



UNIVERSITETI I TIRANËS
FAKULTETI I EKONOMISË
DEPARTAMENTI I EKONOMIKSIT



DISERTACION

STABILITETI I ÇMIMEVE DHE STABILITETI
FINANCIAR NË NJË EKONOMI TË VOGËL, TË HAPUR
DHE ME SHKALLË TË LARTË EUROIZIMI;
NDËRVEPRIMI DHE IMPLIKIMET PËR BANKËN
QENDRORE

Në kërkim të gradës Doktor në *Shkenca Ekonomike*,

nënfusha *Ekonomiks*

Kandidat

MSc. Gent Sejko

Udhëheqës Shkencor

Prof. Dr. Tonin Kola

Tiranë, qershor 2026

DEKLARATË AUTORËSIE

Përmbajtja e këtij punimi është tërësisht autentike.

Unë, i nënshkruari Gent Sejko, deklaroj me përgjegjësi të plotë se kjo temë përfaqëson punimin tim origjinal, me përjashtim të citimeve dhe referimeve. Ky punim nuk është përdorur më parë në këtë universitet apo në universitete të tjera. Gjykimet, mendimet, opinionet, qëndrimet, rezultate nga analizat dhe konsiderata të ndryshme, në këtë temë, janë të autorit.

MSc. Gent Sejko

Tiranë, 2026

E drejta e autorit © 2026, Gent Sejko

Të gjitha të drejtat janë të rezervuara.

Çfarëdo veprimi që tejkalon sa lejohet në ligjin Nr. 35/2016 “Për të drejtat e autorit dhe të drejtat e tjera të lidhura me to”, pa lejen përkatëse me shkrim të autorit, konsiderohet i paligjshëm. Kërkesat për leje apo informacione të mëtejshme, duhet t’i adresohen autorit.

Abstrakti

Ndër pasojat kryesore të krizës financiare 2007-2009 ishte përkeqësimi i kushteve në tregjet financiare globale, shoqëruar me shpeshtimin e episodeve të rrezikut sistematik vendet e zhvilluara dhe ato në zhvillim. Këto pasoja u shfaqën në shumicën e ekonomive të botës edhe për një periudhë të konsiderueshme pas krizës. Veçanërisht në ekonomitë e vogla me tregje të pazhvilluara financiare, ku krizat shkaktojnë ndërprerje të befta të ciklit financiar dhe kredisë, stabiliteti bankar bëhet faktor thelbësor në transmetimin e politikës monetare. Literatura ka dëshmuar ndërveprimin e anasjelltë midis politikës monetare dhe stabilitetit financiar, duke ngritur pyetjen nëse politika monetare duhet të adresojë edhe objektiva të stabilitetit financiar. Ky material, përmes analizës së karakteristikave të ekonomisë dhe sistemit financiar shqiptar gjatë më shumë se dy dekadave, jep një panoramë të plotë të mënyrës se si Banka e Shqipërisë, krahas fokusit në stabilitetin e çmimeve, ka forcuar vëmendjen ndaj stabilitetit financiar. Rezultatet empirike tregojnë një lidhje të rëndësishme midis politikës monetare dhe stabilitetit financiar, si dhe ndikimin e veprimeve monetare mbi qëndrueshmërinë financiare. Studimi sugjeron se politikat makroprudenciale rrisin autonominë e politikës monetare, duke ndikuar drejtpërdrejt aktivitetin ekonomik, inflacionin dhe kursin e këmbimit, si dhe duke ulur nevojën për reagime të forta monetare.

Fusha: Shkencat Ekonomike

Nen fusha: Ekonomiks

Fjalët kyçe:

Politika monetare, shëndeti bankar, politika makroprudenciale

Abstract

Among the main consequences of the 2007-2009 financial crisis was the deterioration of conditions in global financial markets, accompanied by an increase in episodes of systemic risk in developed and developing countries. These consequences were evident in most economies worldwide for a considerable period after the crisis. Especially in small economies with underdeveloped financial markets, where crises cause sudden interruptions in the financial and credit cycle, banking stability becomes an essential factor in the transmission of monetary policy. The literature has demonstrated the reciprocal interaction between monetary policy and financial stability, raising the question of whether monetary policy should also address financial stability objectives. This material, through the analysis of the characteristics of the Albanian economy and financial system over more than two decades, provides a comprehensive overview of the way in which the Bank of Albania, in addition to its focus on price stability, has strengthened its attention to financial stability. Empirical results show a significant relation between monetary policy and financial stability, as well as the impact of monetary actions on financial stability. The study suggests that macroprudential policies increase the autonomy of monetary policy, directly affecting economic activity, inflation and the exchange rate, and reducing the need for strong monetary responses.

Field of study: Economic Science

SubField: Economics

Keywords:

Monetary policy, banking health, macroprudential policy

Mirënjohje

Dua të shpreh mirënjohjen time të sinqertë për të gjithë ata që më kanë mbështetur me sugjerime dhe këshilla gjatë përgatitjes së këtij disertacioni.

Së pari, falënderoj *Prof. Dr. Tonin Kola*, udhëheqësin tim shkencor, për udhëzimet e çmuara, qasjen akademike dhe mbështetjen e vazhdueshme gjatë procesit kërkimor. Këshillat dhe sugjerimet e tij kanë qenë thelbësore për rritjen cilësore të kësaj pune. Falënderimi shkon edhe për Departamentin e Ekonomiksit të Fakultetit Ekonomik, për bashkëpunimin e shkëlqyer e të sinqertë dhe diskutimet e vlefshme gjatë këtyre 5 viteve të studimit dhe përgatitjes së temës së doktoratës.

