BANKA E SHQIPËRISË

ROLI I KURSIT TË KËMBIMIT NË SHËNJESTRIMIN E INFLACIONIT, SI VEPROHET?

NËNTOR, 2007

ALTIN TANKU, ILIR VIKA, MARIAN GJERMENI*

PËRMBAJTJA

	Abstrakt	*5*
I.	*Hyrje*	*6*
II.	*Përvoja shqiptare*	*9*
III.	*Përcjellja e kursit të këmbimit në inflacion dhe efekti i amortizimit të goditjeve në ekonominë shqiptare*	*11*
III.1	*Rezultatet e vlerësimit*	*15*
IV.	*Politika e kursit të këmbimit nën regjimin e shënjestrimit të inflacionit*	*16*
IV. 1.	*Rregulli i Taylorit dhe kursi i këmbimit të lekut*	*19*
IV. 2.	*Rezultatet empirike të modelit bazë*	*21*
IV. 3.	*Testimi për mungesë linearitetit dhe asimetri në funksionin e reagimit të Bankës së Shqipërisë*	*22*
V.	*Përfundime*	*24*
	Literatura:	*27*
	Shtojcë	*29*
	Shënime	*32*

ABSTRAKT

Ky material studimi analizon lidhjen ndërmjet kursit të këmbimit dhe inflacionit në Shqipëri. Qëllimi i parë është të shqyrtohet ndikimi i ndryshimeve të kursit të këmbimit në çmimet e konsumatorit vendas dhe së dyti, të hidhet dritë mbi rëndësinë e lëvizjeve të monedhës në drejtimin e politikës monetare. Gjetjet mund të jenë me vlerë për politikëbërësit e bankës qendrore para adoptimit të plotë të regjimit të inflacionit të shënjestruar.

I. HYRJE

Ndërkohë që Shqipëria angazhohet të eksplorojë inflacionin e shënjestruar, si regjimin e ardhshëm të mundshëm të politikës monetare, ne po përpiqemi të kuptojmë në detaje elementet e këtij regjimi, të shqyrtojmë lidhjen dhe të vlerësojmë ndikimin e variblave ekonomikë mbi inflacionin dhe kursin e politikës monetare. Në të njëjtën kohë, është i rëndësishëm të kuptohet implikimi i këtij regjimi në variablat e tjerë të politikës. Ndërmjet këtyre variablave të politikës, kursi i këmbimit është shumë i rëndësishëm, me ndikim të drejtpërdrejtë mbi inflacionin dhe/ose mbi pritjet e inflacionit. Për rrjedhojë, shqyrtimi i lidhjes mes këtyre dy variablave është i nevojshëm për suksesin e këtij regjimi. Autoritetet shqiptare duhet të kuptojnë rolin e kursit të këmbimit në sjelljen e çmimeve dhe në të njëjtën kohë, të hartojnë një politikë të qartë për kursin e këmbimit, për t'u përballur me flukset e monedhave të huaja, pa ndërhyrë në kuadrin e shënjestrimit të inflacionit.

Në këtë kërkim, diskutohen dy çështje kryesore lidhur me politikën e bankës qendrore në shënjestrimin e inflacionit. Së pari, duam të trajtojmë efektin e përcjelljes së kursit të këmbimit në inflacion dhe së dyti, të komentojmë reagimin e politikës monetare ndaj ndryshimeve në kursin e këmbimit. Këto janë dy çështje të rëndësishme, të cilat lidhen me presionet që mund të kenë zhvillimet në tregjet e këmbimit valutor mbi inflacionin dhe pritjet e inflacionit, si dhe mbi mënyrën që zgjedhin autoritetet monetare për t'iu drejtuar këtyre presioneve. Mendojmë se kursi i këmbimit ka qenë një përcaktues i rëndësishëm i zhvillimeve të inflacionit dhe njëkohësisht, një amortizator goditjesh. Rezultatet tona tregojnë gjithashtu, se fuqia e këtij kanali të transmetimit monetar ka rënë gjatë periudhave me inflacion të ulët dhe të qëndrueshëm. Çuditërisht, rezultatet tona tregojnë se politika monetare i është përgjigjur fuqishëm ndryshimeve të kursit të këmbimit. Ky rezultat shkakton paqartësi dhe duhen bërë kërkime të mëtejshme dhe një komunikim intensiv.

Qëndrimi ndaj stabilizimit të inflacionit dhe kursit të këmbimit ka ndryshuar dukshëm, veçanërisht gjatë dekadës së fundit. Në fillim të viteve 90' shumë ekonomistë mendonin se vendet në zhvillim

dhe në tranzicion, duhet të adoptojnë regjime të fiksuara të kursit të këmbimit si një mjet i besueshëm stabilizimi. Frika për regjimin e luhatshëm, siç përshkruhet te Calvo (1999) dhe Calvo dhe Reinhart (2002), jep një argument të fortë në favor të këtyre regjimeve. Gjithsesi, shumë nga historitë e suksesshme të viteve 90'shkuan drejt krizave të monedhës më vonë gjatë dekadës ose në fillim të viteve 2000', duke iu shtuar problemeve të inflacionit dhe duke treguar se një stabilizim i tillë mund të jetë vetëm afatshkurtër. Si rrjedhim, në një numër gjithmonë e më të madh rastesh, ekonomitë janë munduar t'i drejtohen çështjes të stabilizimit duke adoptuar shënjestrimin e inflacionit si zgjidhjen e mbetur (më parë ka qenë modeli i shënjestrimit monetar që u zëvendësua më pas nga shënjestrimi i kursit të këmbimit). Madje, ata e kanë barazuar një regjim të tillë me regjimin e kursit të luhatshëm të këmbimit.

Ky regjim i ri ngre pyetje të rëndësishme të politikës në lidhje me kërkimet mbi kursin e këmbimit. Shënjestrimi i inflacionit, si objektiv final nuk ndryshon shumë nga regjimet e tjera të politikës monetare që kërkojnë stabilizimin e ekonomisë, duke u përqendruar në stabilitetin e çmimeve, pasi të gjitha regjimet e kanë stabilitetin e çmimeve qëllimin final të politikës së tyre. Ndryshimi thelbësor qëndron në zgjedhjen e objektivit të ndërmjetëm, pasi ndryshon nga kursi i këmbimit të lekut tek paraja dhe më vonë tek pritjet e inflacionit, respektivisht në kursin e këmbimit, objektivin monetar dhe shënjestrimin e inflacionit.

Në rastin e fundit, të gjithë variablat kthehen në variabla të rëndësishëm më shumë informues sesa objektiva të ndërmjetëm apo objektiva finalë për t'u arritur. Ndërkohë që inflacioni i pritur vihet në qendër të politikës monetare, banka qendrore heq dorë nga kontrolli mbi paranë, duke qenë se zgjedh normën e interesit si instrumentin operacional të politikës monetare, ndërkohë që shënjestrimi i inflacionit kërkon luhatjen e lirë të kursit të këmbimit (Mishkin dhe Savastano 2001). Në kushte të tilla është e rëndësishme të kuptohet ndikimi i luhatjeve të kursit të këmbimit në pritjet dhe objektivin final të politikës monetare. A ka mundësi që kjo skemë e re të zhvillohet në një spirale të paqëndrueshmërisë së çmimeve dhe nënçmimit të monedhës? Ekonomistët janë munduar t'i përgjigjen këtyre pyetjeve, duke u përqendruar në efektin e përcjelljes të kursit

të këmbimit. Kanë zbuluar se ky kanal i rëndësishëm i transmetimit monetar ka rënë dukshëm me njohjen e regjimit të inflacionit të shënjestruar. Ndërkohë që lidhja midis objektivit final dhe lëvizjeve të kursit të këmbimit mund të jetë zvogëluar, autoritetet nuk mund të neglizhojnë plotësisht zhvillimet e kursit të këmbimit.

Duke marrë parasysh që zgjedhja e objektivit final nuk ndikohet nga luhatjet e kursit nominal të këmbimit, pyetja pasuese logjike është: Sa është niveli i pranueshëm i një mbiçmimi/nënçmimi ose i një luhatjeje në ekonomi?. Nga këndvështrimi i një banke qendrore, efekti i përcjelljes së kursit të këmbimit mund të shfaqet në tre kanale kryesore:

1. efektet e ndryshimeve në kursin nominal të këmbimit mbi ndryshimet në kursin real të këmbimit dhe presionet inflacioniste që mund të zhvillohen;
2. efektet e ndryshimeve në kursin real të këmbimit mbi pozicionin e jashtëm të një vendi;
3. efektet anësore të ndryshimeve të kursit nominal të këmbimit në bilancet dhe në gjithë aktivitetin ekonomik.

