozuar është sistemi bankar ndaj rritjes së normës bazë të interesit nga ana e bankës qendrore në përgjigje të goditjeve inflacioniste. Pra, prania e kursimeve të qëndrueshme afatgjata rrit aftësinë e politikës monetare për veprime të duhura, pa u shqetësuar për mënyrën sesi ajo do të ndikonte në stabilitetin financiar.

Së dyti, prania e një kërkese të qëndrueshme për obligacione të brendshme afatgjata redukton rrezikun e politikës monetare për t'iu nënshtruar nevojave për të financuar deficitin e qeverisë - që në fakt përbën një problem të përgjithshëm në shumë ekonomi në zhvillim dhe një burim destabiliteti financiar.

Së treti, krijimi: a) i një tregu të zhvilluar ndërbankar; b) i një tregu të zhvilluar afatgjatë të obligacioneve qeveritare; c) i tregjeve sekondare mirëfunktionuese do të rezultojë, ndër të tjera, në shtrirjen e kurbës së *yield*-it në një varg të gjatë maturimesh. Për rrjedhojë, ky zhvillim

do të përmirësojë shkëmbimin (*trade-off*) ndërmjet stabilitetit financiar dhe atij monetar të paktën në dy drejtime të rëndësishme. Së pari, nëse ka një kurbë të obligacioneve të mbrojtura nga inflacioni, krahas obligacioneve të zakonshme, ajo siguron një burim informacioni të përdorshëm dhe largpamës për besueshmërinë e politikës monetare (Brenner dhe Sokoler 2009), si dhe një burim informacioni mbi primet e rrezikut (Soderlind 2006). Së dyti, ajo zgjeron zonën e pritshmërive të politikës monetare (Bernanke 2007) duke përforcuar qëllimin për ndryshime më graduale të normës bazë të interesit në rast goditjesh, pra duke ulur mundësinë e çrregullimeve të tregjeve financiare.

Për të ndërtuar tregje financiare të qëndrueshme dhe eficiente, është e rëndësishme që të sigurohet një sistem i duhur qeverisës. Për shembull, nuk mund të ekzagjerohet rëndësia e rolit mbikëqyrës të drejtuesve të institucioneve financiare, rëndësia e transparencës dhe ndërtimi i një strukture të duhur të mbikëqyrjes financiare. Në këtë kuadër, kujdes i veçantë duhet t'i kushtohet zgjedhjes së strukturës së rregullimit financiar (modeli FSA, modeli Dutch bi-polar, etj.).

2) KRIJIMI I INSTRUMENTEVE PËR PËRBALLIMIN E LUHATSHMËRISË SË ÇMIMEVE TË MALLRAVE BAZË

Një ndër sfidat tona është përmirësimi i tregjeve të kontratave të ardhshme për mallrat bazë dhe i tregjeve derivative, me qëllim përmirësimin e aftësisë mbrojtëse (për shembull, nëpërmjet zgatjes së afatit të kontratave të ardhshme dhe të kontratave option të naftës) në vendet në zhvillim me tregje të paqëndrueshme mallrash bazë. Çfarë roli mund të luajnë organizatat ndërkombëtare në këtë drejtim? Si mund të kontribuojnë ato në forcimin e faktorëve stabilizues në këto tregje kundrejt sjelljes destabilizuese të turmës (shihni për shembull Weiner 2006)?

Kohët e fundit, FMN krijoi një lehtësi kreditimi fleksibël, që iu ofron vendeve me politika “të shëndosha” linja kredie pa kushtëzime. Këto linja kredie shërbejnë si një lloj police sigurimi kundër goditjeve për të cilat vendet në fjalë nuk mbajnë përgjegjësi. A ka mundësi të mendojmë për agjenci ndërkombëtare për të krijuar një mekanizëm tregu më të efektshëm, ku do të mundësohet lidhja e kontratave afatgjata për t'u mbrojtur nga luhata e çmimeve të mallrave? Megjithëse ekzistojnë tregjet e derivateve dhe të kontratave

të ardhshme për mallra të ndryshëm, tregjet për kontrata afatgjata janë të pazhvilluara.

Në qershor të vitit 2006, Banka Botërore publikoi një dokument të gjatë prej 150 faqesh, të titulluar “Përballimi i çmimeve më të larta të naftës”. Ky dokument shqyrtoi përvojën e 30 vendeve në zhvillim në përballjen me rritjen e çmimit të naftës dhe reagimet e politikës së tyre. Çuditërisht, dokumenti nuk përfshin përdorimin e kontratave afatgjata të ardhshme dhe e kontratave opsion, si një mekanizëm i efektshëm për zbutjen e ndikimit të luhatshmërisë së çmimit të naftës tek konsumatorët dhe të varfrit. Përfshirja e organizatës botërore mund të konsiderohet si ndërmjetësuese apo kundërpalë në marrëveshje afatgjata shkëmbimi (*swap*) që do të nxisnin shpërndarjen e rrezikut ndërmjet vendeve që për shembull janë në të dyja anët, e rritjes (uljes) së çmimit të naftës.

Mënyrat më eficiente për përballimin e luhatshmërisë së çmimeve të mallrave përmirësojnë kundërtinë (*trade-off*) stabilitet monetar dhe stabilitet financiar, të paktën në dy drejtime të rëndësishme. Së pari, me izolimin e pozicioneve fiskale të qeverisë nga luhatshmëria e çmimeve të mallrave, do të pakësohen luhatjet e të ardhurave qeveritare dhe deficitet, të cilat ndikojnë negativisht në stabilitetin financiar dhe rrisin rrezikun e dominimit fiskal. Së dyti, masat për shpërndarjen afatgjatë të rrezikut do të pakësojnë nevojën për t'u mbështetur në vetësigurim nëpërmjet akumulimit të rezervave valutore, duke i dhënë veprimeve të politikës monetare më shumë pavarësi për veprim ndaj inflacionit dhe ndaj goditjeve të stabilitetit financiar.

3) NDRYSHIMET NË POZICIONIN RREGULLATOR PËR BANKAT E HUAJA

Në shumë ekonomi në zhvillim, bankat e huaja përbëjnë shtyllën kurrizore të sistemit vendor monetar dhe financiar. Të gjendura përballë krizës financiare, ekonomitë në zhvillim duhet të përshtatin më së miri incentivat e bankave të huaja me nevojat e ekonomisë vendase, sesa me nevojat e bankave mëmë. Një çështje e rëndësishme në këtë drejtim është baza e ardhshme ligjore e operacioneve të tyre, si dhe ndikimi i saj në kundërtinë stabilitet-eficiencë.

Siç është shprehur edhe Goodhart (2009):

“Druaj se një pasojë e krizës mund të jetë që autoritetet kombëtare do të insistojnë se bankat e huaja kryejnë operacione lokale nëpërmjet një filiali vendas të inkuorporuar. Ndërkohë që kjo do të pengojë eficiencën, ajo mund të rrisë stabilitetin dhe të lehtësojë procedurat e mbylljes së aktivitetit. Më përgjithësisht, çdo plan falimentimi duhet të trajtojë çështje kyçe, të tilla si: kush e ka autoritetin përmbyllës; cilat do të jenë marrëveshjet e ndarjes së humbjes ndërmjet vendeve për bankat e mbyllura; dhe si do të trajtohen operacionet e huaja të bankave vendase. Kjo është diçka të cilës rregullatorët duhet t’i kushtojnë tepër vëmendje.”

Gjithashtu, çështjet e drejtimit (për shembull, a duhet të ekzistojë roli i mbikëqyrësit të brendshëm në bordin e një banke lokale me kapital të huaj dhe si duhet zgjedhur ai), kontrolli i brendshëm (për shembull, sa i pavarur është bordi drejtues i një banke lokale me kapital të huaj për sa i përket rreziqeve të ndryshme të ndërmarrja në ekonominë vendase) dhe transparenca.

4) PAVARËSIA FINANCIARE E BANKËS QENDRORE

Edhe para krizës financiare të vitit 2008, ka pasur mjaft interes ndaj rëndësisë që ka pavarësia financiare e bankës qendrore për efektivitetin e politikës monetare. Stella (2002) thotë se: “Një bankë qendrore e pavarur financiarisht ose e thënë ndryshe një bankë qendrore financiarisht e fortë është një bankë, e cila zotëron burime të mjaftueshme për të arritur objektivat e saj kryesore”. Parë nga një këndvështrim ndoshta naiv, mund të themi se bankat qendrore gëzojnë burime të qëndrueshme të ardhurash nga fitimet të tyre prej sinjorazhit. Ky këndvështrim shpjegon marrëveshjen e përbashkët të bankave qendrore për transferimin e të gjitha ose pothuajse të gjitha fitimeve vjetore tek qeveritë. Megjithëse ky këndvështrim mund të jetë i saktë në kohë të mira, si përgjigje e krizës financiare të paprecedent, fryrja e bilanceve të bankës qendrore dëshmon nevojën e bankës qendrore për të pasur burime të mjaftueshme, që të veprojnë në një shkallë të gjerë dhe me shpejtësi në situata të caktuara.

Pavarësia financiare e bankës qendrore siguron ndërmarrjen e këtyre veprimeve, nëse është e nevojshme, pa vënë në diskutim legjitimitetin e tyre. Me fjalë të tjera, sa më legjitime të jenë veprimet e bankës qendrore, aq më i mirë do të jetë shkëmbimi (*trade-off*) midis stabilitetit monetar dhe financiar.

Nisur nga përvoja e krizës së vitit 2008, duhet treguar vëmendje më e madhe për t'i lejuar bankat qendrore të mbajnë të ardhurat e tyre me qëllim ndërtimin e kapitalit, për të shmangur probleme lidhur me legjitimitetin në rast se bankës qendrore do t'i duhet të veprojë sërish shpejt dhe në një shkallë të gjerë.

Një mësim i rëndësishëm i krizës financiare të vitit 2008 është nevoja e bankave qendrore për të injektuar shpejt shuma të konsiderueshme kapitali tek subjektet financiare. Shumat e mëdha të kapitalit dhe të likuiditetit që bankat qendrore duhet të injektojnë në rast të një krize besimi, kërkojnë që edhe bankat qendrore të rrisin kapitalin e tyre. Çdo alternativë tjetër për ndërtimin e një baze të madhe kapitali të bankës qendrore do të ishte jopraktike, pasi do të kërkonte futjen në shumë detaje të tjera ligjore dhe institucionale.

V) PËRFUNDIME

Një nga mësimet më të rëndësishme të krizës financiare të vitit 2008 është se regjimi i suksesshëm i inflacionit të shënjestruar, që siguron periudha të gjata me një normë inflacioni të ulët e të qëndrueshme, nuk mjaftojnë për ruajtjen e stabilitetit financiar. Si rezultat, politikëbërësit në përgjithësi dhe bankat qendrore në veçanti duhet të përballen me realitetin se në të vërtetë ekziston një shkëmbim (*trade-off*) midis stabilitetit të çmimeve dhe stabilitetit financiar, gjë që herë pas here bëhet shumë e vështirë.

Ky studim përbën një përpjekje për të zbuluar natyrën e këtyre kundërtive, duke nxjerrë në pah bashkëveprimet e ndryshme midis stabilitetit të çmimeve dhe atij monetar. Një mësim tjetër që del nga kjo analizë është se instrumentet e politikës monetare, si norma bazë e interesit, që synojnë arritjen e stabilitetit të çmimeve, mund të kërkojnë njëherësh përshtatjen e instrumenteve të tjera (si norma e detyruar e kapitalit) me synim ruajtjen e stabilitetit financiar.

Një nga sfidat e politikëbërësve është të gjejnë mënyra për të përmirësuar kundërtitë e lartpërmendura. Kjo do të çonte në lloje analizash monetare, të cilat deri përpara krizës së vitit 2008, bëheshin veçmas. Për shembull, po të marrim parasysh kohën dhe

masën e ndryshimit të normës së interesit si përgjigje ndaj goditjeve inflacioniste, në të shkuarën i kushtohej pak ose aspak vëmendje pasojave që mund të shkaktonin këto ndryshime në zëvendësimin e gjerë të huadhënies së jashtme me huadhënien e brendshme ose në stabilitetin financiar. Në fakt, pas krizës kjo ndarje nuk është më e arsyeshme.

Regjimi i inflacionit të shënjestruar mbetet ndoshta kuadri më i suksesshëm në drejtimin e politikës monetare në shumë vende, por megjithatë nuk duhet të flemë mbi dafina. Realiteti është shumë më i ndërlikuar dhe interesant sesa mendohej dy vjet më parë.

* Meir Sokoler, Këshilltar i FMN-së për politikën monetare në Bankën e Shqipërisë.

BIBLIOGRAFIA

Bernanke, B (2007) Inflation expectations and inflation forecasting, Presentation at the Monetary Economics Workshop of the NBER Summer Institute.

Benner, M. and Sokoler, M (2009), "Inflation Targeting and Exchange Rate Regimes: Evidence from the Financial Markets, Review of Finance (forthcoming)

Feldstein M. (2009), "Inflation is looming on America's horizon", Financial Times, April 19th.

Goodhart, C. (2009), "Procyclicality and Financial Regulation" Estabilidad Financiera, num 16, Banco De Espana

Issing, O. (2003) "Monetary and Financial Stability: Is There a Tradeoff?" BIS, Working Paper, No. 18 (September).

Moreno, R. and Villar, A. "The increased role of foreign bank entry in emerging markets", a chapter in Globalization and monetary policy in emerging markets, 2005, vol. 23, pp 9-16 from Bank for International Settlements

Schwartz, A. (1988). "Financial Stability and the Federal Safety Net" in W. S. Haraf and G. E. Kushmeider (eds), Restructuring Banking and Financial Services in America. Washington: American Enterprise Institute for Public Policy Research.

Sonderlind, P. (2008) "Monetary Policy Effects on Financial Risk Premia", The Manchester School, Vol. 76, pp. 690-707,

Stela, P (2005), "Special section on central bank financial independence and policy credibility: introduction" IMF staff papers, July 1st

Stiglitz, J. (2009) "Good news hard to find amid a litany of economic woes", Speech delivered at the Davos World Economic Forum, February 5th .

Wiener, R.J. (2006) "Do Birds for a Feather Flock Together?-Speculator Herding in the World Oil Market. Resources for the Future , Discussion paper 06-3131 Washington D.C, June.

SEKSIONI II

NDIKIMET E KRIZËS GLOBALE
NDAJ EKONOMIVE TË EVROPËS
LINDORE: SI I JANË PËRGJIGJUR
AUTORITETËT MONETARE
DHE FISKALE DOBËSIMIT TË
EKONOMIVE TË TYRE?

PROBLEMET AKTUALE TË PREZENCËS SË BANKAVE TË HUAJA NË EVROPËN JUGLINDORE

*Emidio Coccozza**

Së pari dëshiroj të shpreh kënaqësinë për pjesëmarrjen në këtë konferencë dhe falënderoj Bankën e Shqipërisë për ftesën.

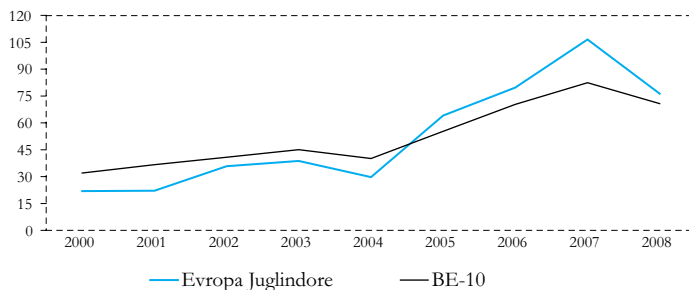
Në këtë prezantim do të analizoj disa përfundime paraprake, të cilat janë pjesë e një kërkimi që po zhvillon kohët e fundit Banka e Italisë mbi sistemin financiar në Evropën Juglindore (EJL). Për të qenë më të qartë, gjatë fjalës sime, me termin Evropë Juglindore do t'i referohem vendeve të Ballkanit Perëndimor që janë kandidatë potenciale për anëtarësim në Bashkimin Evropian, ku përfshihen: Shqipëria, Bosnje dhe Hercegovina, Kroacia, Ish-Republika Jugosllave e Maqedonisë, Mali i Zi dhe Serbia, me përjashtim të Kosovës, e cila nuk u trajtua në studim për shkak të mungesës së të dhënave.

Në prezantimin e mëposhtëm do të paraqes disa fakte mbi praninë e bankave të huaja në këtë rajon. Këto fakte mund të jenë të njohura; megjithatë, vlen të nxirren në pah, me qëllim që të kuptohet mjedisi i përgjithshëm që ndikoi në zhvillimet financiare në vendet e Evropës Juglindore.

Bankat e huaja, kryesisht nga vendet e BE-së, dominojnë sistemet bankare të Evropës Juglindore. Deri para fillimit të krizës financiare, ndërmjetësit e huaj kishin investuar shumë në rajon. Niveli i depërtimit të tyre në këto vende, ka tejkaluar kohët e fundit edhe

nivelin e investimeve në shtetet më të reja anëtare të BE-së, siç janë vendet e Evropës Lindore (BE-10).

Grafik 1. Pjesëmarrja e bankave të huaja⁽¹⁾
(në % të PBB).



Burimi: Llogaritje bazuar në të dhëna nga BIS dhe FMN.
(1) Pretendimet e konsoliduara të huaja dhe ato vendase të filialeve të huaja.

Në grafik paraqitet sasia e pretendimeve të huaja si përqindje e PBB-së, ku vërejmë dy aspekte: rritjen e shpejtë të depërtimit të huaj duke filluar që në vitin 2004 e deri para krizës dhe vlerën tepër të lartë të kësaj shifre, duke pasur parasysh që sipas standardeve ndërkombëtare, vetë pika e referimit të BE-10 është e lartë.

Grafik 2. Ekspozimi ndaj sistemit ndërkombëtar bankar
(dhjetor 2008)⁽¹⁾

	Pretendimet e huaja (% të aktiveve të sektorit bankar në vendin pritës)					
	nga të cilat:					
	Austri	Francë	Gjermani	Greqi	Itali	
Evropa Juglindore	95.4	27.5	6.6	18.7	6.6	30.5
BE-10	83.7	16.8	7.3	10.8	2.5	11.2
Llogaritë e angazhimeve						
Ekspozimi i vendeve raportuese (% të aktiveve të sektorit bankar në vendin mëmë)						
Evropa Juglindore	-	2.4	0.1	0.2	1.3	0.8
BE-10	-	13.6	0.8	1.2	4.7	2.6

Burimi: Llogaritje bazuar në të dhëna nga BIS, BQE dhe autoritetet kombëtare.
(1) Pretendimet e konsoliduara të huaja dhe ato vendase të filialeve të huaja.

Që nga fundi i vitit 2008, pretendimet e huaja të konsoliduara të pashlyera ndaj vendeve të Evropës Juglindore zinin rreth 95% të

totalit të aktiveve të bankave vendase, një përqindje kjo më e lartë se në vendet e BE-10. Duhet të theksoj se në këtë shifër përfshihen pretendimet me jashtë, të cilat nuk janë pjesë e aktiveve të bankave vendase. Pra, këto shifra nuk janë të krahasueshme me pjesën e tregut të filialeve të huaja. Në tabelë paraqitet edhe ekspozimi relativ i sistemeve bankare kredituese kryesore ndaj Evropës Lindore, i cili, me përjashtim të Austrisë, ka qenë përgjithësisht i frenuar. Gjithashtu, vlen të theksohet se ekspozimi ndaj sistemit bankar ndërkombëtar ka qenë tepër i përqendruar: Austria, Gjermania dhe Italia përbëjnë rreth 80% të totalit të pretendimeve të huaja. Për të bërë një krahasim, në rastin e BE-10, ky tregues është 46.4%.

Në literaturën ekonomike hasim një shumëllojshmëri opinionesh për sa i përket efektit të pranisë së bankave të huaja mbi stabilitetin financiar. Le të tregojmë në fillim përfitimet e mundshme. Në radhë të parë, përfshirja e lojtarëve të huaj me qendër në vendet me ekonomi të përparuara, përgjithësisht konsiderohet me dobi për efikasitetin dhe zhvillimin e mëtejshëm të sektorit bankar të vendit-pritës. Bankat e huaja mund të jenë në gjendje të përballojnë nivele të larta të rritjes së kreditimit dhe të zbusin modelin ciklik të kredidhënies, kur vendi-pritës përjeton periudha të vështira. Filialet e grupeve të mëdha globale mund ta kenë më të lehtë t'i rrisin fondet në tregun financiar ndërkombëtar, pasi barrierat e informacionit mund të jenë më të kufizuara.

Në grafik mund të shohim se si prania e huaj në sistemin bankar ka ndihmuar në thellimin e shpejtë financiar në rajon. Veçanërisht,

Grafik 3. Norma e rritjes së kreditimit të sektorit privat (mesataret vjetore)

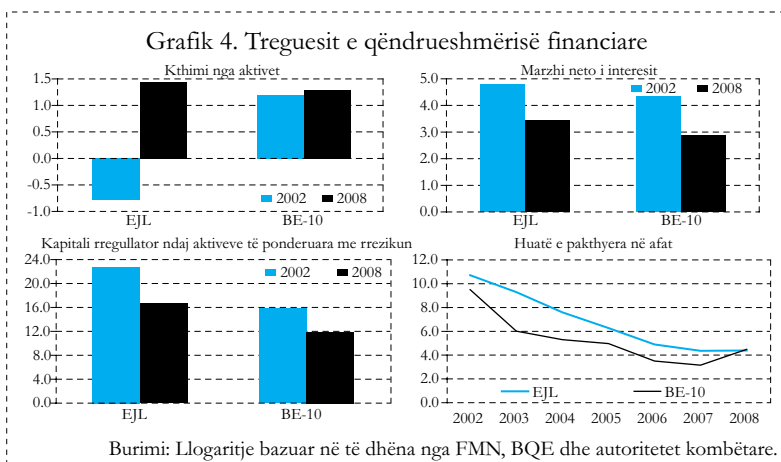
Zona	Në terma nominalë			Në terma realë		
	(2002-08)	(2002-04)	(2005-08)	(2002-08)	(2002-04)	(2005-08)
Evropa Juglindore	24.8	18.6	30.6	19.7	13.3	24.5
BE-10	24.1	17.5	29.1	19.8	13.0	24.9

Burimi: Llogaritje bazuar në të dhëna nga FMN dhe autoritetet kombëtare.

deri në vitin 2007, paralelisht me rritjen e pranisë së bankave të huaja, në vendet e Evropës Juglindore ka pasur edhe një përshejtim të theksuar të rritjes së kreditimit.

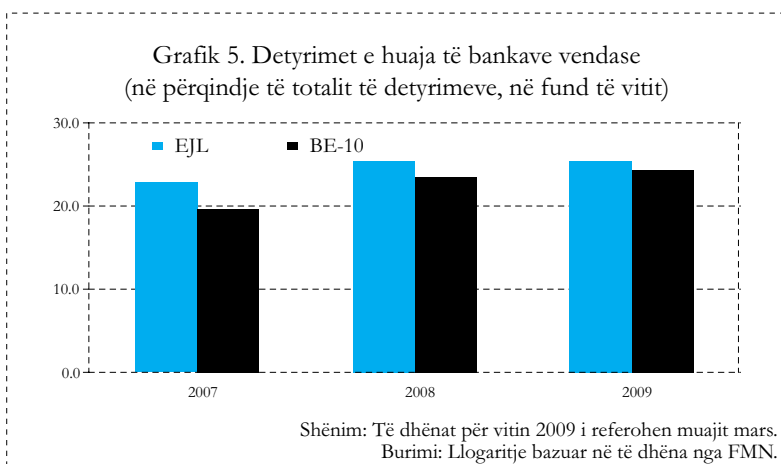
Bankat me pronësi të huaj mund të ndikojnë pozitivisht në stabilitetin e përgjithshëm të sistemit bankar vendas. Treguesit e rentabilitetit të sistemit bankar, kapitalizimi dhe cilësia e kredisë në sistemet bankare të vendeve të Evropës Juglindore shfaqin nivele pozitive ose janë përmirësuar ndjeshëm, krahasuar me vendet e BE-10. Në grafik janë përfshirë vetëm ata tregues që, në përgjithësi, përdoren në literaturën ekonomike për të analizuar qëndrueshmërinë e sektorit financiar. Vlen të përmendim se kufiri i marzhit neto të interesave, i cili përfaqëson bazën e rentabilitetit në rajon, mund të pasqyrojë një konkurrencë më të dobët në sistemin bankar të vendeve të Evropës Juglindore, krahasuar me ato të BE-10. Nga ana tjetër, kufiri i marzhit gërryhet pjesërisht nga efikasiteti relativisht i ulët, pasi raporti i kostos ndaj të ardhurave në rajon është i lartë. Megjithatë, duhet të pranojmë se përmirësimi i rentabilitetit në vendet e këtij rajoni gjatë kësaj periudhe ka qenë mbresëlënës.

Cilësia e ndërmjetësimit financiar u rrit më tej falë përpjekjeve të konsiderueshme për përmirësimin e kuadrit rregullator e mbikëqyrës, të nxitura nga perspektiva e anëtarësimit në BE dhe nevoja për përafrimin e legjislacionit me *acquis communautaire*, e përmendur më parë edhe nga drejtuesi i panelit.



Cilat janë rreziqet potenciale që lindin nga prania e bankave të huaja, me të cilat mund të përballet stabiliteti financiar i një vendi pritës? Pjesëmarrja e huaj mbizotëruese diversifikon natyrën e rreziqeve të stabilitetit me të cilat përballet sistemi financiar i vendeve pritëse, e pikërisht prandaj sjell sfida të reja për autoritetet vendase. Sistemet financiare me prani të huaj të konsiderueshme në sistemin bankar mund të jenë më të prirura të pësojnë goditjet që kanë prekur edhe bankat mëma. Këto goditje mund të jenë të forta dhe autoritetet vendase mund ta kenë të vështirë t'u bëjnë ballë të vetme.

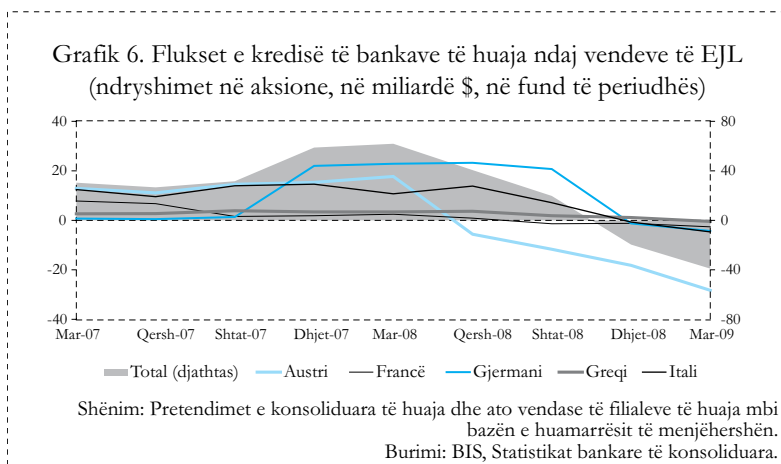
Një pjesë e madhe e kredisë së re në vendet e Evropës Juglindore është financuar nga jashtë, përmes huamarrjes në tregun ndërbankar ndërkombëtar ose në mënyrë të drejtpërdrejtë nga selitë qendrore të grupeve bankare ndërkombëtare. Në grafik mund të vërehet se, krahasuar me vendet e BE-10, sistemet bankare të vendeve të Evropës Juglindore janë më të varura nga financimet e huaja.



Sistemet bankare që varen nga financimet e huaja mund të përballen me rënien e financimeve apo me financime më të kushtueshme, në rastet kur ka zhvillime negative brenda grupeve bankare apo në tregjet financiare ndërkombëtare. Ndikimet e tërthorta e negative që mund të vijnë nga bankat e huaja mund të përkeqësohen nga fakti se prania e tyre është shumë e përqendruar në sistemet bankare të vendeve të Evropës Juglindore.

Si rezultat i nivelit të lartë të varësisë nga bankat e huaja, kriza ndërkombëtare vuri në provë qëndrueshmërinë e sistemeve financiare të rajonit. Kufizimi i financimeve dhe shqetësimet e tregut mbi shëndetin e bankave, i kanë detyruar grupet bankare ndërkombëtare me qendër në vendet me ekonomi të përparuara të rivlerësojnë pozicionet e tyre në bilancin global. Përveç problemeve të shtruar më sipër, përkeqësimi i vazhdueshëm i mjedisit makroekonomik të rajonit dhe rënia e pritshme e cilësisë së kredisë mund të ushtrojnë presion të vazhdueshëm mbi bankat mëma për të pakësuar operacionet e tyre në Evropën Juglindore.

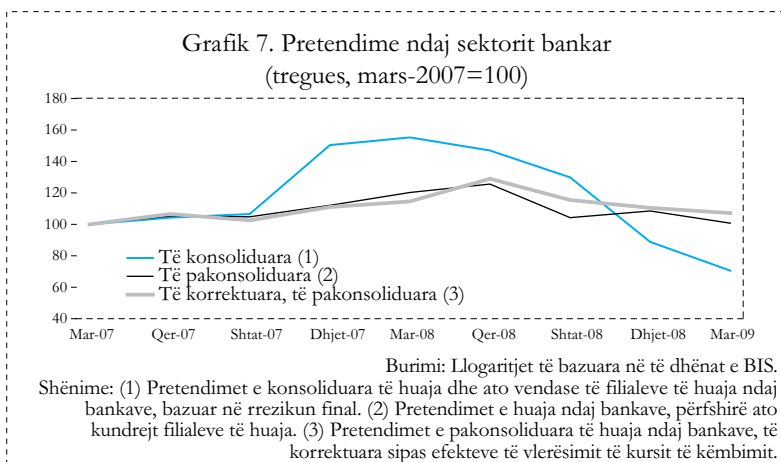
Cilat janë të dhënat paraprake që kemi në dispozicion? Siç mund të vërejmë edhe nga statistikat e BIS (Banka për Rregullime Ndërkombëtare), kredia e bankave të huaja për vendet e rajonit ishte shumë e lartë deri para falimentimit të Lehman Brothers. Megjithatë, në tremujorin e fundit të vitit 2008, vëllimi i pretendimeve të huaja në rajon në bazë vjetore regjistroi rënie. Pakësimi i kredisë bankare ndërkombëtare vazhdoi edhe në tremujorin e parë të vitit 2009. Të gjitha vendet kryesore kredituese raportuan një rënie të pretendimeve të tyre në rajon, ndonëse bankat austriake raportuan pjesën më të madhe të kësaj rënieje.



Duhet përmendur se të dhënat e këtij grafiku nuk janë të pastruara nga efektet e luhatjeve të kursit të këmbimit. Për këtë arsye, ka gjasa

që rënia të jetë mbivlerësuar. Gjatë periudhës mars 2008 - mars 2009, monedha euro në të cilën është lëvruar një pjesë e madhe e pretendimeve të huaja në Evropën Juglindore (e ndaj të cilës është fiksuar, përgjithësisht, kursi i këmbimit të monedhave vendase dhe si pasojë edhe pretendimet vendase të lëvruara në monedhë vendase), u nënvlerësua me 13% krahasuar me dollarin amerikan.

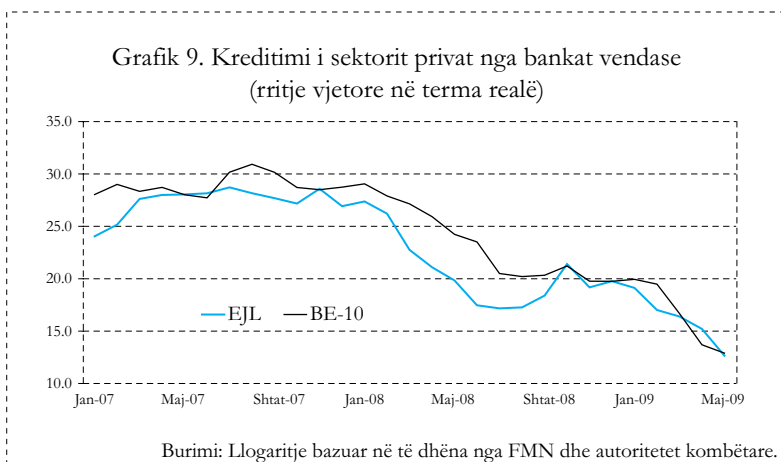
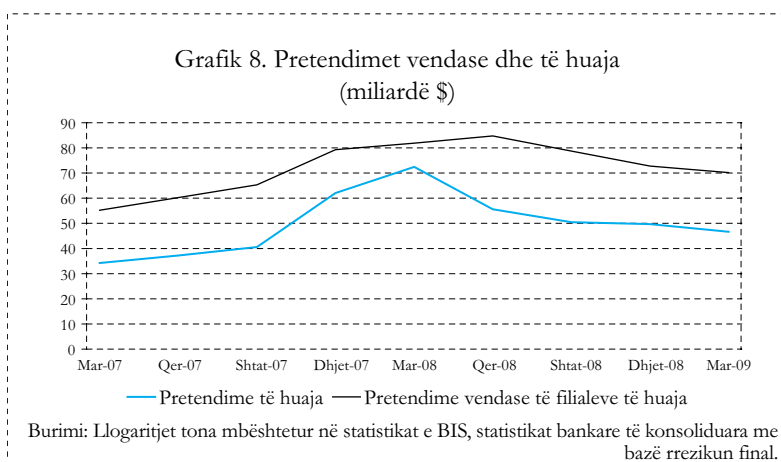
Pretendimet e konsoliduara të bankave në Evropën Juglindore u pakësuan thellë, duke reflektuar rënien e tregut ndërbankar ndërkombëtar të financimit me shumicë. Të dhënat e pakonsoliduara, në të cilat pozicionet brenda grupit nuk janë netuar, regjistruan një rënie edhe më të thellë të pretendimeve ndërkombëtare ndaj sektorit bankar, gjë që tregon se financimi i filialeve në rajon nga ana e bankave mëma, ka qenë i qëndrueshëm. Të dhënat sugjerojnë se problemet e financimit në tregjet ndërbankare janë ndërjerë më shumë nga kundërpalët që nuk janë të lidhura drejtpërdrejt e që financohen kryesisht në përputhje me parimet bazë të tregut. Përveç kësaj, për të balancuar rënien e kreditimit ndërbankar, bankat vendase zvogëluan depozitat e tyre në bankat që raportojnë përpara BIS, duke sjellë flukse hyrëse neto të përgjithshme në sistemin bankar të rajonit.



Krahasuar me financimin nga jashtë, kreditimi i lëvruar nga filialet e bankave të huaja në rajon ka qenë më i qëndrueshëm. Veçanërisht, pozicionet vendase për sektorin privat jobankar kanë qenë relativisht të qëndrueshme, gjë që përputhet plotësisht me angazhimin e

vazhdueshëm të bankave mëma në tregjet e vendeve pritëse, edhe kur ato gjenden nën presion.

Të dhënat mbi kreditimin e sektorit privat nga ana e bankave vendase mbështesin idenë e dhënë më sipër, meqenëse, pavarësisht një ngadalësimi të theksuar, rritja e kredisë reale arriti të ruajë edhe gjatë gjysmës së parë të vitit 2009 një normë dyshifrore, ashtu si dhe në vendet EU-10. Kjo është vërtet mbresëlënëse, pasi edhe nivelet fillestare ishin shumë të larta dhe për mendimin tim, nuk mund të ishin të qëndrueshme për një kohë të gjatë.



Cilat janë përfundimet që mund të nxjerrim nga këto të dhëna paraprake? Deri tani, të dhënat që kemi në dispozicion tregojnë për një riekulibrim të kënaqshëm të ekspozimit të bankave ndërkombëtare ndaj vendeve të Evropës Juglindore. Ky zhvillim përputhet me procesin e vazhdueshëm global për uljen e nivelit të përdorimit të levës financiare. Përpjekjet për të bashkërenduar reagimin e bankave mëma, për shembull përmes mbështetjes shumëpalëshe nga institucionet financiare ndërkombëtare, kanë ndihmuar në shmangien e ndonjë ngadalësimi të papritur.