Është e qartë se pavarësisht zvogëlimit të efektit të përcjelljes të kursit të këmbimit në inflacion, nënçmimi/mbiçmimi i pandërprerë do të ketë ndikim, nëse jo mbi pritjet e inflacionit, mbi tregues të tjerë të rëndësishëm të ekonomisë si: konkurrenca, stabiliteti financiar afatgjatë me efekte të caktuara në arritjen e qëllimit të politikës monetare, në periudhë afatgjatë. Para së gjithash, edhe nëse zhvillimet e kursit nominal të këmbimit nuk ushtrojnë presion mbi pritjet e inflacionit, ai mund të dobësojë konkurrencën në përgjithësi, duke sjellë efekte në prodhim dhe në flukset e sektorit të jashtëm. Për më tepër në rastin e ekonomive të vogla të hapura, goditjet e kursit të këmbimit, luhatjet ose nënçmimet e menjëhershme mund të rrisin rrezikun e një krize financiare dhe mund të cënojnë qëndrueshmërinë financiare, siç diskutohet nga Mishkin (1996).

Të gjitha bankat qendrore përballen me të njëjtat çështje kur përpiqen t'i përgjigjen pyetjeve të mëposhtme: Pse ndërhyjmë për të mbrojtur ekonominë nga luhatjet sezonale dhe goditjet

spekulative? Çfarë duhet të bëjë një vend kur mbiçmimi real çon në uljen e konkurrencës? Si reagohet në këtë rast ndaj flukseve hyrëse të kapitalit? Nëse ndërhyrja është një mundësi, a duhet të jetë e sterilizuar? Cilat janë efektet e një sterilizimi të tillë? Me pak fjalë, a duhet që luhatjet e kursit të këmbimit të përbëjnë shqetësim për politikën monetare dhe si duhet të trajtohen ato pa ndërhyrë në shënjestrimin e inflacionit?

Edwards (2007) e organizon një diskutim të tillë në tre çështje kryesore të politikës lidhur me shënjestrimin e inflacionit dhe regjimin e kursit të këmbimit. Ai studion efektin e përcjelljes së ndryshimit të kursit të këmbimit në ndryshimet e çmimeve vendase; ndikimin e shënjestrimit të inflacionit në luhatjen e kursit të këmbimit dhe së fundi, rolin e kursit të këmbimit në rregullat e politikës së një banke qendrore që shënjestron inflacionin. Kërkime empirike në dy çështjet e para tregojnë se hyrja e regjimit të shënjestrimit të inflacionit, e zvogëlon efektin e përcjelljes së ndryshimit të kursit të këmbimit. Në të njëjtën kohë, shumë autorë mendojnë se pavarësisht adoptimit të shënjestrimit të inflacionit, politika monetare në shumë banka qendrore i përgjigjet edhe ndryshimeve të kursit të këmbimit. Ne synojmë të ndjekim Edwards (2008) dhe metodën e tij për të diskutuar çështjen e parë dhe të fundit, të mësipërme për rastin e Shqipërisë. Luhatja e kursit të këmbimit nuk përbën një çështje të rëndësishme kërkimi në këtë moment, pasi monedha shqiptare, leku është forcuar vazhdimisht dhe luhatjet sezonale janë zvogëluar.

Në pjesën e dytë, jepet një diskutim i shkurtër rreth politikës monetare dhe zhvillimeve të kursit të këmbimit në Shqipëri; në pjesën e tretë, flitet për efektin e përcjelljes së ndryshimit të kursit të këmbimit; në pjesën e katërt, diskutohet për rolin e kursit të këmbimit në skemën e re të politikës monetare dhe pjesa e pestë, përfundon me përmbledhje dhe përfundime.

II. PËRVOJA SHQIPTARE

Shqipëria ndërmori një regjim të kursit të këmbimit të luhatshëm, si zgjidhjen më të mirë dhe mekanizmin automatik për

të përmirësuar deficitin tregtar të lartë dhe në rritje dhe deficitin e llogarisë korente në nivelet e hershme të tranzicionit; dhe për t'u përshtatur me flukset e kapitalit. Kjo zgjidhje kushtëzohej edhe nga mungesa e rezervave ndërkombëtare. Në të njëjtën kohë, ky regjim mundësoi një politikë monetare të pavarur, e cila u mbështet në objektiva monetarë sasiorë dhe në instrumente direkte të kontrollit monetar. Në këtë rol, lëvizjet e saj kanë qenë një parashikues i mirë i zhvillimeve të inflacionit të pritur. Politika e ndërhyrjes ishte projektuar e tillë, që të mbronte tregun e këmbimit valutor nga goditjet spekulative dhe/ose nga luhatje të papritura afatshkurtra të kursit të këmbimit, për shkak të zhvillimeve të veçanta sezonale lidhur me flukset e remitancave; të arrinte nivelin e përshtatshëm me rezerva ndërkombëtare; dhe të ndërhynte, në rast se kursi i këmbimit nuk mbështetej nga treguesit bazikë ekonomikë. Këta rregulla, shprehën qartë se Banka e Shqipërisë nuk do të ndërhyjë në tregun e këmbimit valutor për të mbrojtur ndonjë kurs këmbimi në ekuilibër ose për të ndryshuar rrjedhën e tij. Gjithsesi, pavarësisht politikës së qartë të kursit të këmbimit, skema operacionale u mbështet më tepër në gjykime sesa në rregulla. Koha, madhësia dhe drejtimi i ndërhyrjes pasqyronin qëndrimin e Bankës së Shqipërisë për zhvillimet e kursit të këmbimit[2]. Duhet përmendur se asnjë nga këto ndërhyrje në treg nuk u përdorën për arsye themelore.

Shpesh gjatë kësaj periudhe zhvlerësimet ndikojnë në inflacion dhe pritjet e inflacionit ndikojnë në zhvlerësim të mëtejshëm. Tanku (2006) mendon se ka një efekt zëvendësimi të fortë dhe kërkesa për para ndikohet shumë nga ndryshimi i kursit të këmbimit. Argumenti për një sjellje të tillë vjen nga frika se një nënçmim drastik mund të ndikojë në inflacionin e pritur dhe anasjelltas. Kjo frikë vjen sepse Shqipëria është një vend i hapur, me ekonomi të vogël, që importon një pjesë të mirë të konsumit të saj nga bota, gjë që e bën ekonominë shqiptare shumë të ndjeshme ndaj luhatjeve në tregun ndërkombëtar të mallrave dhe të kursit të këmbimit. Për më tepër, tregjet financiare shqiptare janë nën zhvillim dhe të cekta, me mundësi shumë të kufizuara investimi. Këto kushte i bëjnë monedhat e huaja një investim të mirë për t'u mbrojtur nga luhatjet vendase të çmimeve dhe të prodhimit, që është një fenomen tipik i vendeve në zhvillim, siç shpjegojnë Bahmani dhe Tanku (2007). Në fakt, zhvillimet e kursit të këmbimit pasqyronin karakteristikat politike,

sociale dhe pritjet e shoqërisë shqiptare. Në një rol të tillë lëvizjet e tij kanë qenë një parashikues i mirë i zhvillimeve të inflacionit të pritur. Ky përfundim është arritur nga autorë të ndryshëm që kanë studiuar mekanizmat e transmetimit të Shqipërisë[3]. Për këtë arsye, Raportet Vjetore të Bankës së Shqipërisë dhe Deklaratat e Politikës Monetare raportojnë ndërhyrje të vogla afatshkurtra në tregun e këmbimit valutor, të cilat janë përdorur për të kthyer besimin në ekonomi dhe për të stabilizuar pritjet në këtë mjedis. Kjo skemë, rezultoi e suksesshme për stabilizimin e inflacionit dhe mbështeti rritjen e qëndrueshme gjatë dekadës së parë të tranzicionit.

Për të njëjtat arsye, regjimi i kursit të luhatshëm të këmbimit shërben më së miri edhe sot. Gjithsesi, pas zhvlerësimeve të mprehta të vitit 1998 dhe paraqitjes së politikës së re monetare në vitin 2000, që u mbështet në instrumentet indirekte për të arritur një objektiv inflacioni të shpallur paraprakisht, lidhja midis inflacionit dhe kursit të këmbimit po vjen duke u venitur. Që në fillim të vitit 2000, kursi i këmbimit është mbiçmuar vazhdimisht kundrejt një inflacioni pozitiv relativisht të ulët. Dobësimi i kanalit të kursit të këmbimit studiohet nga Petters (2005) dhe Istrefi dhe Semi (2007). Për Bankën e Shqipërisë është e rëndësishme të kuptohet nëse këto zhvillime po pasqyrojnë pritje të veçanta për skenarët e pritur, dhe/ose një model sjelljeje të rastit, dhe si kanë ndikuar zhvillimet e fundit në efektin e përcjelljes së ndryshimit të kursit të këmbimit tek inflacioni. E rëndësishme këtu, është të kuptohet implikimi që mund të shkaktojnë zhvillimet e kursit të këmbimit në ecurinë e çmimeve të ekonomisë tonë.

III. PËRCJELLJA E KURSIT TË KËMBIMIT NË INFLACION DHE EFEKTI I AMORTIZIMIT TË GODITJEVE NË EKONOMINË SHQIPTARE

Në këtë pjesë trajtohet efekti i përçimit të ndryshimit të kursit të këmbimit në çmimet vendase dhe roli i tij si amortizator goditjesh. Kjo bëhet një çështje e rëndësishme për politikën monetare, veçanërisht për një bankë qendrore që shënjestron inflacionin, pasi në rastin e një efekti të fortë përcjellës, ndryshimet e kursit të

këmbimit do të ushtrojnë presion mbi çmimet vendase dhe mund të nevojitet ndërhyrja e autoriteteve që të pakësohen pasoja të tilla inflacioniste, të shkaktuara nga ndryshimi i kursit të këmbimit. Madje një efekt i fortë përçimi i kursit të këmbimit mund të kërkojë edhe një program stabilizimi të kursit të këmbimit, më shumë sesa regjimin e shënjestrimit të inflacionit.

Sjellim modele nga historitë e kohëve të fundit të vendeve që shënjestrojnë inflacionin; kërkimet e fundit tregojnë se efekti i përcjelljes së kursit të këmbimit ulet dukshëm pas adoptimit të kësaj politike. Campa dhe Coldberg (2002) në studimin për vendet e OECD dhe Gagnon dhe Ihring (2004), arrijnë në përfundimin se kanali i kursit të këmbimit është i lidhur me ndryshimet në politikën monetare dhe adoptimin e shënjestrimit të inflacionit. Argumenti i përgjithshëm pas këtij përfundimi është se shënjestrimi i inflacionit siguron një pikë mbështetjeje të mirë për pritjet dhe zvogëlon inflacionin dhe paqëndrueshmërinë e tij, duke thyer gjatë këtij procesi lidhjen me kursin e këmbimit, që mendohej të ishte e fortë në periudhën para shënjestrimit të inflacionit, për arsyet e përshkruara më sipër. Kjo rrit besueshmërinë e regjimit dhe krijon pritje të mbështetura më mirë, në një proces të vazhdueshëm, i cili në çdo hap të përsëritur ndihmon në zvogëlimin e efektit të përcjelljes, si diskutohet nga Taylor (2000).

Shumë autorë i kanë trajtuar këto çështje duke u përqendruar në efektin e përcjelljes në të dhënat agregate të inflacionit të bazuar te IÇK. Gjithsesi, kjo metodë nuk merr parasysh faktin se mekanizmi i kursit të këmbimit ka një efekt balancimi, i cili nëpërmjet rregullimeve të kursit real të këmbimit duhet t'i drejtohet të paktën disa presioneve inflacioniste, duke rregulluar mënyrën e të shpenzuarit dhe nëpërmjet efekteve të zëvendësimit që mund të ndodhin në ekonominë reale kur disa mallra të tregtueshëm bëhen më të shtrenjtë, për shkak të zhvlerësimit të monedhës vendase apo për shkak të çmimeve më të larta nga jashtë. Edwards (2007) argumenton se reduktimi i efektit përcjellës të kursit të këmbimit në çmimet e mallrave të tregtueshëm kundrejt çmimeve të mallrave të patregtueshëm nuk është ndonjë zhvillim inkurajues, pasi ai mund të ndërpresë zëvendësimin dhe mund të çojë në rritjen e çmimeve të mallrave të patregtueshëm. Për rrjedhojë, pakësimi i efektit

përcjellës të kursit të këmbimit përbën një zhvillim pozitiv kur ai nuk e pengon kursin e këmbimit që të luajë rolin e tij si amortizator goditjesh. Kur luhet ky rol, ndryshimet në kursin e këmbimit nuk do të ushtrojnë presion në çmimet e mallrave të patregtueshëm dhe në pritjet e inflacionit, të pasqyruara në bisedimet e kontratave të punës. Si përfundim … "zhvlerësimi i kursit nominal të këmbimit duhet të gjenerojë rritje të kursit real të këmbimit, i cili në vetvete gjeneron efektin e ndryshimit të shpenzimeve", Edwards (2006)[4].

Në frymën e këtij diskutimi, ne fillimisht do të shqyrtojmë efektin e përcjelljes në inflacionin bazë dhe pastaj do të përpiqemi të vlerësojmë ndikimin e tij në mallrat e tregtueshëm dhe të patregtueshëm të marrë veças, dhe do ta përdorim këtë informacion për të kaluar te efekti i kurseve të këmbimit, si një amortizator goditjesh. Për të vlerësuar reagimin e çmimeve vendase ndaj lëvizjeve të kursit të këmbimit ne ndjekim Edwards (2007) dhe përdorim një model të thjeshtë ekonometrik, në mënyrë të tillë që të mund të kuptojmë efektet afatshkurtra dhe afatgjata:

$$\Delta \ln p_t = a + b \cdot \Delta \ln p_{t-1} + c \cdot \Delta \ln p^*_{t-l} + d \cdot \Delta \ln neer_{t-l} + \\ + e \cdot DOBJ * \Delta \ln p_{t-1} + f \cdot DOBJ * \Delta \ln neer_{t-l} + u_t \qquad (1)$$

ku:

Δ - shpreh ndryshimin në variablat;

t - është tremujori aktual

l - *tregon numrin e vonesave* në kohë (u provuan deri në katër vonesa);

p - është çmimi i konsumit në vend / çmimet e mallrave të tregtueshëm/çmimet e mallrave të patregtueshëm[5];

p^* - përfaqëson çmimet e jashtme të IÇK[6];

neer - është kursi nominal efektiv i këmbimit[7] të lekut kundrejt monedhave të pesë partnerëve kryesorë tregtarë;

DOBJ - është një variabël cilësor, që merr vlerën 1, gjatë periudhës që Banka e Shqipërisë vendos objektivin e saj për mbajtjen e normave të inflacionit brenda intervalit 2 deri në 4 për qind, dhe në kushte të tjera zero;

u - është termi gabim.

Teorikisht të gjithë variablat shpjegues pritet të kenë një lidhje pozitive me çmimet vendase. Parametri -b në fillim të inflacionit të kaluar është menduar të masë ndonjë rregullim të pjesshëm të inflacionit vendas ndaj variablave shpjegues. Efektet e drejtpërdrejta të përcjelljes së çmimeve të huaja dhe të kursit të këmbimit ndaj inflacionit, jepen përkatësisht me parametrat c dhe d.

Një rritje e çmimeve të konsumatorit jashtë vendit ose një nënçmim i lekut duhet të çojë në rritjen e inflacionit vendas. Sa më shumë të mbështetet ekonomia në mallra dhe shërbime të importuar të ndërmjetme apo të përfunduara, aq më të ndjeshme do të jenë çmimet vendase ndaj lëvizjeve të kursit të këmbimit dhe ndaj monedhës së vendeve të prodhimit.

Parametri -d në ekuacionin 1 tregon elasticitetin afatshkurtër të çmimeve vendase në lidhje me kursin nominal efektiv të këmbimit të lekut. Përcjellja afatgjatë në modelin tonë empirik, mund të jepet me raportin d përmbi paretin b, minus 1 [d/(1-b)].

Analiza e ndjeshmërisë së çmimeve është zgjeruar, duke përfshirë dy terma bashkëveprues në fund të specifikimeve të modelit. Shumëzimi i inflacionit të kaluar dhe i kursit të këmbimit me variablën *dummy* DOBJ na jep mundësinë të shohim, nëse angazhimi i bankës qendrore për të mbajtur inflacionin ndërmjet intervalit 2 deri në 4 për qind ka reduktuar inercinë e inflacionit; dhe së dyti, nëse ka ulur shkallën e përcjelljes së kursit të këmbimit gjatë kësaj periudhe. Në këtë rast, efektet afatgjata të periudhës pas angazhimit llogariten me (d+f)/(1-b-e).

Modeli është llogaritur për periudhën 1995 T1 - 2007 T2, duke përdorur metodën e thjeshtë të katrorëve më të vegjël. Testet e rrënjës së njësisë treguan se seritë në nivele nuk ishin të qëndrueshme. Për të mënjanuar problemin e një regresioni të gabuar, të gjithë variablat në nivele log u transformuan në diferencat e para për të arritur qëndrueshmërinë. Një maksimum prej katër pjesësh, u përdor në fillim për çdo variabël në një modelim ekonomik, dhe më vonë koeficientët statistikisht të parëndësishëm u hoqën ngadalë, derisa u krijua modeli më i përshtatshëm. Gjithashtu, u shtua një variabël *dummy,* për të marrë parasysh ndërprerjen strukturore të serive gjatë krizës financiare të vitit1997.