Më lejoni që, në përfundim të fjalës sime, të theksoj se pretendimi që ndërkombëtarizimi i sistemeve bankare të vendeve të Evropës Juglindore përbën një forcë stabilizuese, mund të ngjajë pak i çuditshëm në momente si ky që po përjetojmë, kur, sipas një pjese të mirë të vëzhguesve, lidhjet globale mes bankave - dhe këtu po citoj FMN-në – “kanë ndezur zjarrin e krizës në ekonomitë me tregje në zhvillim”. Megjithatë, krahasuar me ashpërsinë e krizës globale dhe duke pasur parasysh përvojën e mëparshme, sistemet bankare të rajonit kanë treguar të jenë të afta të rimëkëmben mjaft shpejt. Nga ana tjetër, kriza ka ndryshuar mjedisin drejt një thellimi financiar në rajon dhe, për momentin, duhet të presim një model bankar më të ekuilibruar dhe ndoshta, një rritje më të ngadaltë.

Ju falënderoj për vëmendjen!

* Emidio Coccozza, Departamenti i Marrëdhënieve dhe i Analizës Ekonomike Ndërkombëtare, Banka e Italisë.

FJALË DISKUTIMI

*Boštjan Jazbec**

Në radhë të parë do të doja të falënderoja për ftesën Bankën qendrore të Shqipërisë dhe në mënyrë të veçantë Guvernatorin Fullani. Gjithashtu, do të doja të falënderoja edhe kolegët e mi në Bankën Qendrore të Kosovës, Guvernatorin Rexhepi dhe Zëvendësguvernatorin Gërguri, për këtë përvojë të mrekullueshme dhe sfiduese që kam përjetuar që kur kam filluar të punoj pranë Bankës Qendrore të Kosovës.

Sot do të dëshiroja të përshkruaja shkurtimisht zhvillimet e sektorit financiar në Kosovë. Tani po e shikoj që në prezantimin tim kam vendosur gabimisht muajin mars 2009. Ka shumë mundësi që këtë gabim ta kem bërë në mënyrë të pandërgjegjshme, duke u vendosur në fillim të verës, një stinë plot gjallëri për të gjithë ata që nuk kanë qenë asnjëherë në Kosovë. Arsyeja përse e them këtë ka të bëjë me një nga përfundimet që kam nxjerrë në prezantimin tim, se emigrantët që kthehen në Kosovë ndihmojnë në zhvillimin e mëtejshëm të ekonomisë dhe i japin më shumë gjallëri stinës së verës në Prishtinë.

Përse Kosova përbën një rast të veçantë?

Në prezantimin tim dua të përqendrohem në dy çështje të rëndësishme. E para, për shkak se Kosova është relativisht e izoluar

nga tregjet financiare ndërkombëtare; dhe e dyta, për shkak të përdorimit të euros si monedhë zyrtare me kurs ligjor, ekonomia kosovare ka një sjellje disi të ndryshme ndaj krizës financiare. Kjo shpjegon ndryshimet e ndodhura në zhvillimet e sektorit bankar dhe në situatën makroekonomike në përgjithësi, si dhe arsyet pse Kosova është ndoshta shteti i vetëm në rajon me ritme të konsiderueshme pozitive të rritjes ekonomike, duke kapur nivelet e rritjes ekonomike globale dhe duke qëndruar pothuajse e paprekur nga kriza financiare. I rëndësishëm për zhvillimin e sektorit financiar është fakti se për shkak të përdorimit të euros, Banka Qendrore e Kosovës nuk mund të përdorë disa instrumente tipike për të zbatuar dhe mbështetur një politikë monetare të pavarur. Për këtë arsye, Banka e Kosovës duhet realisht të përqendrohet në marrjen e masave parandaluese, me qëllim ruajtjen e stabilitetit financiar.

Më lejoni të ndalem në zhvillimet e sektorit bankar. Nëse shohim të dhënat, të krijohet përshtypja se gjërat po shkojnë më së miri në shumë drejtime, pasi po arrijmë një raport të mjaftueshmërisë së kapitalit prej mbi 17%, tregues që mund të ngjallë zili në ekonomitë e vendeve të tjera. Raporti kredi-depozita është 80% dhe afati i maturimit të kredive po pëson një rritje të konsiderueshme. Sigurisht, raporti i kredisë ndaj PBB-së është ende shumë i ulët, duke lënë kështu vend për përmirësim. Aktualisht, sistemi bankar në Kosovë mbetet ende fitimprurës, i mirëkapitalizuar dhe likuid. Në Kosovë ka 8 banka, 6 prej të cilave janë të huaja. Në fakt, kemi të bëjmë me një marrëdhënie shumë të ngushtë midis bankave të huaja mëma dhe bankave bija, të cilat në një moment të caktuar mund të shkaktojnë probleme lidhur me përmirësimin e konkurrencës në sistemin bankar në Kosovë, pasi vërejmë norma të larta interesi për transferata nga burime të huaja financimi për bankat tregtare të Kosovës. Kjo ndikon ndjeshëm edhe në nivelin e normave të interesit në ekonominë e Kosovës.

Për fat të keq, ende nuk kemi një treg të mirëfilltë funksional ndërbankar. Burimin më të madh të financimit e përbëjnë depozitat e individëve, dhe jo pa qëllim përmenda rolin e rëndësishëm që luajnë emigrantët në Kosovë, rolin e remitançave, të cilat pavarësisht zhvillimeve në shtetet fqinje, paraqiten mjaft të qëndrueshme. Gjithashtu, nuk mund të lë pa përmendur mbështetjen

ndërkombëtare që ndihmon Kosovën në rrugën e saj të pavarësisë dhe kontribuon ndjeshëm në zhvillimin e ekonomisë. Duke qenë se Kosova nuk ka mundësi të përdorë hapur burimet ndërkombëtare të financimit, ekziston një konkurrencë e fortë për depozita. Gjithsesi, kjo siguron mbrojtje nga efektet zinxhir të krizës financiare në tregjet ndërkombëtare financiare.

Një tipar tjetër dallues i ekonomisë së Kosovës është rritja pozitive e kredive dhe depozitave. Edhe pse vihet re një rënie e vogël e tyre, të dhënat vjetore paraqiten ende pozitive, duke siguruar kështu premisa të mira për zhvillim të mëtejshëm të sektorit financiar në Kosovë dhe të ekonomisë në tërësi. Pikërisht në këtë drejtim, Banka Qendrore e Kosovës po luan një rol kyç në ruajtjen e stabilitetit financiar.

Kosova, edhe pse me ritme pak më të ngadalta, është një imitim i ekonomive të tjera në tranzicion. Nëse Kosova nuk përsërit gabimet e ekonomive të tjera në tranzicion, atëherë edhe pritshmëritë për një ekonomi më të zhvilluar në tërësi në një të ardhme të afërt janë më të mëdha. Për këtë arsye, zhvillimi i konferencave të tilla, si dhe i konferencës që do të organizohet muajin e ardhshëm në Bankën Qendrore të Kosovës me rastin e 10-vjetorit të saj, janë shumë të rëndësishme për të shkëmbyer ide dhe për të mësuar nga të tjerët.

Në vijim, do të bëj një krahasim të shpejtë midis ekonomisë së Kosovës dhe ekonomive të vendeve të tjera të rajonit. Shuma totale e kredive ndaj PBB-së është e ulët por e përafërt me shumën mesatare të vendeve të rajonit. Në këtë drejtim, nuk përbëjmë ndonjë ndryshim. Gjithsesi, ne kemi një raport më të lartë të depozitave ndaj PBB-së, falë karakteristikave të llogarisë kapitale, e cila përbëhet kryesisht nga remitancat dhe për momentin edhe nga ndihma ndërkombëtare. Madje, vihet re fakti se bankat tregtare kanë përmirësuar edhe ekspozimin e tyre gjatë muajve të fundit, në sajë të masave mbrojtëse të ndërmarra nga Banka Qendrore e Kosovës.

Nëse shohim bilancin e pagesave, atëherë do të shqetësoheshim paksa për deficitin e llogarisë korente. Gjithsesi, ky deficit është ende i qëndrueshëm. Kjo ndodh si pasojë e tipareve të financimit të tij, të cilat konsistojnë kryesisht në prurje konstante të remitancave

dhe të ndihmës ndërkombëtare. Niveli i tyre mbetet pak a shumë në të njëjtin nivel me atë të viteve 2008 dhe 2007. Megjithatë, pritet që, në periudhën afatmesme, këto prurje - remitancat dhe ndihma ndërkombëtare – të pakësohen.

Sidoqoftë, ka vend për përmirësim, pasi aktualisht eksportet pothuajse nuk ekzistojnë në Kosovë. Duke qenë optimist, mendoj se ky fakt përbën një potencial të madh për zhvillimin e ekonomisë së Kosovës në një të ardhme të afërt. Përse? Sepse, nëse fillojmë të prodhojmë çfarëdo qoftë, atëherë ne do të kemi ndikim të madh në rritjen ekonomike. Megjithatë, nëse shohim investimet e huaja direkte, sigurisht që jemi në një kohë të artë dhe ka shumë gjasa që kjo të mos zgjasë shumë, edhe pse investimet e huaja direkte përbëjnë ndoshta të vetmen mënyrë për të përmirësuar bilancin e pagesave dhe për të ndikuar në zhvillimin e mëtejshëm në vitet e ardhshme. Shifra zyrtare për remitancat është përafërsisht gjysmë miliard euro. Gjithsesi, sipas të dhënave jozyrtare, kjo shifër shkon deri në 800 milionë. Nëse shtojmë edhe ndihmën ndërkombëtare, përftojme strukturën e shpenzimeve për konsum ndaj PBB-së dhe kërkesën agregate në Kosovë. Në fakt, ne si bankë qendrore po përpiqemi të përqendrohemi në këtë drejtim dhe të parashikojmë zhvillimet lidhur me efektet e tyre në sektorin financiar dhe në stabilitetin makroekonomik.

Zhvillimet në sektorin fiskal janë përkeqësuar paksa por megjithatë, me ndihmën e kompanive shtetërore, ne jemi në gjendje të mbulojmë pjesën më të madhe të deficitit buxhetor dhe aktualisht kjo gjë shmang hyrjen e Kosovës në një qark të rrezikshëm të deficitit të dyfishtë.

Tani le të flasim për sfidat.

Kosova ka nevojë për projekte serioze investimesh strategjike. Kjo është diçka me të cilën po merret aktualisht Qeveria. Duke qenë se Banka Qendrore e Kosovës luan rolin e agjentit fiskal dhe këshilltarit të Qeverisë, ajo është përfshirë dhe angazhuar thellësisht në të gjitha diskutimet. Në fakt, ka nevojë për projekte të infrastrukturës, të cilat do të integrojnë fizikisht Kosovën në rajon. Kjo duket qartë edhe me Shqipërinë. Autostrada e re që lidh Kosovën me Shqipërinë, e

hapur disa muaj më parë, përbën një avantazh të madh. Aktualisht, situata duket e favorshme për zhvillimin e mëtejshëm të ekonomisë në Kosovë, ndonëse ekzistojnë çekuilibra të jashtëm të trashëguar, të cilët Kosova po përpiqet t'i korrigojë në sajë të zhvillimit të sektorit financiar.

Si përfundim: Stabiliteti financiar rezultoi një ankorë për ekonominë e Kosovës dhe Banka Qendrore e Kosovës ka bërë një punë të madhe nëpërmjet masave parandaluese. Ne zbatojmë ende standardet e Bazël I, i cili rezultoi një kuadër më i mirë se standardet e Bazël II gjatë krizës financiare. Kjo gjë përbën një avantazh për Kosovën, si shtet më pak i zhvilluar, por gjithsesi, mund të shërbejë si një shembull i mirë për shtetet e tjera për të treguar se ndoshta standardet e Bazël I mund të funksionojnë më mirë në rastin e një krize financiare si ajo që përjetuam gjatë viteve të fundit.

Besueshmëria e Euros: Kosova përbën një shembull për t'u ndjekur. Kjo në fakt vlen për t'u thënë me zë të lartë, veçanërisht pas shkrimit që publikoi Rubin për shtetet Baltike, duke veçuar shtetin e Letonisë. Ai parashikoi se Letonisë i duhej të adoptonte euron në mënyrë të njëanshme, në një të ardhme sa më të afërt, me qëllim stabilizimin e ekonomisë. Pikërisht kështu ndodhi edhe në Kosovë. Futja në përdorim e euros, realisht, stabilizoi ekonominë dhe ndikoi pozitivisht në mbështetjen e stabilitetit makroekonomik. Nëse e fikson kursin e këmbimit nëpërmjet bordit të monedhës ose adoptimit të euros, veçanërisht në ekonomi të vogla e të hapura, dhe këtu nuk po flasim për ekonomi thjesht të vogla por për ekonomi shumë të vogla, zbatimi i një politike të pavarur monetare do të ishte shumë i kushtueshëm për të dhënë rezultate të mëdha e të dobishme. Ndaj, ndoshta, do të ishte e vlefshme të bënim një diskutim tjetër mbi mënyrën se si monedha euro mund të ndihmonte në zhvillimin e këtyre ekonomive.

Shumë faleminderit!

* Boštjan Jazbec, Këshilltar i Guvernatorit të Bankës Qendrore të Republikës së Kosovës.

RUMANIA NË KONTEKSTIN E KRIZËS FINANCIARE BOTËRORE

*Cristian Bichi**

Zonja dhe zotërinj,

Është një kënaqësi e veçantë që ndodhem këtu në Tiranë, përpara një auditori kaq të përzgjedhur. Dëshiroj të falënderoj Bankën e Shqipërisë për organizimin e këtij aktiviteti të rëndësishëm. Këtë mëngjes, kam për qëllim t'ju njoh me efektet e krizës ekonomike dhe financiare në Rumani dhe masat e marra në përgjigje të këtyre zhvillimeve. Dëshiroj të bëj gjithashtu disa komente lidhur me sfidat e ardhshme.

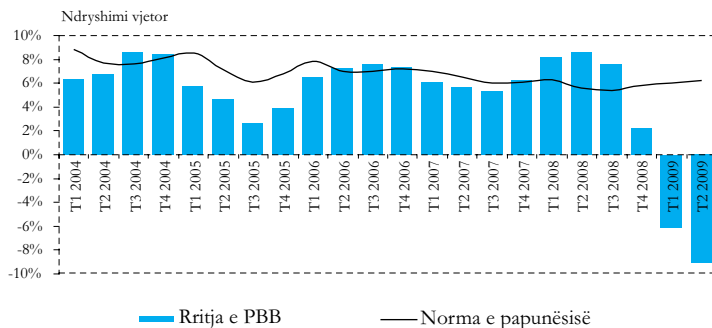
1. GJENDJA MAKROEKONOMIKE

Ekonomia rumune shënoi një ecuri pozitive gjatë periudhës së parë të krizës aktuale botërore financiare. Gjithsesi, qëndrueshmëria disavjeçare e rritjes ekonomike në Rumani u lëkund për shkak të thellimit të krizës në vjeshtën e vitit 2008, rënies së tregtisë botërore dhe rritjes së tendencës risk-kundërshtuese në tregjet financiare ndërkombëtare.

Gjatë tremujorit të parë të vitit 2009, Prodhimi i Brendshëm Bruto (PBB) real i Rumanisë pësoi një rënie vjetore prej 6.2%. Arsyeja parësore për këtë rënie ekonomike ishte ulja e theksuar e kërkesës vendase. Bazuar në të dhëna paraprake, gjatë tremujorit të dytë të këtij viti, norma e rritjes së PBB-së reale pësoi rënie edhe më

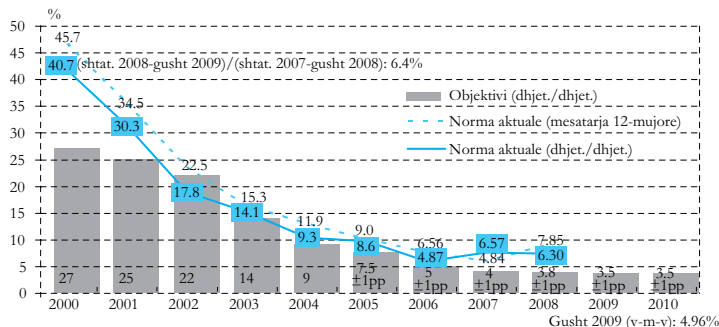
të madhe, duke shënuar vlerën -8.8%. Pritet që ecuria e aktivitetit ekonomik të kthehet në vlera pozitive në fund të vitit 2009 dhe fillim të vitit 2010. Rënia ekonomike shkaktoi edhe përkeqësim të tregut të punës. Në gusht të vitit 2009, norma e papunësisë u rrit në vlerën 6.6% të fuqisë punëtore nga rreth 3.8% që ishte një vit më parë.

Grifik 1. PBB reale dhe norma e papunësisë.



Në kushtet e një kërkese të dobët dhe një kursi këmbimi drejt stabilizimit, presionet inflacioniste po zbuten. Norma 12-mujore e inflacionit e matur me anë të Indeksit të Çmimeve të Konsumit (IÇK) ra nga 6.3% në dhjetor të vitit 2008, në 4.96% në gusht të 2009-ës. Norma e inflacionit në fund të vitit 2009 është parashikuar të jetë 4.3%, pra brenda intervalit të luhatjes së bankës qendrore, të parashikuar nga regjimi i shënjestrimit të inflacionit. Gjatë vitit

Grifik 2. Norma e inflacionit.

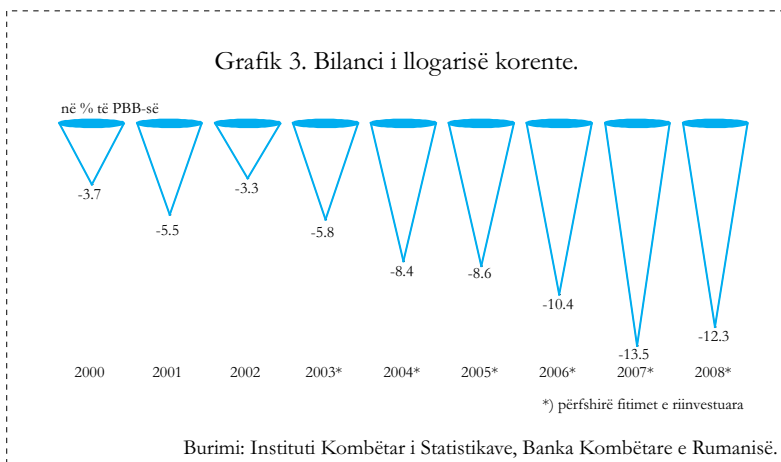


Burimi: Instituti Kombëtar i Statistikave, Banka Kombëtare e Rumanisë.

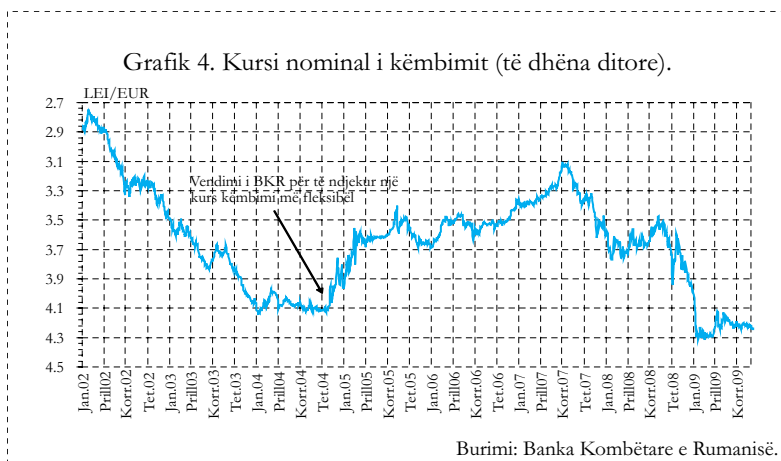
2010, norma e inflacionit parashikohet të bjerë shumë më poshtë se objektivi prej 3.5%, duke u ulur në 2.6%.

Rritja e qëndrueshme ekonomike e viteve të fundit, e cila u ndikua nga hyrje të konsiderueshme të investimeve të huaja direkte dhe hyrje të tjera kapitali, si edhe nga *boom*-i i kreditimit vendas, u shoqërua me thellimin e çekuilibrimeve të jashtme. Në fund të vitit 2008, deficitin e llogarisë korente arriti vlerën 12.3% të PBB-së. Aktualisht, Rumania gjendet në mes të një situatë rregullimi të menjëhershëm. Deficitin e llogarisë korente shënoi vlerën prej 2.4 miliardë eurosh gjatë gjashtëmuorit të parë të këtij viti, duke pasqyruar një rënie prej 73.3%, krahasuar me të njëjtën periudhë të vitit të kaluar.

Ky rregullim i konsiderueshëm solli zvogëlim të deficitit të bilancit tregtar, pasi importet u tkurrën më shpejt sesa eksportet (përkatësisht, rreth 20% dhe 35% vit mbas viti). Ngushtimi i konsiderueshëm i deficitit të llogarisë korente ka lehtësuar shqetësimet mbi kërkesat për financim dhe mbi çënueshmërinë e vendit nga rrjedhja e kapitalit. Gjithashtu, ky ngushtim ka ndihmuar edhe në zbutjen e presioneve mbi kursin e këmbimit dhe inflacionin.



Kursi i këmbimit të Leit rumun me Euron mbeti përgjithësisht i qëndrueshëm, edhe pas shpalljes së programit ekonomik prej autoriteteve të vendit në pranverë të vitit 2009, i cili mbështetet në ndihmën financiare ndërkombëtare.



Megjithëse, gjendja e likuiditetit botëror paraqitet e shtrënguar dhe masat për mënjanimin e rrezikut u rritën, prurjet e IHD-ve i tejkaluan pritshmëritë. Gjatë periudhës janar- qershor 2009, IHD-të neto arritën vlerën 2.9 miliardë euro, duke u ulur 44.7% nga viti i kaluar.

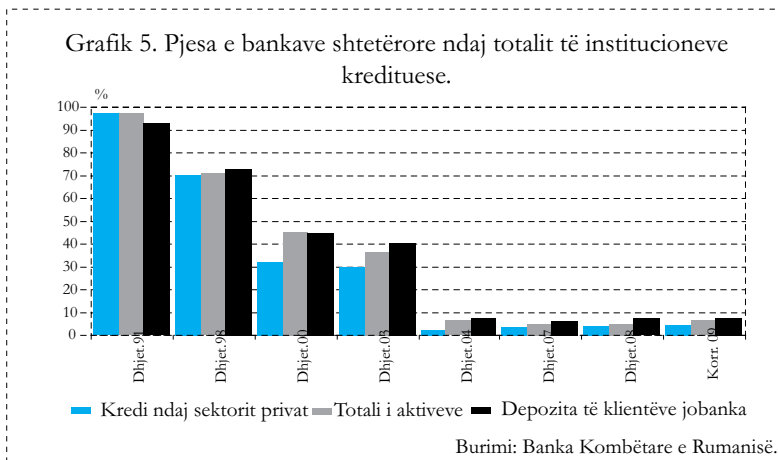
Gjithashtu, zbatimi i politikave të lehtësuara fiskale dhe të të ardhurave ndikuan në rritjen e ndjeshmërisë së ekonomisë rumune ndaj zhvillimeve jo të favorshme në mjedisin botëror. Kështu, deficitit buxhetor u rrit nga 2.5% e PBB-së në vitin 2007, në 5.4% të PBB-së në vitin 2008.

Në fund të gushtit të vitit 2009, rezerva ndërkombëtare e Rumanisë (rezervat valutore dhe ari) llogaritet në 29.5 miliardë euro, kundrejt 27.2 miliardë eurosh në fund të vitit të kaluar.

2. ZHVILLIMET E SEKTORIT BANKAR

Sistemi bankar rumun mbizotërohet nga banka të huaja, shumica e të cilave i kanë qendrat e tyre në zonën euro. Në fund të vitit 2009, bankat me shumicë kapitali të huaj përbënin 85.1% të totalit të aktiveve të sektorit bankar. Këto banka kishin tërhequr edhe 81.6% të depozitave të klientëve jobankarë dhe kreditonin 87.2% të huave të sektorit privat. Bankat, të cilat e kishin shumicën e kapitalit shtetëror, zotëronin 6.7% të tregut të aktiveve bankare.

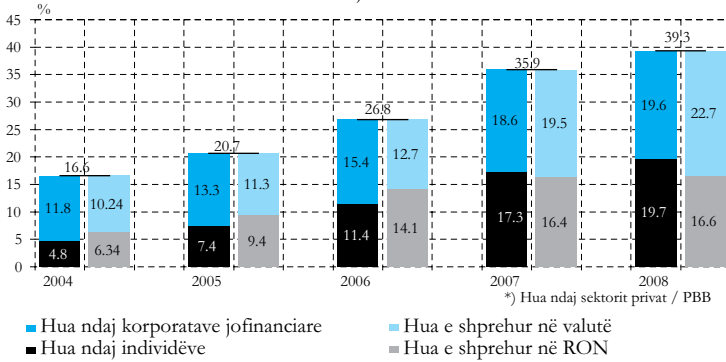
Ndërmjetësimi financiar, megjithëse në rritje, mbetet relativisht i ulët në krahasim me vendet më të zhvilluara. Në fund të vitit 2008, huatë për sektorin privat përbënin vetëm 39.3% të PBB-së. Bankat të cilat e kishin shumicën e kapitalit të huaj luajtën një rol të rëndësishëm për sa i përket rritjes së shpejtë të huadhënies gjatë viteve që paraprinë rënien ekonomike. Ato përfitonin të ardhura nga jashtë, të cilat i përdornin për kreditimin vendas. Për shkak se bankat në Rumani mbështeteshin së tepërmi në fonde të huaja dhe për shkak se një pjesë e madhe e huave të akorduara ishin në valutë, çënueshmëria e ekonomisë vendase u rrit.



Raporti ndaj totalit të bankave (%); Qershor 2009			
	Totali i aktiveve	Kredi ndaj sektorit privat	Depozita të klientëve jobanka
Banka me shumicë kapitali të huaj	85.1	87.2	81.6
Banka me shumicë kapitali privat vendas	8.2	8.2	10.6
Banka me shumicë kapitali shtetëror vendas	6.7	4.6	7.8

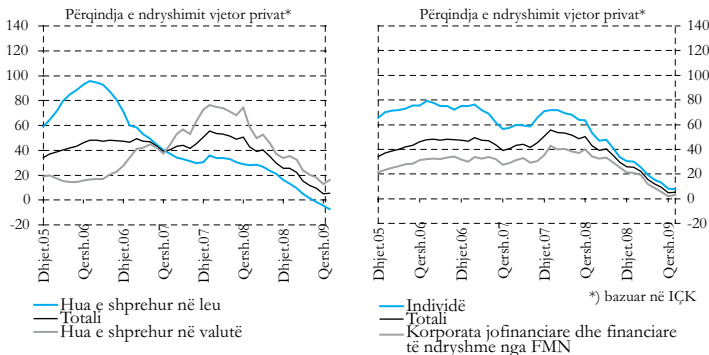
Rënia ekonomike uli kërkesën për huamarrje dhe kriteret për huadhënie u shtrënguan. Si pasojë, kreditimi i sektorit privat u ngadalësua. Sipas matjes vit pas viti, gjatë korrikut të vitit 2009, rritja e totalit të huadhënies për sektorin privat në terma realë ishte vetëm 5.4%.

Grafik 6. Ndërmjetësimi financiar*.



Burimi: Institutu Kombëtar i Statistikave, Banka Kombëtare e Rumanisë.

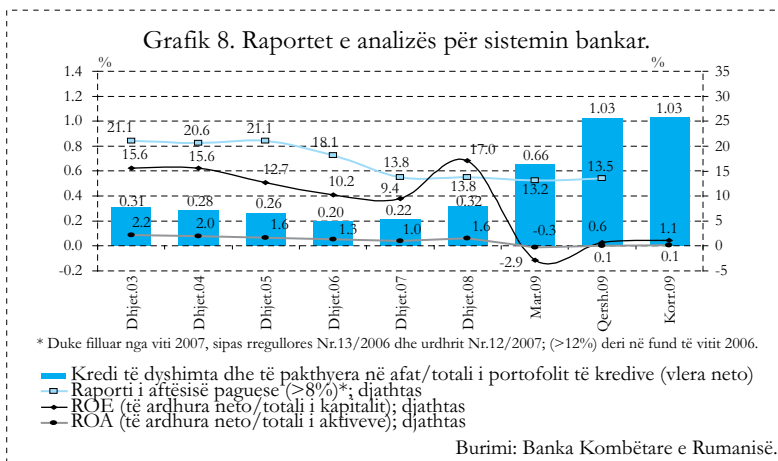
Grafik 7. Hua ndaj sektorit privat.



Burimi: Institutu Kombëtar i Statistikave, Banka Kombëtare e Rumanisë.

Sistemi bankar rumun u tregua elastik gjatë krizës falë mospasjes së aktiveve bankare toksike, balenceve të qëndrueshme të sektorit financiar dhe mbikëqyrjes së rreptë nga Banka Qendrore. Deri tani, ai e ka përballuar relativisht mirë tronditjen e shkaktuar nga tkurrja e aktivitetit ekonomik, e cila ishte edhe më e madhe nga sa u parashikua. Megjithëse, kreditë me probleme (të matura si raport i kredive të pakthyera në afat/ kredive në ndjekje dhe kredive të dyshimta/ kredive nën standard me totalin e kredive, në vlerë neto) janë rritur nga 0.24% që ishin gjatë shtatorit të vitit 2008 në 1.03% në qershor të vitit 2009, fitimi i sektorit bankar shënon vlera pozitive. Në fund të qershorit të 2009-ës, mesatarja e raportit të mjaftueshmërisë

së kapitalit ishte 13.5%, 0.35 pikë përqindjeje më shumë sesa në mars të të njëjtit vit dhe të gjitha bankat patën raporte të aftësisë paguese mbi 10%. Në të njëjtën kohë, treguesi i likuiditetit ishte 2.39%, nivel ky shumë më i lartë se 1% që është kufiri i mbikëqyrjes.



3. PROGRAMI PËR REFORMË EKONOMIKE

Qeveria dhe Banka Kombëtare e Rumanisë vendosën t’i përgjigjen çënimeve të mundshme e perspektivës në përkeqësim e sipër me anë të një programi gjithëpërfshirës mbi politikat ekonomike. Ky program përfshin masa në lidhje me çekuilibrat e jashtëm dhe ata fiskalë, si dhe në lidhje me forcimin e sektorit financiar. Fillimisht, objektivi i menjëhershëm ishte të lehtësonte një rregullim të mirëstrukturuar të deficitit të jashtëm. Kjo do të lehtësonte presionet e tepërta mbi kursin e këmbimit. Në të kundërt, pasqyrat financiare të sektorëve të korporatave dhe individëve do të pësonin ndikime të rënda dhe për rrjedhojë do të kishte rënie të ndjeshme dhe tension në sektorin bankar. Objektivat specifike të programit kishin për qëllim: (1) të zvogëlonin bilancin fiskal, me qëllim zvogëlimin e deficitit poshtë vlerës 3% të PBB-së deri në vitin 2011; (2) të siguronin kapitalizimin e bankave në nivelet e duhura dhe likuiditetin e tregjeve financiare vendase; (3) të sillnin inflacionin brenda intervalit të synuar të bankës qendrore deri në fund të vitit 2009 dhe ta ruanin atë në këtë vlerë; (4) të siguronin financime të huaja në nivelet e duhura dhe të rrisnin besueshmërinë.

Në mbështetje të programit, i cili u bë publik në fillim të majit të 2009-ës, Rumania përfitoi ndihmë financiare deri në 20 miliardë euro prej Bashkimit Evropian (BE), Fondit Monetar Ndërkombëtar (FMN), Bankës Botërore (BB) dhe Bankës Evropiane për Rindërtim dhe Zhvillim (BERZH).

4. VEPRIMET KRYESORE DREJTUAR SEKTORIT BANKAR

Objektivat specifikë të programit ekonomik, që u financua nga FMN, BE, BERZH dhe BB, janë: (1) të sigurojë kapitalizimin e fuqishëm të sektorit bankar gjatë gjashtëmuajt të parë; (2) të përmirësojë kapacitetin e autoriteteve rumune për t'iu përgjigjur rasteve të vështirësive në sektorin bankar, në kohë dhe me efikasitet; (3) të garantojë besueshmërinë e sektorit bankar; (4) të përmirësojë vazhdimisht kuadrin rregullator; (5) t'i japë shtysë ndërmarrjes së masave, të cilat lehtësojnë shlyerjen e borxhit nga huamarrësit gjatë periudhës së krizës.

Gjatë muajve të fundit, autoritetet rumune kanë ndërmarrë veprime të ndryshme për të zbatuar objektivat e lartpërmendur.

Një prej masave kryesore, e cila kishte për qëllim ruajtjen e mirëkapitalizimit të sistemit bankar ishte kërkesa për rritjen e fondeve vetjake të bankave dhe kapacitetit pagues të institucioneve kredituese të shëndosha, që kryejnë veprimtari në Rumani. Me zbatimin e këtyre masave u mendua se institucionet financiare mund të përballonin me sukses ndikimet negative që sjellin krizat financiare. Ky program kapitalizimi u gjykua edhe si mjet për të përmirësuar kapacitetet e institucioneve të lartpërmendura për financimin e ekonomisë reale.

Në kuadër të programit, Banka Kombëtare e Rumanisë ka përdorur teknika të analizës *stress testing* me qëllim që të vlerësojë cënueshmërinë e pozicionit të kapitalit për 29 banka, të regjistruara si persona juridikë në përputhje me legjislacionin rumun. Këto analiza u kryen në periudhën mars-prill të vitit 2009, në përputhje me një metodologji të nënshkruar me FMN-në. Duke u bazuar në rezultatet e analizës *stress-test* u identifikua nevoja për rritje të mëtijshme të nivelit të kapitalit (degët e institucioneve të kreditit nga vendet e BE-së

dhe bankat me pronësi vendase), me qëllim që për periudhën shtator 2009- maj 2011 të ruhet së paku një raport 10% i mjaftueshmërisë së kapitalit. Bankave iu dha kohë deri në fund të shtatorit 2009 dhe në fund të marsit 2010 për të siguruar kapitalizimin e nevojshëm. Në bazë të së ashtuquajturës “Iniciativa e Vjenës”, shoqëritë mëma të 9 bankave më të mëdha të huaja që veprojnë në Rumani u takuan gjatë muajit mars, maj dhe gusht të vitit 2009. Në këto takime u ra dakord që ekspozimi i përgjithshëm ndaj vendit, të mbahet në të njëjtin nivel dhe të rritet kapitali i degëve sipas nevojave. Përfshirja e qëndrueshme e këtyre bankave të huaja (nga Austria, Greqia, Franca dhe Italia), të cilat përfaqësojnë 70% të aktiveve bankare të vendit, është kyçe për zbatimin e suksesshëm të programit reformues makroekonomik të Rumanisë.

Dekreti i emergjencës Nr. 25/2009, i cili ka për qëllim menaxhimin e krizave, amendoi legjislacionin bankar ekzistues, autorizoi Bankën Kombëtare të Rumanisë të kërkojë rritje të kapitalit dhe të kufizojë shpërndarjen e fitimeve për institucionet e kreditit që gjenden në vështirësi. Gjithashtu, në të ardhmen e afërt po planifikohen amendime të reja të legjislacionit bankar dhe prezantimi i ligjit të posaçëm mbi paaftësinë paguese të bankave. Këto masa kanë për qëllim të përmirësojnë aftësinë e administratorit për të marrë vendimet e duhura mbi bankat që gjenden në pozicione të vështira financiare dhe të thjeshtojnë e fuqizojnë seancat gjyqësore për likuidimin e bankave. Në qershor të vitit 2009, me anë të një dekreti të qeverisë u kryen edhe amendime të kuadrit ekzistues ligjor mbi skemën e garantimit të kredive bankare, të cilat synonin përforcimin e besueshmërisë së publikut për sektorin bankar.

Dispozitat e reja ligjore mundësojnë përfshirjen e plotë të kriterëve të reja të BE-së në legjislacionin kombëtar, përse i përket mbrojtjes së depozitave. Zbatimi i kriterëve rrit nivelin e sigurimit financiar të ndërmarreve të vogla dhe të mesme (SME) në shumën 50.000 euro (e barasvlershme me vlerën në lei)¹ dhe shkurton periudhën e shlyerjes në 20 ditë. Gjithashtu, dekreti paraqet një mekanizëm të ri për deklarimin e padisponueshmërisë së depozitave nga Banka Qendrore dhe të regjimit financues të skemave të garancive bankare

¹ Në tetor të vitit 2008, Qeveria Rumune rriti tavanin e sigurimit të depozitave për personat fizikë, në shifrën në lei të barasvlershme me 50,000 euro (më parë ekuivalenti në lei i 20,000 euro për mbajtës të llogarisë dhe për bankë).

për të dhënë kredi për shtetin në raste të jashtëzakonshme, atëherë kur burimet e skemës janë të pamjaftueshme.