III.1 REZULTATET E VLERËSIMIT

Objektivi kryesor i punimit është të vlerësojë lidhjen ndërmjet ndryshimeve të kursit të këmbimit dhe zhvillimeve në çmimet vendase. Kështu, tabela 1 paraqet koeficientët e përcjelljes të kursit të këmbimit afatgjatë dhe afatshkurtër. Më pas, për të analizuar më tej rolin e kursit të këmbimit si një amortizator goditjesh, përgjigjja e çmimit total të konsumit krahasohet me efektet e inflacionit në nënkategorinë e të mirave të tregtueshme dhe të patregtueshme. Së fundi, rezultatet tregojnë nëse ka ndryshuar efekti afatshkurtër dhe afatgjatë i përcjelljes, pasi objektivat e Bankës së Shqipërisë u bënë më të përqendruar në inflacion, në fund të vitit 2001.

Tabelë 1: Efekti afatshkurtër dhe afatgjatë i përcjelljes së ndryshimit të kursit të këmbimit, 1995 t1:2007 t3.

	Efekti i përcjelljes afatshkurtër		Efekti i përcjelljes afatgjatë	
	Para-OBJ	Pas-OBJ	Para-OBJ	Pas-OBJ
Totali i çmimeve të IÇK	0.3376	-0.1995	0.5310	-0.2133
Çmimet e mallrave të tregtueshëm	0.3561	0.0053	0.6614	0.0062
Çmimet e mallrave të patregtueshëm	0.1859	-0.1544	0.2072	-0.1601

Shënim: Koeficientët janë bazuar në rezultatet e tabelës A1, në Shtojca.

Siç shihet, lëvizjet e kursit të këmbimit kishin një ndikim të moderuar mbi të gjitha indekset e çmimeve gjatë periudhës para objektivit. Reagimi i çmimeve vendase ishte ndërmjet një të tretës dhe gjysmës së madhësisë së ndryshimit në përqindje, të kursit të këmbimit. Gjithashtu, forca e këtij ndikimi duket se ka fituar ritëm në periudhën afatgjatë më tepër se në atë afatshkurtër. Kjo është veçanërisht e vërtetë në rastin e të mirave të tregtueshme dhe në çmimet totale të konsumit, koeficientët afatgjatë të të cilëve janë rreth dy herë më të mëdhenj se ata afatshkurtër. Krahasimi i koeficientëve të të mirave të tregtueshme dhe të patregtueshme mbështet hipotezën se kursi i këmbimit ka vepruar si amortizator goditjesh.

Nga ana tjetër, rezultatet tregojnë një rënie të dukshme në efektin e përcjelljes pasi Banka e Shqipërisë u bë më e kujdesshme

ndaj normave modeste të inflacionit. Nga 2001 deri në mes të vitit 2007, rritja vjetore e çmimeve të konsumit ka qenë rreth 3 për qind. Në të njëjtën kohë, kursi i këmbimit është stabilizuar dhe mbiçmuar gradualisht me 14 për qind kundrejt një shporte me monedha të huaja, duke shkaktuar kështu një rënie të dukshme në koeficientin e efektit të përcjelljes. Ndërkohë që çmimet e të mirave të tregtueshme duket se reagojnë pak ndaj ndryshimeve të kursit të këmbimit, çmimet e konsumit dhe të të mirave të patregtueshme tregojnë një reagim të pakuptimtë në periudhën afatgjatë dhe afatshkurtër. Rënia e madhe dhe ndryshimi në shenjën e parametrave të efektit të përcjelljes sugjerojnë se në vitet e fundit tregu vendas mund të jetë karakterizuar nga " vlerësimi i monedhës vendase", ku luhatje të vogla në vlerën e lekut nuk janë shoqëruar me ndryshime në çmime.

Llogaritjet në tabelën A1 tregojnë një inerci të konsiderueshme të inflacionit gjatë periudhës së çmimeve të larta (si tregohet nga koeficienti log P_{-1}). Më tepër se një e treta e inflacionit të mëparshëm vazhdon në rritjen korente të çmimeve të konsumit dhe të të mirave të tregtueshme (0.36 dhe 0.46 përkatësisht). Në rastin e të mirave të patregueshme, vazhdimi i çmimit është shumë më i vogël dhe në rënie. Megjithatë, parametrat e termit interaktiv (DOBJ*log P_{-1}) thuajse mbulojnë inercinë e inflacionit, duke evidentuar një minimizim të dukshëm të vazhdimit të inflacionit gjatë periudhës pas objektivit. Rezultatet sugjerojnë se efekti i përcjelljes dhe vazhdimi i inflacionit kanë rënë, pas futjes së objektivit të ri të politikës në fund të vitit 2000.

IV. POLITIKA E KURSIT TË KËMBIMIT NËN REGJIMIN E SHËNJESTRIMIT TË INFLACIONIT

Çështja e kursit të këmbimit dhe efekti i përcjelljes të tij tek inflacioni krijojnë implikime të politikës, të cilat shtrihen përtej inflacionit. Bankat qendrore që shënjestrojnë inflacionin, drejtojnë vëmendjen e tyre vetëm në inflacionin e pritur dhe e përdorin politikën monetare për t'i drejtuar këto pritje drejt një niveli të dëshiruar, brenda një periudhe kohore të paracaktuar. Qëllimi final është mbajtja nën kontroll e çmimeve. Sipas kësaj skeme,

rregullat e politikës monetare kërkojnë që bankat qendrore të rregullojnë normën e politikës së tyre, me qëllim arritjen e objektivit të inflacionit. Kjo arrihet duke përfshirë të gjithë informacionin e disponueshëm për bankën qendrore. Kjo do të thotë se pavarësisht përfshirjes së informacionit në marrjen e vendimeve në lidhje me zhvillimet në variablat e tjerë, përfshirë edhe kursin e këmbimit, politika monetare nuk merr parasysh efektet e politikës së zgjedhur për këta variabla.

Megjithatë, në literaturën teorike, politika optimale është përshkruar si një politikë që minimizon funksionin e humbjeve të bankës qendrore. Ky funksion është një kombinim i ponderuar i hendekut të prodhimit dhe i devijimit të inflacionit nga niveli i dëshiruar (objektivi i tij në rastin e shënjestrimit të inflacionit) me një peshë më të madhe në komponentin e inflacionit, veçanërisht në rastin e shënjestrimit të inflacionit[8]. Kursi i këmbimit ka potencial të ndikojë në të dy komponentët e këtij funksioni[9].

Le të japim një shembull që përshtatet mirë me zhvillimet aktuale dhe të mundshme në ekonominë shqiptare: supozohet se për shkak të një ndryshimi relativisht të madh në diferencialin e normave të interesit, një ekonomi e vogël dhe e hapur po përjeton një mbiçmim të pandërprerë të monedhës së saj. Në të njëjtën kohë shihet se pritjet e inflacionit janë rritur përtej objektivit të inflacionit. Në këto rrethana autoritetet vendosin të rrisin normën bazë për të korrigjuar pritjet. Rritja e normës bazë rezulton e suksesshme në lidhje me inflacionin, por në të njëjtën kohë rrit më tej ndryshimin e normës së interesit, duke inkurajuar flukse të tjera hyrëse të valutës dhe një mbiçmim të mëtejshëm. Një mbiçmim/nënçmim i tillë si te diskutimi i Mishkin (2001), mund të ndikojë jo vetëm në hendekun e prodhimit apo në devijimin e inflacionit, por edhe në bilancet e sektorit privat, dhe mund të rrezikojë stabilitetin financiar të ekonomisë. Për rrjedhojë, banka qendrore duhet t'i kushtojë vëmendje lëvizjeve të kursit të këmbimit, por deri në çfarë mase? A duhet që kjo vëmendje të jetë aq e madhe sa të përfshijë kursin e këmbimit në rregullin e Taylorit? Me fjalë të tjera, a duhet që banka qendrore t'i përgjigjet ndryshimeve në kursin e këmbimit? Nëse po, kursit nominal apo atij real?

Pyetja bëhet më e ndërlikuar kur ndërhyrjet në kursin e këmbimit përcaktohen edhe si mjete të politikës, për arritjen e objektivave të tjerë sekondarë të politikës monetare, si: rritja e rezervave ndërkombëtare, lehtësimi i luhatjeve afatshkurtra që krijohen për shkak të karakteristikave të një ekonomie të vogël, të hapur dhe rregullimi i kursit të këmbimit kur ai i largohet rregullave bazë. Si mund të përballen këto politika me shënjestrimin e inflacionit?

Ball (1999) i merr në konsideratë këto probleme dhe e përfshin kursin e këmbimit si variabël shpjegues në ekuacionet e ofertës dhe kërkesës së agreguar, ku kursi i këmbimit shprehet si funksion i normës së interesit dhe si gabim me probabilitet rastësor. Implikimi i një novacioni të tillë në ekuacionin e ofertës dhe kërkesës së agreguar është se edhe rregulli i Taylorit për caktimin e një politike optimale do të modifikohet, duke marrë parasysh drejtpërdrejt kursin e këmbimit në përcaktimin e instrumenteve të politikës monetare. Në këtë aspekt rregulli i ri nuk kundërshton shënjestrimin e inflacionit, por thjesht përcakton se politika monetare merr parasysh edhe luhatjet e kursit real të këmbimit, sikurse edhe ndikimin e ndërhyrjeve të kursit të këmbimit mbi normën e interesit. Ashtu si Ball, Svensson (2000) gjithashtu argumenton, se përfshirja e kursit të këmbimit në rregullin e Taylorit ka shumë mundësi të prodhojë rezultate makroekonomike më të qëndrueshme. Të dy autorët propozojnë vlera optimale për koeficientët e kursit të këmbimit, që mund të ndryshojnë gjithsesi, për shkak të karakteristikave specifike të modelit dhe ndryshimeve në parametra; për këtë arsye, rregulla të tillë nuk janë shumë të qëndrueshëm nga ana praktike.

Autorë të tjerë si Mishkin dhe Schmidt-Hebbel (2001), Taylor (2001) dhe Mishkin e Savastano (2001) argumentojnë se në një model të përcaktuar siç duhet, efektet e kursit të këmbimit përfshihen indirekt në rregullat e politikës (përfshirë edhe funksionin e humbjeve), nëpërmjet efekteve të tij mbi hendekun e prodhimit dhe inflacionin. Kështu, duke iu përgjigjur ndryshimeve në kursin e këmbimit mund të shtohet paqëndrueshmëria në politikën monetare dhe të rrezikohet ecuria e saj. Në përgjithësi kjo çështje mbetet e pazgjidhur, pasi çështja e kursit të këmbimit nuk trajtohet e plotë në literaturën e shënjestrimit të inflacionit. Pjesa më e madhe e literaturës përqendrohet në modelet monetare të

ekonomive të mbyllura dhe nuk bëhet një analizë krahasuese e efekteve të mirëqenies apo të zhvillimeve makroekonomike, kur kursi i këmbimit përfshihet në rregullat e politikës monetare[10].

Kështu, përgjigjja më e mirë e mundshme për këtë diskutim mund të gjendet në kërkimet empirike, për shkak të faktorëve specifikë të vendit. Mohanty dhe Klau (2005) kanë bërë kërkime në 13 vende me ekonomi në tranzicion dhe në zhvillim, mbi hipotezën se kursi i këmbimit i përket funksionit të reagimit monetar. Rezultatet e tyre tregojnë se koeficientët e kursit të këmbimit janë mjaft domethënës në 11 nga 13 vendet, duke treguar se bankat qendrore të këtyre vendeve marrin parasysh kursin e këmbimit në hartimin dhe zbatimin e politikës monetare. Cili është qëndrimi i politikës monetare në lidhje me zhvillimet e kursit të këmbimit në Shqipëri? Për t'iu përgjigjur kësaj pyetjeje do të përdorim rregullin e Taylorit për një ekonomi të hapur me të dhënat e Shqipërisë.

IV.1. RREGULLI I TAYLORIT DHE KURSI I KËMBIMIT TË LEKUT

Në këtë pjesë, do të shohim nëse kursi i këmbimit ka ndikuar në marrjen e vendimeve të Bankës së Shqipërisë për politikën monetare. Për të llogaritur funksionin e reagimit të politikës së normës së interesit në një ekonomi të hapur, shumë autorë[11] kanë përdorur rregullin e Taylorit, i cili përfshin efektet e lëvizjeve të kurseve të këmbimit në lidhje me inflacionin dhe hendekun e prodhimit. Në analizën tonë, ne kemi përdorur një formë specifikimi paksa të ndryshuar, të versionit të Mohanty dhe Klau (2004) mbi rregullin e Taylorit. Ndryshimi qëndron në përdorimin e kursit efektiv nominal të këmbimit në vend të atij real, me argumentin se politika e këmbimit valutor e Bankës së Shqipërisë synon të zbutë sulmet spekulative dhe luhatjet e papritura mbi kursin nominal të këmbimit valutor. Kështu, ne llogarisim këtë ekuacion:

$$i_t = a + b \cdot i_{t-1} + c \cdot \pi_t + d \cdot y_t + e \cdot \Delta \log neer_t + f \cdot \Delta \log neer_{t-1} + u_t \quad (2)$$

ku:

i_t - është norma e politikës së Bankës së Shqipërisë në tremujorin t;

π - përfaqëson normën vjetore të inflacionit të IÇK;

y - është hendeku i prodhimit; *neer* - është kursi efektiv nominal i këmbimit të lekut (një rritje tregon për zhvlerësim të vlerës së lekut);

Δlog - është operatori i ndryshimit të parë të variablave në algoritmet e thjeshta;

a - është një konstante,

b, *c*, *d*, *e* dhe *f* - janë koeficientët e pjerrësisë që duhen llogaritur;

u - është termi i gabimit.

Parametrat a, b dhe d pritet të jenë pozitivë dhe më të mëdhenj se zero. Që politika monetare të mos jetë akomoduese duhet që lidhja afatgjatë ndërmjet inflacionit dhe normës së interesit të jetë më e madhe se 1 [d.m.th., c / (1-b) > 1]. Koeficienti -*e* pritet të jetë pozitiv gjithashtu, duke treguar se banka qendrore duhet të shtrëngojë politikën e saj monetare në përgjigje të zhvlerësimit të lekut. Gjithsesi, përfshirja e vonuar e ndryshimeve në kursin e këmbimit si një variabël shpjegues lejon efekte më dinamike sesa thjesht reagimin ndaj luhatjeve korente të lekut. Kursi i këmbimit shumë shpesh lëviz duke u rikthyer në nivele mesatare[12]; kështu që parametri -*f* nuk nevojitet të jetë pozitiv. Nëse është negativ, por më i vogël në vlerë absolute se -*e*, ai do të balancojë disi reagimin e normës së interesit në periudhën e ardhshme.

Nga ana tjetër, roli i kursit të këmbimit në rregullin e Taylorit do të ishte i pakonsiderueshëm, nëse shuma e koeficientëve -*f* dhe -*e* është e barabartë me zero ose lehtësisht ndryshe nga zero. Në këtë rast, do t'i ngjante një politike monetare të një vendi me ekonomi të mbyllur, ku zhvillimet e kursit të këmbimit shpërfillen (Taylor, 2001).

Modeli është vlerësuar duke përdorur metodën e shumës së katrorëve më të vegjël[13] për periudhën 1997 T1:2006 T4. Për të kontrolluar tiparet e fuqisë në ekuacionin (2), është përdorur një ekuacion tjetër, duke zëvendësuar inflacionin vjetor dhe ndryshimet e kursit të këmbimit në (2), me devijimet nga tendenca e tyre e zakonshme. Për arsye lehtësie, që këtu e tutje do t'i referohemi ekuacionit (2) si model bazë, ndërsa alternativës së tij si model i hendekut (*gap model*).

IV.2. REZULTATET EMPIRIKE TË MODELIT BAZË

Hendeku i prodhimit matet si përqindje e devijimit të PBB-së reale nga trendi potencial i tij, ku ky i fundit përcaktohet duke përdorur filtrin Hodrick-Prescott. Norma e marrëveshjeve të riblerjes është përdorur si një tregues i normës bazë të interesit të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë. Gjithsesi, duke qenë se të dhënat për këtë instrument fillojnë në mes të vitit 2000, seritë janë ekstrapoluar para asaj periudhe me normat e depozitave tremujore, të cilat kanë një korrelacion prej rreth 90 për qind me normën e marrëveshjeve të riblerjes. Kursi efektiv i këmbimit të lekut është llogaritur si shportë e monedhave të ponderuara sipas peshave të tyre përkatëse në tregun e pesë partnerëve më të mëdhenj tregtarë.

Zbulimet empirike të modelit bazë jepen në tabelën A2. R^2 i lartë tregon se rregulli i Taylorit për një ekonomi të hapur, shpjegon mjaft mirë sjelljen për vendosjen e normës së interesit nga Banka e Shqipërisë. Të gjithë koeficientët janë statistikisht të rëndësishëm dhe kanë shenjën e pritur.