Banka Kombëtare e Rumanisë vazhdon të përmirësojë mbikëqyrjen bankare dhe kuadrin e saj rregullator. Kështu, u forcuan rregullat mbi likuiditetin, ndërkohë që rritja e nivelit minimal të raportit të mjaftueshmërisë së kapitalit nga 8% në 10%, mbetet një objektiv afatmesëm. Gjithashtu, bisedat me Shoqatën Rumune të Bankave përsa i përket përcaktimit të kalendarit të punimeve për adoptimin e Standardeve Ndërkombëtare të Raportimit Financiar (IFRS), janë në zhvillim e sipër.

5. MASAT E POLITIKËS MONETARE

Zbatimi i politikës monetare gjatë krizës së fundit financiare është karakterizuar nga një administrim i kujdesshëm i likuiditetit të tregut ndërbankar, shoqëruar me ulje të njëpasnjëshme të normave të interesit dhe normave të rezervës së detyruar. Gjatë këtij viti, niveli i normës bazë të interesit u ul gradualisht në 8.5%, duke konsoliduar prirjen rënëse të normës bazë të interesit.

Norma e rezervës së detyruar për detyrimet e shprehura në valutë me periudhë maturimi më pak se 2 vjet u zvogëlua në 30%. Zvogëlimi u krye në dy faza, me të njëjtën madhësi prej 5%. Në maj të vitit 2009, ky fenomen u shoqërua edhe me një tjetër zvogëlim të rezervës së detyruar, atë në 0% për detyrimet e shprehura në valutë dhe me maturitet më të gjatë se dy vjet. Në të njëjtën kohë, norma e rezervës së detyruar për detyrimet e shprehura në monedhë vendase me maturim më të shkurtër se dy vjet u ul gjatë dy fazave, nga 20% në 15%, ndërsa maturimi i instrumentit kryesor të politikës monetare (marrëveshjet e riblerjes REPO, të tregtuara në ankand) u rrit deri në një muaj. Banka Kombëtare e Rumanisë u përpoq që nëpërmjet këtyre masave (të ndërmarra në një periudhë kur kursi i këmbimit të monedhës vendase karakterizohej nga paqëndrueshmëri të vogla, por të vazhdueshme dhe kur ekonomia pësoi tkurrje) të vepronte me parane e gjerë në atë mënyrë që të konsolidonte konvergencën e normës së inflacionit drejt objektivit të tij afatmesëm dhe të krijonte kushtet e duhura për një rigjallërim të qëndrueshëm të huadhënies.

6. MASAT E POLITIKËS FISKALE

Programi ekonomik i autoriteteve rumune përfshin gjithashtu edhe një paketë fiskale të fortë, e cila synon të realizojë një rregullim të nevojshëm fiskal afatshkurtër dhe të paraqesë masa reformuese, me qëllim që financat publike të jenë më të qëndrueshme në periudhën afatgjatë. Objektivi i qeverisë për vlerën e deficitit tregtar të vitit 2009 ishte 4.6% e PBB-së, por ai u korrigjua në gusht të po këtij viti, në 7.3% të PBB-së. Ky korrigjim u krye për të marrë në konsideratë edhe tkurrjen ekonomike, e cila ishte më e madhe se sa pritej. Arritja e këtij objektivi do të kërkojë masa të tjera të rëndësishme rregulluese, duke përfshirë këtu zvogëlimin e zërit të pagave dhe kryerjen e shkurtimeve të njoftuara të shpenzimeve për të mira dhe shërbime. Autoritetet rumune janë angazhuar që gjatë vitit të ardhshëm të ndërmarrin masa të tjera, të cilat synojnë uljen e deficitit në 5.9% të PBB-së.

7. SFIDAT E ARDHSHEME

Ruajtja e një kombinimi koherent të politikave është thelbësore për të rivendosur qetësisht ekuilibrin makroekonomik të Rumanisë dhe për të pasur një normë rritjeje të qëndrueshme në të ardhmen. Ka lindur nevoja për reforma strukturore, me qëllim që të mënjanohen çekuilibrat ekonomikë ekzistues. Këto masa mund të rrisin lakueshmërinë e tregut të punës, të rrisin prodhimtarinë dhe të mbështesin konkurrencën e huaj. Gjithashtu, duhet të shmangët një deficit i madh buxhetor. Në këtë kontekst, është e rëndësishme të vendoset ekuilibri i duhur midis përgjigjes afatshkurtër të politikave fiskale ndaj rënies ekonomike dhe forcimit të objektivave afatmesëm.

Faleminderit për vëmendjen!

* Cristian Bichi, Drejtor i Sektorit të Menaxhimit të Krizave Financiare pranë Bankës së Rumanisë.

ROLI I TRANSPARENCËS SË BANKËS QENDRORE NË DREJTIMIN E PARASHIKIMEVE TË SEKTORIT PRIVAT

Michael Ebrmann,
Sylvester Eijffinger,
Marcel Fratzscher*

ABSTRAKT

Në literaturë ekziston një konsensus i gjerë se kostoja e përpunimit dhe e marrjes së informacionit mund të sjellë papajtueshmëri të kushtueshme në pritsshmëritë e agjentëve ekonomikë dhe se bankat qendrore mund të luajnë rol kryesor në pakësimin e kësaj shpërndarjeje lidhur me pritsshmëritë. Ky studim analizon në mënyrë empirike nëse rritja e transparencës së bankës qendrore zvogëlon shpërndarjen mes parashikuesve ekspertë të variablave të rëndësishëm ekonomikë, duke përdorur një seri përafruesish për transparencën e bankës qendrore në 12 ekonomi të përparuara. Studimi gjen të dhëna për një efekt të rëndësishëm dhe të konsiderueshëm të transparencës së bankës qendrore në shpërndarjen e parashikimit nëpërmjet shpalljes së objektivit të inflacionit, formave të tjera të komunikimit ose duke publikuar parashikimet e bankës qendrore mbi inflacionin apo prodhimin.

Megjithatë, ka edhe kufizime lidhur me transparencën e bankës qendrore, me këthime marzhinale zbritëse kundrejt rritjes së transparencës (ekonomike) dhe me papajtueshmëri ndërmjet pritsshmërive për inflacion nga ana e publikut, i cili zakonisht nuk është i ndjeshëm ndaj masave të bankës qendrore mbi transparencën.

Klasifikimi sipas JEL: E37, E52, C53.

Fjalë kyçe: bankingu qendror, transparenca, papajtueshmëria, pritsshmëritë e vrojtimeve, politika monetare, shënjestrimi i inflacionit, komunikimi i bankës qendrore, parashikimi.

PËRMBLEDHJE JOTEKNIKE

Devijimi nga supozimi i pritshmërive racionale, si për shembull, supozimi i kostos së përpunimit të informacionit, çon në modele makroekonomike, të cilat mund të krijojnë papajtueshmëri midis agjentëve ekonomikë. Në modele të tilla, roli i transparencës dhe i komunikimit të bankës qendrore është të reduktojë koston e përpunimit të informacionit, duke rritur saktësinë e sinjaleve të marra nga agjentët ekonomikë ose duke e bërë përfitim të informacionit më pak të kushtueshëm. Gjatë dekadave të fundit, bankat qendrore kanë ndërmarrë përpjekje të mëdha në këtë drejtim, duke sjellë përmirësime të konsiderueshme në parashikimin e vendimeve të tyre dhe/ose në ankorimin e pritshmërive të inflacionit.

Ky material studion se deri në çfarë mase rritja e transparencës dhe e komunikimit nga banka qendrore kanë kontribuar në konvergimin e pritshmërive të agjentëve ekonomikë, duke testuar efektet e tyre në papajtueshmërinë e parashikimeve të variablove kyçe makroekonomike. Në krahasim me punime më të hershme të kësaj literature, testimet dhe përafruesit tanë për transparencën dhe komunikimin e bankës qendrore, janë në thelb më të gjera e më sistematike. Studimi gjen një evidencë empirike, sipas të cilës disa nga këto masa (veçanërisht, shpallja e objektivit sasior të inflacionit dhe transparenca më e lartë rreth dimensioneve ekonomike të sjelljes së politikës monetare, të tilla si njoftimet e bankës qendrore mbi parashikimet e brendshme për inflacionin dhe prodhimin) janë të efektshme dhe se efektet janë pjesërisht shtuese. Reduktimi i papajtueshmërive ndërmjet parashikuesve është domethënës, jo vetëm në aspektin statistikor, por edhe në atë ekonomik. Gjetjet e këtij studimi tregojnë se ky reduktim është arritur sepse parashikuesit në vendet të cilat kanë banka qendrore më të hapura dhe me nivel më të lartë transparence, arrijnë t'i përditësojnë më natyrshëm parashikimet në përgjigje të lajmeve, duke lënë vend për më pak papajtueshmëri.

Në të njëjtën kohë, gjetjet e këtij studimi tregojnë edhe kufizimet lidhur me efektet e transparencës së bankës qendrore. Përmirësimi i transparencës ekonomike është veçanërisht i fuqishëm në nivele të ulëta të transparencës. Megjithatë, në nivele më të larta, efektet

shtesë që mund të përftohen duke rritur më tej transparencën ekonomike, janë shumë më të vogla. Një kufizim tjetër i rëndësishëm lidhet me aftësitë për të pakësuar mospërputhjen në publikun e gjerë (më shumë se ndërmjet parashikuesve ekspertë). Studimi aktual nuk gjen asnjë evidencë se transparenca e bankës qendrore ndikon në shpërndarjen e pritshmërive në publik.

1. HYRJJE

Shumë modele bashkëkohore makroekonomike supozojnë se të gjithë agjentët ndërtojnë pritshmëri racionale me informacion të plotë. Sipas këtij supozimi, të gjithë agjentët ekonomikë shkëmbejnë një tërësi të përbashkët informacioni dhe i ndërtojnë pritshmëritë të kushtëzuar nga ky informacion, duke treguar se secili prej tyre ka të njëjtat pritshmëri dhe se nuk ka papajtueshmëri. Megjithatë, ky supozim hidhet lehtësisht poshtë nëse marrim parasysh të dhënat nga vrojtimi i parashikimit, ku papajtueshmëritë, për shembull, në parashikimin e inflacionit, duken veçanërisht domethënëse. Për të shpjeguar këto përfundime, ofrohen një tërësi shpjegimesh. Për shembull, Mankiw dhe Reis (2002) propozojnë një model informacioni të kushtueshëm, në të cilin agjentët ekonomikë përditësojnë pritshmëritë e tyre vetëm në mënyrë periodike, për shkak të kostos së mbledhjes dhe përpunimit të informacionit. Duke përdorur këtë model, Mankiw, Reis dhe Wolfers (2003) tregojnë se papajtueshmëria manifeston ndryshueshmëri të qenësishme në kohë, lëvizjen e inflacionit, vlerën absolute të ndryshimit të inflacionit dhe luhatshmërinë relative të çmimeve. Woodford (2001) mbështet një model informacioni të papërsosur, në të cilin agjentët ndjekin një sinjal të zhurmshëm për gjendjen aktuale. Sims (2003) argumenton se agjenti individual ka kapacitet të kufizuar për të përpunuar informacionin dhe ne, për rrjedhojë, duhet të shtojmë kufizime shtrënguese për përpunimin e informacionit, me qëllim modelimin e sjelljes në modelet makroekonomike.

Në të gjitha këto raste, rezultatet ekonomike mund të përmirësoheshin, po të sigurohej që agjentët i përditësonin më shpesh informacionet, që sinjalet të vëzhgoheshin me më pak zhurmë, ose që kostoja e përpunimit të informacionit të ulej. Si rrjedhojë, transparenca dhe komunikimi i bankës qendrore mund të luajnë rol për formimin

e rezultateve më të mira ekonomike. Sigurisht, asnjë prej tyre nuk ka kuptim, nëse supozojmë se publiku ka pritshmëri racionale për informacion të plotë. Nëse publiku do ta kuptonte në mënyrë të përsosur politikën monetare, çdo model sistematik sipas mënyrës në të cilën kryhet politika monetare duhet të deduktohet në mënyrë të saktë nga sjellja e vëzhguar e bankës qendrore (Woodford, 2005). Kështu, kur parashikohen normat e ardhshme të interesit, mjafton të interpretohen (parashikimet për) të dhënat ekonomike sipas këndvështrimit të drejtimit të politikave të bankës qendrore. Në të kundërt, supozimi për informacion të papërsosur është thelbësor për komunikimin dhe transparencën e bankës qendrore. Informacionet e papërsosura çojnë në papajtueshmëri ndërmjet parashikuesve, duke e bërë ekonominë të luhatshme. Njëpërmjet komunikimit dhe transparencës, bankat qendrore mund të ankorojnë pritshmëritë e tregut, të reduktojnë luhatshmërinë në ekonomi dhe, për rrjedhojë, të arrijnë një ecuri më të mirë ekonomike (të inflacionit).

Gjatë dekadave të fundit, bankat qendrore kanë filluar ta luajnë këtë rol duke u bërë shumë më transparente dhe duke e përdorur komunikimin në mënyrë aktive, si instrument për të drejtuar pritshmëritë e agjentëve. Literatura e gjerë akademike i ka shoqëruar këto procese dhe ka identifikuar shumë mënyra, të cilat janë vënë në shërbim të sjelljes së politikës monetare. Siç u vu në dukje, për shembull, në vëzhgimin e literaturës për komunikimin e bankës qendrore nga Blinder et al. (2008), ankorimi i pritjeve të inflacionit ishte një nga pikat, ndërsa përmirësimi i parashikimit të vendimeve të politikës monetare ishte një pikë tjetër.

Në këtë studim, hulumtojmë nëse dhe deri në ç'masë komunikimi i bankës qendrore dhe rritja e transparencës së saj kanë ndikuar në papajtueshmërinë ndërmjet parashikimeve të agjentëve privatë për inflacionin, normat e interesit dhe variablat e tjerë makroekonomikë. Hipoteza jonë është se duhet të shohim zvogëlim të shpërndarjes së parashikimit, nëse: i) devijimet, që lidhen me informacionin, nga supozimet racionale të pritshmërisë të theksuara më lart, qëndrojnë; ii) bankat qendrore, në komunikimin e tyre me publikun, arrijnë të rrisin raportin e sinjalizimit ndaj zhurmës, ose, si alternativë, të ulin koston e përpunimit të informacionit, duke bërë që pjesë të rëndësishme të informacionit të disponohen lehtësisht.

Për këtë qëllim, në analizën tonë empirike përdorim dy seri të dhënash. E para lidhet me parashikimin e të dhënave nga Consensus Economics, për periudhën 1990 - 2008, që trajton parashikime të analizës profesionale të variablave makroekonomikë për 12 ekonomi të përparuara në horizonte të ndryshme parashikimi. E dyta lidhet me të dhënat e vërtetimit të individëve nga Komisioni Evropian (Eurobarometri) për periudhën 1985 - 2008, të cilat matin pritshmëritë e publikut për inflacionin. Arrijmë në përfundimin se transparenca dhe komunikimi i bankës qendrore janë vërtet instrumente të fuqishme për pakësimin e shpërndarjes së pikëpamjeve të parashikuesve ekspertë. Këto efekte mund të rrjedhin nga shpallja e objektivit të inflacionit (ose përcaktimi sasior i stabilitetit të çmimeve), duke qenë transparent për të dhënat ekonomike dhe modelet e politikave, si dhe duke publikuar parashikime të brendshme, bazuar në politikat e bankës qendrore. Ato janë edhe ekonomikisht të mëdha, me reduktim të shpërndarjes deri në 20%.

Si ka ardhur ky reduktim i heterogjenitetit? Studimi tregon se përditësimi i parashikimeve në përgjigje të lajmeve makroekonomike prodhon më pak shpërndarje në rastin e bankave qendrore më transparente, ose kur lajmet shoqërohen nga një komunikim i plotë dhe i qartë i bankës qendrore. Kjo sugjeron se sektori privat mund të kuptojë më mirë e më qartë domethënien e lajmeve mbi zhvillimin e ardhshëm të ekonomisë, nëse ndihmohet nga bankat qendrore. Në të njëjtën kohë, studimi identifikon kufizime në efektivitetin e masave të këtyre bankave qendrore. Veçanërisht, ka tregues për rënien e kthimeve marzhinale në transparencën (ekonomike) dhe asnjë efekt nuk është gjetur lidhur me papajtueshmërinë në publikun e gjerë, ndërsa nivelet e pritshmërive të publikut për inflacionin janë të ndjeshme ndaj shpalljes së objektivit të inflacionit ose rritjes së transparencës ekonomike.

Ky studim lidhet me një literaturë që po bëhet dominuese, e cila studion përcaktuesit e papajtueshmërisë ndërmjet agjentëve ekonomikë dhe rolin e bankave qendrore (për një përmbledhje të detajuar të materialeve përkatëse, shihni tabelën A1 në shtojcën e këtij materiali). Për përcaktuesit e papajtueshmërisë, Coibion dhe Gorodnichenko (2009), përdorin tre vërtetime të ndryshme të parashikimeve ekonomike për të vlerësuar mbështetjen dhe cilësitë e

saktësive informuese të hasura nga agjentët. Në mënyrë specifike, ata gjurmojnë përgjigjet impulsive të gabimeve mesatare të parashikimit dhe papajtueshmërinë ndërmjet agjentëve pas goditjeve strukturore ekzogjene. Ata arrijnë në përfundimin se, pas goditjeve strukturore, agjentët nuk i rregullojnë parashikimet e tyre mjaftueshëm, duke dhënë përgjigje jo-zero ndaj gabimeve në parashikim. Me kalimin e kohës, gabimet në parashikim përkojnë në mënyrë monotnike me rezultatit e informacionit të plotë. Ata i interpretojnë këto rezultate si sigures të një baze të qëndrueshme dhe të plotë empirike për modele të saktësive informuese, të cilat, fatkeqësisht, kanë munguar më parë.

Capistran dhe Timmermann (2009) shkojnë përtej modeleve që i bazojnë pikëpamjet e ndryshme të parashikuesve në dallimet e serive të informacionit dhe që supozojnë se agjentët i peshojnë pasojat e parashikimeve të plota dhe të paplota në mënyrë të ndryshme dhe, si rezultat, i llogarisin parashikimet e tyre sipas humbjes asimetrike me formë të funksionit të humbjes, i cili ndryshon sipas agjentëve. Autorët gjejnë evidencë empirike të këtyre asimetrive në funksionet e humbjes së parashikuesve. Së fundi, Doornik, Fritsche dhe Slacalek (2009) hulumtojnë përcaktuesit e papajtueshmërisë për rreth gjashtë tregues kyçë ekonomikë, duke përdorur të dhënat e Consensus Economics për vendet e G7. Vlerësimet e tyre dokumentojnë një dyzim midis papajtueshmërisë për variablat realë (PBB, konsumi, investimet dhe papunësia), të cilët ndikohen më shumë nga faktorët realë, dhe papajtueshmërisë për variablat nominalë (inflacioni dhe normat e interesit), të cilët reagojnë ndaj vendimit institucional të politikës monetare (në veçanti, pavarësia e bankës qendrore). Papajtueshmëria për variablat realë intensifikohet shumë gjatë periudhave të recesionit. Papajtueshmëria për variablat nominalë është shumë më e ulët në bankat qendrore të pavarura. Shpërndarja ndërseksionale për të dy grupet rritet me pasigurinë për treguesit bazë. Gjetjet e tyre sugjerojnë se një politikë monetare më e besueshme mund të kontribuojë në mënyrë thelbësore në ancorimin e pritshmërive për variablat nominalë. Megjithatë, efektet e saj në papajtueshmërinë për variablat realë janë të moderuara.

Studime të tjera për rolin e bankave qendrore në papajtueshmërinë ndërmjet parashikuesve mund të ndahen sipas matjeve të analizuara

të bankës qendrore. Swanson (2006) përqendrohet në transparencën e bankës qendrore në përgjithësi dhe arrin në përfundimin që, falë transparencës më të lartë të Bankës Qendrore të SHBA-ve (Federal Reserve), parashikimet e sektorit privat për normat e interesit të SHBA-ve janë bërë më të sakta, duke përmirësuar cilësinë mesatare të parashikimeve dhe duke zvogëluar shpërndarjen e tyre ndërmjet parashikuesve. Një përfundim i ngjashëm paraqitet edhe në studimin e Bauer et al. (2006), i cili tregon se që nga viti 1994 (kur FOMC filloi të publikojë të dhëna që shoqërojnë ndryshimet në normat e interesit), parashikimet për variablat makroekonomikë kyçe nga pjesëmarrësit e tregut janë bërë kryesisht më të sinkronizuar. Fujiwara (2005) shqyrton ndikimin e parashikimeve ekonomike nga një bankë qendrore mbi parashikimet nga parashikues ekspertë dhe anasjelltas, duke analizuar rastin e Bankës së Japonisë. Rezultatet empirike tregojnë se, ndonëse parashikimet ekonomike të bankës qendrore nuk ndikohen kryesisht nga parashikimet profesionale për inflacionin, ato kanë ndikim të dukshëm ndaj parashikimeve eksperte. Madje, testimet e momentit të dytë sugjerojnë që parashikimi i Bankës së Japonisë e redukton pasigurinë e parashikuesve ekspertë për të ardhmen.

Një numër studimesh lidhen me shpalljen e objektivit të inflacionit, ose përcaktimin sasior të stabilitetit të çmimeve. Beechey, Johannsen dhe Levin (2007) krahasojnë evoluimin aktual të pritshmërive të inflacionit afatgjatë në Eurozonë dhe Shtetet e Bashkuara, të dhënë në vrojtimet përkatëse të parashikuesve ekspertë. Ata nxjerrin në pah një shpërndarje kryesisht më të madhe ndër projeksionet afatgjatë të parashikuesve të SHBA-ve sesa inflacioni i Eurozonës dhe e lidh këtë me faktin që BQE-ja ka publikuar një përcaktim të stabilitetit të çmimeve, ndërsa Federal Reserve nuk e ka publikuar atë. Crowe (2006) teston nëse shënjestrimi i inflacionit (ShI) e rrit transparencën, duke përdorur të dhënat e parashikimit të marra nga Consensus Economics për 11 vendet që kanë miratuar ShI-në. Studimi përcakton një model të thjeshtë të nxjerrjes së sinjalit dhe arrin në një teoremë që mund të testohet: nëse ShI e rrit transparencën sipas mënyrës së supozuar në model, atëherë prezantimi i tij duhet të nxisë konvergencën për gabime më të vogla në parashikim. Autori arrin në përfundimin se konvergjenca ndodh në të gjitha vendet, si pasojë e kthimit mesatar zbritës, por miratimi i ShI-së çon në konvergencë më të lartë, sipas parashikimit nga modeli, i cili shërben si provë bindëse se ShI-ja vërtet

e rrit transparencën. Në mënyrë të ngjashme, Crowe dhe Meade (2007, 2008) arrijnë në përfundimin se praktikatat e rritjes së transparencës janë të lidhura me sektorin privat, duke çuar në përdorim më të madh të informacionit të ofruar nga banka qendrore, i cili mbështet përfundimin e Crowe (2006) se prezantimi i objektivit të inflacionit (në këtë mënyrë rrit pikët e transparencës) lidhet me konvergjencën në gabimet e parashikimit ndër radhët e sektorit privat.

Të gjitha studimet e renditura deri tani kanë të bëjnë me papajtueshmërinë ndërmjet parashikuesve ekspertë. Shumë më pak punë është bërë lidhur me pikëpamjet e publikut, mbase për shkak të mungesës së të dhënave të disponueshme në këtë kontekst.¹ Dy përjashtime janë Maag dhe Lamla (2009), si dhe Badarinsa dhe Buchmann (2009), të cilët gjejnë të dhëna se mbulimi i medias ndikon në papajtueshmërinë e parashikimit të inflacionit nga individët.

Ky studim kontribuon në këto qëndrime të literaturës duke zgjeruar testimet përkatëse. Ndërsa pjesa më e madhe e studimeve përqendrohen në një masë të transparencës ose komunikimit të bankës qendrore, ne e zgjerojmë analizën në këtë drejtim, duke mundësuar një krahasim të forcës relative të efekteve. Do të veprojmë kështu për një numër të madh vendesh, duke krahasuar reagimet e parashikuesve ekspertë me ato të publikut. Studimi është organizuar si vijon. Rubrika 2 analizon të dhënat e përdorura në analizën empirike. Rubrika 3 raporton për efektet e transparencës dhe komunikimit të bankës qendrore në parashikimet e sektorit privat. Rubrika 4 përmbledh përfundimet dhe parashtron disa rrjedhoja të politikave.

2. TË DHËNAT DHE MODELI EKONOMETRIK

Për të testuar efektet e transparencës së bankës qendrore në parashikimet e sektorit privat, përdorim të dhëna të ndryshme. Kjo rubrikë paraqet një përshkrim të detajuar të të dhënave të parashikimit

¹ Në lidhje me këtë, duhet vënë re se efektet e transparencës dhe komunikimit të bankës qendrore ndaj parashikuesve ekspertë kanë të ngjarë të jenë më të drejtpërdrejta dhe domethënëse sesa ato që i përkasin publikut, meqenëse ky e merr informacionin në mënyrë të tërthortë nga media ose ekspertët (Carroll 2003). Van der Cruijnsen dhe Eijffinger (2007) tregojnë se duke përdorur të dhënat e vrojtimit të individëve, transparenca aktuale dhe ajo e perceptuar për publikun mund të devijojnë, duke i bërë efektet e transparencës ndaj publikut më pak të dukshme.

të sektorit privat, matjet tona për transparencën dhe komunikimin e bankës qendrore si dhe variabla të tjerë kontrolli.

2.1 TË DHËNAT E PARASHIKIMIT TË SEKTORIT PRIVAT

Lidhur me parashikimet e sektorit privat, ne përqendrohemi në të dhënat e ofruara nga Consensus Economics. Këto përfshijnë parashikime profesionale për një tërësi variablash dhe horizonte kohore të ndryshme si dhe janë të disponueshme për një histori mjaft të gjatë për disa vende të industrializuara. Ato janë përdorur edhe në studimet përkatëse nga Crowe (2006) dhe Dovert et al. (2009).

Në veçanti, kemi të disponueshme të dhëna në nivel mikro për 7 vende të Bashkimit Evropian (Francë, Gjermani, Itali, Holandë, Spanjë, Suedi dhe Mbretëri e Bashkuar) si dhe 5 vende të tjera (Kanada, Japoni, Norvegji, Zvicër dhe Shtetet e Bashkuara). Të dhënat janë mujore, duke filluar nga janari 1990 (janar 1995 për Holandën, Spanjën dhe Suedinë; qershor 1998 për Norvegjinë dhe Zvicrën) deri në nëntor 2008.

Për të trajtuar një gamë të gjerë treguesish ekonomike, do të analizojmë parashikimet për inflacionin e çmimit të konsumit (ndryshimi në përqindje p.v.), rritjen reale të PBB-së (ndryshimi në përqindje p.v.), papunësinë (përqindje e krahut të punës), normat tremujore të interesit dhe *yield*-et e obligacioneve 10-vjeçare të qeverisë. E rëndësishme është që, tre parashikimet e para kryhen për fundin e vitit aktual dhe për fundin e vitit vijues, ndërsa parashikimet e normave të interesit bëhen për horizonte fikse kohore prej 3 dhe 12 muajsh. Në veçanti, parashikimet e fundvitit kërkojnë modelim të kujdesshëm: gjatë një viti të caktuar, horizonti i parashikimit ulët; ndërsa parashikimi i një fundviti në janar shtrihet pothuaj gjatë një viti të tërë, problemi i parashikimit në nëntor është më i thjeshtë, sepse pjesa më e madhe e të dhënave për vitin janë realizuar dhe publikuar. Si rrjedhojë, modeli i shpërndarjes ose i gabimeve të parashikimit duhet të kontrollohet për horizontin e parashikimit, pasi do të prisnim uljen e të dyve gjatë gjithë vitit. Sikurse do të tregojmë më poshtë, të gjitha modelet ekonometrike duhet të përmbajnë një seri të plotë të efekteve të përcaktuara mujore.

Mesatarisht, seria e të dhënave përfshin 18 parashikues për shtet dhe muaj, megjithëse ka një shkallë variacioni. Për shembull, pjesëmarrja në vrojtim është relativisht më e vogël në Holandë dhe Norvegji me 10 parashikues mesatarisht, ndërsa numri i parashikuesve në Mbretërinë e Bashkuar është relativisht i lartë, mesatarisht 29. Tabela 1 paraqet një panoramë të mbulimit të parashikuesit.

Tabelë 1. Mbulimi i serisë së të dhënave të Consensus Economics.

Vendi	Nr. i parashikuesve			Shembull		Nr. maks. i parashikimeve
	Mesatare	Min.	Maks.	Fillimi	Fundi	
Kanada	15	11	20	1990:1	2008:11	3439
Francë	18	11	24	1990:1	2008:11	4085
Gjermani	27	20	33	1990:1	2008:11	6219
Itali	14	6	21	1990:1	2008:11	3168
Japoni	20	12	26	1990:1	2008:11	4456
Holandë	10	7	14	1995:1	2008:11	1610
Norvegji	10	6	12	1998:6	2008:11	1219
Spanjë	14	7	19	1995:1	2008:11	2344
Suedi	13	7	18	1995:1	2008:11	2226
Zvicër	12	6	17	1998:6	2008:11	1503
MB	29	19	39	1990:1	2008:11	6621
SHBA	26	19	33	1990:1	2008:11	5915
Totali	18	6	39	1990:1	2008:11	42805

Shënime: Tabela paraqet një panoramë të mbulimit të serisë së të dhënave të parashikimit të Consensus Economics. Kolona e emërtuar “Nr. maks. i parashikimeve”, tregon numrin maksimal të parashikimeve për një shtet të caktuar për një variabël të caktuar (vini re se parashikuesit nuk kanë nevojë të japin një parashikim për çdo variabël dhe për çdo horizont kohor parashikimi).

Vini re, analistëve nuk u duhet që çdo herë të japin parashikimin e tyre për çdo variabël dhe për çdo horizont parashikues. Ndaj, numri i parashikimeve aktuale ndryshon lehtësisht midis variablave. Seria jonë e të dhënave përmban rreth 41,000 deri në 42,000 vëzhgime për parashikimet e inflacionit dhe PBB-në, ndërsa numri i parashikimeve për papunësinë dhe normat e interesit është disi më i ulët, rreth 31,000 deri në 38,000.

Për qëllime të këtij studimi, jemi të interesuar për matjet e shpërndarjes ndërseksionale dhe të saktësisë së parashikimit. Siç u shpjegua te hyrja, përqendrimi ynë është në efektet e transparencës dhe komunikimit të bankës qendrore në shpërndarjen ndërseksionale,

pasi na intereson të dimë shkallën në të cilën bankat qendrore mund ta bëjnë më efektiv përfitimën e informacionit nga sektori privat. Megjithatë, është po aq e rëndësishme të testohet se si ndikohet saktësia e parashikimit, pasi duhet të sigurojmë se bankat qendrore transparente dhe komunikuese nuk i renditin parashikimet në nivele më të ulëta saktësie. Ndonëse pritet që një nivel më i lartë transparence dhe komunikimi të përmirësojë saktësinë, kjo nuk është e nevojshme të tregohet domosdoshmërisht në vlerësimet tona ekonometrike për arsye të mëposhtme: parashikimet e bankave qendrore më transparente dhe komunikuese mund të jenë cilësisht më të sakta krahasuar me parashikimet *ex-ante*. Megjithatë, ne vërojmë saktësinë e parashikimit vetëm pas situatave goditëse. Saktësia e parashikimit *ex-post* nuk është e vërtetueshme. Nëse do të ishte rasti që transparenca dhe komunikimi i bankës qendrore të lidhej me shpeshësinë e goditjeve të mëdha të papritura (për shembull, për arsye se banka qendrore në ekonomi të vogla të hapura, të cilat kanë më shumë gjasa të jenë subjekt i goditjeve dhe, rrjedhimisht, më të luhatshme, janë më të prirura të ekuilibrojnë pritshmëritë e agjentëve duke qenë më transparente), saktësia e parashikimit *ex-post* mund të rezultojë më e ulët në banka qendrore më transparente.² Si rrjedhojë, do të analizojmë saktësinë e parashikimit si testim të qëndrueshmërisë dhe jo si çështje thelbësore të këtij studimi.

Matja jonë e preferuar e shpërndarjes ndërseksionale është në përputhje me literaturën (Mankiw et al. 2003, Dovern et al. 2009), amplitudën *inter-quartile* të parashikimeve në një vend dhe muaj të caktuar. Kjo matje ka përparësi ndaj devijimit të thjeshtë standard sepse është e pandjeshme ndaj rezultateve të veçanta, që mund të jenë të rëndësishme në analizën e të dhënave të vërtetimit. Në çdo rast, do të kontrollojmë qëndrueshmërinë e rezultateve tona duke përdorur devijimin standard.³ Për një masë të saktësisë së parashikimit, do të

² Për këtë dhe arsye të tjera, modelet tona ekonometrike do të përfshijnë efektet fikse të vendit. Gjithsesi, i njëjti argument mund të zbatohet nëse ndryshimi në transparençën e bankës qendrore lidhet me ndryshimin në ekspozimin e një ekonomie ndaj goditjeve.

³ Është e rëndësishme të vihet re se kjo matje nuk është domosdoshmërisht një përfarim i mirë për pasigurinë për variablat që do të parashikohen. Siç tregohet nga D'Amico dhe Orphanides (2008), diferenca ndër parashikues nuk është domosdoshmërisht ekuivalente me pasigurinë e inflacionit, të shprehur nga parashikues në formën e përgjigjeve të mundshme, si Vërtimi i Parashikuesve Ekspertë. Ndonëse kjo është e rëndësishme për t'u mbajtur parasysh kur interpretojmë rezultatet, më së pari interesohemi për përcaktuesit sesa për sigurinë.

llogarisim gabimin absolut mesatar të parashikimit sipas vendit dhe muajit.

Tabela 2 paraqet disa statistika të përmbledhura për variablat e rezultuar. Seria e të dhënave përmban 2342 vëzhgime mujore -vendesh për pjesën më të madhe të parashikimeve (ndonëse për papunësinë, janë të disponueshme vetëm 1589 vëzhgime). Amplituda *inter-quartile* është mesatarisht nga 0.2 në 0.5 pikë përqindje, megjithëse një përqindje e 25-të dhe ajo e 75-të e parashikimeve shprehën të njëjtën pikëpamje ndaj atyre ku dallimet shënonin rreth 2 pikë për qind. Gabimet mesatare absolute të parashikimit janë të shkallëzuara në mënyrë të krahasueshme, duke u renditur mesatarisht nga rreth 0.4 në 1.2 pikë për qind, dhe shtrihen për variablat individuale në një renditje më të gjerë, nga 0 në 6.7 pikë për qind.

Tabelë 2. Statistika përmbledhëse për shpërndarjen ndërseksionale dhe saktësinë e parashikimit në Serinë e të Dhënave të Consensus Economics.

	Vrojtime	Mesatare	Std	Min	Maks.
Amplituda inter-quartile					
IÇK - viti aktual	2342	0.21	0.14	0.00	1.20
IÇK - viti i ardhshëm	2342	0.40	0.21	0.00	1.90
PBB - viti aktual	2342	0.33	0.21	0.00	1.60
PBB - viti i ardhshëm	2342	0.48	0.23	0.00	2.00
Papunësia - viti aktual	1589	0.21	0.19	0.00	2.00
Papunësia - viti i ardhshëm	1589	0.40	0.21	0.00	2.50
Norma interesi afatshkurtra - 3-mujore	2342	0.25	0.17	0.00	2.00
Norma interesi afatshkurtra - 12-mujore	2342	0.51	0.27	0.00	2.00
Norma interesi afatgjata - 3-mujore	2342	0.28	0.13	0.00	1.50
Norma interesi afatgjata - 12-mujore	2342	0.46	0.21	0.00	1.60
Gabimi mesatar absolut i parashikimit					
IÇK - viti aktual	2342	0.31	0.34	0.00	2.53
IÇK - viti i ardhshëm	2210	0.66	0.52	0.00	3.69
PBB - viti aktual	2342	0.74	0.54	0.00	3.45
PBB - viti i ardhshëm	2210	1.16	0.86	0.00	4.49
Papunësia - viti aktual	1589	0.53	0.68	0.00	3.93
Papunësia - viti i ardhshëm	1512	0.76	0.66	0.00	3.58
Norma interesi afatshkurtra - 3-mujore	2341	0.38	0.45	0.00	5.62
Norma interesi afatshkurtra - 12-mujore	2268	1.01	0.85	0.00	6.41
Norma interesi afatgjata - 3-mujore	2342	0.48	0.45	0.00	6.06
Norma interesi afatgjata - 12-mujore	2266	0.92	0.73	0.00	6.69

Shënime: Tabela paraqet statistika përmbledhëse për renditjen *inter-quartile* (pjesa lart) dhe gabimin absolut mesatar të parashikimit (pjesa më poshtë) për parashikime të ndryshme të marra nga seria e të dhënave të Consensus Economics.