Duket se Banka e Shqipërisë ka qenë e kujdesshme dhe e ngadaltë në rregullimin e normës bazë të interesit në ekonomi gjatë periudhës në shqyrtim. Koeficienti i vonesës në kohë i normës së marrëveshjeve të riblerjes është rreth 0.8, duke treguar lëvizje të lehta në treguesit e politikës monetare. Ky këndvështrim gjen mbështetje në koeficientët e inflacionit afatshkurtër dhe afatgjatë, si tregohet në tabelën 2. Reagimi i dobët i normave të marrëveshjeve të riblerjes ndaj inflacionit, tregon për një politikë monetare të përshtatshme në drejtim të presioneve të çmimeve, veçanërisht gjatë periudhës me normë inflacioni të lartë në vitet 1990.

Tabelë 2: Reagimi afatshkurtër dhe afatgjatë i modelit bazë, 1997t1:2006t4.

	Inflacioni	Hendeku i prodhimit	NEER
Afatshkurtër	0.0994	0.1519	0.3673
Afatgjatë	0.4942	0.7555	1.8272

Shënim:Koeficientët janë bazuar në rezultatet e tabelës A2 tek Shtojca.

Stabilizimi i qëndrueshëm i treguesve makroekonomikë në Shqipëri pas krizës financiare të vitit 1997, duket se e ka zvogëluar nevojën për masa rigoroze të politikës monetare, në përgjigje të goditjeve të kërkesës. Përmirësimi gradual i deficitit buxhetor, që reflektohet në raportin zbritës ndaj PBB-së nominale, bën thirrje për një rol më pak aktiv të bankës qendrore. Rrjedhimisht, madhësia e ndryshimit të normës bazë të interesit të politikës monetare ka qenë më e vogël se devijimet nga prodhimi potencial.

Rezultatet tregojnë për një lidhje të fortë afatgjatë midis normave bazë të interesit dhe zhvillimeve të kursit të këmbimit. Një shtim prej 2 pikë përqindjeje në nënçmimin (mbiçmimin) e kursit të këmbimit të lekut, ka shtyrë Bankën e Shqipërisë të rrisë (ulë) normën e interesit me 73 pb dhe 3.65 pikë përqindjeje, respektivisht në periudhë afatshkurtër dhe afatgjatë. Koeficientët janë statisikisht domethënës dhe pozitivë si për ndryshimet në periudhën e tanishme ashtu edhe në atë të mëparshme, duke treguar një shkallë të lartë të vazhdimit të goditjeve të kursit të këmbimit dhe duke e rritur kështu reagimin e normës së politikës të bankës qendrore.

Për të vërtetuar nëse rezultatet e mësipërme qëndrojnë apo jo, modeli bazë u ripërcaktua duke zëvendësuar normën e inflacionit dhe ndryshimet në kursin e këmbimit me devijimet e tyre nga tendenca përkatëse HP[14]. Llogaritjet e reja përforcojnë rezultatet e mëparshme në lidhje me shenjën e pritur dhe madhësinë e parametrave (tabela A3 në shtojcë). Ndryshimet aktuale dhe të zgjatura të kursit të këmbimit vazhdojnë të ruajnë ndikimin e tyre në vendimmarrjen e politikës monetare. Kjo tregon se zhvillimet në vlerën e lekut janë shumë të rëndësishme dhe vërehen me kujdes nga vendimmarrësit, si dhe hedh poshtë idenë e përjashtimit të tij nga rregulli i politikës monetare.

IV.3. TESTIMI PËR MUNGESË LINEARITETI DHE ASIMETRI NË FUNKSIONIN E REAGIMIT TË BANKËS SË SHQIPËRISË

Ekuacioni (2) mat reagimin linear të veprimeve të politikës monetare ndaj inflacionit, goditjet e kërkesës dhe luhatjet e kursit të këmbimit. Kjo nënkupton se Banka e Shqipërisë do t'i trajtojë

goditjet ekonomike në mënyrë të ngjashme, pavarësisht madhësisë dhe zhvillimeve aktuale. Për këtë arsye, është e rëndësishme të kontrollohet nëse politika monetare vendase ka ndjekur një reagim jolinear ndaj devijimeve pozitive kundrejt atyre negative nga trendi, si dhe një përgjigje asimetrike ndaj ndryshimeve më të mëdha kundrejt atyre më të vogla.

Në këtë pikë ne jemi të interesuar të testojmë për mungesë lineariteti në reagimin e bankës qendrore, vetëm në lidhje me inflacionin dhe kursin e këmbimit. Së pari, ekuacioni (2) është rivlerësuar duke përfshirë dy variabla *dummy* të koeficientit të pjerrësisë, për të parë nëse vendimmarrësit marrim masa të ngjashme për devijimin e inflacionit dhe të kursit të këmbimit nga trendi i tyre. Variablat *dummy* marrin vlerën 1 për ndryshime negative dhe në rastin e kundërt marrin 0. Gjithashtu, për të testuar reagimet e ndryshme ndaj goditjeve më të mëdha kundrejt atyre më të vogla, ekuacionit (2) i shtohen dy variabla që përbëhen nga devijimet në katror të inflacionit dhe ndryshimet në kursin e këmbimit. Në secilin rast përgjigjja e përgjithshme ndaj inflacionit vjetor dhe lëvizjeve të kursit të këmbimit gjendet duke mbledhur *dummy*-n e koeficientit të pjerrësisë ose koeficentët e devijimit në katror, me parametrat e tyre përkatës.

Në mënyrë hipotetike, koeficentët negativë dhe domethënës sugjerojnë një reagim më të dobët të normës së interesit ndaj një rënieje në inflacion dhe një mbiçmimi të kursit të këmbimit nën vlerat e trendit. Ky interpretim, vlen edhe për madhësinë e devijimeve. Gjithsesi, sa më afër të jenë këta koeficentë me zeron, aq më të vendosur janë vendimmarrësit, si ndaj devijimeve anësore ashtu edhe ndaj madhësisë së këtyre goditjeve.

Rezultatet e llogaritura janë treguar në tabelat A4 dhe A5 tek shtojca. Duket se Banka e Shqipërisë reagon në mënyrë të ngjashme ndaj vlerave të inflacionit nën ose sipër trendit. Koeficienti *dummy* i pjerrësisë në lidhje me inflacionin është statistikisht mjaft i parëndësishëm; kështu që një përgjigje zero për shkak të shenjës nuk mund të refuzohet. Nga ana tjetër, reagimi ndaj ndryshimeve të kursit të këmbimit është reduktuar dukshëm gjatë periudhave të mbiçmimit kundrejt periudhave të nënçmimit. Gjithsej, reagimi

i normës së interesit ulet me rreth 37 pb në vetëm 8.8 pb (tabela A4).

Në lidhje me madhësinë e goditjes, përsëri politikëbërësit i kushtojnë vëmendje normës së inflacionit, pa bërë dallim ndërmjet devijimeve të mëdha dhe të vogla. Parametri përkatës është i dobët dhe statistikisht i parëndësishëm. Gjithsesi, ndryshimet më të mëdha të kursit të këmbimit duket se rrisin reagimin e politikës monetare.

V. PËRFUNDIME

Banka Qendrore e Shqipërisë është zotuar të përdorë burimet e saj në studimin e alternativave potenciale të regjimit të politikës monetare. Një pjesë e rëndësishme e këtij kërkimi është përqendruar në studimin e kursit të këmbimit dhe modeleve të tij të fuqishme të transmetimit monetar. Banka e Shqipërisë është më shumë e interesuar në efektet e kursit të këmbimit mbi inflacionin dhe stabilitetin financiar. Tendencat aktuale ekonomike që lidhin shënjestrimin e inflacionit si regjim stabilizues me një kurs këmbimi lirisht të luhatshëm, kanë ringjallur diskutimet për regjimin e duhur të kursit të këmbimit. Në të njëjtën kohë kjo skemë e re e politikës ngre pyetje sfiduese për autoritetet monetare. Futja e tipareve të shënjestrimit të inflacionit në politikën monetare të Bankës së Shqipërisë, ka çuar në një inflacion të qëndrueshëm dhe të ulët, dhe ka përkuar me një periudhë të gjatë të mbiçmimit gradual dhe të vazhdueshëm të monedhës vendase. Përveç rezultateve të dëshirueshme monetare, këto zhvillime ngrenë çështje të rëndësishme për politikën, të cilat kanë të bëjnë me rolin e kursit të këmbimit në këtë politikë të re monetare, objektivat e saj, efektet e mundshme destabilizuese të zhvillimeve të kursit të këmbimit dhe reagimin e politikës ndaj këtyre zhvillimeve.

Në këtë studim jemi munduar të trajtojmë të dy problemet: efektin e përcjelljes së zhvillimeve të kursit të këmbimit në çmimet vendase dhe rolin e kursit të këmbimit në hartimin dhe drejtimin e politikës monetare, nëpërmjet një analize të pastër empirike të të dhënave të disponueshme.

Në përgjithësi, gjejmë se ekziston një efekt i konsiderueshëm i përcjelljes së ndryshimit të kursit të këmbimit. Ky efekt është më i fortë në çmimet e të mirave të tregtueshme, duke e lejuar kursin e këmbimit të veprojë si amortizator goditjeje. Gjithsesi fuqia e efektit të përcjelljes varet nga periudha e zgjedhur për shqyrtim. Rezultatet tona tregojnë se efekti i përcjelljes së kursit të këmbimit tek çmimet vendase dobësohet dukshëm gjatë periudhave me një inflacion të ulët dhe të qëndrueshëm. Efekti i përcjelljes zhduket praktikisht në momentin kur Banka e Shqipërisë vendos objektivin e normës së inflacionit midis intervalit 2 dhe 4 për qind. Gjithsesi, ai ende tregon për të paktën disa efekte zëvendësimi, ndërkohë që efekti i përcjelljes të kursit të këmbimit tek të mirat e patregtueshme, zhduket.

Këto rezultate përputhen me gjetjet e kërkimeve të ngjashme të bëra në vende të tjera, që kanë përjetuar të njëjtat ndryshime. Gjithsesi, duhet treguar kujdes në interpretime të tilla që janë të vlefshme për periudha me inflacion të ulët dhe të qëndrueshëm. Këto rezultate mund të mos vazhdojnë të qëndrojnë në periudha inflacioni të lartë dhe kurs këmbimi shumë të luhatshëm.

Shqyrtimi i rregullit të Taylorit për një ekonomi të hapur tregon se politika monetare është shumë e ndjeshme ndaj ndryshimeve të goditjeve të kursit të këmbimit, ndoshta më tepër se ndaj ndryshimeve të inflacionit.

Ky rezultat erdhi i papritur, pasi kuadri operacional i politikës është ndërtuar i tillë që të mos i përgjigjet goditjeve në kursin e këmbimit. Ky rezultat do të kishte kuptim në rastin kur zhvillimet e kursit të këmbimit do të ishin parashikuese të mira të inflacionit apo të pritjeve të inflacionit. Gjithsesi, rezultatet tona të mëparshme tregojnë se nuk është kështu. Në këtë drejtim, e kemi të vështirë të bashkërendojmë rezultatet tona dhe besojmë se duhen bërë kërkime të mëtejshme deri sa të gjendet një shpjegim i arsyeshëm. Testet tona tregojnë se autoritetet nuk bëjnë dallim midis devijimeve të inflacionit sipër apo nën nivelin e objektivit, por kanë një tendencë ndërhyrjeje në momente nënçmimi. Kjo tendencë mund të shpjegohet me politikën e ndërhyrjes të Bankës së Shqipërisë, e cila kërkon ndërhyrje në treg kur goditje të përkohshme ndikojnë

ofertën ose kërkesën në tregun e këmbimit valutor (me qëllim uljen e luhatjeve). Natyra e goditjeve, që shkaktohen thuajse gjithmonë për shkak të flukseve të mëdha hyrëse në monedhë të huaj në formën e remitancave, mund të japë një shpjegim të arsyeshëm për këtë rezultat.

Implikimi më i rëndësishëm i rezultatit tonë lidhet me rrezikun që shfaqja e kursit të këmbimit në rregullin e Taylorit mund të ngatërrojë publikun rreth objektivit të vërtetë të politikës monetare dhe mund të dëmtojë besueshmërinë e bankës qendrore. Madje, në prani të përqendrimit të lartë sezonal dhe të ngadaltë në tregjet e këmbimeve valutore dhe të një rregulli ndërhyrjeje, i cili kërkon ndërhyrje në treg që nuk janë të lidhura më objektivin final të qëndrueshmërisë së çmimeve, ne do të dëshironim ta trajtonim këtë çështje siç duhet, duke iu referuar Mishkin dhe Savastano (2001, faqe 439), që sugjeron se nëse një bankë qendrore duhet të ndërhyjë në tregun e këmbimit valutor për ndonjë arsye, është e rëndësishme që të njoftojë publikisht për natyrën e ndërhyrjes dhe të tregojë se një ndërhyrje e tillë nuk synohet apo nuk lidhet në asnjë rast me arritjen e objektivit të inflacionit.

LITERATURA:

Ball, Laurence (1999), "Policy Rules for Open Economies," in *Monetary Policy Rules* edition by John B. Talor, University of Chicago Press, 1999, pp 127-44.

Bahmani Oskooee, M., Tanku A., 2006, "Black Market Exchange Rate, Currency Substitution and Denabd for Money in LDCs.", *Economic Systems,* 2006, Vol. 30. pp.249-263

Calvo, G.A. 1999, "Fixed versus Flexible Exchange Rates: Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch." University of Maryland.

Calvo, G.A., and C. Reinhart, 2002, "Fear of Floating." Quarterly Journal of Economics Vol 117, No.2.

Campa, J.M. and L.S. Goldberg, 2002, "Exchange Rate Pass-through Import Prices: A Macro or a Micro Phenomenon?" NBER Working Paper 8934, Cambridge, Mass.

Edwards, Sebastian (2006), "The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited", NBER Working Paper 12163, April 2006.

Gagnon, J.E. and J. Ihrig, 2004, "Monetary Policy and Exchange Rate Pass-through." *International Journal of Finance and Economics, Vol 9, No.4*

Istrefi, Klodiana and Valentina Semi, 2007, "Exchange rate passthrough in Albania," Bank of Albania, forthcoming Discussion Paper.

Mishkin F.S., 1996, "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", Annual World Bank Conference on Development Economics, eds, Michael Bruno and Boris Pleskovic, World Bank, 1996.

Mishkin F.S., and Savastano M.A., 2001, "Monetary Policy Strategies for Latin America." *Journal of Development Economics*, Vol. 66.

Mishkin, F.S., and K. Schmidt-Hebbel, 2001, "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What We Need to Know?" NBER Working Paper 8397. Cambridge, Mass.

Mohanty, M S and Marc Klau (2004), "Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence," BIS Working Papers, No 149, March 2004.

Muço, Marta & Peter Sanfey & Anita Taçi, 2004, "Inflation, Exchange Rates and the Role of Monetary Policy in Albania", European Bank for Reconstruction and Development, wp. 88, August '04.

Peeters, M., (2005), "What about monetary transmission in Albania? Is the exchange rate pass-through (still) the main channel?", paper presented at the fifth conference of the Bank of Albania "Central banking in the time of integration", March 24-25, 2005, Durrës.

Svensson, Lars (2000), "Open-Economy Inflation Targeting," NBER Working Paper No. 6545, June 2000.

Tanku, Altin (2006), "Demand for Money in a Transition Economy: The Case of Albania," Bank of Albania, forthcoming Discussion Paper, September 2006.

Taylor, John B. (2000), "Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies," mimeo, Stanford University, Revised Version, December, 2000.

Taylor, J.B. (2000), Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms." *European Economic Review, Vol. 44, No. 7.*

Taylor, John B. (2001), "The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules," *American Economic Review Paper and Proceedings*, 91, pp 263-67.

SHTOJCË

Tabelë A1: Efekti i përcjelljes së kursit të këmbimit tek çmimet vendase, 1995t1:2007t2.

	IÇK	Çmimet e mallrave të tregtueshëm	Çmimet e mallrave të patregtueshëm
dlog P_{-1}	0.3643 *(0.0001)*	0.4615 *(0.0000)*	0.1028 *(0.0005)*
dlog P^*	0.8402[#)] *(0.0014)*	0.6708 *(0.0500)*	0.0618 *(0.0009)*
dlog NEER	0.3376 *(0.0000)*	0.3561 *(0.0000)*	0.1859 *(0.6171)*
DOBJ*dlog NEER	-0.5371 *(0.0000)*	-0.3508 *(0.0359)*	-0.3403 *(0.0079)*
DOBJ*dlog P_{-1}	-0.2998 *(0.0364)*	-0.3176 *(0.0044)*	-0.0675 *(0.6788)*
Adj. R^2	0.8673	0.8553	0.5371
LM testi (Ki-kuadrat (4))	0.2063	0.0733	0.4037

Shënim: p-vlera në parentezë; p është niveli i çmimeve vendase; p^* është indeksi i çmimeve të huaja; neer është kursi efektiv i këmbimit të lekut; DOBJ është një variabël dummy që merr vlerën 1 gjatë periudhës që objektivi i inflacionit është përcaktuar në intervalin 2-4 për qind dhe në rastin e kundërt zero; dlog tregon për një ndryshim në variablat.

[#)] Koeficienti është për vonesën kohore 3.

Tabelë A2. Modeli bazë i rregullit të Taylorit1997T1:2006T4.