Për të bërë dallimin e rezultateve të parashikimeve eksperte ndaj atyre për publikun, përdorim edhe një seri të dytë të dhënash, e cila bazohet në Vrojtimin e Konsumatorit të Komisionit Evropian. Ky vrojtım kryhet çdo muaj, duke mbuluar rreth 1,000 të anketuar në

20 vende të Bashkimit Evropian. Të dhënat janë të disponueshme për ne që nga fillimi i janarit 1985 deri në nëntor 2008.⁴ Ndryshe nga seria e të dhënave të Concensus Economics, në vrojtimin e konsumatorit përfshihen vetëm parashikimet e inflacionit dhe, për më shumë, nuk janë sasiore, por vetëm cilësore. Të anketuarit janë pyetur të tregojnë, sipas këndvështrimit të tyre, nëse gjatë 12 muajve të ardhshëm çmimet: i) do të rriten më shpejt, ii) do të rriten me të njëjtin ritëm, iii) do të rriten me ritëm më të ngadaltë, iv) do të rrinë pothuajse njëloj, ose v) do të ulen.

Ndërsa të dhënat në nivel makro nuk janë drejtpërdrejt të vlefshme, pesha e përgjigjeve në kategori të ndryshme është tejet e rëndësishme. Kjo na mundëson të ndërtojmë një matje të shpërndarjes, e cila duhet të pasqyrojë natyrën cilësore të përgjigjeve. Si rrjedhim, zgjedhëm matjen e propozuar nga Lacy (2006) e zbatuar edhe nga Badarinza dhe Buchmann (2009):

$$d^2 = \sum_{j=1}^4 F_j(1 - F_j) \quad (1)$$

ku: F_j është frekuenca relative kumulative e kategorisë j . Vini re se kategoria e pestë mund të përjashtohet, duke qenë se frekuenca kumulative relative e saj është e barabartë me një dhe, sipas kësaj, nuk jep asnjë informacion në lidhje me shpërndarjen e variablit.⁵

Fatkeqësisht, natyra cilësore e çështjes nuk lejon ndërtimin e matjes së saktësisë së parashikimit. Komisioni Evropian publikon një statistikë të bilancit që mendohet të ofrojë matje agregate të përgjigjeve, bazuar në formulën:

⁴ Më saktësisht, të dhënat mbulojnë Belgjikën, Irlandën, Greqinë, Francën, Italinë, Holandën dhe Mbretërinë e Bashkuar që nga 1985M1; Spanjën (1986 M6); Letoninë (1993M1); Hungarinë (1993M2); Estoninë (1993M4); Republikën Çeke (1995M1); Austrinë dhe Suedinë (1995M10); Finlandën (1995M11); Slloveninë (1996M3); Qipron, Lituaninë, Poloninë dhe Rumaninë (2001M5). Vendet e mbetura (ndër të cilët, për shembull, Gjermania) kryejnë vrojtimin, po nuk e bëjnë ndarjen e përgjigjes sipas kategorisë së përgjigjes të disponueshme në faqen e internetit të Eurostatit.

⁵ Për të ndërtuar këtë matje, kemi përjashtuar peshat e përgjigjes “nuk e di” të ndarë dhe kemi përlogaritur frekuenat relative të mbledhura vetëm duke marrë parasysh peshat e përgjigjes të kategorive të mbetura të kësaj përgjigjeje. Kjo matje ka avantazhin që nuk kërkon cilësimin e distancave midis kategorive të ndryshme të përgjigjes. Matja do të jetë e barabartë me zero nëse të gjitha përgjigjet përfshihen në një kategori të vetme dhe do të jetë e barabartë me një, vlerën maksimale, në qoftë se 50% e të anketuarve presin që çmimet të rriten më me shpejtësi dhe 50% presin që çmimet të bien.

$$B = (PP + 0.5P) - (0.5M + MM) \quad (2)$$

ku: PP tregon peshën e përgjigjeve që presin që çmimet të rriten më shpejt, P peshën e përgjigjeve që presin që çmimet të rriten me të njëjtin ritëm, M e barabartë me pritshmëritë që çmimet të rriten pothuajse njësoj, dhe MM i referohet pritshmërive se çmimet do të bien. Ne do të analizojmë këtë statistikë të bilancit, për të testuar nëse transparenca dhe komunikimi i bankës qendrore mund të ndikojnë në nivelin e pritshmërive të inflacionit. Meqenëse vrojtimet sasiore për pritshmëritë e inflacionit kanë arritur në përfundimin e përgjithshëm se konsumatorët tentojnë ta mbivlerësojnë inflacionin në sasi të konsiderueshme (Bryan dhe Venkatu 2001), ne e marrim këtë si sugjerim se ulja në nivelin e pritshmërive të inflacionit është e barabartë me përmirësimin e saktësisë së parashikimit. Për të dy matjet (d2 dhe statistikën e bilancit), seria jonë e të dhënave përfshin 3,967 vrojtime për shtet-muaj.

Sigurisht, është e qartë se dy seritë e të dhënave ndryshojnë ndër dimensione të ndryshme. Interesi ynë kryesor janë segmente të shënjestruara të ndryshme në dy burimet e të dhënave me parashikues ekspertë në vrojtimin e Consensus Economics dhe publikun e gjerë në Vrojtimin e Konsumatorit të KE-së. Megjithatë, vrojtimi i dytë shtron një pyetje cilësore, ndërsa i pari është i interesuar për një parashikim sasior. Gjithashtu, mbulimi i shteteve dhe koha ndryshojnë. Kjo sigurisht kufizon krahasimin e rezultateve. Në të njëjtën kohë, nuk jemi në dijeni të ndonjë vrojtimi tjetër të konsumatorit që të jetë bërë në mënyrë të krahasueshme nëpër vende, i cili të bëjë pyetje sasiore dhe të shtrihet mjaftueshëm në kohë për kampionin e marrë.

2.2 MATJA E TRANSPARENCËS SË BANKËS QENDRORE

Duke qenë të interesuar për ndikimin e transparencës dhe të komunikimit të bankës qendrore në parashikimet e sektorit privat, na duhet të përcaktojmë matjet për të parën. Për të qenë sa më gjithëpërfshirës, kemi ndërtuar katër matje të tilla. E para lidhet me atë nëse banka qendrore ka publikuar një objektivi të inflacionit, ose një përcaktim sasior të stabilitetit të çmimeve. Kjo matje është ndërtuar si një variabël tregues, duke marrë vlerën një në muajin kur

u miratua objektivi i inflacionit (si për shembull në Ball dhe Sheridan 2005), sipas faqes së internetit të bankës qendrore. Si alternativë për datën e miratimit mund të jetë data e njoftimit (si për shembull, te Bernanke et al. 1999) ose një datë e mëvonshme për të ndërtuar besimin (shih, për shembull, Goldberg dhe Klein 2005 për BQE). Duke zgjedhur datën e miratimit, e vëmë veten në mes të këtyre alternativave. Për serinë e të dhënave të Consensus Economics, 7 nga 12 vende zhvendosen drejt një regjimi të shënjestrimit të inflacionit gjatë periudhës së marrë si shembull, dy vende (Spanja dhe Suedia) janë marrë si shënjestruer të inflacionit gjatë gjithë periudhës (vini re se të dhënat e tyre i kanë fillësat në 1995), dhe tre vendet e mbetura (Zvicra, Japonia dhe Shtetet e Bashkuara) nuk kanë objektiv sasior inflacioni gjatë gjithë periudhës së marrë në shqyrtim.

Një seri e dytë variablash lidhet me matje më të përgjithshme të transparencës së bankës qendrore. Eijffinger dhe Geraats (2006) kanë hartuar një indeks të transparencës së bankës qendrore, i cili është agregat i nëntreguesve që lidhen me transparencën (1) politike, (2) ekonomike, (3) procedurale, (4) të politikës dhe (5) operacionale. Ky tregues, kohët e fundit, është zgjeruar dhe përditësuar nga Dincer dhe Eichengreen (2009) për një numër të madh vendesh. Të dhënat janë vjetore dhe mbulojnë periudhën nga 1998 deri në 2006. Nisur nga numri i madh i nëntreguesve, do të përqendrohemi te treguesi i përgjithshëm si dhe te nëntreguesi që lidhet me transparencën ekonomike.⁶ Një shpjegim i detajuar i ndërtimit të këtyre të dhënave jepet nga Eijffinger dhe Geraats (2006). Për qëllime të këtij studimi, do të mjaftonte të themi se bankat qendrore renditen midis kufirit 0-3 për transparencën ekonomike, në varësi të faktit: (a) nëse sigurojnë informacion në kohë për të dhënat kyçe të ekonomisë (oferta e parasë, inflacioni, PBB, norma e papunësisë dhe shfrytëzimi i kapaciteteve), (b) nëse bankat qendrore shpallin ose nuk shpallin se çfarë modeli të politikës monetare përdorin brenda institucionit dhe, së fundi, (dhe ndoshta më e rëndësishmja për qëllimet tona), (c) nëse bankat qendrore i publikojnë ose jo parashikimet e brendshme numerike për inflacionin dhe/ose prodhimin. Treguesi i përgjithshëm është agregat i thjeshtë i pesë nëntreguesve, ku secili prej tyre mund të variojë nga 0 në 3, i tillë që treguesi i përgjithshëm të përcaktohet

⁶ Duhet venë në dukje se kemi testuar edhe treguesit për transparencën politike, procedurale, të politikave dhe operacionale, të cilat nuk rezultuan të rëndësishme për reduktimin e shpërndarjes ndër parashikuesit ekspertë.

gjatë një shtrirjeje nga 0 në 15. Për tërësinë e të dhënave të Consensus Economics, treguesi i transparencës ekonomike shtrihet nga 1 në 3, ndërsa treguesi i përgjithshëm i merr vlerat midis 6 dhe 15.

Një çështje e rëndësishme lidhet me kampionin me kohë relativisht të shkurtër për të cilin jepen dhe këto të dhëna. Për të trajtuar një numër vëzhgimesh, kemi vendosur të përdorim të dhënat e 1998 për të gjithë vitet e mëparshme dhe të supozojmë se, për vitet 2007 dhe 2008, janë të zbatueshëm treguesit e vitit 2006. Sigurisht, kemi testuar qëndrueshmërinë e rezultateve tona duke përdorur vetëm të dhënat aktuale të transparencës.

Një matje e fundit për transparencën e bankës qendrore është e lidhur ngushtë me një aspekt të treguesit të transparencës ekonomike, konkretisht, nëse bankat qendrore publikojnë parashikimet e tyre të brendshme për inflacionin dhe prodhimin. Ne kemi ndërtuar një variabël (të cilin do ta emërtojmë komunikimi i bankës qendrore) që është i barabartë me një, për muajt kur janë publikuar parashikime, dhe zero në rast të kundërt. Për vendet e Eurozonës, analizojmë si publikimet përkatëse të BQE-së ashtu dhe ato të bankave qendrore kombëtare. Ndërsa e para ofron projeksione të personelit për Eurozonën si një e tërë, preferojmë ta shohim atë si informacion përkatës edhe për parashikimet kombëtare, duke qenë se kjo u mundëson parashikuesve të vlerësojnë më mirë drejtësinë e ardhshëm të politikës monetare, i cili mund të lejojë parashikime kombëtare më të sakta (ose më të përafëruara). Do të kryhet një test qëndrueshmërie për përfshirjen e projeksioneve të personelit të BQE-së për Eurozonën. Një sugjerim për ndërtimin e variablit të komunikimit të bankës qendrore lidhet me kohëmatjen e saktë. Meqenëse vrojtimi i Consensus Economics zhvillohet në fillim të muajit, jemi siguruar që publikimi i bankës qendrore të ketë ndikim mbi vrojtimin. Nëse zhvillohet pas mbledhjes së të dhënave të Consensus Economics, atëherë e përfshijmë në muajin pasardhës.⁷

Çdokush mund të presë që këta katër variabla të matin konceptet që lidhen me to dhe, kështu, të lidhen në mënyrë pozitive me njëri-

⁷ Një lloj tjetër i komunikimit të bankës qendrore që mund të rezultojë me interes ka të bëjë me publikimin e një hapësire të vogël të normës së interesit të vet të parashikuar, si praktikohet nga Banka Qendrore e Norvegjisë dhe ajo e Suedisë (dhe të tjera që nuk janë përfshirë në kampionin tonë). Meqenëse kjo praktikë është e kohëve të fundit dhe e aplikuar vetëm në 2 nga 12 vendet tona, seria e të dhënave nuk përmban variacion të mjaftueshëm për të testuar për këto efekte.

tjetrin. Tabela 3 paraqet koeficientët e lidhjes, disa prej të cilëve janë me të vërtetë relativisht të lartë. Është e dukshme që bankat qendrore me objektiv inflacioni sasior janë mesatarisht më transparente. Në të njëjtën kohë, koeficienti i lidhjes me transparencën ekonomike nuk është dhe aq i lartë, me shumë gjasa pasi edhe shumë banka qendrore renditen relativisht lart në listën e transparencës ekonomike. Komunikimi i bankës qendrore është më pak i lidhur me matjet e tjera. Kjo shpjegohet me faktin se përmban më shumë ndryshueshmëri në kohë. Ndërkohë që të gjitha matjet e tjera përshkruhen më mirë nga funksionet e lëvizjes, matja jonë e komunikimit lëviz midis vlerave zero dhe një në mënyrë të përsëritur (në shumë raste, publikimet përkatëse bëhen tremujore ose gjashtëmujore, duke çuar në seri jo-zero të publikuara për përkatësisht 4 ose 2 muaj në vit). Këto koeficientë të lidhjes sugjerojnë që, në analizën tonë empirike, nuk do të jetë gjithmonë e mundur të identifikohet qartë se cila masë shkakton një efekt të caktuar. Në të njëjtën kohë, jemi të kënaqur nga lidhja relativisht e ulët midis shënjestrimit të inflacionit, transparencës ekonomike dhe komunikimit të bankës qendrore. Vini re se do t'i përfshijmë të gjithë këta variabla nën titullin e transparencës së bankës qendrore, megjithëse do ta përdorim termin edhe për përcaktimin më të ngushtë të treguesit të transparencës së bankës qendrore.

Tabelë 3. Korrelacioni ndërmjet matjeve të transparencës dhe komunikimit të bankës qendrore.

	Shënjestrimi i inflacionit	Transparenca	Transparenca ekonomike	Komunikimi
Shënjestrimi i inflacionit	1.00			
Transparenca	0.56	1.00		
Transparenca ekonomike	0.27	0.53	1.00	
Komunikimi	0.22	0.14	0.06	1.00

Shënime: Tabela tregon koeficientët e korrelacionit midis matjeve të ndryshme për transparencën dhe komunikimin e bankës qendrore, për modelin e serisë së të dhënave të Consensus Economics.

2.3 VARIABLAT E KONTROLLIT

Kur shpjegojmë shpërndarjen ndërseksionale të parashikimit, duhet të marrim parasysh një numër faktorësh. Në mënyrë më të

drejtpërdrejtë, është e rëndësishme të përfshihen efektet fikse të muajit dhe të vendit në çdo model. Të parët janë të domosdoshëm për shkak të ndryshimit të horizontit të parashikimit në vrojtimin e Consensus Economics, siç u diskutua më sipër. Të dytët mund të marrin parasysh një tërësi çështjesh që mund të kenë peshë në shpërndarjen që vërejmë mesatarisht në një vend të caktuar, si cilësia e grupit të parashikuesit, vështirësia në parashikimin e një ekonomie të caktuar (për shembull, meqenëse ekonomitë e vogla janë më të prekshme nga goditjet dhe, si të tilla, mundet ceteris paribus [duke supozuar se të tjerat qëndrojnë konstante] të jenë relativisht më të luhatshme), ose me shumë mundësi, vlefshmëria e një institucioni parashikues të njohur, i cili mund të ndikojë pikëpamjet e shprehura në këtë vrojtim.

Sipas Capistran dhe Timmermann (2009), përfshihet edhe luhatshmëria e kushtëzuar e variablit që duhet të parashikohet. Për shembull, luhatshmëri më e lartë mund të nënkuptojë një detyrë më të vështirë parashikuese, e cila, nga ana e vet, mund të rrisë shpërndarjen ndërseksionale. Në përputhje me qasjen e tyre, vlerësuam modelet GARCH (1,1) (ku për qëllimet tona, 2 intervale rezultuan të mjaftueshme për të reduktuar lidhjen e mbetur seriale) dhe nxorëm vlerësimet e luhatshmërisë kushtëzuese. Shtimi i nivelit të variablit për t'u parashikuar (për shembull, sepse inflacioni mund të jetë më i vështirë për t'u parashikuar kur është i lartë) nuk ndikon mbi rezultatet tona dhe gjeneron çështje të regresorëve të bashkëlidhur, meqenëse luhatshmëria kushtëzuese dhe niveli i variablave janë të lidhur në nivel të lartë. Për rrjedhojë, kemi vendosur të përfshijmë vetëm masën e luhatshmërisë kushtëzuese. Të dhënat aktuale për variablat që do të parashikohen janë marrë nga baza e të dhënave të Treguesve Kryesorë Ekonomikë të OECD-së.

Më tej, ne përfshijmë ndryshimin absolut në çmimet e naftës (marrë nga Banka për Rregullime Ndërkombëtare - BIS), të cilët u vëzhguan para vrojtimin, për të ndërtuar ndikimet e mundshme që ky variabël mund të ketë në evoluimin e parashikimeve dhe mospërputhjen ndër parashikues, në veçanti. E rëndësishme është që përfshirja e këtij variabli nuk ndryshon rezultatet tona.

Seria përfundimtare e variablave të përfshirë në zgjerimin e modeleve empirike lidhet me komponentin e lajmeve për njoftimeve

makroekonomike. Me mbërritjen e të dhënave makroekonomike, parashikuesve u nevojitet të përditësojnë tërësinë e informacionit dhe të rregullojnë parashikimet. Kjo, në vetvete, mund të ndikojë në papajtueshmëri ndër parashikuesit; një hipotezë interesante lidhur me këtë është nëse rregullimi në parashikime mund të kryhet normalisht në bankat qendrore transparente dhe, si i tillë, të mund të çojë në një rritje relativisht më të ulët në shpërndarjen ndërseksionale⁸.

Për ta provuar këtë mundësi, kemi ndërtuar një seri njoftimesh makroekonomike dhe komponentin surprizë që përmbahet aty. Duke ndjekur standardin e përcaktuar nga literatura për njoftimet (shih, për shembull, Andersen et al. 2003), zbresim pritshmërinë e njoftimit nga vlera aktuale e njoftimit të variablit për të përfutur një matje të komponentit surprizë dhe i standardizojmë këto surpriza sipas devijimit të vet, kombëtar dhe standard. Për shkak të këtij standardizimi, koeficientët e regresit për çdo seri mund të interpretohen si përgjigje për një surprizë të devijimit standard kombëtar. Sipas standardit në këtë literaturë, morëm të dhëna për pritshmëritë e njoftimeve makroekonomike nga një vrojtim i kryer nga Bloomberg Financial Services ndërmjet pjesëmarrësve të tregut financiar dhe përdorëm përgjigjen e mesme si matjen tonë të pritshmërive. Është me rëndësi të vihet në dukje se, gjithsesi, këto të dhëna nuk janë të vlefshme për të gjithë periudhën e marrë si shembull. Për të maksimizuar shembullin, përqendrohemi në njoftimet për inflacionin dhe papunësinë, për të cilat vrojtimit e Bloomberg kanë histori më të gjatë. Ashtu si me variablin e komunikimit të bankës qendrore, sigurohemi që publikimi i të dhënave t'i ngarkohet siç duhet raundit të parashikimit përkatës të Consensus Economics.⁹

⁸ Ky test lidhet me studimin influencial nga Gürkaynak, Sack dhe Sëanson (2005), të cilët tregojnë se, në përgjigje të lajmeve makroekonomike të goditjeve, pritshmëritë afatgjata janë më mirë të ankoruara në vendet me objektiv inflacioni.

⁹ Një alternativë mund të jetë përdorimi i magnitudës së ndryshimit në vlerat e publikuara për njoftime makroekonomike, duke supozuar se ndryshime më të mëdha kërkojnë rishikime më thelbësore të parashikimeve dhe kjo mund të çojë në mospajtueshmëri. Matja jonë e preferuar bazohet në goditjet – duke supozuar që, nëse nuk parashikohen pjesë të mëdha të njoftimit makroekonomik, kjo imponon rishikime më thelbësore, ndërsa një ndryshim i madh në njoftim mund të parashikohej, dhe për pasojë, faktorizohej në raundet e tjera të parashikimit.

3. EFEKTET E TRANSPARENCËS SË BANKËS QENDRORE NË PARASHIKIMET E SEKTORIT PRIVAT

Çfarë efektesh ushtrojnë bankat qendrore në parashikimet e sektorit privat nëpërmjet transparencës dhe komunikimit të tyre? Kjo rubrikë paraqet rezultatet empirike. Së pari, do të përqendrohemi në një regresion standard që analizon përcaktuesit e amplitudave *inter-quartile* në parashikimet e Consensus Economics, para zgjerimit të analizës dhe testimit të qëndrueshmërisë së tyre në mënyra të ndryshme. Në vijim, do t'i kthehemi një analize të reagimit ndaj goditjeve të reja, dhe më pas, do të hulumtojmë kufizimet e efekteve të transparencës së bankës qendrore.

3.1 NDIKIMET E PËRGJITHSHME

Modeli ynë ekonometrik standard jepet si më poshtë:

$$\Omega_{i,c,t} = \alpha_c + \alpha_m + \beta x_{c,t} + \gamma_1 \Omega_{i,c,t-1} + \gamma_2 \Sigma_{i,c,t} + \gamma_3 |\Delta oil_{t-1}| + \varepsilon \quad (3)$$

ku: $\Omega_{i,c,t}$ tregon variablin tonë të varur, domethënë shpërndarjen ndërseksionale të parashikimit i në vendin c në kohën t , ose ndryshe *gabimin absolut mesatar të parashikimit*, dhe α_c dhe α_m tregojnë efektet e qëndrueshme të vendit dhe të muajit. Matjet tona për transparencën dhe komunikimin e bankës qendrore jepen nga $\chi_{c,t}$; $\Sigma_{i,c,t}$ tregon luhatshmërinë e kushtëzuar të variablit për t'u parashikuar, dhe $|\Delta oil_{t-1}|$ tregon ndryshimin absolut në çmimet e naftës në muajin paraardhës. Siç u përvijua me hollësi në Rubrikën 2, hipotezat tona janë që papajtueshmëria midis parashikuesve duhet të varet negativisht nga komunikimi dhe transparenca e bankës qendrore ($\beta < 0$), që kjo papajtueshmëri ka gjasa të jetë e vazhdueshme ($\gamma > 0$), dhe që një luhatshmëri më e lartë e variablit rrit papajtueshmërinë ($\gamma_2 > 0$), sikurse edhe ndryshon çmimi më i lartë i naftës ($\gamma_3 > 0$).

Ne vlerësojmë variante të ndryshme të këtij modeli, përfshirë matje të ndryshme të Ω (amplitudën *inter-quartile* dhe gabimin mesatar

absolut), për parashikues të ndryshëm i (duke ndryshuar variablën për t'u parashikuar si dhe horizontin kohor) dhe matje të ndryshme të komunikimit dhe transparencës të bankës qendrore x çdo herë (megjithatë, do të vlerësojmë një model të përbashkët për tre matje të bankës qendrore për çdo parashikim). Modeli do të vlerësohet nga OLS e thjeshtë. Meqenëse vëzhgimet tona janë grupuar sipas vendit, gabimet standarde vlerësohen të kenë marrë parasysh strukturën e grupit.¹⁰

Tabela 4 paraqet vlerësimet e parametruara të rezultateve të marra nga modeli standard. Kolona (1) përmban vlerësimet që testojnë rëndësinë e shënjestrimit të inflacionit, kolona (2) transparencën e përgjithshme, kolona (3) transparencën ekonomike dhe kolona (4) variablin tonë të komunikimit të bankës qendrore. Kolona (5) kombinon objektivin e inflacionit, transparencën ekonomike dhe komunikimin (tre matjet e bankës qendrore me koeficientët më të ulët të lidhjes) në një model të përbashkët.

¹⁰ Kjo presupozon se gabimet janë të lidhura brenda vendit, por nuk janë të lidhura midis shteteve. Për vendet e Eurozonës, mund të jetë e mundur që gabimet të jenë të lidhura ndër shtete, meqenëse matjet e bankës qendrore janë pjesërisht identike. Si rrjedhim, kemi testuar nëse lejimi i gabimeve të lidhura brenda vendeve jo të Eurozonës dhe brenda vendeve të Eurozonës ndikon rezultatet tona dhe vumë re se nuk ndodh kështu. Gjithsesi, kur gabimet standarde grupohen sipas vendeve, janë paksa më konservative dhe raportohen në këtë studim.

Tabelë 4. Transparenca e bankës qendrore dhe shpërndarja e parashikuesit, modeli standard.

IQR	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	IÇK - viti aktual					IÇK - viti i ardhshëm				
Shënjest. i inflac.	0.004				0.011	-0.019				-0.008
	0.016				0.016	0.020				0.021
Transparenca (Ek.)		0.000	-0.019*		-0.020*		-0.007	-0.049**		-0.047**
		0.004	0.009		0.009		0.006	0.020		0.020
Komunikimi				-0.011*	-0.011*				-0.013	-0.006
				0.005	0.005				0.010	0.010
Vonesa kohore	0.396***	0.397***	0.390***	0.396***	0.389***	0.660***	0.657***	0.636***	0.661***	0.636***
	0.036	0.036	0.032	0.035	0.032	0.067	0.064	0.058	0.068	0.058
Luhatshm. e kusht.	0.127***	0.126***	0.118***	0.123***	0.117***	0.139***	0.151***	0.127**	0.138**	0.125**
	0.021	0.022	0.027	0.024	0.023	0.039	0.048	0.047	0.048	0.042
Çmimet e nafëtës	0.001	0.002	0.001	0.003	0.001	0.165***	0.159***	0.158***	0.164***	0.161***
	0.050	0.049	0.049	0.049	0.048	0.048	0.046	0.044	0.045	0.046
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330
R2	0.54	0.54	0.54	0.54	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
	PBB - viti aktual					PBB - viti i ardhshëm				
Shënjest. i inflac.	-0.025*				-0.016	0.000				0.009
	0.013				0.013	0.011				0.013
Transparenca (Ek.)		-0.007*	-0.045***		-0.042***		-0.001	-0.042***		-0.042***
		0.003	0.010		0.009		0.005	0.013		0.013
Komunikimi				-0.018***	-0.011*				-0.011*	-0.008
				0.005	0.005				0.006	0.006
Vonesa kohore	0.526***	0.525***	0.509***	0.529***	0.507***	0.593***	0.593***	0.577***	0.592***	0.577***
	0.026	0.025	0.024	0.025	0.025	0.021	0.021	0.017	0.021	0.017
Luhatshm. e kusht.	0.038*	0.041*	0.035	0.044*	0.029	0.050*	0.049*	0.040*	0.049**	0.042
	0.018	0.021	0.021	0.020	0.018	0.023	0.022	0.021	0.021	0.024
Çmimet e nafëtës	0.019	0.012	0.015	0.017	0.021	0.079	0.079	0.080	0.081	0.080
	0.051	0.050	0.053	0.049	0.054	0.048	0.050	0.049	0.049	0.049
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330
R2	0.60	0.60	0.61	0.60	0.61	0.55	0.55	0.56	0.55	0.56
	Papunësia - viti aktual					Papunësia - viti i ardhshëm				
Shënjest. i inflac.	-0.033**				-0.032**	-0.040*				-0.029
	0.010				0.010	0.017				0.015
Transparenca (Ek.)		-0.009**	-0.013**		-0.003		-0.012*	-0.037*		-0.026
		0.004	0.005		0.003		0.005	0.019		0.016
Komunikimi				-0.010**	0.000				-0.028**	-0.015
				0.004	0.005				0.011	0.008
Vonesa kohore	0.763***	0.775***	0.779***	0.781***	0.763***	0.650***	0.658***	0.652***	0.661***	0.644***
	0.098	0.096	0.099	0.099	0.098	0.029	0.032	0.039	0.034	0.034
Luhatshm. e kusht.	0.356**	0.371**	0.378**	0.361**	0.352**	0.856**	0.865**	0.870**	0.799**	0.806**
	0.119	0.131	0.135	0.126	0.118	0.246	0.229	0.211	0.262	0.226
Çmimet e nafëtës	-0.016	-0.024	-0.025	-0.025	-0.016	0.114	0.105	0.106	0.104	0.116
	0.015	0.016	0.016	0.017	0.015	0.082	0.076	0.075	0.076	0.079
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1582	1582	1582	1582	1582	1582	1582	1582	1582	1582
R2	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.53	0.53	0.53	0.53	0.54

Tabëlë 4 (vazhdim): C Transparenca e bankës qendrore dhe shpërndarja e parashikuesit, modeli standard.

IQR	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Norma interesi afatshkurtra - 3-mujore					Norma interesi afatshkurtra - 12-mujore				
Shënjest. i inflac.	-0.048**				-0.039*	-0.065**				-0.053**
	0.020				0.019	0.022				0.020
Transparenca (Ek.)		-0.008	-0.038***		-0.031***		-0.013**	-0.058***		-0.049***
		0.005	0.010		0.008		0.005	0.017		0.015
Komunikimi				-0.026**	-0.016*				-0.034**	-0.019
				0.010	0.008				0.014	0.012
Vonesa kohore	0.460***	0.476***	0.464***	0.478***	0.443***	0.584***	0.598***	0.585***	0.603***	0.567***
	0.044	0.036	0.032	0.032	0.044	0.043	0.043	0.039	0.043	0.041
Luhatshm. e kusht.	0.074***	0.080***	0.082***	0.081***	0.075***	0.059***	0.067***	0.070***	0.070***	0.059***
	0.014	0.014	0.014	0.014	0.013	0.011	0.011	0.010	0.011	0.010
Çmimet e naftës	0.132**	0.121**	0.125**	0.129**	0.135**	-0.028	-0.042	-0.037	-0.031	-0.027
	0.044	0.046	0.049	0.046	0.047	0.054	0.063	0.064	0.061	0.056
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330
R2	0.41	0.40	0.41	0.40	0.41	0.55	0.54	0.55	0.54	0.55
	Norma interesi afatgjata - 3-mujore					Norma interesi afatgjata - 12-mujore				
Shënjest. i inflac.	-0.032**				-0.021*	-0.032*				-0.022
	0.011				0.011	0.017				0.015
Transparenca (Ek.)		-0.014***	-0.057***		-0.052***		-0.018***	-0.055***		-0.051***
		0.003	0.010		0.008		0.005	0.013		0.012
Komunikimi				-0.018**	-0.009				-0.017	-0.007
				0.008	0.007				0.010	0.008
Vonesa kohore	0.316***	0.306***	0.286***	0.321***	0.279***	0.540***	0.528***	0.523***	0.544***	0.519***
	0.046	0.042	0.039	0.044	0.041	0.038	0.036	0.031	0.036	0.034
Luhatshm. e kusht.	0.056*	0.057**	0.058**	0.070**	0.046*	0.103**	0.101***	0.107***	0.118***	0.095**
	0.030	0.024	0.020	0.029	0.022	0.040	0.032	0.029	0.037	0.032
Çmimet e naftës	0.090*	0.080**	0.087**	0.089**	0.091**	-0.056	-0.068*	-0.062	-0.057	-0.058
	0.041	0.035	0.033	0.036	0.037	0.033	0.033	0.036	0.033	0.035
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330	2330
R2	0.21	0.22	0.23	0.21	0.23	0.41	0.42	0.42	0.41	0.42

Shënime: Tabela paraqet rezultatet e modelit standard $\Omega_{i,c,t} = \alpha_c + \alpha_m + \beta \chi_{c,t} + \gamma_1 \Omega_{i,c,t-1} + \gamma_2 \sum_{i,c,t} + \gamma_3 \left| \Delta \text{oil}_{i,c,t} \right| + \varepsilon$, ku: $\Omega_{i,c,t}$ tregon amplitudën *inter-quartile*. Numrat kursivë tregojnë gabimet standarde, të cilat lejojnë grupime sipas vendeve. Kolona (2) përmban rezultatet me treguesin e përgjithshëm të transparencës, kolonat (3) dhe (5) nëntreguesin për transparencën ekonomike. ***, ** dhe * tregojnë rëndësinë statistikore përkatësisht në nivelet 1%, 5% dhe 10%.

Të gjitha modelet përmbajnë variabla të ndryshëm kontrolli të diskutuar në rubrikën e mëparshme. Për të kursyer hapësirë, nuk jepen koeficientët e regresit dhe efektet fikse për muaj dhe vend. Megjithatë, është me rëndësi të vihet re se, sidomos të parët, janë tejet të dobishëm për parashikimet e fundvitit. Jo vetëm që janë tejet të rëndësishëm nga ana statistikore në nivelin 1% dhe të lartë në madhësi (renditja *inter-quartile* në dhjetor është deri në 80% më e ulët se në janar për parashikimet e vitit aktual dhe deri në 20% për parashikimet e vitit vijues), por rëndësia e tyre rritet edhe në mënyrë monotone gjatë gjithë vitit. Efektet e vendit janë herë pas here shumë të rëndësishme, por jo aq konstante sa efektet e muajit.

Rezultatet për variablat e tjerë të kontrollit tregojnë se papajtueshmëria është vërtet e vazhdueshme. Kohëvonesa ka koeficientë statistikisht domethënës dhe të mëdhenj. Meqenëse janë dukshëm më të vegjël se një, papajtueshmëria, nga ana tjetër, nuk përshkruhet nga një proces *unit root*. Gjithashtu, luhatshmëria e kushtëzuar e një variabli është përcaktues i rëndësishëm i papajtueshmërisë me efekte të mëdha (për të gjitha parashikimet) dhe statistikisht të rëndësishme. Çmimet e naftës, në të kundërt, duken se ndikojnë vetëm mbi një numër të caktuar parashikimesh, të tilla si parashikimet e normës së interesit në hapësirën kohore tremujore dhe parashikimet e inflacionit për vitin pasardhës. Në këto raste, ndryshimet më të mëdha të çmimit të naftës rrisin, siç pritet, papajtueshmërinë.

Duke iu kthyer variablave tanë të interesit, matjeve të transparencës dhe komunikimit të bankës qendrore, është e qartë se ekziston një pjesë e madhe e rasteve ku më shumë transparencë ul papajtueshmërinë¹¹. Në shumë raste, efekti është statistikisht i rëndësishëm dhe koeficientët janë gjithmonë negativë. Efektet më të mëdha ushtrohen nga përfshirja e shënjestrimit të inflacionit dhe nga rritja e nivelit të transparencës ekonomike: me një objektiv sasior, kufiri *inter-quartile* i shpërndarjes së parashikimit ulet nga 7 deri 19% (në varësi të variablit që analizojmë) dhe përmirësimi në indeksin e transparencës ekonomike me një e ul kufirin *inter-quartile* nga 6 në 20%. Kjo krahasohet me një ulje deri në 5%, nëse indeksi i përgjithshëm i transparencës rritet me një dhe deri në 10% në muajt e komunikimit të bankës qendrore.

Përveç kësaj, këto ndikime janë pjesërisht shtuese, veçanërisht në lidhje me parashikimet e normave të interesit. Modelet në kolonën (5) tregojnë se, në shumë raste, ka efekte të përbashkëta të objektivave të inflacionit, transparencës dhe/ose komunikimit ekonomik, të cilat u shtohen reduktimeve më të mëdha sesa vlerësimi i modeleve të veçanta. Një rezultat tjetër i rëndësishëm është se efekti i reduktimit të

¹¹ Do të ishte e habitshme të zbulohet që kjo mospajtueshmëri në parashikimet e IÇK-së nuk është ndikuar nga mesatarja e transparencës së bankës qendrore. Në të njëjtën kohë, është e rëndësishme, megjithatë, të vihet re se politika monetare ndikon inflacionin vetëm me pauza tejet të gjata, të cilat shpesh vlerësohen në kufirin e 1 deri në 2 vite. Horizonti i parashikimit në këtë seri të dhënash mundet, si rrjedhim, të jetë tejet i shkurtër për të pasqyruar ndikimet e mundshme të transparencës së rritur të bankës qendrore.

shpërndarjes, i dukshëm për indeksin e përgjithshëm të transparencës, është pothuajse tërësisht i gjeneruar nga kontributi i transparencës ekonomike. Ndërtimi i një treguesi të përgjithshëm të transparencës, përjashtuar transparencën ekonomike dhe rivlerësimin e modeleve ekonometrike, tregon se dimensionet e tjera të transparencës ia dalin të reduktojnë shpërndarjen vetëm në rastin e parashikimeve të normave afatgjata të interesit.

Këto rezultate janë të qëndrueshme për disa modele, të tilla si përdorimi i devijimit standard në vend të amplitudës *inter-quartile*, ose lejimi për gabime të lidhura në vendet jashtë Eurozonës dhe në ato të Eurozonës (domethënë, duke rrëzuar supozimin e gabimeve jo të lidhura në vendet e Eurozonës). Në mënyrë të ngjashme, një riklasifikim i Deutsche Bundesbank (para 1999) si shënjestruese e inflacionit, meqenëse kishte shpallur të ashtuquajturën “normë të inflacionit”, nuk ndikon mbi rezultatet. Megjithatë, rëndësi ka trajtimi i BQE-së. Lënia jashtë e projeksioneve të personelit të BQE-së nga variablat e komunikimit, ose mosmarrja parasysh e statusit të shënjestrimit të inflacionit për BQE-në (meqenëse përcaktimi sasior i stabilitetit të çmimeve nuk është objektiv zyrtar i inflacionit) nënkupton efekte më të reduktuara respektivisht, për variablin e komunikimit dhe shënjestrimit të inflacionit në shpërndarje. Përkundrajt rezultatit që 5 nga 12 vende në model janë anëtare të Eurozonës, ky ndryshim në rezultat nuk është aq i papritur dhe sugjeron si vijon. Së pari, projeksionet e personelit të BQE-së, megjithëse janë për Eurozonën, përmbajnë informacion të dobishëm për parashikimin e variablave kryesorë makroekonomikë në ekonominë kombëtare të Eurozonës. Së dyti, për të vënë në një linjë pritshmëritë e agjentëve për këto variabla, përcaktimi i stabilitetit të çmimeve nga BQE është i ngjashëm me atë të një objekti të inflacionit. Për të mos u tejzgjatur, këto teste të qëndrueshmërisë nuk pasqyrohen në këtë studim.

Një tjetër testim i qëndrueshmërisë jepet në Tabelën 5. Siç u përmend më sipër, kemi zgjeruar shembullin për treguesit e transparencës përtej atyre që ishin në fillim, me vlerësim ekstrapolimi të vëzhgimit të parë në të shkuarën, domethënë për vitet para 1998 dhe vëzhgimin e fundit në të ardhmen, për vitet 2007 dhe 2008. Përdorimi vetëm i të dhënave fillestare që mbulojnë vitet 1998 - 2006, pothuajse

përgjysmon madhësinë e kampionit të zgjedhur. Rrjedhimisht, ka më pak efekte të konsiderueshme statistikore. Megjithatë, për një numër parashikimesh, rëndësia statistikore mbetet dhe, vetëm me një përjashtim, këto raste theksojnë reduktimin e papajtueshmërisë në parashikim, me rritjen e transparencës. Kjo gjen zbatim sidomos për parashikimet e normave të interesit.

Tabelë 5. Transparenca e bankës qendrore dhe shpërndarja e parashikuesit, 1998-2006.

IQR	(2)	(3)	(2)	(3)
IÇK	Viti aktual		Viti i ardhshëm	
Transparenca (Ek.)	0.007**	0.000	0.005	-0.020
	0.003	0.013	0.005	0.017
Vonesa kohore	0.339***	0.345***	0.494***	0.492***
	0.043	0.043	0.040	0.044
Luhatshm. e kusht.	0.145***	0.159***	0.007	0.013
	0.027	0.026	0.034	0.033
Çmimet e naftës	-0.020	-0.031	0.006	-0.013
	0.039	0.041	0.039	0.038
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1284	1284	1284	1284
R2	0.55	0.54	0.38	0.38
PBB	Viti aktual		Viti i ardhshëm	
Transparenca (Ek.)	0.002	-0.023	-0.007	-0.052*
	0.004	0.017	0.009	0.024
Vonesa kohore	0.418***	0.412***	0.501***	0.484***
	0.026	0.024	0.019	0.023
Luhatshm. e kusht.	-0.014	-0.023	-0.008	-0.018
	0.014	0.014	0.017	0.016
Çmimet e naftës	-0.017	-0.031	-0.024	-0.035
	0.072	0.071	0.066	0.065
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1284	1284	1284	1284
R2	0.59	0.59	0.55	0.55
Papunësia	Viti aktual		Viti i ardhshëm	
Transparenca (Ek.)	-0.003	-0.014*	-0.006	-0.050***
	0.005	0.007	0.006	0.012
Vonesa kohore	0.462***	0.457***	0.556***	0.532***
	0.042	0.044	0.025	0.021
Luhatshm. e kusht.	1.712**	1.743**	1.074	1.235
	0.472	0.474	1.299	1.142
Çmimet e naftës	0.005	0.002	0.031	0.022
	0.042	0.044	0.048	0.046
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	756	756	756	756
R2	0.57	0.57	0.43	0.44

IQR	(2)	(3)	(2)	(3)
Norma afatshkurtra	3-mujore		12-mujore	
Transparenca (Ek.)	-0.012***	-0.035**	0.006	0.002
	0.004	0.013	0.004	0.007
Vonesa kohore	0.380***	0.375***	0.485***	0.488***
	0.040	0.039	0.046	0.046
Luhatshm. e kusht.	0.187***	0.206***	0.094**	0.082**
	0.047	0.055	0.042	0.037
Çmimet e naftës	-0.049	-0.044	-0.006	-0.017
	0.050	0.050	0.078	0.076
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1284	1284	1284	1284
R2	0.35	0.35	0.46	0.46
Norma afatgjata	3-mujore		12-mujore	
Transparenca (Ek.)	-0.010**	-0.039**	0.004	0.001
	0.005	0.017	0.006	0.015
Vonesa kohore	0.256***	0.247***	0.443***	0.444***
	0.030	0.031	0.041	0.043
Luhatshm. e kusht.	0.272*	0.231*	0.310	0.265
	0.130	0.111	0.214	0.181
Çmimet e naftës	0.065*	0.068*	0.079	0.072
	0.034	0.037	0.060	0.056
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1284	1284	1284	1284
R2	0.16	0.17	0.28	0.28

Shënime: Tabela paraqet rezultatet e modelit standard $\Omega_{i,t} = \alpha_c + \alpha_m + \beta \chi_{i,t} + \gamma_1 \Omega_{i,t-1} + \gamma_2 \sum_{i,t} + \gamma_3 |\Delta oil_{i,t-1}| + \epsilon$, ku $\Omega_{i,t}$ tregon amplitudën *inter-quartile*. Numrat korsivë tregojnë gabimet standarde, të cilat lejojnë grupime sipas vendeve. Kolona (2) përmban rezultatet me treguesin e përgjithshëm të transparencës, kolona (3) nëntreguesin për transparencën ekonomike. Të gjitha modelet janë vlerësuar për vitet 1998-2006. ***, ** dhe * tregojnë rëndësinë statistikore përkatësisht në nivelet 1%, 5% dhe 10%.

Tabelë 6. Transparenca e bankës qendrore dhe saktësia e parashikimit, modeli standard.

Gabimi mes. abs.	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	IÇK - viti aktual					IÇK - Viti i ardhshëm				
Shënjest. i inflac.	-0.021**				-0.020**	-0.011				-0.005
	0.008				0.008	0.009				0.009
Transparenca (Ek.)	-0.008***	-0.021*			-0.019*	0.000	-0.013			-0.009
	0.002	0.010			0.011	0.002	0.008			0.008
Komunikimi				0.004	0.010				-0.021***	0.019***
				0.006	0.007				0.006	0.006
Vonesa kohore	0.835***	0.833***	0.834***	0.839***	0.831***	0.914***	0.915***	0.913***	0.915***	0.913***
	0.019	0.021	0.021	0.020	0.020	0.009	0.010	0.010	0.009	0.010
Luhatshm. e kusht.	-0.032	-0.020	-0.039	-0.028	-0.038	-0.016	-0.014	-0.021	-0.020	-0.025
	0.042	0.039	0.036	0.031	0.043	0.051	0.054	0.055	0.053	0.053
Çmimet e naftës	-0.156**	-0.162***	-0.160***	-0.161**	-0.158**	-0.122	-0.124	-0.125	-0.121	-0.122
	0.053	0.052	0.052	0.053	0.053	0.087	0.087	0.087	0.087	0.088
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	2330	2330	2330	2330	2330	2198	2198	2198	2198	2198
R2	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
	PBB - viti aktual					PBB-Viti i ardhshëm				
Shënjest. i inflac.	-0.016				-0.017	-0.003				-0.001
	0.012				0.015	0.017				0.016
Transparenca (Ek.)	-0.003	-0.004			-0.002	0.003	-0.016			-0.016
	0.006	0.009			0.008	0.007	0.016			0.017
Komunikimi				0.003	0.006				-0.003	-0.002
				0.017	0.018				0.016	0.016
Vonesa kohore	0.877***	0.878***	0.878***	0.878***	0.877***	0.926***	0.926***	0.925***	0.926***	0.925***
	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.006	0.007	0.007	0.007	0.006
Luhatshm. e kusht.	0.004	0.007	0.008	0.010	0.003	-0.004	0.000	-0.008	-0.003	-0.008
	0.029	0.030	0.031	0.030	0.030	0.021	0.017	0.017	0.019	0.021
Çmimet e naftës	0.171	0.166	0.167	0.166	0.170	-0.228	-0.227	-0.228	-0.228	-0.228
	0.117	0.117	0.117	0.117	0.117	0.218	0.218	0.217	0.218	0.217
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	2330	2330	2330	2330	2330	2198	2198	2198	2198	2198
R2	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
	Papunësia - viti aktual					Papunësia - Viti i ardhshëm				
Shënjest. i inflac.	-0.002				-0.007	0.006				-0.001
	0.015				0.011	0.018				0.011
Transparenca (Ek.)		0.001	0.012		0.015		0.005	0.026		0.026
		0.006	0.013		0.011		0.011	0.027		0.025
Komunikimi				0.000	-0.001				0.002	-0.003
				0.007	0.003				0.025	0.023
Vonesa kohore	0.964***	0.965***	0.964***	0.965***	0.962***	0.942***	0.942***	0.939***	0.942***	0.939***
	0.014	0.012	0.009	0.012	0.011	0.018	0.017	0.015	0.017	0.016
Luhatshm. e kusht.	-0.325***	-0.316***	-0.300***	-0.321***	-0.312***	-0.482*	-0.474*	-0.452	-0.487*	-0.461
	0.069	0.069	0.080	0.065	0.076	0.227	0.226	0.262	0.250	0.272
Çmimet e naftës	0.033	0.031	0.032	0.032	0.034	0.120	0.121	0.124	0.122	0.124
	0.074	0.072	0.072	0.072	0.074	0.108	0.106	0.105	0.106	0.106
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1582	1582	1582	1582	1582	1505	1505	1505	1505	1505
R2	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92

Gabimi mes. abs.	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Norma interesi afatshkurtra - 3-mujore					Norma interesi afatshkurtra - 12-mujore				
Shënjest. i inflac.	-0.021				-0.019	0.003				-0.001
	0.021				0.021	0.022				0.021
Transparenca (Ek.)		0.006	-0.012		-0.009		0.008	0.006		0.005
		0.005	0.015		0.015		0.005	0.012		0.012
Transparenca (Ek.)				-0.004	0.000				0.015	0.015
				0.011	0.011				0.012	0.009
Vonesa kohore	0.749***	0.752***	0.750***	0.751***	0.749***	0.923***	0.924***	0.923***	0.923***	0.924***
	0.033	0.031	0.032	0.031	0.033	0.014	0.015	0.015	0.014	0.015
Luhatshm. e kusht.	0.050	0.057	0.053	0.054	0.049	0.035***	0.038***	0.034***	0.035***	0.035***
	0.041	0.039	0.041	0.041	0.041	0.010	0.009	0.010	0.010	0.010
Çmimet e naftës	-0.105	-0.104	-0.108	-0.107	-0.106	0.129	0.141	0.131	0.128	0.129
	0.073	0.073	0.073	0.072	0.073	0.168	0.167	0.167	0.168	0.168
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	2328	2328	2328	2328	2328	2255	2255	2255	2255	2255
R2	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
	Norma interesi afatgjata - 3-mujore					Norma interesi afatgjata - 12-mujore				
Shënjest. i inflac.	0.000				0.016	-0.028**				-0.019**
	0.010				0.013	0.010				0.008
Transparenca (Ek.)		-0.010**	-0.045***		-0.044***		-0.010**	-0.050***		-0.046***
		0.004	0.008		0.007		0.004	0.012		0.011
Transparenca (Ek.)				-0.028**	-0.025*				-0.017	-0.009
				0.010	0.012				0.010	0.010
Vonesa kohore	0.749***	0.747***	0.743***	0.748***	0.743***	0.900***	0.898***	0.894***	0.901***	0.893***
	0.056	0.058	0.059	0.056	0.058	0.010	0.009	0.010	0.009	0.010
Luhatshm. e kusht.	0.116***	0.130***	0.133***	0.122***	0.128***	0.077**	0.082**	0.082***	0.089***	0.071***
	0.012	0.007	0.009	0.013	0.010	0.029	0.027	0.023	0.029	0.023
Çmimet e naftës	0.060	0.055	0.058	0.064	0.060	-0.084	-0.099	-0.101	-0.082	-0.100
	0.098	0.098	0.101	0.097	0.102	0.199	0.201	0.201	0.200	0.201
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	2330	2330	2330	2330	2330	2254	2254	2254	2254	2254
R2	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86

Shënime: Tabela tregon rezultatet e modelit standard $\Omega_{i,t} = \alpha_c + \alpha_m + \beta \chi_{i,t} + \gamma_1 \Omega_{i,t-1} + \gamma_2 \sum_{i,t} + \gamma_3 |\Delta oil_{i,t}| + \epsilon$, ku $\Omega_{i,t}$ tregon gabimin mesatar absolut të parashikimit. Numrat korsiivë tregojnë gabimet standarde, të cilat lejojnë për grupime sipas vendeve. Kolona (2) përmban rezultatet sipas treguesit të përgjithshëm të transparencës, kolonat (3) dhe (5) nënindeksin për transparencën ekonomike. ***, ** dhe * tregojnë rëndësinë statistikore përkatësisht në nivelet 1%, 5% dhe 10%.

Testimi përfundimtar i qëndrueshmërisë jepet në Tabelën 6. Këtu, përqipemi të shpjegojmë gabimin absolut mesatar, domethënë matjen e saktësisë së parashikimit, jo amplitudën *inter-quartile*, matja jonë e shpërndarjes, në modele që përndryshe do të ishin identike. Siç supozuam në rubrikën paraardhëse, ndonëse të dobëta, ka disa evidenca se transparenca dhe komunikimi i bankës qendrore përmirëson (*ex post*) saktësinë e parashikimit.

Të marra së bashku, këto rezultate sugjerojnë se ka shumë mënyra nëpërmjet të cilave bankat qendrore mund të zvogëlojnë shpërndarjen e parashikimit, duke përdorur publikimin e objektivit

të inflacionit dhe rritjen e transparencës ekonomike si kanalet më të fuqishme. Ndikime të tjera mund të arrihen në muajt kur bankat qendrore komunikojnë parashikimet e inflacionit dhe të prodhimit.

3.2 PËRGJIGJJA NDAJ GODITJEVE

Cilët janë mekanizmat kryesorë nëpërmjet të cilëve rritja e transparencës dhe e komunikimit të bankës qendrore çojnë në konvergencë të pikëpamjeve të sektorit privat? Ne përpiqemi të hedhim dritë mbi këtë pyetje duke studiuar reagimin e pikëpamjeve të parashikuesve ndaj goditjeve, domethënë njoftimet makroekonomike, siç u theksua në rubrikën 2. Nën dritën e një serie të ndryshuar informacioni, agjentët duhet t'i rivlerësojnë parashikimet e tyre të mëparshme dhe mundësisht t'i përditësojnë. Kjo në vetvete mund të krijojë papajtueshmëri ndër parashikues përtej një bote me pritshtëri racionale. Me një bankë qendrore më transparente, agjentët mund të gjenden në pozitë më të mirë për të deduktuar reagimet e mundshme të bankës qendrore dhe/ose mund të zotërojnë informacione më të mira për proceset e amortizimit të goditjeve në ekonomi. Rrjedhimisht, papajtueshmëria mund të jetë më pak e theksuar në rastin e bankave qendrore më transparente.

Tabelë 7. Transparenca e bankës qendrore dhe shpërndarja e parashikuesit, përgjigje ndaj të papriturave të IÇK-së.

IQR	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
IÇK - Viti aktual				IÇK - Viti i ardhshëm				
Shënjest. i inflac.	0.028				-0.010			
	0.026				0.028			
Transparenca (Ek.)		0.005	0.001			0.003	-0.004	
		0.003	0.008			0.004	0.014	
Komunikimi				0.010				-0.029
				0.007				0.024
Goditja	-0.027	0.185***	0.190**	0.047	-0.008	0.184	0.245***	0.034
	0.057	0.055	0.065	0.030	0.038	0.150	0.050	0.023
Goditja*Masa e BQ	0.070	-0.016***	-0.071**	-0.086**	0.078	-0.013	-0.084***	0.120
	0.082	0.005	0.026	0.037	0.058	0.016	0.026	0.119
Vonesa kohore	0.323***	0.334***	0.331***	0.335***	0.474***	0.473***	0.466***	0.476***
	0.030	0.027	0.027	0.027	0.059	0.057	0.060	0.056
Luhatshm. e kusht.	0.130***	0.154***	0.157***	0.158***	0.117*	0.126**	0.123**	0.123**
	0.037	0.034	0.037	0.040	0.059	0.049	0.048	0.049
Çmimet e naftës	-0.013	-0.009	-0.015	-0.006	0.158*	0.155*	0.148*	0.156*
	0.070	0.071	0.073	0.073	0.079	0.079	0.080	0.077
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1444	1444	1444	1444	1444	1444	1444	1444
R2	0.55	0.55	0.55	0.55	0.42	0.42	0.42	0.42
BPP - Viti aktual				PBB - Viti i ardhshëm				
Shënjest. i inflac.	0.029**				0.000			
	0.012				0.019			
Transparenca (Ek.)		-0.010***	-0.048***			0.002	-0.027*	
		0.002	0.012			0.005	0.013	
Komunikimi				-0.032**				0.007
				0.014				0.017
Goditja	0.056	-0.183	-0.057	-0.025	0.033	0.095	0.008	-0.020
	0.050	0.115	0.045	0.026	0.047	0.128	0.037	0.030
Goditja*Masa e BQ	-0.072	0.018	0.023	0.114	-0.082	-0.013	-0.019	-0.079
	0.050	0.011	0.021	0.079	0.046	0.013	0.020	0.083
Vonesa kohore	0.492***	0.484***	0.472***	0.491***	0.596***	0.595***	0.584***	0.594***
	0.036	0.034	0.035	0.036	0.031	0.031	0.027	0.031
Luhatshm. e kusht.	0.019	0.017	0.009	0.019	0.041	0.040	0.033	0.042
	0.022	0.018	0.018	0.022	0.040	0.042	0.036	0.039
Çmimet e naftës	-0.070*	-0.069*	-0.074*	-0.065*	0.160**	0.159**	0.155**	0.164**
	0.033	0.033	0.034	0.032	0.064	0.064	0.064	0.064
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1444	1444	1444	1444	1444	1444	1444	1444
R2	0.60	0.61	0.61	0.61	0.49	0.49	0.49	0.49
Papunësia - Viti aktual				Papunësia - Viti i ardhshëm				
Shënjest. i inflac.	0.011**				0.017**			
	0.004				0.005			
Transparenca (Ek.)		0.005	0.017			0.003	-0.009	
		0.007	0.024			0.003	0.027	
Komunikimi				0.007				-0.004
				0.009				0.008
Goditja	0.015	0.130	0.312**	0.002	0.004	-0.040	0.228	-0.053**
	0.030	0.095	0.108	0.012	0.039	0.248	0.135	0.015
Goditja*Masa e BQ	-0.022	-0.013	-0.121**	-0.043	-0.071	-0.001	-0.108*	-0.014
	0.034	0.009	0.042	0.026	0.039	0.025	0.050	0.035
Vonesa kohore	0.497***	0.497***	0.498***	0.498***	0.553***	0.554***	0.548***	0.554***
	0.039	0.035	0.039	0.039	0.043	0.044	0.039	0.042
Luhatshm. e kusht.	0.690***	0.694***	0.607***	0.662***	1.100***	1.106***	0.966***	1.059***
	0.124	0.128	0.154	0.120	0.210	0.221	0.226	0.204
Çmimet e naftës	-0.039	-0.036	-0.037	-0.037	0.039	0.040	0.034	0.041
	0.030	0.027	0.031	0.031	0.092	0.091	0.097	0.092
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	911	911	911	911	911	911	911	911
R2	0.56	0.56	0.56	0.56	0.43	0.43	0.43	0.43

Tabelë 7 (vazhdim): Transparenca e bankës qendrore dhe shpërndarja e parashikuesit, përyje ndaj të papriturave të IÇK-së.

IQR	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
Norma interesi afatshkurtra - 3-mujore				Norma interesi afatshkurtra - 12-mujore				
Shënjest. i inflac.	-0.001				0.051***			
	0.025				0.016			
(Ec.) Transparency		0.005	-0.002			0.004	-0.001	
		0.004	0.011			0.005	0.018	
Komunikimi				-0.005				-0.014
				0.011				0.018
Goditja	-0.063	0.151	0.119*	-0.008	0.077**	0.271*	0.155***	-0.008
	0.054	0.101	0.059	0.013	0.030	0.136	0.041	0.027
Goditja*Masa e BQ	0.054	-0.017*	-0.061**	-0.055	-0.109***	-0.029*	-0.075***	-0.032
	0.058	0.009	0.022	0.047	0.021	0.014	0.017	0.039
Vonesa kohore	0.501***	0.499***	0.494***	0.498***	0.553***	0.554***	0.551***	0.554***
	0.023	0.024	0.026	0.024	0.047	0.046	0.046	0.047
Luhatshm. e kusht.	0.186***	0.184***	0.181***	0.181***	0.131***	0.110***	0.111***	0.112**
	0.031	0.030	0.032	0.030	0.036	0.033	0.035	0.037
Çmimet e naftës	0.098	0.098	0.093	0.103	0.074	0.074	0.072	0.085
	0.075	0.072	0.074	0.072	0.077	0.074	0.076	0.074
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1444	1444	1444	1444	1444	1444	1444	1444
R2	0.41	0.41	0.41	0.41	0.51	0.51	0.51	0.51
Norma interesi afatgjata - 3-mujore				Norma interesi afatgjata - 12-mujore				
Shënjest. i inflac.	-0.034***				-0.038			
	0.009				0.036			
(Ec.) Transparency		-0.007**	-0.033**			-0.016***	-0.026	
		0.003	0.012			0.004	0.018	
Komunikimi				-0.025*				0.003
				0.013				0.014
Goditja	-0.052	-0.105	-0.023	-0.015	-0.061	-0.408**	-0.139*	-0.013
	0.038	0.086	0.053	0.023	0.069	0.167	0.070	0.034
Goditja*Masa e BQ	0.059	0.010	0.009	0.067*	0.048	0.040**	0.052	-0.041
	0.034	0.008	0.018	0.036	0.062	0.018	0.037	0.040
Vonesa kohore	0.299***	0.300***	0.295***	0.297***	0.546***	0.545***	0.549***	0.549***
	0.041	0.041	0.039	0.042	0.039	0.037	0.036	0.038
Luhatshm. e kusht.	0.720*	0.638*	0.573	0.721*	0.970	0.833	0.878	0.967
	0.351	0.342	0.330	0.341	0.637	0.612	0.646	0.632
Çmimet e naftës	0.088**	0.079**	0.075**	0.086**	-0.020	-0.029	-0.028	-0.022
	0.038	0.034	0.034	0.033	0.044	0.047	0.045	0.044
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1444	1444	1444	1444	1444	1444	1444	1444
R2	0.25	0.25	0.26	0.26	0.45	0.46	0.45	0.45

Shënime: Tabela jep rezultatet e modelit $\Omega_{i,t} = \alpha_c + \alpha_m + \beta_1 \chi_{c,t} + \beta_2 s_{c,t} + \beta_3 s_{c,t} \chi_{c,t} + \gamma_1 \Omega_{i,c,t-1} + \gamma_2 \sum_{i,c,t-1} + \gamma_3 |\Delta oil_{c,t-1}| + \varepsilon$, ku: $\Omega_{i,c,t}$ tregon amplitudën *inter-quartile*, dhe përbërësin e të papriturës të përfshirë në njoftimet e inflacionit të IÇK. Numrat korsivë tregojnë gabimet standarde, të cilat lejojnë grupime sipas vendeve. Kolona (2) përmban rezultatet me treguesin e përgjithshëm të transparencës, kolona (3) nënindeksin e transparencës ekonomike. ***, ** dhe * tregojnë rëndësinë statistikore përkatësisht në nivelet 1%, 5% dhe 10%.

Tabelë 8. Transparenca e bankës qendrore dhe shpërndarja e parashikuesit, përbërëse ndaj të papriturave të papunësisë.

IQR	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
	ICK - viti aktual				ICK - Viti i ardhshëm			
Shënjest. i inflac.	0.109*** 0.020				0.066** 0.026			
Transparenca (Ek.)		0.003 0.003	-0.009 0.011			0.002 0.004	-0.021 0.017	
Komunikimi				-0.008 0.006				-0.012 0.011
Goditja	0.117*** 0.026	0.016*** 0.003	0.004*** 0.001	0.001*** 0.000	0.072** 0.025	0.044*** 0.011	0.013*** 0.004	0.003*** 0.001
Goditja*Masa e BQ	-0.116*** 0.026	-0.001*** 0.000	-0.002*** 0.001	0.000 0.000	-0.069** 0.025	-0.004*** 0.001	-0.006*** 0.002	0.000 0.000
Vonesa kohore	0.374*** 0.051	0.386*** 0.043	0.382*** 0.041	0.392*** 0.045	0.639*** 0.098	0.614*** 0.082	0.591*** 0.074	0.642*** 0.095
Luhatshm. e kusht.	0.054 0.075	0.106** 0.043	0.107** 0.039	0.109** 0.036	-0.019 0.101	0.031 0.081	0.029 0.075	0.017 0.070
Çmimet e naftës	-0.021 0.078	-0.020 0.083	-0.020 0.085	-0.023 0.085	0.168* 0.079	0.172** 0.077	0.178** 0.072	0.169** 0.075
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1211	1211	1211	1211	1211	1211	1211	1211
R2	0.57	0.56	0.56	0.56	0.55	0.55	0.56	0.54
	PBB - viti aktual				PBB-Viti i ardhshëm			
Shënjest. i inflac.	0.014 0.011				0.005 0.021			
Transparenca (Ek.)		-0.008* 0.004	-0.049*** 0.015			0.000 0.006	-0.038 0.023	
Komunikimi				-0.010 0.011				-0.010 0.010
Goditja	-0.007 0.026	0.004 0.003	-0.002 0.001	0.000 0.000	0.057 0.048	0.012** 0.005	0.002 0.002	0.001 0.000
Goditja*Masa e BQ	0.007 0.026	0.000 0.000	0.001 0.001	0.000 0.001	-0.056 0.048	-0.001** 0.000	-0.001 0.001	-0.001** 0.000
Vonesa kohore	0.545*** 0.050	0.541*** 0.048	0.523*** 0.051	0.546*** 0.049	0.623*** 0.026	0.622*** 0.024	0.600*** 0.018	0.624*** 0.025
Luhatshm. e kusht.	0.040 0.024	0.035 0.020	0.027 0.020	0.040 0.023	0.051 0.044	0.052 0.047	0.043 0.042	0.051 0.045
Çmimet e naftës	-0.003 0.061	-0.009 0.059	-0.007 0.060	0.000 0.059	0.135 0.101	0.138 0.103	0.143 0.099	0.139 0.099
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1211	1211	1211	1211	1211	1211	1211	1211
R2	0.62	0.62	0.63	0.62	0.52	0.52	0.52	0.52
	Papunësia - viti aktual				Papunësia - Viti i ardhshëm			
Shënjest. i inflac.	0.034 0.020				0.065 0.077			
Transparenca (Ek.)		-0.006 0.008	-0.016 0.015			-0.003 0.010	-0.044* 0.022	
Komunikimi				0.003 0.008				-0.013 0.008
Goditja	0.015 0.028	-0.011 0.006	-0.001 0.001	0.001*** 0.000	0.052 0.099	0.010 0.009	-0.001 0.002	-0.001** 0.000
Goditja*Masa e BQ	-0.015 0.028	0.001* 0.001	0.001 0.001	-0.001* 0.000	-0.053 0.099	-0.001 0.001	0.000 0.001	0.000 0.000
Vonesa kohore	0.456*** 0.030	0.450*** 0.039	0.453*** 0.036	0.457*** 0.031	0.595*** 0.044	0.589*** 0.044	0.566*** 0.044	0.595*** 0.044
Luhatshm. e kusht.	1.215*** 0.045	1.206*** 0.058	1.183*** 0.069	1.233*** 0.046	1.139*** 0.165	1.157*** 0.217	1.122*** 0.239	1.103*** 0.183
Çmimet e naftës	0.018 0.033	0.017 0.033	0.020 0.033	0.020 0.032	0.071 0.102	0.082 0.106	0.091 0.103	0.080 0.108
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	838	838	838	838	838	838	838	838
R2	0.60	0.60	0.60	0.60	0.49	0.49	0.49	0.49

IQR	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
Norma interesi afatshkurtra - 3-mujore				Norma interesi afatshkurtra - 12-mujore				
Shënjest. i inflac.	-0.019				0.024			
	0.018				0.027			
Transparenca (Ek.)		0.000	-0.004			0.003	-0.007	
		0.003	0.011			0.005	0.020	
Komunikimi				-0.015				-0.013
				0.010				0.019
Goditja	0.007	0.009***	0.004***	0.000	0.021	0.027***	0.007**	-0.001
	0.037	0.002	0.001	0.000	0.047	0.006	0.003	0.000
Goditja*Masa e BQ	-0.006	-0.001***	-0.002**	0.002**	-0.021	-0.002***	-0.004***	0.000
	0.037	0.000	0.001	0.001	0.047	0.000	0.001	0.001
Vonesa kohore	0.467***	0.467***	0.464***	0.465***	0.589***	0.581***	0.575***	0.588***
	0.038	0.037	0.037	0.036	0.050	0.051	0.051	0.051
Luhatshm. e kusht.	0.205***	0.209***	0.207***	0.208***	0.189**	0.190**	0.182**	0.185**
	0.043	0.044	0.043	0.043	0.067	0.067	0.062	0.066
Çmimet e naftës	0.127	0.131	0.136	0.134	-0.018	-0.010	-0.004	-0.015
	0.090	0.093	0.095	0.093	0.108	0.107	0.105	0.106
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1211	1211	1211	1211	1211	1211	1211	1211
R2	0.41	0.41	0.42	0.42	0.57	0.57	0.57	0.57
Norma interesi afatgjata - 3-mujore				Norma interesi afatgjata - 12-mujore				
Shënjest. i inflac.	-0.012***				0.010			
	0.003				0.019			
Transparenca (Ek.)		-0.003	-0.016			-0.001	-0.001	
		0.006	0.017			0.005	0.015	
Komunikimi				0.007				0.005
				0.007				0.011
Goditja	-0.041***	0.001	0.001	0.000	-0.088*	0.023***	0.008***	0.002***
	0.011	0.003	0.001	0.000	0.044	0.003	0.001	0.000
Goditja*Masa e BQ	0.040***	0.000	-0.001	-0.001***	0.089*	-0.002***	-0.004***	-0.002***
	0.011	0.000	0.001	0.000	0.044	0.000	0.001	0.001
Vonesa kohore	0.310***	0.308***	0.304***	0.310***	0.507***	0.504***	0.500***	0.509***
	0.020	0.021	0.023	0.020	0.041	0.043	0.044	0.042
Luhatshm. e kusht.	1.316***	1.255***	1.138***	1.331***	1.595***	1.474***	1.441**	1.605***
	0.174	0.206	0.224	0.168	0.389	0.390	0.484	0.394
Çmimet e naftës	0.057*	0.055*	0.059*	0.055	0.039	0.041	0.053	0.036
	0.030	0.030	0.029	0.031	0.075	0.074	0.069	0.066
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	1211	1211	1211	1211	1211	1211	1211	1211
R2	0.31	0.31	0.31	0.31	0.47	0.47	0.47	0.47

Shënime: Tabela paraqet rezultatet e modelit $\Omega_{i,t} = \alpha_v + \alpha_m + \beta_1 \chi_{i,t} + \beta_2 s_{i,t} + \beta_3 s_{i,t} \chi_{i,t} + \gamma_1 \Omega_{i,t-1} + \gamma_2 \sum_{i,t} + \gamma_3 |\Delta oil_{i,t}| + \epsilon$, ku: $\Omega_{i,t}$ tregon amplitudën *inter-quartile* dhe përbërës i mospërputhjes i përfshirë në njoftimet për të dhënat e papunësisë. Numrat korsivë tregojnë gabimet standarde, të cilat lejojnë grupime sipas vendeve. Kolona (2) përmban rezultate me treguesin e përgjithshëm të transparencës, kolona (3) nëntreguesin për transparencën ekonomike. ***, ** dhe * tregojnë rëndësinë statistikore përkatësisht në nivelet 1%, 5% dhe 10%.

Tabelat 7 dhe 8 japin një seri rezultatësh për këtë hipotezë. Modelet e vlerësuara kanë përbërësin surprizë të përfshirë në publikimin e të dhënave të inflacionit (Tabela 7) dhe shifrat e papunësisë (Tabela 8), si dhe matjet e ndryshme të bankës qendrore (ashtu si më parë, një nga një) bashkë me një ndërveprim të të dyjave. Si rrjedhim, ky model vlerësohet si më poshtë:

$$\Omega_{i,c,t} = \alpha_c + \alpha_m + \beta_1 \chi_{c,t} + \beta_2 s_{c,t} + \beta_3 s_{c,t} \chi_{c,t} + \gamma_1 \Omega_{i,c,t-1} + \gamma_2 \sum_{i,c,t} + \gamma_3 \left| \Delta oil_{t-1} \right| + \varepsilon \quad (4)$$

ku: $s_{c,t}$ tregon përbërësin surprizë të përfshirë në njoftimet makroekonomike. Hipoteza jonë është se $\beta > 0$ dhe $\beta < 0$. Hipoteza e përbashkët konfirmohet në një tërësi rastesh, duke sugjeruar se transparenca e bankës qendrore mund të kontribuojë në zbutje më homogjene të goditjes nga parashikuesit.