Variabli	Koeficienti	Gabimi stand.	Statistika e studentit	Prob.
C	1.3384	0.3435	3.8960	0.0004
$REPO_{-1}$	0.7990	0.0546	14.6413	0.0000
Inflacioni	0.0994	0.0356	2.7878	0.0086
Hendeku i prodhimit	0.1519	0.0520	2.9182	0.0062
dlog NEER	0.1158	0.0373	3.0970	0.0039
dlog $NEER_{-1}$	0.2515	0.0286	8.8008	0.0000
Adj. R^2	0.9841	Prob(Kriteri i Fisherit)		0.0000
S.E. e regresionit	0.8344	Testi LM (Ki-kuadrat) (2))		0.0669

Tabelë A3: Reagimi i normës së marrëveshjes së riblerjes ndaj devijimit të trendit të inflacionit, prodhimit dhe kursit të këmbimit 1997T1:2006T4.

Variabli	Koeficienti	Gabimi Std.	Statistika e studentit	Prob.
C	0.5736	0.3338	1.7183	0.0948
$REPO_{-1}$	0.9125	0.0317	28.8318	0.0000
INFLDEV	0.0710	0.0314	2.2648	0.0300
GAP	0.1755	0.0608	2.8853	0.0067
dlogNEERDEV	0.1657	0.0356	4.6547	0.0000
$dlogNEERDEV_{-1}$	0.2621	0.0310	8.4544	0.0000
Adj. R^2	0.9812	Kriteri i Fisherit		407.7027
S.E. e regresionit	0.9065	Prob. (Kriteri i Fisherit)		0.0000

Tabelë A4: Reagimi i normës së marrëveshjes së riblerjes ndaj goditjeve pozitive kundrejt atyre negative të inflacionit dhe të kursit të këmbimit Modeli (i përshtatur): 1997T1 2006T4.

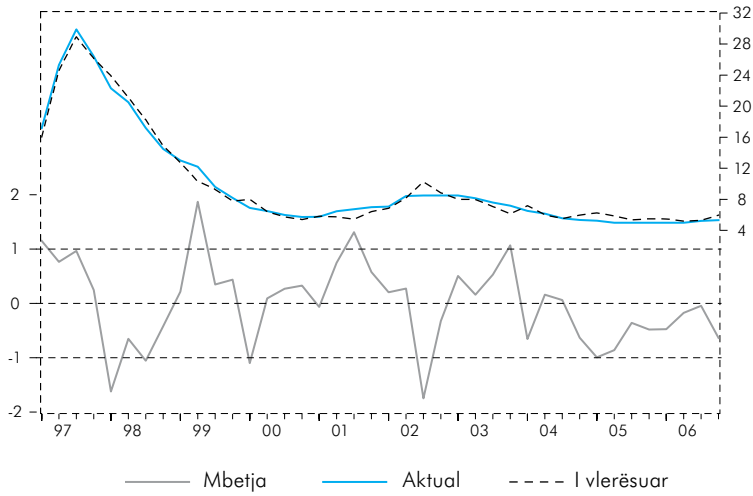
Variabli	Koeficienti	Gabimi Std.	Statistika e studentit	Prob.
C	1.0642	0.2469	4.3095	0.0002
$REPO_{-1}$	0.7821	0.0408	19.1273	0.0000
INFL	0.0569	0.0282	2.0136	0.0528
GAP	0.0211	0.0444	0.4755	0.6377
dlog NEER	0.3062	0.0418	7.3098	0.0000
dlog $NEER_{-1}$	0.1488	0.0347	4.2866	0.0002
INFL*D1	-0.0199	0.0561	-0.3554	0.7246
dlogNEER*D2	-0.4869	0.0799	-6.0869	0.0000
$dlogNEER_{-1}$*D2	0.1195	0.0449	2.6616	0.0122
Adj. R^2	0.992047		Kriteri i Fisherit	609.1203
S.E. e regresionit	0.589321		Prob. (Kriteri i Fisherit)	0.000000

Tabelë A5: Reagimi i normës së marrëveshjes së riblerjes ndaj goditjeve më të mëdha kundrejt atyre më të vogla Modeli (i përshtatur): 1997T1 2006T4.

Variabli	Koeficienti	Gabimi Std.	Statistika e studentit	Prob.
C	1.1933	0.2006	5.9479	0.0000
$REPO_{-1}$	0.7735	0.0307	25.189	0.0000
INFL	0.0481	0.0251	1.9156	0.0647

GAP	-0.0302	0.0377	-0.8023	0.4285
dlog NEER	-0.0044	0.0338	-0.1310	0.8966
dlog $NEER_{-1}$	0.0829	0.0276	2.9943	0.0054
INFLDEV^2	-0.0017	0.0013	-1.2790	0.2104
dlogNEERDEV^2	0.0162	0.0024	6.5564	0.0000
dlog$NEERDEV_{-1}$^2	0.0134	0.0024	5.5996	0.0000
Adj. R^2	0.9950	Kriteri i Fisherit		981.8886
S.E. e regresionit	0.4647	Prob. (Kriteri i Fisherit)		0.0000

Grafik A1. Grafiku aktual, i vlerësuar dhe i mbetjeve të modelit bazë.



SHËNIME

[1] Altin Tanku, Drejtor, Departamenti i Kërkimeve; Ilir Vika, Departamenti i Kërkimeve; Marian Gjermeni, Drejtor, Departamenti i Operacioneve Monetare.
Mendimet e shprehura në këtë kumtesë janë të autorëve dhe jo domosdoshmërisht të Bankës së Shqipërisë.
[2] Banka e Shqipërisë ka ndërhyrë shpesh në treg për të blerë valutë dy herë në vit gjatë periudhës qershor-gusht dhe gjatë muajit dhjetor për të zbutur luhatshmërinë e kursit të këmbimit në përgjigje të flukseve të mëdha hyrëse të remitancave.
[3] Shihni Muco et al 2004 dhe Peeters 2005.
[4] Ju lutem shihni Edwards (2006) për një shpjegim të hollësishëm lidhur me këtë çështje.
[5] Seria e çmimeve të tregtueshëm dhe të patregtueshëm u siguruan nga Çeliku (2003).
[6] Llogaritjet e autorit. Indeksi i çmimeve të jashtme përbëhet nga çmimet e konsumatorit nga Kina, Gjermania, Greqia, Italia dhe Turqia (bazuar te pesha e importit); seritë janë marrë nga Ecowin.
[7] NEER është i ponderuar në treg; kurset e këmbimit shprehen në monedhën vendase, lekun, për njësi të monedhave të huaja; për rrjedhojë një rritje e indeksit të NEER shpreh një zhvlerësim të lekut.
[8] Argumenti që shpjegon pse hendeku i prodhimit i përket funksionit të humbjes së një banke qendrore që shënjestron inflacionin është dhënë nga Mashkin dhe Savastano (2001, faqe 431), i cili arriti në përfundimin se "caktimi i një objektivi për inflacionin në nivelin 2 apo 3 % më shumë se 0% tregon njëkohësisht se autoritetet i kushtojnë rëndësi rritjes ekonomike".
[9] Edwards (2007) paraqet një diskutim të shkurtër por cilësor lidhur me çështjen e përfshirë në përshkrimin e punës teorike mbi temën e bazuar në rregullin Taylor dhe në funksionin e humbjes së bankës qendrore. Shihni punimin për një këqyrje përzgjedhëse të literaturës.
[10] Edwards 2007 paraqet një pasqyrë përmbledhëse të literaturës lidhur me këtë çështje.
[11] Shihni për shembull Ball (1999), Svensson (2000), Taylor (2001), Mohanty dhe Klaw (2004).
[12] Siç kanë ilustruar Mohanty dhe Klau (2004), goditjet e kursit të këmbimit që nuk shkaktohen nga politika monetare dhe/ose fiskale konsiderohen sit ë përkohshme; si rezultat kemi rikthimin në vlera mesatare.
[13] Mohanty dhe Klau 2005 përdorin edhe OLS.

[14] *Në një përpjekje tjetër, hendeku i inflacionit u provua duke matur divergjencën e inflacionit nga norma vjetore e objektivit, në vend të devijimit nga tendenca HP. Rezultati ishte mjaft i ngjashëm dhe nuk ndryshoi interpretimin e përgjithshëm. Në fund u vendos të mbahej hendeku i inflacionit sepse ai tregoi një rëndësi statistikore më të mirë.*

CIP Katalogimi në botim BK Tiranë

Tanku Altin, Vika Ilir, Gjermeni Marian
Roli i kursit të këmbimit në shënjestrimin e inflacionit,
Si veprohet? / Altin Tanku, Ilir Vika, Marian
Gjermeni - Tiranë: Banka e Shqipërisë, 2009

-36 f; me il.; 15.3 x 23 cm.

Bibliogr.

ISBN 978-99956-42-15-0

336.745(496.5)
338.23(496.5) :336.74

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

www.bankofalbania.org

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

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

public@bankofalbania.org

Tirazhi: 1000 kopje