3.3 TESTIMI I KUFIJVE

Ndërsa të dhënat e paraqitura deri tani vënë në dukje rolin e fuqishëm të transparencës dhe të komunikimit të bankës qendrore në ndikimin e papajtueshmërisë ndër parashikues, në këtë nënrubrikë të fundit i kthehemi pyetjes nëse ky rol ka kufij. Në hapin e parë¹², shtrojmë pyetjen nëse transparenca ekonomike, një shtysë kryesore në analizat e mëparshme, mbart kthime zbritëse apo nëse mund të merren përfitime të njëjta pavarësisht nivelit të transparencës ekonomike të krijuar tashmë nga banka qendrore. Për këtë qëllim, do të ndajmë treguesin e transparencës ekonomike në katër nivele me kufij që përkojnë afërsisht me përqindjen e 25^{te}, 50^{te} dhe 75^{te} të shpërndarjes.¹³ Modeli i vlerësuar është:

$$\Omega_{i,c,t} = \alpha_c + \alpha_m + \sum_{k=1}^3 \beta_k x_{k,c,t} + \gamma_1 \Omega_{i,c,t-1} + \gamma_2 \sum_{i,c,t} + \gamma_3 \left| \Delta oil_{t-1} \right| + \varepsilon \quad (5)$$

ku: $\chi_{k,c,t}$ ndan treguesin e transparencës ekonomike në variabla fiktivë për vëzhgimet e një transparence me nivel të ulët (me indeks 1.5 ose 2), mesatar (me indeks 2.5) ose të lartë (me indeks 3). Shkalla e papajtueshmërisë për këto nivele të ndryshme testohet ndaj rasteve me nivele shumë të ulëta të transparencës (me indeks

¹² Kemi identifikuar kufij të tjerë, të cilët për arsye tejzgjatjeje, nuk raportohen këtu. Për shembull, transparenca e bankës qendrore nuk duket se ndikon vazhdimësinë e mospajtueshmërisë, as madhësinë e efekteve të luhatshmërisë së një variabli ndaj mospajtueshmërisë.

¹³ Një alternativë mund të jetë përfshirja e një nocioni kuadrati, siç sugjerohet nga Van der Cruysen. (2008). Kjo do të sugjeronte praninë e një niveli optimal të transparencës, pas të cilit mospajtueshmëritë fillojnë të shfaqen përsëri. Ky term në katrorë është statistikisht i rëndësishëm në një nga modelet (pikërisht për parashikimet e IÇK-së së vitit aktual). Megjithatë, lidhja e rezultuar është e tillë që ka vetëm një rritje të vogël në mospajtueshmërinë për nivelin e transparencës prej 3. Duke analizuar rezultatet në Tabelën 9, kjo rritje në mospajtueshmëri aktualisht nuk është e rëndësishme, e tillë që përshtatja e termit kuadratik duhet t'i detyrohet pikë së pari kthimeve zbritëse marzhinale kur zhvendosemi nga nivele shumë më të ulëta në ato më të larta të transparencës.

më të vogël se 1.5). Hipotezat janë se me transparencë më të lartë ekonomike, papajtueshmëria duhet të reduktohet, e tillë që β_1 ndaj β_3 të jetë negative. Në rastin e kthimeve zbritëse, do të shihnim që papajtueshmëria është ulur më fuqishëm në kufijtë më të ulët të treguesit dhe që më pak ulje shtesë mund të arrihet në kufij më të lartë. Rrjedhimisht, β_2 mund të mos ndryshojë më nga β_3 , ndërsa të dy mund të jenë shumë më të vegjël se β_1 .

Tabelë 9. Transparenca ekonomike dhe shpërndarja e parashikuesit.

ICK	Viti aktual		Viti i ardhshëm	
Transparenca (Ek.) = 1.5 ose 2	-0.037*	+	-0.051*	+
	0.019		0.024	
Transparenca (Ek.) = 2.5	-0.063***	++	-0.110***	
	0.018		0.024	
Transparenca (Ek.) = 3	-0.054**		-0.114***	
	0.020		0.029	
Efektet fikse	Po		Po	
Vrojtime	2330		2330	
R2	0.55		0.55	
PBB	Viti aktual		Viti i ardhshëm	
Transparenca (Ek.) = 1.5 ose 2	-0.031***	+++	0.010	
	0.009		0.009	
Transparenca (Ek.) = 2.5	-0.073***	++	-0.066**	+++
	0.013		0.022	
Transparenca (Ek.) = 3	-0.088***		-0.068**	
	0.020		0.024	
Efektet fikse	Po		Po	
Vrojtime	2330		2330	
R2	0.61		0.56	
Papunësia	Viti aktual		Viti i ardhshëm	
Transparenca (Ek.) = 1.5 ose 2	0.006		0.013	
	0.004		0.012	
Transparenca (Ek.) = 2.5	-0.008**	+	-0.036**	+
	0.002		0.011	
Transparenca (Ek.) = 3	-0.021**		-0.061***	++
	0.007		0.015	
Efektet fikse	Po		Po	
Vrojtime	1582		1582	
R2	0.71		0.53	
Norma afatshkurtra	3-mujore		12-mujore	
Transparenca (Ek.) = 1.5 ose 2	-0.028		-0.039	
	0.031		0.027	
Transparenca (Ek.) = 2.5	-0.051*		-0.098***	
	0.025		0.024	
Transparenca (Ek.) = 3	-0.075**		-0.121***	
	0.029		0.022	
Efektet fikse	Po		Po	
Vrojtime	2330		2330	
R2	0.41		0.55	
Norma afatgjata	3-mujore		12-mujore	
Transparenca (Ek.) = 1.5 ose 2	-0.033		-0.032*	
	0.026		0.015	
Transparenca (Ek.) = 2.5	-0.081***	++	-0.096***	++
	0.022		0.018	
Transparenca (Ek.) = 3	-0.112***	++	-0.113***	
	0.026		0.019	
Efektet fikse	Po		Po	
Vrojtime	2330		2330	
R2	0.23		0.42	

Shënime: Tabela tregon vlerësimet e $\Omega_{i,c,t} = \alpha_c + \alpha_m + \sum_{k=1}^3 \beta_k \chi_{k,c,t} + \gamma_1 \Omega_{i,c,t-1} + \gamma_2 \sum_{i,c,t} + \gamma_3 \left| \Delta \text{oil}_{i,c,t} \right| + \varepsilon$, ku $\Omega_{i,c,t}$ tregon kufirin *inter-quartile*, dhe $\chi_{k,c,t}$ ndan treguesin e transparencës ekonomike në variabla të pretenduar siç u tregua në tekst. Numrat korsivë tregojnë gabimet standarde, të cilat lejojnë për grupime sipas e vendeve. ***, ** dhe * tregojnë domethënien statistikore ndaj zeros përkatësisht në nivelet 1%, 5% dhe 10%. +++, ++ dhe + tregojnë domethënien statistikore për testimin.

Rezultatet e këtij testimi jepen në Tabelën 9. Me përjashtim të parashikimeve të papunësisë, ku β_k duket se rritet në mënyrë monotone, ka një evidencë të qartë për kthime zbritëse. Në përgjithësi, β_2 nuk është i ndryshëm statistikisht në mënyrë thelbësore nga β_3 , dhe ka një kërcim relativisht të lartë kur zhvendosemi nga β_1 në β_2 . Kjo sugjeron se merren përfitime të mëdha kur zhvendosemi nga nivele shumë të ulëta të transparencës ekonomike, ndërsa përfitimet shtesë për bankat qendrore tashmë transparente janë relativisht më të vogla.

Për një testim përfundimtar të kufijve, jemi të interesuar të dimë nëse dhe deri ku transparenca dhe komunikimi i bankës qendrore mund të zvogëlojnë edhe heterogjenitetin në parashikimet e publikut të përgjithshëm. Siç u përmend në rubrikën e mëparshme, ne përdorim pritshmëritë e inflacionit ashtu siç jepet në Vrojtimin për Konsumatorin të Komisionit Evropian për këtë qëllim. Modeli që kemi vlerësuar është i njëjtë me modelin tonë të mëparshëm tip për parashikuesit ekspertë, me një përjashtim. Çështja për pritshmëritë e inflacionit paraprihet nga ajo për perceptimet e inflacionit (“Si mendoni se kanë ecur çmimet e konsumit gjatë 12 muajve të fundit?”), e cila ka marrë përgjigje në mënyrë cilësore. Ndërsa perceptimet e inflacionit mund të ndikojnë pritshmëritë për inflacionin, kemi përfshirë matjen përkatëse të shpërndarjes, kur shpjegojmë papajtueshmërinë në pritshmëritë e inflacionit dhe statistikave përkatëse të bilancit, kur u referohemi statistikave të bilancit për pritshmëritë e inflacionit. Kjo çon në modelin

$$\Omega_{exp,gt} = \alpha_c + \alpha_m + \beta \chi_{gt} + \gamma_1 \Omega_{exp,gt-1} + \gamma_2 \sum_{i,gt} + \gamma_3 \left| \Delta oil_{t-1} \right| + \gamma_4 \Omega_{perc,gt} + \varepsilon \quad (6)$$

Tabela 10 paraqet rezultatet. Pjesa majtas paraqet rezultatet duke përdorur matjen e shpërndarjes sipas Lacy (2006) për variablat e rregullt. Variablat e kontrollit janë padyshim të rëndësishëm (si në rastin e parashikuesve ekspertë), duke treguar se papajtueshmëria është e vazhdueshme dhe në varësi të luhatjes së inflacionit, ndryshimit absolut të çmimeve të naftës dhe papajtueshmërisë për perceptimet rreth inflacionit. Megjithatë, asnjë nga matjet e transparencës dhe komunikimit të bankës qendrore nuk përfshihet në model në mënyrë të rëndësishme. Kjo mund të mos jetë e papritur, meqenëse publiku dukshëm nuk ndjek politikat e bankës qendrore aq afër sa vëzhguesit ekspertë të bankave qendrore, dhe ndoshta, mbështetet relativisht te pasqyrimi i medias për politikat e bankës qendrore. Megjithatë,

mungesa e plotë e çdo ndikimi të bankës qendrore (për shembull, edhe për shënjestrimin e inflacionit) ende mund të vijë disi e papritur. Për të testuar nëse ky rezultat është produkt i llojit të të dhënave që përdorim (periudha e ndryshme e shembullit, mbulimi i ndryshëm i vendit, pyetje cilësore dhe matje më e fortë ndaj papajtueshmërisë), kemi përsëritur analizën duke përdorur statistikën e bilancit (pjesa e djathtë e Tabelës 10). Në mënyrë interesante, këtu jepen disa efekte: ekzistenca e objektivit sasior të inflacionit si dhe niveli i lartë i transparencës çojnë në nivele më të ulëta të pritshmërive të inflacionit. Komunikimi i bankës qendrore, në të kundërt, nuk ndikon pritshmëritë e konsumatorëve për inflacionin - përsëri ndoshta jo e papritur, meqenëse publikimi i parashikimeve ekonomike nga bankat qendrore i drejtohet kryesisht audiencës eksperte dhe mund të mos arrijë te publiku i gjerë.

Tabelë 10. Transparenca e bankës qendrore dhe pritshmëritë e individëve për inflacionin.

	D ²				Balancë statistikore			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
Shënjest. i inflac.	0.005				-1.020**			
	0.003				0.484			
Transparenca (Ek.)		0.001	0.004		-0.090	-0.528**		
		0.001	0.003		0.153	0.221		
Komunikimi				0.001				-0.431
				0.002				0.317
Vonesa kohore	0.841***	0.840***	0.833***	0.843***	0.899***	0.901***	0.893***	0.900***
	0.020	0.019	0.022	0.019	0.023	0.021	0.021	0.022
Luhatshm. e kusht.	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	-0.000*	-0.000**	-0.000**	-0.000**
	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Çmimet e naftës	0.016*	0.016*	0.016*	0.015	1.513	1.671	1.589	1.732
	0.009	0.009	0.009	0.009	1.872	1.826	1.828	1.849
Perceptime të inflac.	0.100***	0.104***	0.111***	0.102***	0.013	0.017*	0.026**	0.017
	0.016	0.016	0.020	0.016	0.009	0.010	0.011	0.010
Efektet fikse	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po	Po
Vrojtime	3909	3909	3909	3909	3909	3909	3909	3909
R2	0.92	0.92	0.92	0.92	0.91	0.91	0.91	0.91

Shënime: Tabela tregon rezultatet e modelit $\Omega_{exp,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \ln \pi_t + \beta \chi_{ct} + \gamma_1 \Omega_{exp,t-1} + \gamma_2 \sum_{i=1}^m \Delta \ln \pi_{t-i} + \gamma_3 |\Delta \ln \pi_{t-1}| + \gamma_4 \Omega_{perc,t} + \epsilon$, ku $\Omega_{exp,t}$ tregon matjen e shpërndarjes sipas Lacy (2006) për variabla të rregullt, $\Delta \ln \pi_t$ në pjesën e majtë dhe statistikën e bilancit në pjesën e djathtë, secili referuar pritshmërive të inflacionit e vërtetimit të konsumatorit të KE. $\Omega_{perc,t}$ lidhen me të njëjtin koncept për perceptimet e inflacionit. Numrat korsivë tregojnë gabimet standarde, të cilat lejojnë për grupime sipas vendeve. Kolona (2) përmban rezultatet sipas treguesit të përgjithshëm të transparencës, kolona (3) nëntreguesin për transparencën ekonomike. ***, ** dhe * tregojnë rëndësinë statistikore përkatësisht në nivelet 1%, 5% dhe 10%.

Këto rezultate vënë në dukje një rol të kufizuar të transparencës dhe komunikimit të bankës qendrore për pakësimin e papajtueshmërive lidhur me pritshmëritë për inflacionin nga publiku. Ndonëse transparenca e rritur ekonomike dhe publikimi i një objektivi sasior të inflacionit nuk kalojnë pa u vënë re nga publiku, efektet nuk shtrihen për të reduktuar shpërndarjen e tyre tek individët.

4. PËRFUNDIME

Njohja e ekzistencës së kufizimeve dhe kostove të përpunimit të informacionit ka çuar në shfaqjen e modeleve ekonomike që lejojnë papajtueshmëri ndër agjentët ekonomikë. Tregohet qartë nga një evidencë e mjaftueshme e kësaj papajtueshmërie, e pranishme për parashikimet ekonomike, që ky është tipar i dëshirueshëm për çdo model ekonomik. Në të tilla modele, transparenca dhe komunikimi i bankës qendrore luajnë rol në uljen e kostos së përpunimit të informacionit duke e rritur saktësinë e sinjaleve të marra nga agjentët ekonomikë ose duke e bërë përfundimin e informacionit më pak të kushtueshëm. Gjatë dekadave të fundit, bankat qendrore kanë ndërmarrë përpjekje të mëdha në këtë drejtim, duke përmirësuar mjaft parashikueshmërinë e vendimeve të tyre dhe/ose ankorimin e pritshmërive të inflacionit.

Ky material ka studiuar deri ku transparenca dhe komunikimi në nivel më të lartë nga banka qendrore kanë kontribuar në konvergjencën e pritshmërive të agjentëve ekonomikë, duke testuar për efektet e tyre në papajtueshmërinë e parashikimeve të variablave kryesorë makroekonomikë. Krahasuar me materiale të mëparshme të kësaj literature, testimet dhe përafruesit tanë për transparencën dhe komunikimin e bankës qendrore janë në thelb më të gjera e më sistematike. Studimi gjen të dhëna empirike, të cilat tregojnë se disa nga këto masa (veçanërisht njoftimi i objektivit sasior të inflacionit dhe rritja e transparencës për dimensionin ekonomik të zbatimit të politikave monetare, të tilla si shpallja e parashikimeve të brendshme të bankës qendrore për inflacionin dhe prodhimin) janë efektive lidhur me këtë pikë dhe se ndikimet janë pjesërisht shtesë. Reduktimi i papajtueshmërisë në parashikuesit është i rëndësishëm jo vetëm statistikisht, por dhe nga pikëpamja ekonomike. Përfundimet e

studimit tregojnë se ky reduktim është arritur sepse parashikuesit në vende me banka qendrore më të hapura dhe më transparente i përditësojnë më natyrshëm parashikimet në përgjigje të lajmeve, duke shkaktuar më pak papajtueshmëri.

Në të njëjtën kohë, përfundimet e studimit tregojnë edhe kufizimet e efekteve të transparencës së bankës qendrore. Përmirësimi i transparencës ekonomike është veçanërisht i fuqishëm në nivele të ulëta transparence. Gjithsesi, në nivele më të larta, ndikimet shitesë që mund të arrihen nga përmirësimi i mëtejshëm i transparencës ekonomike janë shumë më të vogla. Një kufizim tjetër i rëndësishëm lidhet me aftësitë për të ulur papajtueshmërinë në publik (ndryshe nga parashikuesit ekspertë). Ky material nuk zbulon asnjë tregues që transparencën e bankës qendrore të ndikojë në shpërndarjen e pritshmërive në publik. Megjithatë theksojmë kufizimet e burimeve të të dhënave për të matur këto pritshmëri të publikut, ky përfundim sugjeron se ka kufizime në arritjen e transparencës së bankës qendrore dhe, për pasojë, autoritetet monetare mund të duhet të gjejnë mënyra alternative për të arritur tek individët dhe kompanitë.

Ndërsa këto përfundime përdorin një gjuhë të qartë për përshtatshmërinë e modeleve ekonomike që inkorporojnë kufizimet e përpunimit të informacionit, domethëniet e tyre normative janë më pak të drejtpërdrejta. Mund të ekzistojë mundësia që banka qendrore të veprojnë si pikë referimi për agjentët ekonomikë, siç përshkruhet, për shembull, në materialin përcaktues të Morris dhe Shin (2002). Në këtë rast, informacioni i siguruar nga bankat qendrore mund të lërë jashtë përfuturimin e informacionit të pavarur nga sektori privat, gjë e cila mbart rrezikun e një niveli të ulët e të pamjaftueshëm të përfuturimit të informacionit. Kjo mundësi është vlerësuar e paarritshme në botën reale nga Svenson (2006) në komentin e tij për Morris dhe Shin (2002). Megjithatë jo të testuara saktësisht, rezultatet tona mbështesin edhe faktin se saktësia e parashikimit nuk ka vuajtur shumë nga përpjekje të mëdha për transparencë dhe komunikim të bankave qendrore deri tani. Testimin më zyrtar të këtij debati mbi efektivitetin e përfuturimit të informacionit nga sektori privat do t'ia lëmë kërkimeve në të ardhmen.

SHTOJCË: TABELA A1: VËSHTRIM I PËRGJITHSHËM I LITERATURËS.

Autorët	Përmbajtja	Të dhëna	Modeli kryesor / Specifikime*	Rezultatet
Fujitvara (2005)	Ndikimi i parashikimeve ekonomike të një banke qendrore në parashikimet e bëra nga parashikues ekspertë dhe anasjelltas	BOJF: Vështrim dhe vlerësim i Rezikut të Çmimeve të Ekonomisë; PFs: të marra nga gazetat, interneti, etj.	$x_{it}^{PF} = \alpha + \beta x_{it}^{PF} + u \quad (1)$ $x_{it}^{PF} = \beta_0 x_{it}^{PF} + \sum_{j=1}^m \beta_j x_{it}^{PF} + u \quad (2)$ <p>x_{it}^{PF}: një vektor kolonë që grumbullohet të gjitha diferencat pas BOJF; x_{it}^{PF}: vektori korrespondues për ata para BOJF; β_j: variabli fiktiv i korrespondon një rasti ku ekzaminohet ndikimi i BOJF.</p>	<p>1) Parashikimet ekonomike të bankës qendrore kanë ndikim të dukshëm tek parashikuesit ekspertë; por jo të ndikuar në mënyrë domethënëse nga parashikuesit ekspertë të inflacionit.</p> <p>ii) BOJF ul pasigurinë e parashikuesve ekspertë për të ardhmen.</p>
Becqey, Johanssen dhe Levin (2007)	Krahësim i zhvillimeve të fundit të pritshmërive për inflacionin afatgjatë në Eurozonë dhe në Shtetet e Bashkuara	Vrojtime të Parashikuesve Ekspertë; Të dhëna ditore të tregut financiar të SHBA-ve dhe Eurozonës	$f_{i,t} = a_i + b_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$ <p>$f_{i,t}$: ndryshimi nga periudha $t-1$ deri në t e normës së ardhshme vjetore që përfundon në t-vitet e ardhshme; X_t: një vektor i përbërësit të përpitshmërisë i të dhënave makroekonomike në ditën t.</p>	<p>1) Pritshmëritë afatgjata për inflacionin janë në mënyrë të ashpërshme të miratkuara në të dy ekonomitë, por tregojnë edhe humbje të konsiderueshme ndër-projektionet e horizontit afatgjatë të parashikuesve të inflacionit në SHBA.</p> <p>ii) Pritshmëritë për inflacionin afatgjatë janë të ankoruara në mënyrë të fortë në qëndrueshmëri në Eurozonë sesa në Shtetet e Bashkuara.</p>
Crowe (2006)	Teston nëse Shënjestrimi i Inflacionit (ShI) rrit transparencën duke përdorur të dhënat për parashikimin e inflacionit nga 11 vende që kanë adoptuar ShI.	Seria e të dhënave të parashikimeve të Konsensusit	$\Delta PF^i = b_0 + b_1 D_t^i - F_{t-1}^i (b_0 + b_1 D_t^i) + u^i \quad (13)$ <p>i: parashikuesi individual; F_{t-1}^i: gabimi fillestar i parashikimit; D_t^i: një variabël fiktive për trajtim (adoptimi i ShI).</p>	<p>Konvergimi ndodh në të gjitha vendet për shkak të akthimit të keq, por miratimi i ShI çon në konvergencë më të mëdha, si parashikohet nga modeli, i cili shërben si tregues i fortë që ShI me të vërtetë rrit transparencën.</p>
Crowe dhe Meade (2007)	Vrojton dhe kuantifikon përjet në dy fusha kryesore të drejtimit të bankës qendrore: pavarësia (PbQ) dhe transparencja.	Cukierman et al. (1992); Llogaritje të autorëve	$\frac{\pi}{1 + \pi_{it}} = \beta_0 + \beta_1 CBI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$ $\frac{\pi}{1 + \pi_{it}} = \beta_0 + \beta_1 Turnover_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$ <p>π: rritja mesatare vjetore në çmimet e konsumit gjatë viteve 2000–2004; CBI: matja e përditësuar e autorëve për pavarësinë e bankës qendrore për vendet në kampionin e tyre; Turnover: norma mesatare vjetore e ndryshimit të guvernatorit të bankës qendrore mids viteve 1995 dhe 2004.</p>	<p>i) Megjithëse ka një rritje të konsiderueshme në pavarësinë e bankave qendrore, ata nuk gjejnë ndonjë efekt dramatik të pavarësisë së bankës qendrore ndaj inflacionit.</p> <p>ii) Efekti më i qëndrueshëm ndaj inflacionit vjen nga aspekti i pavarësisë i lidhur më shumë me transparencën.</p>
			$\pi_{it} = \beta_0 + \beta_1 Transparency_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$ <p>π: mesatarja e ndryshimeve 12-mujore në çmimet e konsumit nga korriku 2003 deri në qershor 2006. <i>Transparencja</i>: pikëzimi i transparencës në 2006.</p>	

Autorët	Përmbajtja	Të dhëna	Modeli, kryesor / Specifikime*	Rezultatet
Crowe dhe Meade (2008)	Paraqet me më shumë detaje pavarësinë e përditësuar të bankës qendrore dhe majtet e transparencës të përmbledhura të Crowe dhe Meade (2007).	Cukierman et al.(1992); Llogaritje të autorëve	$\pi_t = \beta_0 + \beta_1 CBI_t + \beta_2 Turnover_t + \beta_3 GDP_t + \beta_4 Opea_t + \beta_5 Regime_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$ <p>π: inflacioni mesatar vjetor; CBI: pavarësia e bankës qendrore; Turnover: norma e ndryshimit të guvernatorit të bankës qendrore. Kontrolli përfishin: PBB-realë; PBB për frymë; I lapja - shkalla e hapjes e matur nga shuma e eksporteve dhe importeve pjesëtuar me PBB, dhe Regjimi-regjimi i kursit të këmbimit.</p> $\pi^* = \beta_0 + \beta_1 Transparency_t + \beta_2 Opea_t + \beta_3 RQ_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$ <p>π^*: raporti i variacionit për të nënkuptuar gabimin në katror të parashikimeve të inflacionit të sektorit privat; RQ: cilësia rregulatore; $Transparency$: përkëzimi i transparencës.</p>	<p>i) TBO më e lartë lidhet me inflacionin më të ulët.</p> <p>ii) Praktikikat për rritjen e transparencës lidhen me sektorin privat, duke përdorur më shumë informacion të ofruar nga banka qendrore.</p>
D'Amico dhe Orphanides (2008)	Krahason dhe kundërvë shtetë kohore tremujore të matjeve alternative të pasigurisë dhe papajtueshmërisë në lidhje me pritshmëritë e inflacionit.	Vrojtim i Parashikuesve ekspertë	<p>Duke përdorur metodën e pikës së mesme, matjet e agreguara ndër të gjithë të anketuarit për një tremujor specifik janë:</p> <p>(1) Pritshmëria mesatare e inflacionit</p> $\mu_{h,t}^M = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \mu_{i,h,t}$ <p>(2) Pasiguria për inflacionin:</p> $\sigma_{h,t}^M = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sigma_{i,h,t}$ <p>(3) Papajtueshmëria lidhur me parashikimin mesatar:</p> $S_{h,t}^M = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (\mu_{i,h,t}^M - \mu_{h,t}^M)^2}$ <p>(4) Papajtueshmëria për pasigurinë e inflacionit:</p> $\phi_{h,t}^M = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (\sigma_{i,h,t}^M - \sigma_{h,t}^M)^2}$	<p>i) Papajtueshmëria për parashikimin e inflacionit mesatar nuk është një testim miqfi i miqë për pasigurinë e inflacionit.</p> <p>ii) Mesatarja më e lartë e inflacionit të pritshëm shoqërohet me pasiguri mesatare më të lartë të inflacionit dhe me papajtueshmëri më të lartë për parashikimin e inflacionit.</p>

Autorët	Përmbajtja	Të dhëna	Modeli kryesor / Specifikime*	Rezultatet
Capistran dhe Timmermann (2009)	Hulumton si agjentët arrijnë në besimet e raportuara në të dhënat e vërtetimit dhe ofron një shpjegim për burimet e papajtueshmërisë në besimet e agjentëve.	Vërtetim i parashikuesve ekspertë	<p>(1) Modeli i GARCH (1, 1):</p> $\pi_{t+1,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \pi_{t,t} + \lambda_2 \pi_{t-1,t} + \varepsilon_{t+1}$ $\varepsilon_{t+1} \sim N(0, \sigma_{t+1}^2)$ $\sigma_{t+1}^2 = \omega + \alpha_1 \varepsilon_t^2 + \beta_1 \sigma_{t,t}^2 \quad (17)$ <p>(2) Gabimet mesatare të parashikimit ndër parashikues:</p> $(\bar{\pi}_{t+1,t} - f_{t+1,t}) = \delta_0 + \delta_1 \sigma_{t+1,t}^2 + \varepsilon_{t+1,t} \quad (18)$ <p>(3) Humbja ndër parashikues:</p> $\bar{S}_{t+1,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \sigma_{t+1,t}^2 + \varepsilon_{t+1,t} \quad (19)$ <p>ku $\sigma_{t+1,t}^2$ është varianca kushëzuese në inflacionin e marrë nga modeli GARCH(1,1).</p>	Agjentët peshojnë pasojat e mbi dhe nën parashikimeve shumë të ndryshme dhe, si rezultat, i llogarisin parashikimet sipas shpërndarjes asimetrike me një formë të funksionit të humbjes që është e ndryshme ndër agjentë. Përveç kësaj, një element parashikimi konstant, i cili ka të bëjë me tendencën e agjentëve për të mbi-parashikuar inflacionin, mund të ndihmojë shpjegimin se përse një pjesë e konsiderueshme e parashikuesve individualë kalon nga nën-parashikimi i inflacionit në mbi-parashikim rreth vitit 1982.
Dovern, Fritsche dhe Slacalek (2009)	Hulumton përcaktuesit e papajtueshmërisë për gjatësi të kësaj kryesorë ekonomike duke përdorur parashikimet individuale të ekspertëve nga vendet e G7.	Seria e të dhënave të <i>Consensus Economics</i>	$disag_t = \beta_0 + \beta_1 \times rev_t + \beta_2 \times post_1998_t + u_t \quad (1)$ <p>ku <i>disag</i> është papajtueshmëria ndër parashikuesit, <i>rev</i> variabli fikтив i recesionit, dhe <i>post-1998</i> është variabli fikтив për pjesën e dytë të kampionit.</p> $disag_t = \beta_0 + \beta_1 \times \beta_2 \times \beta_3 \sigma_{s,t}^2 + \beta_4 \sigma_{s,t}^2 + \beta_5 \sigma_{s,t}^2 + \beta_6 \sigma_{s,t}^2 + \beta_7 \sigma_{s,t}^2 + u_t \quad (2)$ $disag_t = \beta_0 + \beta_1 CBI_t + \beta_2 \times \beta_3 \sigma_{s,t}^2 + \beta_4 \sigma_{s,t}^2 + \beta_5 \sigma_{s,t}^2 + \beta_6 \sigma_{s,t}^2 + \beta_7 \Delta policy_rate_t + u_t \quad (3)$ <p>Ku: CBI është pavarësia e bankës qendrore përfaqësimin e politikës monetare, $\sigma_{s,t}^2$ është niveli i variablave aktualë të theksuar, $\sigma_{s,t}^2$ është pasiguria për këto variabla të përfaqësimin e variacionit e goditjeve të përhershme, dhe $\Delta policy_rate_t$ është ndryshimi në karror në normën e interesit të politikës-përfaqësues i variacionit të politikës monetare.</p>	i) Papajtueshmëria për variablat realë (PBB, konsumi, investimi dhe papunësia), janë më shumë të ndikuar nga faktorët realë; dhe papajtueshmëria për variablat nominalë (inflacioni dhe norma e interesit), reagojnë ndaj tërësisë së politikës monetare (në veçanti pavarësia e bankës qendrore). ii) Shpërndarja ndërsesionale për të dy grupet rritet me pasiguri për tërësi të rritur. iii) Një politikë monetare më e besueshme mund të kontribuojë dukshëm në ankormirë e pritshmërire për variablat nominalë; megjithatë efektet e saj ndaj papajtueshmërisë për variablat realë janë të moduruara.

Autorët	Përmbajtja	Të dhëna	Modeli kryesor / Specificime*	Rezultatet
Maag dhe Lamla (2009)	Hulumton efektet e mbulimit të medias dhe kushtet makroekonomike të papajtueshmërisë në parashikimin e inflacionit të individëve dhe parashikuesve ekspertë gjermanë.	Vrojtim i Përbashkët i Harmonizuar i Konsumatorit të BE; Vrojtim i Consensus Economics	$V \ln(\pi_{i,t}) = \beta_1 V \ln(\pi_{i,t-1}) + \beta_2 \pi_{i,t-1} + \beta_3 \pi_{i,t-2} + \dots + \beta_p \pi_{i,t-p} + \beta_{p+1} \epsilon_{i,t}$ <p>ku $V \ln(\pi_{i,t})$ është papajtueshmëria në parashikimin e inflacionit, $V \ln(\pi_{i,t-1})$ është variabli i varur i mbulimit, dhe $\epsilon_{i,t}$ është kontrolli fiktur për shkëmbimin <i>usab</i> në euro, monedhë që nga viti 2002 e në vazhdim.</p>	<p>i) Papajtueshmëria e individëve varet nga përmbajtja e lajmeve, por nuk ndikohet nga intensiteti i raportimit (vëllimi) dhe as nga heterogjeniteti i përmbajtjes së lajmeve (entropia e informacionit). Papajtueshmëria e ekspertëve nuk varet nga mbulimi i medias.</p> <p>ii) Papajtueshmëria e individëve dhe ekspertëve pikë sa parti varet nga norma aktuale e inflacionit.</p>
Cotbion dhe Gorodnichenko (2009)	Përdorin tre vrojtime të ndryshme të parashikimeve ekonomike për të vlerësuar si mbështetjen dhe cilësitë e vështrësive informative ndërkombëtare të basura nga agjentët. Në mënyrë specifike, ato ndjekin përgjigjet impulsive të papajtueshmërisë dhe gabimeve mesatare në parashikim ndër agjentët pas goditjeve strukturore ekzogjene.	Vrojtim i Konsumatorëve të Michigan (MSC); Vrojtim i Parashikuesve Ekspertë (SPF); Treguesit Ekonomikë (BCEI)	$F_{i,t+h} = c + \sum_{i=1}^h \beta_i F_{i,t-h} \pi_{i,t+h} + \sum_{j=0}^k \gamma_j f_{i,t-j} + v_i \quad (8)$ $\pi_{i,t-h} F_{i,t+h} = c + \sum_{i=1}^h \beta_i (\pi_{i,t-h} - F_{i,t-h} \pi_{i,t-h}) + \sum_{j=0}^k \gamma_j f_{i,t-j} + v_i \quad (9)$ $\frac{\pi_{i,t-h} F_{i,t+h}}{\pi_{i,t-h}} = c + \sum_{i=1}^h \beta_i \frac{\pi_{i,t-h} - F_{i,t-h} \pi_{i,t-h}}{\pi_{i,t-h}} + \sum_{j=0}^k \gamma_j f_{i,t-j} + v_i \quad (10)$ $\ln \sigma(F_{i,t+h}) = c + \sum_{i=1}^h \beta \ln \sigma(F_{i,t-h} \pi_{i,t-h}) + \sum_{j=0}^k \gamma_j \epsilon_{i,t-j} + v_i \quad (11)$ <p>ku $F_{i,t+h}$ është gabimi më i vogël ndër agjentë në kohën t të një variabli $\pi_{i,t+h}$; h përmuda më parë, k tregon cdo lloj të goditjes, $h = 4$ për të dhënat tremujore ose $h = 12$ për të dhënat mujore, dhe $\ln \sigma(F_{i,t+h})$ është shprehëndarja e matur si logaritmi i devijimit standard ndërseksional i parashikuesve të inflacionit gjatë vitit pasardhës.</p>	<p>i) Parashikimet nuk ia dalin të përshatën një për një me variablin e parashikuar pas goditjeve strukturore.</p> <p>ii) Gabimet kushëzuese të parashikimit konvergojnë me norma të ngjashme përgjatë goditjeve të ndryshme.</p> <p>iii) Gabimet kushëzuese të parashikimit konvergojnë me norma të ngjashme ndër agjentët.</p> <p>iv) Goditjet strukturore nuk duket se rrisin dukshëm papajtueshmërinë.</p>

*Numri i ekuacionit është i njëjtë me ato në materialin origjinal në vendin e parë.

REFERENCA

- Andersen, T.G., Bollerslev, T., Diebold, F.X. and C. Vega (2003), *Micro Effects of Macro Announcements: Real-Time Price Discovery in Foreign Exchange*. *American Economic Review*, 93(1), 38-62.
- Badarınza, C. and M. Buchmann (2009). *Inflation Perceptions and Expectations in the Euro Area: The Role of News*. Forthcoming, ECB Working Paper.
- Ball, Laurence, and Niamb Sheridan. 2005. "Does Inflation Targeting Matter?" In *The Inflation-Targeting Debate*, ed. Ben S. Bernanke and Michael Woodford. Chicago: University of Chicago Press, 249-76.
- Bauer, A., Eisenbeis, R., Waggoner, D. and T. Zha (2006). *Transparency, Expectations, and Forecasts*. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review Q1*, 1-25.
- Bernanke, Ben, Thomas Laubach, Frederic S Mishkin, and Adam S. Posen. 1999. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Blinder, A., Ehrmann, M., Fratzscher, M., de Haan, J. and D.-J. Jansen (2008). *Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*. *Journal of Economic Literature* 46(4), 910–945.
- Beechey, Meredith J, Benjamin K Johannsen and Andrew Levin (2007). *Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?*. CEPR Discussion Paper No. 6536.
- Bryan, M.F. and G. Venkatu (2001). *The Demographics of Inflation Opinion Surveys*. *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, October 2001.
- Capistrán, Carlos and Allan Timmermann (2009). *Disagreement and Biases in Inflation Expectations*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(2-3), 365-396.
- Carroll, Christopher (2003). *Macroeconomic Expectations of Households and Professional Forecasters*. *Quarterly Journal of Economics* 118, 269-298.
- Coibion, Olivier and Yuriy Gorodnichenko (2009). *What Can Survey Forecasts Tell Us About Informational Rigidities?* NBER Working Paper No. 14586.
- Crowe, Christopher (2006). *Testing the Transparency Benefits of Inflation Targeting: Evidence from Private Sector Forecasts*. IMF Working Paper No. 06/289.
- Crowe, Christopher and Ellen E. Meade (2007). *The Evolution of Central Bank Governance Around the World*. *Journal of Economic Perspectives* 21(4),

69-90.

Crowe, Christopher and Ellen E. Meade (2008). *Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness*. *European Journal of Political Economy* 24(4), 763-777.

Crujisen, Carin van der, and Sylvester Eijffinger (2007). *Actual and Perceived Central Bank Transparency: The Case of the European Central Bank*. CEPR Discussion Paper No. 6525.

Crujisen, Carin van der, Sylvester Eijffinger and Lex Hoogduin (2008). *Optimal Central Bank Transparency*. CEPR Discussion Paper No. 6889.

D'Amico, Stefania and Athanasios Orphanides (2008). *Uncertainty and Disagreement in Economic Forecasting*. Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series No. 2008-56.

Dincer, N. and B. Eichengreen (2009). *Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates*. NBER Working Paper No. 14791.

Dovern, Jonas, Ulrich Fritsche and Jiri Slacalek (2009). *Disagreement Among Forecasters in G7 Countries*. Forthcoming, ECB Working Paper.

Eijffinger, S. and P. Geraats (2006). *How Transparent Are Central Banks?* *European Journal of Political Economy* 22, 1-21.

Fujimura, Ippei (2005). *Is the Central Bank's Publication of Economic Forecasts Influential?*. *Economics Letters* 89(3), 255-261.

Goldberg, Linda, and Michael Klein. 2005. *Establishing Credibility: Evolving Perceptions of the European Central Bank*. NBER Working Paper No. 11792.

Gürkaynak, Refet, Brian Sack and Eric Swanson, 2005. *The Sensitivity of Long-Term Interest Rates to Economic News: Evidence and Implications for Macroeconomic Models*, *American Economic Review* 95(1), 425-36.

Lacy, M. G. (2006). *An Explained Variation Measure for Ordinal Response Models with Comparisons to Other Ordinal R2 Measures*. *Sociological Methods & Research* 34, 469-520.

Maag, Thomas and Michael J. Lamla (2009). *The Role of Media for Inflation Forecast Disagreement of Households and Professionals*, KOF Swiss Economic Institute Working Paper No. 09-223.

Mankiw, N. Gregory and Ricardo Reis (2002). *Sticky Information Versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve*. *Quarterly Journal of Economics* 117(4), 1295-1328.

Mankiw, N. Gregory, Ricardo Reis, and Justin Wolfers (2003). *Disagreement About Inflation Expectations*, NBER Macroeconomics Annual 2003, Cambridge, MIT Press, 18, 209-248.

Morris, S. and H.S. Shin (2002). *Social value of public information*,

American Economic Review 92(5), 1521-1534.

Sims, Christopher A. (2003). *Implications of Rational Inattention*. *Journal of Monetary Economics* 50(3), 665-690.

Svensson, L. (2006). *Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro Transparency, Not Con*. *American Economic Review* 96(1), 448-451.

Woodford, Michael (2001). *Imperfect Common Knowledge and the Effects of Monetary Policy*. NBER Working Paper No. 8673.

Woodford, Michael (2005). *Central Bank Communication and Policy Effectiveness*. NBER Working Paper No. 11898.

* Michael Ehrmann: Banka Qendrore Evropiane, michael.ehrmann@ecb.int; Sylvester Eijffinger: Qendra Evropiane e Bankingut dhe CentER, Tilburg University dhe CEPR, s.c.weijffinger@uvt.nl; Marcel Fratzscher: Banka Qendrore Evropiane, marcel.fratzscher@ecb.int. Eijffinger falënderon BQE-në për mikpritjen gjatë qëndrimit të tij në pranverën e vitit 2009 si Wim Duisenberg Research Fellow. Dëshirojmë të falënderojmë Nergiz Dincer dhe Barry Eichengreen për ofrimin e të dhënave të tyre mbi transparencën e bankës qendrore; David-Jan Jansen, Ernesto Villanueva dhe Hermann Hansen për ndihmën e dhënë në ndërtimin e të dhënave të komunikimit të bankës qendrore; Qian Shen, asistent i shkëlqyer në fushën e kërkimit si dhe pjesëmarrësit e seminarit në BQE për komentet dhe sugjerimet e tyre të dobishme. Ky material paraqet mendimet personale të autorëve dhe jo domosdoshmërisht ato të Bankës Qendrore Evropiane apo të Eurosistemit.

SEKSIONI III
PANELI I GUVERNATORËVE

FJALË DISKUTIMI

*Ardian Fullani**

*I nderuar zoti Kryeministër,
Të nderuar guvernatorë,
Të nderuar pjesëmarrës,*

Tema e zgjedhur për t'u trajtuar në këtë konferencë është në fokusin e të gjithë institucioneve përgjegjëse për politikën makroekonomike dhe mbikëqyrjen e sistemit financiar, në rang kombëtar dhe ndërkombëtar. Pothuajse një vit më parë, paniku që pasoi falimentimin e Lehman Brothers bëri që tronditja e tregut të kredive hipotekare në ShBA të shndërrohej në një krizë të mirëfilltë financiare me përmasa globale. Integrimi i tregjeve financiare bëri që kriza të përhapej me shpejtësi, ndërsa roli jetik i sistemit të kreditit në ekonominë e tregut të lirë e transformoi atë në një recesion të ekonomisë botërore, që nuk kaloi pa prekur vendet e Evropës Lindore e Juglindore.

Përvoja e fituar gjatë kësaj kohe ka mundësuar një njohje më të mirë të shkaqeve të krizës dhe të faktorëve që kanë forcuar dhe përshpejtuar përhapjen e saj, si dhe një rivlerësim të praktikave të ndryshme mbikëqyrëse dhe rregullatore. Do të më pëlqente që diskutimin mbi krizën, ta trajtoja në dy plane: çfarë mësuam dhe çfarë nuk mundëm të mësojmë nga kriza. Midis shumë argumenteve të debatuar gjerësisht do të doja të veçoja tre: dikotominë midis

shtetit dhe tregut, shkallën e besimit tek modelet e parashikimit dhe rëndësinë e koordinimit të masave parandaluese.

Në debatin “shteti kundrejt tregut”, dëshiroj të ritheksoj besimin tim të patundur tek tregu, me marrëveshjen që është detyra jonë si politikëbërës që ta bëjmë atë të funksionojë sipas rregullave dhe në mënyrë eficiente 24/24. Vitet e fundit kanë shënuar një zhvillim të vrullshëm të modeleve dhe teknikave të sofistikuar të parashikimit. Pa dashur të nënvlerësoj rëndësinë shumë të madhe të këtyre mjeteve në punën e çdo analisti dhe politikëbërësi, duhet të jemi të ndërgjegjshëm për kufizimet e modeleve dhe për rreziqet që vijnë nga mbështetja e tepruar tek to. Kostoja e lartë e përballimit të pasojave të krizës na bën të ndërgjegjshëm për rëndësinë e ndërimit të mekanizmeve parandalues dhe mbi të gjitha, për rëndësinë e koordinimit të këtyre mekanizmeve në rang kombëtar dhe ndërkombëtar.

Sot, rreth dy vite pas shenjave të para të krizës, ekonomia dhe tregu financiar botëror gjenden në një situatë më optimiste. Rimëkëmbja e ekonomisë është reflektuar në përmirësimin e treguesve të besimit të bizneseve dhe konsumatorëve, në zbutjen e presioneve deflacioniste, në normalizimin e funksionimit të sistemeve bankare dhe financiare dhe në përmirësimin e normave të rritjes së aktivitetit ekonomik në pothuajse të gjithë sektorët prodhues. Në Shqipëri, sikurse në vendet e rajonit këto zhvillime kanë qenë të pranishme.

Tremujorët e fundit kanë regjistruar rritje të kreditimit për ekonominë, përmirësim të situatës së besimit në sistemin bankar, qëndrueshmëri relative të kursit të këmbimit dhe ankorim të pritjeve për inflacionin.

Tashmë është arritur një konsensus global që pjesa më e vështirë e krizës ka kaluar. Ky është pa dyshim një lajm i mirë, por jo i mjaftueshëm. Ky është momenti i duhur për të konsideruar të gjitha alternativat për të ashtuquajturën “strategji të daljes nga kriza”. Zbutja e efekteve anësore të masave antikrizë kërkon një bashkërendim veprimesh, të ndërmarra në kohën dhe drejtimin e duhur. Politikëbërësit duhet të rivlerësojnë objektivat e politikave makroekonomike dhe financiare nga këndvështrimi i zhvillimeve pozitive të kohëve të fundit.

Duke e ngushtuar shtrirjen gjeografike të diskutimit nga arena botërore në atë rajonale, po ndalem shkurtimisht në disa nga çështjet e prekura më lart.

Dikur i kam thënë një mikut tim se ekonomitë e vogla e të hapura, siç është rasti i ekonomive të Ballkanit, janë importuese neto mallrash, shërbimesh e krizash. Kriza nuk lindi në rajon. Gradualisht, ajo u përcoll në sajë të integritit të rajonit me tregjet dhe ekonominë botërore, dhe pranisë së grupeve të fuqishme bankare ndërkombëtare. Vendet e rajonit tonë janë sa të ngjashme, aq edhe të ndryshme. Rrjedhimisht forma, depërtimi dhe pasojat e krizës në secilin nga këto vende ishin sa të ngjashme, aq edhe të ndryshme. Struktura ekonomike dhe sociale, shkalla e konvergjencës dhe e integritit në tregjet botërore, normat ligjore dhe institucionale dhe veçanërisht natyra e regjimeve të kursit të këmbimit, kanë përcaktuar veçoritë e krizës për çdo shtet. Përvoja e guvernatorëve të ftuar në këtë tryezë do të hedhë dritë në drejtimet e lartpërmendura.

Duke hedhur një vështrim mbi rastin e Shqipërisë, dymbëdhjetë muajt e fundit kanë qenë sfidues për industrinë bankare. Megjithë vështirësitë e rastit, në asnjë moment sistemi bankar nuk ka shfaqur shenja paniku dhe konfuzioni. Banka e Shqipërisë gjykon se arsyeja kryesore për këtë qëndrueshmëri lidhet me kujdesin e treguar këto vitet e fundit ndaj stabilitetit financiar të sistemit bankar.

Shkalla e lartë e rezistencës dhe kthimi i shpejtë në normalitet ishin rrjedhojë e një sërë vendimesh të rëndësishme. Duke filluar nga miratimi i ligjit të ri “Për bankat në Republikën e Shqipërisë” e duke vazhduar me një sërë vendimesh të tjera të politikës monetare dhe të mbikëqyrjes bankare, kemi synuar konsolidimin e mëtejshëm të ekuilibrave makroekonomikë dhe forcimin e stabilitetit financiar. Në fokus të strategjisë së Bankës së Shqipërisë ka qenë qeverisja dhe administrimi më i mirë i rrezikut, rritja e transparencës së aktivitetit bankar ndaj klientelës dhe forcimi i kontrollit të brendshëm. Kjo strategji ka kulmuar me një program të madh, të veçantë dhe bashkëkohor komunikimi e edukimi, të hapur dhe të vazhdueshëm me publikun.

Vlerësoj se situata e favorshme e likuiditetit dhe e kapitalit që karakterizonte sistemin bankar shqiptar në vigjilje të krizës financiare

të vjeshtës së kaluar, ka ndikuar në përbalimin e tërheqjeve të depozitave në periudhën shtator – tetor 2008. Megjithatë, Banka e Shqipërisë e gjykoj të domosdoshëm monitorimin e kujdesshëm të situatës duke ndërmarrë një sërë veprimesh, të cilat zbutën ndjeshëm trypsinë mbi sistemin bankar. Këto veprime i kanë shërbyer qetësisë të situatës së likuiditetit dhe kanë qenë të harmonizuara me reagimin operacional të zbatuar nga Banka Qendrore Evropiane në përgjigje të krizës.

Së pari, u krijua grupi i posaçëm i tipit *task force*, përgjegjësi kryesore e të cilit edhe sot e kësaj dite, vazhdon të jetë ndjekja ditore e situatës për çdo bankë të veçantë. Përfundimi ynë i drejtpërdrejtë ishte se analiza duhej të zbriste në nivel mikro, në çdo qelizë të sistemit dhe në çdo tregues të veçantë të tij.

Së dyti, u ndërmorën një sërë lehtësish për furnizimin pa ndërprerje të sistemit me likuiditetin e duhur. U ndryshua tipi i ankandit kryesor të injektimit në ankand me çmim fiks, u zgjerua baza e kolateralit për marrëveshjet repo, u rrit norma e përdorimit të rezervës së detyruar nga 20% në 40% dhe u zvogëluua diferenca midis normës bazë të interesit të Bankës së Shqipërisë dhe kredisë njëditore, nga 175 pikë në 75 pikë.

Së treti, nëpërmjet një akti të veçantë, Banka e Shqipërisë i kërkoi sektorit bankar rritjen e kapitalizimit të veprimtarisë bankare, si një garanci më shumë për shëndetin financiar të sektorit bankar.

Zhvillimet aktuale në sistemin financiar tregojnë se situata e përgjithshme në sektorin bankar po shënon përmirësime të vazhdueshme. Ka një kthim të depozitave në sistemin bankar, gjë që flet për forcimin e besimit të publikut.

Po kështu, edhe kredia për ekonominë ka shenja rigjallërimi. Një zhvillim tjetër pozitiv është fakti që aktualisht po preferohet kredihënja në monedhë kombëtare. Të gjitha këto zhvillime po ndodhin në një klimë më optimiste në tregjet evropiane. Statistikat tregojnë se rimëkëmbja nga kriza ka filluar, madje më shpejt sesa edhe parashikimet më optimiste.

Të nderuar pjesëmarrës,

Besoj se panelistët e nderuar adresuan shumë çështje, siç do të vijojnë edhe kolegët guvernatorë të rajonit, lidhur me krizën dhe mësimet prej saj. Megjithatë, më lejoni që shkurtimisht të trajtoj disa argumente që mendoj se janë me interes për auditorin.

Së pari, mendoj se globalizimi i madh i ekonomisë botërore këto dy dekadat e fundit e bëri të pashmangshme përhapjen e krizës anembanë globit e për rrjedhim, e pashmangshme ishte dhe nevoja për një mbrojtje të koordinuar në shkallë ndërkombëtare. Në ditët e para të krizës pamë veprime të njëanshme, të cilat krijuan arbitrazhe me efekte negative.

Globalizimi e bën të domosdoshme që infrastruktura financiare të jetë e njëjta kudo në formë, në përmbajtje, në kapacitete njerëzore dhe teknologjike. Kjo infrastrukturë duhet të funksionojë mbi të njëjtat standarde dhe praktika, dhe të ketë fleksibilitetin e duhur për t'i paraprirë inovacioneve financiare.

Së dyti, kriza e fundit e bën të domosdoshme natyrën parandaluese dhe pararendëse të mbikëqyrjes dhe të rregullimeve ligjore, në përgjithësi. Mendoj se një kuadër rregullator është vërtet i efektshëm dhe i suksesshëm, kur ndërthur thjeshtësinë dhe transparencën e metodës së bazuar në rregulla me karakteristikat elastike dhe vizionare të një metode të bazuar në parime. Në çdo rast, besoj se kjo gjë është e domosdoshme, për t'i bërë bankat të përgjegjshme, për të bindur mbikëqyrësin për karakteristikat e rrezikut dhe të kthimit të produkteve të ndryshme të reja, brenda dhe jashtë bilancit para se ato të kapërcejnë një kufi të caktuar në madhësi dhe ekspozim, që mbart një rrezik të rritur. Banka e Shqipërisë është duke punuar për të identifikuar në mënyrë konkrete drejtimit që kanë nevojë për ndryshim. Në këtë sipërmarrje, ne do të mbajmë në konsideratë edhe zhvillimet e ngjashme në rajon dhe më gjerë, për të ruajtur konkurrueshmërinë e tregut dhe përafrimin e praktikave mbikëqyrëse.

Së treti, mendoj se kriza e bën të domosdoshme ekzistencën e një institucioni ndërkombëtar i cili duhet të kujdeset për stabilitetin

financiar, në vlerësimin e rrezikut sistematik si dhe në përcaktimin e treguesve sasiore që e masin atë. Në këtë proces, është e rëndësishme që normat rregullative të jenë sa më transparente për të gjithë dhe në të njëjtën kohë, ai të shoqërohet prej përshpejtimit të procesit të përafritimit të praktikave mbikëqyrëse e rregullative sipas qendrave financiare të influencës.

Së katërti, kriza aktuale vërtetoi një shqetësimin tonë të kahershëm në lidhje me ekspozimin e rajonit tonë, ndaj një grupi relativisht të vogël operatorësh bankarë me shtrirje të gjerë rajonale. Një goditje e bankës mëmë do të prekte një ose disa vende të rajonit. Një rrezik i tillë do të ekzistonte edhe në rastin kur një prej bijave në rajon do të pësonte goditje. Edhe në këtë rast, rreziku i infektimit të bijave të tjera do të ishte i pranishëm.

Së pesti, mendoj se rajoni duhet të trajtojë me shumë kujdes huadhënien në monedhë të huaj. Të vendosësh një ekuilibër më të mirë midis huadhënies në monedhë kombëtare me atë në monedhë të huaj, është një domosdoshmëri.

Për këtë qëllim, duhet të mbahet më shumë parasysh natyra e regjimit të kursit të këmbimit si dhe pamundësia e bankave qendrore të rajonit për të shërbyer si huadhënëse e radhës së fundit në valutë. Në këtë drejtim, ne duhet të mbështesim një rol më të fuqishëm të monedhës vendase në kredidhënien bankare, duke e bërë kredidhënien në valutë më të kushtueshme për bankat, nëse ajo nuk mbështetet nga kursimet me pakicë në valutë. Mbështetja e tepërt e bankave në burime financiare me shumicë në valutë për të mbështetur kredidhënien e shpejtë, duhet të trajtohet dhe administrohet në kohën e duhur.

Së gjashti, kriza aktuale mendoj se do t'i bëjë pak më të rralla fondet financiare të cilat për një periudhë të gjatë vërshuan në forma nga më të ndryshmet në të gjitha vendet ish – komuniste të Evropës Lindore. Kjo situatë mund të ketë implikime të rëndësishme për ritmet afatgjata të zhvillimit të vendeve tona, të cilat kanë ende nevojë për fonde të huaja financiare, për të mbështetur procesin e tyre të konvergencës. Për këtë arsye, mendoj se një mësim tjetër me të cilin na përball kriza është domosdoshmëria për të hartuar dhe

zbatuar programe të përbashkëta rajonale dhe reforma strukturore për të thithur projekte dhe linja financimi, duke zgjeruar dhe thelluar tregun tonë të përbashkët ballkanik.

Është e vërtetë se pas çdo krize, makroekonomia si shkencë në përgjithësi ka bërë hapa përpara. Çdo krizë përbën një ngjarje me karakteristika të veçanta, të ndryshme qoftë dhe pjesërisht nga ato të mëparshmet. Çdo krizë sjell një informacion të ri, pavarësisht intensitetit, shtrirjes gjeografike apo kohëzgjatjes. Çdo krizë plotëson me një pjesë të re lojën *puzzle* të vështirë të funksionimit të ekonomisë së tregut të lirë, duke ndihmuar në kuptimin më të mirë të së tërës.

Besoj se shpreh një përfundim konsensual që ne, administratorët që na ra fati të qeverisim në kohë krize kemi një motiv për t'u ndjerë të privilegjuar dhe pse jo, krenarë që arritëm ta përballojmë sfidën, duke qenë jo vetëm dëshmitarë por edhe lojtarë aktivë në përballimin e saj.

Faleminderit për vëmendjen!

* Ardian Fullani, Guvernator, Banka e Shqipërisë.

FJALË DISKUTIMI

*Radovan Jelašić**

Ju falënderoj për ftesën për të qenë folës në këtë konferencë, pasi për mua është gjithmonë një kënaqësi të vizitoj Tiranën.

Serbia hyri në procesin e tranzicionit relativisht vonë dhe vendosi që të ndërtojë dhe të ruajë masa të forta mbrojtëse ndaj rreziqeve të mundshme makroekonomike për shkak të fakteve të mëposhtme:

- a) regjim fleksibël i kursit të këmbimit, ndërkohë që ekonomia është ende tejet e euroizuar,
- b) nivele tradicionalisht të larta inflacioni gjatë katër dekadave të fundit,
- c) nivel i ulët besimi në sektorin bankar për shkak të ngrirjes së kursimeve të individëve dhe të bankave piramidale,
- d) mosarritja e anëtarësimit në Bashkimin Evropian (BE), madje as edhe e statusit të vendit kandidat,
- e) nevojë për ristrukturim thelbësor në sektorin real etj.

Të gjitha këto fakte u reflektuan edhe në klasifikimin tonë BB të Standard&Poor.

Kur kriza goditi Serbinë, ne zotëronim një mekanizëm relativisht të fortë mbrojtjeje me qëllim përballimin e skenarit më të keq të mundshëm. Raporti i mjaftueshmërisë së kapitalit (CAR) të sektorit

bankar ishte afërsisht 23%, ku aktivet likuide përbënin rreth 30% të bilancit të sektorit bankar deri më 30 shtator 2008. Për shkak të një norme interesi relativisht tërheqëse, sektori bankar investoi rreth 3 miliardë euro në marrëveshjet e riblerjes dyjavore të Bankës Kombëtare të Serbisë. Struktura e qëndrueshme e pronësisë përbënte një mbrojtje shtesë, duke qenë se 75% e sektorit bankar zotërohej dhe vijon të zotërohet edhe sot nga banka strategjike me origjinë nga BE-ja, të cilat ishin plotësisht të gatshme t'u ofronin filialeve të tyre gjithë mbështetjen e nevojshme në formë kapitali dhe likuiditeti, në rast nevojë. Nuk ka dyshim që banka qendrore u kritikua mjaft për shkak të kufizimeve të saj përpara krizës, duke qenë se mekanizmat e lartë të mbrojtjes nënkuptonin gjithashtu kosto më të larta sistematike.

Ndikimet e menjëhershme të krizës financiare në Serbi ishin:

- Zhvlerësimi i kursit të këmbimit me rreth 20% gjatë tremujorit të fundit të vitit 2008. Duke qenë se publiku serb prirret ta përkthejë “kursin e qëndrueshëm” në “kurs fiks këmbimi”, në ndryshim nga banka qendrore e cila e përkthen atë në një zhvillim të kursit të këmbimit pa luhatje të tepruara ditore në cilindo kah, për një ekonomi të ndjeshme ndaj kursit të këmbimit, kjo ishte një goditje e vërtetë. Në krahasim me vlerësimin prej rreth 12% gjatë periudhës së mesit të vitit 2006 deri në muajin shtator të vitit 2008, kryesisht për shkak të flukseve hyrëse të kapitalit të papërrjetuara më parë, zhvlerësimi i fortë i tremujorit të fundit të vitit 2008 ishte një surprizë e pakëndshme. Pavarësisht kësaj, ndonëse pjesa më e madhe e kredive të individëve është në valutë, cilësia e portofolit të kredisë nuk u përkeqësua ndjeshëm, për shkak të kufijve të vendosur nga banka qendrore lidhur me nivelin e kredive në raport me të ardhurat mujore përpara krizës.
- Tërheqja nga individët e shumës prej 1 miliard eurosh nga sektori bankar brenda një periudhe që shkon nga mesi i muajit tetor deri në fund të muajit nëntor të vitit 2008. Në një masë të madhe, kjo krizë likuiditeti u zgjidh brenda vendit, përmes uljes së nivelit të marrëveshjeve të riblerjes të zotëruara nga bankat tregtare, si dhe përmes reduktimit të dispozitave të bankës qendrore lidhur me masën e rezervës së detyruar. Nga pikëpamja e besimit, plotësimi i nevojave të publikut për likuiditet ishte

mjaft i rëndësishëm, duke qenë se në vend të raporteve të likuiditetit dhe të aftësisë paguese të bankës qendrore, publiku kupton vetëm disponueshmërinë e parasë *cash*.

- Në krahasim me një mesatare tremujore të flukseve hyrëse të kapitalit prej pothuajse 1 miliard eurosh, gjatë tremujorit të fundit të vitit 2008, Serbia shënoi një fluks dalës prej rreth 700 milionë euro. Kriza financiare e ndryshoi tërësisht rrjedhën e fluksit të kapitalit, gjë që e detyroi Serbinë ta shndërronte marrëveshjen paraprake me FMN-në në një marrëveshje disbursimi (2.9 miliardë euro, 560% e kuotës).

Ndikimet e para makroekonomike të krizës nuk u ndjenë vetëm në korrektimin e konsiderueshëm të deficitit të llogarisë korente nga -18.1% të PBB-së në vitin 2008, në -5.7% të PBB-së në vitin 2009, por dhe në rritjen e deficitit buxhetor nga -2.5% në -4.0% të PBB-së, për të njëjtën periudhë. Pas regjistrimit të një rritjeje mesatare të PBB-së prej 5.4% për periudhën 2001-2008, ekonomia u tkurr me -3.1% në vitin 2009. Sot, ne shikojmë se kriza ka arritur fundin, presionet inflacioniste janë duke u ulur falë politikës fiskale kufizuese, si dhe kursi i këmbimit është stabilizuar, ndonëse në një nivel më të lartë, pa nevojën e ndërhyrjeve të mëdha nga ana e bankës qendrore. Pikëpyetja kryesore lidhur me të ardhmen e afërt mbetet mënyra se si do të trajtohet çështja e politikës fiskale. Ndonëse Serbia karakterizohet nga një nivel i ulët i borxhit publik, rreth 30% e PBB-së, gjatë vitit të parë të krizës, ai u rrit me 6%. Pa dyshim që nuk ekziston asnjë plan për balancimin e buxhetit gjatë 4-5 viteve të ardhshme, çka nënkupton se borxhi publik, ndonëse në kushte mjaft të pafavorshme, do të rritet edhe më tej. Shpresojmë që reformat strukturore, që janë pjesë e programit me FMN-në, do të sigurojnë gjithashtu qëndrueshmërinë fiskale të Serbisë në periudhën afatgjatë.

* Radovan Jelašić, Guvernator, Banka Kombëtare e Serbisë.

FJALË DISKUTIMI

*Kemal Kozarić**

Të nderuar kolegë,

Në radhë të parë dëshiroj t'ju shpreh kënaqësinë që ndodhem sot mes jush, duke pasur kështu mundësinë që të ndajmë eksperiencat tona lidhur me efektet e krizës financiare globale në rajonin tonë. Do të ndalem kryesisht në ndikimet e saj në Bosnje-Hercegovinë.

Së pari, dëshiroj të përgëzoj Bankën e Shqipërisë për organizimin e shkëlqyer, prezantimet mjaft interesante dhe panelistët e mirënjohur. Falenderoj punonjësit e Bankës së Shqipërisë për punën e mirë dhe atmosferën e ngrohtë që kanë arritur të krijojnë brenda kësaj sale e në çdo vend që kemi vizituar gjatë këtyre ditëve. Dhe veçanërisht falenderoj kolegun tim, Guvernatorin Ardian Fullani, i cili ka dhënë një kontribut të rëndësishëm për vendosjen e marrëdhënieve miqësore, në nivel personal e profesional, në të gjithë rajonin.

Dëshiroj të them pak fjalë mbi Bosnje-Hercegovinën dhe pyetja e parë është: Si mund t'i bëjë ballë goditjeve që vijnë nga jashtë, një ekonomi e vogël dhe e hapur? Siç e dimë, qeveritë e vendeve të mëdha vënë në dispozicion fonde të konsiderueshme shpëtimi, në mënyrë që të ndihmojnë ekonomitë e tyre dhe të mbrojnë bankat tregtare e sektorin financiar. Krejt ndryshe ndodh me ekonomitë e vogla. Ato nuk zotërojnë instrumente të mjaftueshme për të luftuar

goditjet e ardhura nga jashtë. Bosnje-Hercegovina është një vend me ekonomi të vogël e të hapur. Mund të themi që vendi ynë ishte në krizë ende pa nisur kriza financiare ndërkombëtare, por tani ndodhemi në një situatë vërtet të vështirë. Në këto kushte, qeveria jonë vendosi t'i drejtohej FMN-së. Duke firmosur një marrëveshje të re kreditimi me FMN-në, ne arritëm të sigurojmë fonde të reja, kredi të reja në shumën prej rreth 1.2 miliardë eurosh, të ulim një pjesë të shpenzimeve dhe përgatitëm disa masa për të shmangur deficitin buxhetor. E gjithë kjo përbën një sfidë të madhe për qeverinë tonë por shpresoj që ajo do të jetë e suksesshme në përçapjet e saj.

Për shkak se, siç mund ta dini, ne kemi një sistem të veçantë të politikës monetare të quajtur bord monedhe, instrumentet që ne mund të përdorim janë shumë të kufizuara. Ne ulëm disa herë rezervën e detyruar dhe lehtësuam flukset e kapitalit për investitorët e huaj në mënyrë që bankat tona të mbeteshin likuide. Kështu, arritëm të shmangim çdo problem likuiditeti për bankat. Por, çfarë ndodhi më pas? Bankat tregtare, 90% e të cilave janë banka të huaja, ndryshuan sjellje dhe përgatitën disa kritere ristrukturuese për marrjen e kredive të reja. Për shembull, rritja e kredisë u ul me 4% në qershor të vitit 2009 krahasuar me 28% në vitin 2008. PBB u rrit rreth 6% në vitin 2008, ndërsa për vitin aktual pritet që vlera e PBB-së të arrijë -3%, një nivel i kënaqshëm për ne. Rezervat tona tashmë janë afërsisht 3 miliardë euro dhe gjatë kësaj periudhe nuk kemi pësuar humbje të tjera. Ne jemi shumë të kënaqur edhe me politikën tonë të investimeve. Ky përbën një tregues tepër të rëndësishëm për besueshmërinë tonë, për qytetarët dhe ekonominë tonë.

Inflacioni është në nivele shumë të ulëta, për shkak se monedha jonë e ankorimit është euro dhe ne ndikohemi nga Bashkimi Evropian, sepse i gjithë aktiviteti ynë tregtar zhvillohet me këtë bashkësi.

Gjithashtu, dëshiroj të flas pak mbi atë çka arritëm pas nënshkrimit të marrëveshjes së kreditimit (*Standby Arrangement*), pra mbi Nismën e Vjenës. Ne nënshkruam një marrëveshje me bankat tregtare, përmes së cilës ato detyroheshin të ruanin nivelin e kapitalizimit për vitin 2008. Gjithashtu, u ra dakord që kreditimi të ruhej në të njëjtin nivel. Sipas mendimit tim, ky është një faktor shumë pozitiv, pasi i jep

një mesazh të fortë tregut që, edhe në atë ardhmen, bankat do të punojnë me të njëjtin kapacitet.

Si përfundim, mund të shtoj se kriza na dha disa mësimë të reja të gjithëve ne, por nxori në pah edhe dallime në sjelljen e shteteve më të mëdha, pasi ndërhyrja shtetërore në tregje është kthyer tashmë në një praktikë normale. Por, mbi gjithçka, ne mësuam më shumë mbi ekonominë e lirë, mbi ekonominë liberale. Sjellja e shteteve ndryshoi për t'iu përshtatur situatës së re. Për fat të keq, vendet e vogla nuk kanë në dispozicion të njëjtat instrumente dhe rrjedhimisht, po vuajnë më shumë pasojat e krizës.

Faleminderit!

* Kemal Kozarić, Guvernator, Banka Qendrore e Bosnje - Hercegovinës.

FJALË DISKUTIMI

*Hashim Rexhepi**

Falënderoj Prof. Eijffinger për prezantimin e përzemërt.

Së pari, do të desha t'i shprehja falënderimet e mia Bankës së Shqipërisë, e veçanërisht Guvernatorit Fullani, për organizimin e një konference, kontributi kryesor i të cilës është të sjellë më afër vendet e rajonit tonë. Këtë rrugë duhet të ndjekim edhe në të ardhmen, për mënyrën se si mendojmë dhe si qeverisim, duke bashkëpunuar dhe duke u bashkërenduar për të përballuar problemet e përbashkëta, dhe për të arritur zhvillimin ekonomik të rajonit.

Sigurisht, do të desha të falënderoja Guvernatorin Fullani që bëri pjesë të këtij evenimenti Bankën e Republikës së Kosovës dhe mua personalisht.

Në prezantimin e tij, z. Jazbec trajtoi zhvillimet në ekonominë e Kosovës, e veçanërisht, në sektorin financiar. Ndaj, nuk do të zgjatëm në detaje teknike për të shpjeguar zhvillimet ekonomike në Kosovë.

Përgjithësisht, Kosova përbën një rast disi të veçantë krahasuar me vendet fqinje, për sa i përket efekteve të krizës. Kjo ndodh kryesisht për dy arsye. Së pari, në vitin 2001, ne adoptuam euron si monedhë zyrtare të Kosovës, gjë që solli një sërë avantazhesh, si: stabilitetin e

çmimeve; besimin që gëzon kjo monedhë në ekonomi dhe në sytë e publikut; reduktimin e kostos së transaksioneve; dhe shmangien e tundimit për të zbatuar një politikë monetare dhe kurs këmbimi të lirë.

Tek këta dy faktorë - përdorimi i euros dhe “mosha” relativisht e re e sistemit bankar dhe e ekonomisë në Kosovë dhe zhvillimi i tyre në kushte krejtësisht të reja gjatë këtyre 10 viteve të fundit, mund të gjejmë arsyen se pse sektori financiar i këtij vendi është vetëm pjesërisht i integruar në tregun ndërkombëtar financiar, gjë që kufizon efektet e krizës në sektorin financiar. Gjithashtu, burimet e financimit të bankave në Kosovë janë përgjithësisht të brendshme, e për rrjedhojë ato janë pak të ekspozuara ndaj tregjeve financiare ndërkombëtare, e veçanërisht ndaj aktiveve dhe investimeve toksike.

Nga fillimi dhe mesi i vitit 2008, ne ishim të sigurt për ruajtjen e një zhvillimi të qëndrueshëm të sistemit tonë bankar. Në sistemin tonë financiar nuk priteshin ndikime të rëndësishme të krizës financiare. Megjithatë, për të parandaluar çdo tronditje të befasishme në ekonomi e për të qenë të përgjegjshëm ashtu siç janë bankierët qendrorë, në tremujorin e tretë të këtij viti, në bankën qendrore u ngrit një Komitet për Krizën. Ky komitet ka për detyrë të analizojë zhvillimet e krizës botërore dhe ndikimet e mundshme të saj në sistemin financiar dhe në ekonominë e Kosovës.

Për këtë periudhë, veprimtaria jonë u përqendrua në tre shtylla. Shtylla e parë ishte të tregoheshim më të kujdesshëm në politikën e investimit të aktiveve që administrohen nga banka qendrore. Meqenëse, veprimtaria si agjent fiskal i Qeverisë së Republikës së Kosovës, ne administrojmë fondet e buxhetit të konsoliduar të Kosovës dhe të ndërmarrjeve të tjera publike. Përpjekjet tona qenë të suksesshme dhe u morën të gjitha masat e nevojshme për sa i përket politikës së investimit.

Shtylla e dytë dhe më kryesorja e veprimtarisë sonë ishte të merrnim në konsideratë faktin që ne tashmë po përdorim monedhën euro. Fokusi ynë përqendrohet kryesisht tek stabiliteti financiar, pasi ne nuk hartojmë dhe as zbatojmë një politikë tonën monetare. Për këtë

arsye, shtuam rregullat e mbikëqyrjes së institucioneve financiare, duke zbatuar masa prudenciale dhe duke ndjekur dita-ditës zhvillimet në sistemin financiar nëpërmjet ekipeve tona të mbikëqyrësve në vend dhe analizave të tyre.

Duke pasur parasysh që shumica e institucioneve financiare në vendin tonë janë me pronësi të huaj dhe përbëjnë më shumë se 80% të sektorit bankar, ne u fokusuam veçanërisht në menaxhimin e rrezikut të kundrapalëve dhe të çdo ndikimi që mund të vinte nga institucionet financiare mëma të bankave që operojnë në Kosovë. Në këtë drejtim, ne ia dolëm me sukses të rrisim bashkëpunimin me autoritetet vendase të mbikëqyrjes në rajon. U fokusuam veçanërisht në bashkëpunimin me Bankën e Sllovenisë dhe Autoritetin e Mbikëqyrjes Financiare të këtij vendi, duke marrë parasysh rëndësinë sistematike të grupit NLB në sektorin tonë bankar dhe atë të sigurimeve. Gjatë kësaj periudhe, shkëmbimi i informacionit me autoritetet simotra ka qenë thuajse i përditshëm, duke ngritur kështu një mekanizëm paralajmërues për çdo ndikim të grupeve financiare, bankave mëma apo institucioneve financiare, në sistemin financiar e, rrjedhimisht, në ekonominë e Kosovës në tërësi. E njëjta rrugë u ndoq edhe me vende të tjera si Austria, Shqipëria dhe Turqia.

Megenëse banka më e madhe në vendin tonë, Procredit Bank, nuk mbikëqyret nga Autoriteti Gjerman i Mbikëqyrjes Financiare (BaFin), ne arritëm të ndërtojmë marrëdhënie shumë të mira me ProCredit Group dhe organizuam disa takime me bordin mbikëqyrës të Grupit, për të qenë të sigurt mbi zhvillimet brenda tij dhe rreziqet që mund të binin mbi bankën e tij në Kosovë. Në të njëjtën kohë, u morën masa për kufizimin e ekspozimit të bankave bija ndaj bankave mëma dhe u treguam shumë bashkëpunues me to. Për të mos krijuar tronditje apo probleme në menaxhimin e likuiditeteve, kemi pranuar planet e tyre dhe i kemi koordinuar ato me kërkesat tona.

Shtylla e tretë e veprimtarisë sonë ishte ndërtimi i bashkëpunimit dhe bashkërendimit me institucione të tjera në Kosovë, përmend këtu Qeverinë e Kosovës, Parlamentin e Kosovës, Dhomën e Tregtisë, pa lënë mënjanë publikun. Dikush ka thënë që transparenca dhe marrëdhëniet sa më efektive me institucionet financiare janë çelësi për të patur veprimtari sa më të suksesshme. Për këtë arsye ne takohemi

rregullisht me drejtorët e përgjithshëm të bankave apo kompanive të sigurimeve. Në këtë mënyrë, ne ndërtuam përfaqshen tonë, pa krijuar një ambient që do të mund të gjeneronte kundërshti në institucionet financiare dhe të gjitha këto masa të marra prej bankës qendrore kontribuan në ruajtjen e një sistemi financiar të qëndrueshëm dhe të një performace të mirë të të gjitha institucioneve financiare.

Në rastin tonë, nuk ka pasur tërheqje të konsiderueshme të depozitave. Përdorimi i monedhës euro, administrimi i mirë, menaxhimi i riskut në bankat tregtare dhe një punë e mirë me publikun, ndihmuan në rritjen e besimit të qytetarëve të Kosovës tek sistemi bankar. Për mendimin tim, ky ka qenë çelësi i suksesit në punën tonë lidhur me krizën në sistemin tonë financiar.

Megjithatë, ne ishim të ndërgjegjshëm që, ashtu si në vendet e tjera të Evropës, sektori real në Kosovë do të pësonte rënie. Kjo për shkak se remitancat, investimet e huaja dhe donacionet përbëjnë faktorët kryesorë që nxitin zhvillimin në vendin tonë. Ne kemi realizuar analiza të shëndosha dhe parashikime të sakta. Në parashikimet tona për vitin 2009, pritej që sektori real të haste probleme të vogla, të cilat do të reflektoheshin në ekonominë e Kosovës dhe tani, pas 9 muajsh, vërejmë që eksportet tona, të cilat përbëjnë një pjesë shumë të kufizuar të PBB-së, po bien me 40%. Kjo vjen për shkak se konsumi i përgjithshëm në Evropë ndikon mbi eksportet, por edhe për shkaqe politike.

Kosova ka hasur probleme në implementimin e marrëveshjes CEFTA. Disa nga sektorët privatë kyç po përballen me këto probleme dhe kjo solli si rezultat rënien e eksporteve me 40%.

Remitancat përbëjnë rreth 16-17% të PBB-së në Kosovë, gjë që i bën ato një faktor mjaft të rëndësishëm të konsumit dhe investimeve në ekonominë tonë. Të dhënat zyrtare tregojnë se pas 9 muajsh, niveli i remitancave po bie me 5% apo 6%, por po të marrim parasysh rrugët informale, parashikojmë që në vitin 2009 remitancat do të jenë në një nivel të përafërt me atë të vitit 2008. Investimet e huaja direkte janë në rënie për shkak të mjedisit, por shpenzimet buxhetore mund të jenë një shenjë pozitive që ndihmon në rritjen ekonomike. Për këtë arsye, presim që PBB-ja e Kosovës të

jetë në nivelin 3.8% deri 4%, pra më pak se në vitin 2008 kur PBB-ja ishte 5.4%.

Duke pasur parasysh mjedisin e përgjithshëm, ekonomia e Kosovës është në gjendje të mirë, gjë që ofron parashikime optimiste për vitet 2010- 2011, periudhë në të cilën pritet të hyjmë në një cikël të ri zhvillimi, duke konsideruar faktin që Qeveria e Kosovës ka ndërmarrë projekte të rëndësishme investimi në infrastrukturë dhe në sektorin energjetik. Ne kemi vendosur të promovojmë disa ndërmarrje publike të cilat do të thithin më shumë investime të huaja. Kjo pra ishte situata e përgjithshme, mënyra se si ne u përballëm me efektet e krizës financiare dhe roli i bankës qendrore dhe i Qeverisë.

Faleminderit!

* Hashim Rexhepi, Guvernator, Banka Qendrore e Republikës së Kosovës.

FJALË DISKUTIMI

*Dimitar Bogov**

Në radhë të parë, më lejoni të shpreh vlerësimin tim për mikpritjen e treguar gjatë këtyre ditëve nga Guvernatori Fullani dhe personeli i Bankës së Shqipërisë. Pyetjet që shfaqen përpara nesh përbëjnë vërtet çështjet më të nxehta të ditëve tona.

Si fillim, dëshiroj të përshkruaj me pak fjalë situatën në të cilën gjendej vendi ynë në periudhën e fillimit të krizës. Kështu, vitin e kaluar deficit i llogarisë korente përbënte 14% të PBB-së. Ne kemi tashmë një histori të suksesshme 12-vjeçare të zbatimit të regjimit të fiksuar të kursit të këmbimit dhe ekonomia jonë është karakterizuar nga një shkallë e lartë euroizimi. Rreth 55% e kredisë konsumatore dhe 65% e asaj për biznesin, kanë qenë në euro. Të gjithë këta faktorë që formonin sfondin e ekonomisë sonë, duhet të mbaheshin parasysh në momentin kur u prekëm nga kriza. Efektet e para të krizës u vunë re menjëherë pas rënies së Lehman Brothers, atëherë kur flukset hyrëse u ndërprejnë, kryesisht për shkak të rënies së investimeve direkte, pasi sistemi ynë bankar karakterizohej nga rritja e kredisë mbështetur në burime të brendshme financimi, e jo në burime të huaja. Pra, në mungesë të këtyre prurjeve të kapitalit nga jashtë, ne u gjendëm përballë një rritjeje ende të fortë ekonomike, e cila kërkonte importe të larta që duhet të financoheshin përmes rezervës valutore. Si rrjedhim, në tremujorin e fundit të vitit 2008 ne kishim filluar të humbim një pjesë të rezervës valutore.

Në një situatë si kjo, ndikimet e para u shfaqën në sektorin real. Prodhimi industrial filloi të bjerë; po kështu edhe eksportet. Logjika që ndoqem gjatë kësaj periudhe ishte: rënia e aktivitetit ekonomik do të ndikojë importet dhe gjendja e llogarisë korente mund të përmirësohet në nivelet e periudhës para krizës. Ne ishim gjithashtu të sigurt se sektori ynë financiar ishte mjaft i qëndrueshëm, për një sërë arsyesh në të cilat nuk do të zgjatëm këtu. Vumë re një farë përkeqësimi në gjendjen e likuiditetit. Bankat nuk kishin shfaqur probleme me likuiditetin, megjithëse treguesit e tij në sistemin bankar po përkeqësoheshin me shpejtësi.

Masa e parë që morëm në fund të vitit të kaluar ishte përdorimi për herë të parë i koeficientëve të likuiditetit, të cilëve bankat duhet t'u referoheshin. Atyre iu la në dispozicion një kohë e caktuar, që të rregullonin në mënyrë graduale gjendjen e tyre të likuiditetit. Kjo ishte, në radhë të parë, një masë prudeniale, por u vu re se ajo do të ndikonte disi edhe mbi stabilitetin monetar. Për t'u përshtatur me koeficientët e likuiditetit, bankat duhej të kufizonin disi aktivitetin kredidhënës për shkak të mungesës së burimeve. Kështu, ato duhej të balanconin gjendjen e tyre të likuiditetit dhe të mbyllnin hendeqet e maturitetit me të cilat po përballeshin.

Gjatë tremujorit të parë, nuk vumë re ndonjë pakësim të kërkesës së brendshme, siç pritej. Konsumi dhe investimet në sektorin privat ishin ende tepër solide. Shpenzimet qeveritare ishin edhe më të larta, për shkak të periudhës zgjedhore në muajin mars 2009. Të gjitha këto ndihmuan në uljen e mëtejshme të rezervës valutore. Banka qendrore ka ndërhyrë në mënyrë të vazhdueshme në tregun e këmbimit valutor. Pikërisht për këto arsye, në fillim të muajit prill, ne morëm masa të mëtejshme duke rritur normën bazë të interesit, nga 7% në 9%. Të gjithë faktorët psikologjikë apo spekulativë u zbehën. Që pas muajit prill, filluam të vërejmë përmirësime në gjendjen e llogarisë korente dhe në fillim të muajit maj, u shfaqën ndikimet e para në importe. Kjo do të thotë se pas masave të marra prej nesh, rritja e kredisë u ul në mënyrë të ndjeshme. Në fillim të këtij viti, rritja mujore e kredisë ishte nën 1%, kundrejt 3% deri në 4% në vitin e kaluar. Pra, masat që ndërmorëm, arritën të sjellin ndryshimin e synuar në sistem.

Po gjatë muajit maj, ne morëm një tjetër masë shtesë. Rritëm normën e rezervës së detyruar vetëm për detyrimet në valutë. Përmes kësaj mase, u synua të krijohet një lloj “diskriminimi” për depozitat në valutë, për shkak të procesit të konvertimit të depozitave në dinarë, në depozita në euro dhe rritjes së normave të interesit, të cilat arritën 5-6% për depozitat në euro, në një kohë kur norma Libor në euro ishte rreth 1%.

Të gjitha masat e sipërpërmendura sollën ndryshimet që dëshironim të arrinim, meqenëse aktiviteti ekonomik dhe importet nuk ishin në gjendje të vetërregulloheshin. Përmes masave tona kufizuese, për fat të keq, tkurrëm kërkesën e brendshme dhe më në fund ia dolëm që në muajin qershor të kishim një treg këmbimi valutor të stabilizuar. Ndryshe nga ndërhyrjet e njëpasnjëshme në treg gjatë nëntë muajve paraardhës, këtë herë ndërhyrjet në kahun e kundërt, pra duke blerë valutë në treg. Hymë kështu në një periudhë të qëndrueshme, gjatë të cilës u ruajt stabiliteti monetar dhe makroekonomik. Por njëkohësisht, përmes një politike monetare shtërnguese, ne e shtymë ekonominë drejt tkurjes. Në një situatë të tillë, kur bëhet fjalë për një ekonomi të vogël e të hapur ndaj ndikimeve të jashtme, zgjidhja e vetme për të dalë nga kriza mund të vijë vetëm nga tregjet botërore. Vërejmë sinjale të tilla, si përmirësimi i çmimeve të mallrave, përmirësimi i kërkesës në disa ekonomi kryesore, kështu që ekzistojnë pritjet për krijimin e një situatë më të favorshme. Eksportet do të fillojnë të rriten dhe ndoshta edhe flukset hyrëse të kapitalit do të rikthehen, duke krijuar shanse për ndryshimin e qëndrimit të politikës monetare, nga shtërnguese në lehtësuese.

Për sa i përket diskutimit mbi zgjedhjen mes stabilitetit monetar dhe atij financiar, në kushtet e kursit të fiksuar të këmbimit dhe euroizimit të lartë, zgjedhja është deri diku e qartë. Nëse stabiliteti monetar çekuilibrohet, kjo do të sillte në mënyrë të pashmangshme, destabilizimin e sektorit bankar dhe të atij financiar në përgjithësi. Ky rrjedhim duhet pasur gjithnjë në mendje dhe këto dy aspekte duhet të peshohen mirë gjatë procesit tonë vendimmarrës.

Faleminderit!

* Dimitar Bogov, Zëvendësguvernator, Banka Kombëtare e Republikës së Maqedonisë.

FJALË DISKUTIMI

*Helen Dendrinou-Louri**

Kriza që shpërtheu gjatë vitit 2007 në sistemet bankare dhe financiare ndërkombëtare, e që u përkeqësua ndjeshëm në vjeshtën e vitit 2008, theksoi rëndësinë e rolit të bankave qendrore në stabilitetin financiar dhe identifikoi fushat ku nevojitet një punë më e madhe.

Në nivel makroekonomik, kërkimi për të evidentuar shkaqet e krizës po nxit një debat të shëndoshë mbi përshtatshmërinë dhe aftësinë e bankave qendrore për parandalimin e krizave, nëpërmjet trajtimit të kërcënimeve të ngritura nga “flluska” e çmimit të aktiveve, ndërkohë që vazhdojnë të jenë të përqendruara në synimin e tyre kryesor, në ruajtjen e stabilitetit të çmimeve.

Në nivel makroekonomik, ka pasur shumë propozime në fushën rregullative, të mbikëqyrjes dhe të menaxhimit të rrezikut. Këto propozime marrin në konsideratë, më shumë se në të shkuarën e afërt, nevojën e një koordinimi më të mirë ndërshtetëror mes autoriteteve përgjegjëse për rregullimin financiar dhe mbikëqyrjen në epokën e globalizimit e të bankave të mëdha, me rrjete të përhapura përtej kufijve.

Si përfundim, ndryshime ka pasur edhe në strukturën institucionale të mbikëqyrjes në nivel makro. Në vijim të Raportit të De Larosièrre Group, Komisioni Evropian propozoi në muajin maj të vitit 2009,

krijimin e një Bordi Evropian për Rrezikun Sistemik, i cili do të jetë përgjegjës për mbikëqyrjen në nivel makro.

Sot, në fjalën time të shkurtër, do të doja të përmendja natyrën plotësuese të stabilitetit të çmimeve dhe të stabilitetit financiar. Gjithashtu, dëshiroj të nënvijëzoj edhe rolin që mund të luajnë agregatët monetarë dhe të kreditit, për të siguruar orientimin e politikës monetare të Eurozonës drejt qëllimit të saj të stabilitetit të çmimeve, ndërkohë që ruan stabilitetin financiar. Më pas do të trajtoj përvojën greke të këtyre viteve dhe do të diskutoj mbi masat e zbatuara për kufizimin e pasojave të krizës financiare globale. Në përfundim, do të nxjerr në pah problemet kryesore me të cilat, për mendimin tim, përballet sot ekonomia greke.

STABILITETI I ÇMIMEVE DHE STABILITETI FINANCIAR

Në përgjithësi, mes objektivit të stabilitetit të çmimeve dhe atij të stabilitetit financiar, ka pak vend për kompromis. Çmimet e qëndrueshme kontribuojnë në arritjen e stabilitetit financiar në dy mënyra të rëndësishme për funksionimin efikas të tregut financiar. Ato parandalojnë rishpërndarje të mëdha pasurie mes huadhënësve dhe huamarrësve, gjë që shpesh shoqërohet me rritje të inflacionit, si dhe ndihmojnë në ankorimin e pritjeve inflacioniste. Në të njëjtën kohë, stabiliteti financiar rrit efikasitetin me të cilin operon politika monetare.

Edhe në rastet kur lind nevoja e një kompromisi, ligji i Tinbergen na sugjeron se banka qendrore duhet të ketë në dispozicion më shumë se një instrument – përveç përcaktimit të normës së interesit, mund të duhet të përdoret edhe administrimi i likuiditetit. Në listën e instrumenteve që mund të vihen në përdorim për arritjen e objektivit të stabilitetit financiar, përfshihen rregulloret e mbikëqyrjes në nivel makro dhe mikro. Kështu, bankat qendrore, e sidomos ato që kanë përgjegjësi rregullatore dhe mbikëqyrëse, kanë në dispozicion mjaft “armatime”, të cilat i ndihmojnë për të arritur stabilitetin financiar dhe atë të çmimeve njëkohësisht.

Gjithashtu, vlen të përmendim që modeli me dy shtylla (analiza ekonomike dhe analiza financiare), që qëndron në themel të

vendimmarrjes së politikës monetare të BQE-së, është përshtatur që t'i vijë në ndihmë stabilitetin financiar. Shtylla e dytë, e cila përqendrohet në analizën e agregatëve monetarë dhe të kredisë është e nevojshme jo vetëm për parandalimin e një krize, por edhe për menaxhimin e saj.

REAGIMI I GREQISË NDAJ KRIZËS FINANCIARE NDËRKOMBËTARE

Në përgjigje të krizës financiare ndërkombëtare, qeveria greke ndoqi modelin e përdorur edhe nga vendet e tjera të Eurozonës. Ndërkohë që bankat greke u përballën me presione të pakta dhe nuk ishin të ekspozuara ndaj aktiveve të intoksikuara, e rëndësishme ishte që të ruhej konkurrenca e ndershme dhe t'iu jepeshin shanse të barabarta të gjitha institucioneve financiare që operojnë në Greqi. Njëkohësisht, turrja e tregut ndërbankar dhe primi i lartë i rrezikut i shfaqur në normat e interesit, mund të ndikonin në ofertën e kredisë, duke sjellë pasojë negative të konsiderueshme për rritjen ekonomike.

Për t'iu përgjigjur situatës së krijuar, Banka e Greqisë, si pjesë e Eurosistemit, furnizoi sistemin bankar grek me likuiditet të mjaftueshëm për përballimin e mangësive të tregut ndërbankar të parasë. Përveç kësaj, në marrëveshje me Komisionin Evropian, është vënë në zbatim një skemë ndihmash shtetërore për të kufizuar ndikimet e krizës. Skema përmban dy shtylla dhe arrin shumën prej 28 miliardë eurosh. Shtylla e parë synon forcimin e kapitalit bazë të bankave, ndërsa e dyta normalizimin e likuiditetit.

- Një shumë prej 5 miliardë eurosh në formën e aksioneve të preferuara u vu në dispozicion për forcimin e bazës kapitale të bankave greke, mbi baza vullnetare.
- Shteti ka emetuar obligacione 2, 3 dhe 5-vjeçare, me një vlerë që arrin deri në 8 miliardë euro, dhe i ka vënë në dispozicion të bankave kundrejt interesave dhe kolateralëve.
- Si përfundim, huatë dhe letrat me vlerë që emetohen apo rifinancohen për një periudhë deri në 5 vjet, garantoohen nga shteti. Në këtë mënyrë, janë vënë në dispozicion deri në 15 miliardë euro.

Në praktikë, bankat nisën të përfitonin nga kjo skemë vetëm në mesin e vitit 2009 dhe në shtator të këtij viti ishte shpërndarë vetëm 50% e shumës së përgjithshme të vënë në dispozicion. Kjo ndodhi për shkak se disa nga këto forma perceptoheshin nga bankat si masa me kosto relativisht të lartë.

Ndërsa, me futjen e ekonomisë në recesion, kreditë me probleme në bankat greke kanë ardhur në rritje; këto të fundit kanë vazhduar të mbeten fitimprurëse dhe disa kanë arritur me sukses të ndërhyjnë në tregje për të përfituar fonde apo kapitale. Përveç kësaj, *stress-test*-et e ndërmarra në kuadër të misionit të përvitshëm të FMN-së, sugjerojnë se bankat kanë kapital të mjaftueshëm për t'i bërë ballë goditjeve të ndryshme, serioze e hipotetike ndaj tregut grek. Dihet që stabiliteti i sistemit financiar grek është i rëndësishëm, jo vetëm për ekonominë greke por edhe për të gjithë rajonin, po të kemi parasysh praninë e madhe të bankave greke në vendet e Evropës Juglindore.

SFIDAT NDAJ EKONOMISË GREKE

Së fundi, më lejoni të trajtoj sfidat më të rëndësishme me të cilat po përballlet ekonomia greke. E para dhe më kryesorja është sfida fiskale – nevoja për ta vënë deficitin nën kontroll dhe për të bërë përparime të konsiderueshme në uljen e borxhit publik të vendit. E dyta është formulimi i një strategjie për rritje të qëndrueshme ekonomike, ku “motori” i rritjes të sjellë përmirësim të ofertës në ekonomi.

Përgjigjja greke ndaj krizës financiare ndërkombëtare nuk përfshiu në vetvete ndonjë lehtësi fiskale (kryesisht për shkak të raportit tashmë të lartë të borxhit publik ndaj PBB-së); megjithatë, financat publike janë përqesuar ndjeshëm, pasi të ardhurat janë ndikuar thellë nga ngadalësimi i aktivitetit ekonomik. Pritet që deficitin në vitin 2009 të tejkalojë 6% të PBB-së, ndërsa ka gjasa që raporti i borxhit publik ndaj PBB-së të tejkalojë cakun prej 100%. Konsolidimi fiskal përbën kështu një sfidë madhore.

Njëkohësisht, kërkohet një strategji e re e zhvillimit. Që me hyrjen e vendit tonë në Eurozonë, rritja është udhëhequr kryesisht nga kërkesa e brendshme. Deficiti i lartë e gjithnjë në rritje i llogarisë korente që shoqëroi këtë rritje (rreth 14% e PBB-së në vitin 2008),

dëshmoi për paaftësi nga ana e ofertës për t'iu përgjigjur kërkesës në rritje, e rrjedhimisht, edhe për paqëndrueshmërinë e strategjisë.

Një strategji rritjeje e udhëhequr nga oferta kërkon ndryshime thelbësore strukturore. Nevojiten reforma për rritjen e fleksibilitetit të tregjeve të punës dhe të konkurrencës në tregjet e mallrave, për reduktimin e nivelit të burokracisë e të korrupsionit në sektorin publik, si dhe për përmirësimin e sistemit arsimor e shëndetësor, me qëllim përmbushjen e sfidës themelore të rimëkëmbjes e të rritjes potenciale të ekonomisë greke.

Ju falënderoj për vëmendjen!

* Helen Dendrinou-Louri, Zëvendësguvernatore, Banka e Greqisë.

FJALË DISKUTIMI

*Rumen Simeonov**

Dëshiroj të përgëzoj Bankën e Shqipërisë për këtë organizim dhe mikpritje kaq të mirë dhe sigurisht, dëshiroj të falënderoj Guvernatorin Fullani për rolin e tij aktiv në rajon, i cili ka lehtësuar komunikimin jo vetëm ndërmjet guvernatorëve, por edhe ndërmjet punonjësve të niveleve të ndryshme të bankave tona.

Së pari, dua ta nis diskutimin me një përshkrim të shkurtër të situatës së vendit përpara krizës deri në zhvillimet e fundvitit 2008. Bullgaria ka përjetuar një situatë të favorshme ekonomike gjatë viteve të fundit, për shkak të nivelit të lartë të investimeve të huaja në vend, të cilat kanë lehtësuar rritjen e Prodhimit të Brendshëm Bruto (PBB). Prej disa vitesh, PBB-ja ka qenë 6%. Për sa i përket sektorit bankar, ashtu si edhe në shumë vende të tjera të rajonit, ai është burimi kryesor për financimin e biznesit dhe luan një rol kryesor në ekonominë vendase. Shumë prej bankave janë me pronësi të huaj, përgjithësisht nga grupe bankare të vendeve anëtare të Bashkimit Evropian (BE). Ato zotërojnë 85% të aktiveve të tregut. Në të njëjtën kohë, tregu është shumë i përqendruar dhe shumë konkurrues. Pesë bankat kryesore zotërojnë 50% të totalit të aktiveve.

Si shumë vende të tjera, ne kemi një ekonomi të vogël që mbështetet përgjithësisht në zhvillimet e ekonomive të mëdha evropiane, të cilët janë partnerët tanë kryesorë tregtarë. Në rastet kur ato përjetojnë

vështirësi apo recesion, eksportet tona ulen; po kështu edhe PBB-ja, e për rrjedhojë, edhe ne përjetojmë vështirësi. Kjo situatë ndodhi në fillim të këtij viti. PBB pësoi rënie dhe parashikimi për nivelin e tij në fund të vitit është -4.5 % ose - 5. Eksportet, gjithashtu, pësuan një rënie prej më shumë se 30%, gjë që sigurisht krijon probleme për ekonominë dhe sektorin bankar. Për këtë arsye, gjatë gjysmës së parë të vitit dhe fillimit të vitit tjetër, pritet përkeqësim i mëtejshëm i kushteve të tregut të punës. Norma e pritur e papunësisë është 8.3%. Siç e përmendën edhe folësit e tjerë, ekonomitë e vogla e të hapura veprojnë ndryshe nga ekonomitë e mëdha. Në këtë kuadër, dua të theksoj se për shkak të krizës, disa nga balancat e jashtme janë përmirësuar. Kështu për shembull, për shkak të rënies së importeve, deficitin e llogarisë korente do të vazhdojë të përmirësohet, duke arritur në 10% të PBB-së dhe vitin e ardhshëm pritet që kjo shifër të përmirësohet.

Edhe në drejtim të buxhetit, kemi kaluar vite të mira me tepriçë buxhetore. Sigurisht, gjatë këtij viti Qeveria duhet të shkurtojë shumë shpenzimet qeveritare, por pritet që të paktën buxheti i Qeverisë të jetë i balancuar. Siç e kam thënë tashmë, sektori bankar është i rëndësishëm për ekonominë tonë për shkak të rolit të tij. Deri tani, kemi qenë të kënaqur me treguesit e shëndoshë, sepse gjatë viteve të fundit kemi përjetuar një *boom* të vërtetë në kredidhënie. Rritja e kredisë ka arritur mesatarisht rreth 30 deri në 50% në vit. Për të kufizuar këtë rritje, e cila u nxit kryesisht nga bankat e huaja për shkak të kushteve të favorshme dhe fitimit të madh që ato sigurojnë, ne rritëm kërkesat për nivelin e kapitalit të kërkuar, për nivelin e likuiditetit, nivelin e provigjoneve për dëmet dhe standardet e kontabilitetit. Të gjitha këto masa të ndërmarra gjatë viteve 2007-2008 ndërtuan një amortizator kundër krizës. Sigurisht, çdo amortizator luan një rol të kufizuar dhe çdo gjë varet nga banka. Deri tani, siç e përmenda edhe më lart, ecuria e sistemit bankar ka qenë e mirë. Një nga shqetësimet që vlen të përmendet këtu, sepse ndoshta është një shqetësim i përbashkët, është ajo çka përjetuam gjatë tremujorit të parë të vitit 2009 dhe pikërisht sjellja e bankave më të mëdha me pronësi të huaj, e bazuar në politika të pakoordinuara ndërmjet mbikëqyrësve dhe nëpunësve të Qeverisë. Shumë banka të huaja, të cilat kërkuan mbështetjen e Qeverisë, u pajisën me programe për reduktimin e ekspozimeve të tyre në rajon dhe kjo krijon një lloj lufte për depozitat lokale, gjë që

rrit koston e fondeve. Fatmirësisht, pas kontakteve dypalëshe dhe ndërkombëtare me mbikëqyrësit, ne më në fund gjetëm rrugën e duhur, sipas të cilës është e pamundur të reduktohen ekspozimet në kohë krize. Gjithashtu, nuk është e lehtë të sigurohet kapital shtesë në tregje, ndaj duhen ndjekur politika më të kujdesshme, pasi politika e bankave mëma për të zgjeruar aktivitetin e tyre në këto tregje nuk është e jona. Madje, ne e kemi kufizuar këtë politikë, me qëllim që ato të mbajnë efektet e tyre negative, nëse ka.

Sigurisht, për të përdorur amortizatorët që përmenda më lart, ne tashmë kemi filluar t'i reduktojmë gradualisht kërkesat tona, me qëllim që t'iu ofrojmë bankave më shumë lehtësi. Dihet që rreziku i kredisë dhe i huave të këqija përbën problemin kryesor të ekonomisë tonë dhe të vendeve fqinje. Fatmirësisht, ndërmjetësimi i kreditit dhe depërtimi i shërbimeve financiare nuk janë aq të larta në vendet tona; ndaj, kjo është edhe arsyeja pse nuk ka asnjë lidhje të drejtpërdrejtë dhe të thjeshtë ndërmjet rënies së PBB-së dhe ecurisë së kredisë. Diçka tjetër që dua të shtoj është se ne kemi ndjekur regjimin e bordit të monedhës që nga kriza kombëtare e viteve 1996-1997 dhe mendojmë se bordi i monedhës ka kontribuar në disiplinimin e Qeverisë dhe të bankës qendrore. Edhe popullsia e ka mirëpritur këtë kurs këmbimi fiks. Mendojmë se bordi i monedhës ka bërë një punë të mirë për të shmangur panikun për tërheqjen e depozitave, gjë që u vu re në disa vende ku zhvlerësimi i shpejtë i monedhës u shoqërua edhe me tërheqjen masive të depozitave, pasi siç dihet, njerëzit duan t'i ruajnë kursimet e tyre.

Faleminderit!

* Rumën Simeonov, Zëvendësguvernator, Banka Kombëtare e Bullgarisë.

FJALË DISKUTIMI

*Nikola Fabris**

Zonja dhe zotërinj,

Ndihem vërtet i nderuar që kam mundësinë të flas në këtë konferencë. Siç e dini, Mali i Zi ka një ekonomi të vogël dhe shumë të hapur. Në vitet që paraprindë krizën, Mali i Zi pati një zhvillim shumë të shpejtë dhe vetëm 3 vjet përpara krizës, norma mesatare e rritjes së PBB-së ishte afërsisht 8%. Ashtu siç ndodhi me shtetet e tjera të rajonit që kanë ekonomi të vogla dhe shumë të hapura, ndikimi i krizës u përçua edhe në Malin e Zi dhe ndikoi fuqishëm negativisht në ekonominë e vendit. Ekonomia e Malit të Zi bazohet kryesisht në shumë pak degë industriale dhe është në përgjithësi e orientuar drejt shërbimeve, veçanërisht në fushën e turizmit.

Kriza në fakt goditi ndjeshëm prodhimin industrial. Në 7 muajt e parë të këtij viti, norma negative e rritjes ishte mbi 20% në krahasim me të njëjtën periudhë të vitit të mëparshëm. Industria e metalit ishte ndër më të prekurat nga kriza për shkak të uljes domethënëse të çmimeve bazë të metalit në tregun botëror. Siç e dini, në nivel global, numri i turistëve pësoi një ulje të ndjeshme duke ndikuar negativisht në Malin e Zi, pasi turizmi përbën një nga degët më të rëndësishme. Sigurisht, kur haset ndonjë problem në fushën e turizmit, në mënyrë të pashmangshme do të hasen probleme edhe në degë të tjera të lidhura me të si transporti,

telekomunikacioni, industria e përpunimit të ushqimit, shitja me pakicë etj.

Ndërtimi, që vitin e kaluar përbënte një nga shtysat kryesore të rritjes së ekonomisë, ka hasur gjithashtu shumë vështirësi. Zhvillimi shumë i shpejtë i ndërtimit gjatë vitit të kaluar u bazua në kërkesën shumë të lartë të investitorëve të huaj për pasuri të paluajtshme në Malin e Zi. Si rrjedhojë, niveli i çmimeve të pasurive të paluajtshme në Malin e Zi pësoi një rritje shumë të lartë duke shkaktuar një flluskë. Por kjo flluskë e krijuar shpërtheu për shkak të krizës globale financiare duke sjellë uljen e çmimeve, uljen e ndjeshme të blerësve të huaj si dhe krijimin e shumë problemeve me të cilat u përballën kompanitë e ndërtimit me mbarimin e objektivit të filluar.

Gjithashtu, kompanitë e ndërtimit hasën edhe shumë probleme në shlyerjen e kredive që kishin marrë për zhvillimin e biznesit të tyre. Fatkeqësisht, ne kemi hasur probleme të tilla që në vitet '90. Gjatë asaj periudhe, ne u gjendëm përballë një situatë ku depozitat në valutë të qytetarëve u ngrinë, detyrim i cili vazhdon të krijojë paaftësi paguese vjetore. Shenjat e para të krizës u përjetuan me shumë panik nga disa qytetarë, të cilët filluan të tërhiqnin depozitat e tyre duke shkaktuar një tërheqje masive të parave nga sistemi bankar. Por pas disa muajsh situata u stabilizua dhe kursimet e individëve filluan të rriten. Shumë kompani të sektorit real kanë hasur probleme likuiditeti dhe shumë prej tyre kanë probleme me shlyerjen e kredive në sistemin bankar, duke rezultuar në rritjen e kredive me probleme në sistemin bankar.

Gjithsesi, ne kemi pasur edhe arritje të tjera pozitive siç janë flukset hyrëse të IHD-ve. Mendoj se Mali i Zi do të bëjë pjesë në grupin e atyre pak vendeve që do të arrijnë të rritin flukset hyrëse të IHD-ve, pavarësisht nga kriza. Norma vjetore e inflacionit është relativisht e ulët, duke arritur në 2% në fund të muajit korrik. Si në shumë vende të rajonit, deficiti i llogarisë korente u përmirësua ndjeshëm por fatkeqësisht kemi një rënie të madhe të eksporteve dhe importeve. Pritet që deficiti i llogarisë korente të jetë rreth 15-20% të PBB-së, gjë që tregon një përmirësim të ndjeshëm në krahasim me rreth 30% në vitin e kaluar.

Fakti që Mali i Zi përdor monedhën euro, do të thotë se instrumentet e disponueshme të politikës monetare janë shumë të kufizuara dhe se Banka Qendrore e Malit të Zi nuk mund të luajë rolin e huadhënësit të fundit në radhë, që është mjaft e rëndësishme, veçanërisht në periudhë krize. Reagimi i qeverisë të Malit të Zi ishte relativisht i ngjashëm me reagimet e disa shteteve të tjera të BE-së. Për të ulur taksat e kompanive dhe qytetarëve u miratua një paketë e re masash, ndërsa për të mbrojtur sistemin bankar u miratua një ligj, sipas të cilit Shteti ofron garanci të plotë për të gjitha depozitat. Kjo gjë bëri të mundur që shteti të rikapitalizojë bankën, të ofrojë kredi për bankat në vështirësi dhe kredi ndërbankare.

Banka Qendrore e Malit të Zi nuk ka shumë hapësirë për të përballuar kriza financiare dhe veprimet e saj u përqendruan kryesisht në uljen graduale të normës së rezervës së detyruar. Kështu, gjatë periudhës së krizës, me zbutjen ose ndryshimin e politikës për rezervat e detyrueshme, ne i injektuam sistemit rreth 2.5% të PBB-së. Gjithashtu, filluam të ulim disa nga detyrimet e rezervave tona të përgjithshme, veçanërisht në ato fusha ku jemi më konservatorë në krahasim me standardet ndërkombëtare bankare.

Për sa i përket të ardhmes së ekonomisë të Malit të Zi, ekziston akoma një nivel i lartë pasigurie. Në fakt, Mali i Zi ka premisa për zhvillim të madh afatmesëm, por sigurisht, që ritmi i lartë i rritjes që patëm para krizës nuk mund të arrihet brenda një kohe të shkurtër dhe është e qartë se disa projekte të mëdha mund ta përmirësojnë situatën. Në radhë të parë, kjo ka të bëjë me rikapitalizimin e kompanive elektrike të Malit të Zi dhe shitjen e paketës të aksioneve në minorancë të kësaj kompanie. Gjithashtu, zhvillimi më i madh i turizmit në muajin gusht dhe ndërtimi i autostradës që pritet të fillojë në tremujorin e fundit të këtij viti, do të ndikojnë në përmirësimin gradual të situatës.

Faleminderit!

* Nikola Fabris, Kryespecialist, Banka Qendrore e Malit të Zi.

Botuar nga:
Banka e Shqipërisë
Sheshi “Avni Rustemi”, Nr.24, Tiranë
Tel.: + 355 4 2419301/2/3; + 355 4 2419401/2/3,
Faks: + 355 4 2419408
public@bankofalbania.org

Shtypur në shtypshkronjën “*AdelPrint*”
Shtypur në 1500 kopje.