Një falënderim i veçantë dhe i përzemërt i shkon familjes sime, për mbështetjen e pakushtëzuar, durimin dhe mirëkuptimin e treguar gjatë gjithë kësaj periudhe kërkimore. Inkurajimi i vazhdueshëm, besimi dhe forca morale që më kanë dhënë kanë qenë thelbësore për përballimin e sfidave dhe për përfundimin me sukses të këtij disertacioni. Pa praninë dhe mbështetjen e tyre, kjo arritje nuk do të kishte qenë e mundur.

Me respekt dhe mirënjohje, shpreh falënderimet e mia për të gjithë ata kolege dhe akademikë, diskutimet dhe komentet e të cilëve kanë qenë të vlefshme në këtë proces të rëndësishëm. Veçanërisht dua të falënderoj koleget nga Banka e Shqipërisë për diskutimet dhe sugjerimet e vlefshme në realizimin e aspektit empirik dhe vlerësimin e dhe anës sasiore të studimit.

Lista e Figurave

Figurë 1.0.1 PBB-ja për frymë dhe norma e rritjes së saj në Shqipëri dhe Eurozonë.....	9
Figurë 1.0.2 Kontribuuesit e kërkesës dhe ofertës agregate.....	10
Figura 1.0.3 Investimet e huaja direkte dhe të ardhurat nga emigrantët (%) ndaj PBB-së	11
Figura 1.0.4 Norma vjetore e inflacionit dhe norma e ndryshimit të kursit të këmbimit Euro/Lek.....	12
Figura 1.0.5 Norma e interesit të politikës monetare	12
Figura 1.0.6 Depozitat dhe kredia totale ndaj PBB-së	18
Figura 1.0.7 Normat vjetore të rritjes së depozitave	18
Figura 1.0.8 Tregues të sistemit bankar	19
Figura 1.0.9 Norma vjetore e rritjes së kredisë	20
Figura 1.0.10 Kompozimi i kredisë sipas agjentëve dhe monedhës	20
Figura 1.0.11 Kompozimi i depozitave sipas agjentëve dhe monedhës.....	24
Figura 1.0.12 <i>Mekanizmi i transmetimit të politikës monetare</i>	31
Figura 2.0.1 Ndërveprimi midis politikave dhe objektivave.....	62
Figura 2.0.2 Ecuria e indeksit të politikës makroprudenciale (PMP)	82
Figura 2.0.3 Struktura e modelit dhe treguesit e përzgjedhur	93
Figura 2.4 <i>Funksionet e reagimit të impulsit</i>	101
Figura 2.0.5 Vendosja e kufizimeve afatgjata dhe afatshkurtra përkatësisht në matricat F dhe S.....	106
Figura 2.0.6 <i>Rezultatet e skenarit të goditjes së REPO-s me +0.25 pikë përqindje</i>	108
Figura 2.0.7 <i>Rezultatet e skenarit të goditjes së indeksit të politikave makroprudenciale</i>	110
Figura 3.0.1 <i>Indeksi i stabilitetit të sistemit bankar gjatë periudhës 2010 – 2022</i>	148
Figura 3.0.2 <i>Përgjigjja e akumuluar në rastin e vendeve me politikë monetare të pavarur (Shqipëria, Maqedonia e Veriut dhe Serbia).</i>	155
Figura 3.3 <i>Përgjigjja e akumuluar në rastin e vendeve pa politikë monetare (Bosnje-Hercegovina, Kosova dhe Mali i Zi)</i>	156

Lista e Tabelave

Tabela 1.0.1 Peshat e segmenteve të sistemit financiar ndaj PBB-së (në %).....	15
Tabela 1.0.2 Mbulimi bankar	17
Tabela 2.0.1 Efektet e politikës monetare në stabilitetin financiar dhe mjetet për t'i adresuar këto efekte.....	65
Tabela 2.0.2.....	104
Tabela 2.0.3 Vlerësimi i ekuacionit të marrëdhënies kointegruese	105
Tabela 3.0.1 Natyra e regjimeve monetare në WB6	136
Tabela 3.0.2 Informacioni i përdorur për të ndërtuar indeksin e stabilitetit bankar	147

Lista e Shkurtimeve dhe Akronimeve

ADF – Augumented Dickey Fuller

AIC – Kriteri Akaik i Informacionit (Akaike Infromation Criteria),

ARDL – Model Autoregresiv i Vonesave Kohore (Autoregresive Distributed Lags)

BE – Bashkimi Evropian

BIS – Bank for International Settlements (*Banka për Rregullimet Ndërkombëtare*)

BP – Balkani Perëndimor

BQE - Banka Evropiane Qendrore

BSH – Banka e Shqipërisë

DGP – Procesi Gjenerimit të të Dhënave (*Data Generating Process*)

DSGE – Modelet Dinamike Stokastike të Ekuilibrit të Përgjithshëm (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*)

DSTI – Raporti i Shërbimit të Borxhit ndaj të Ardhurave (*Debt Service to Income*)

DTI – Raporti i Borxhit Ndaj të Ardhurave (*Debt to Income*)

ECM – Mekanizmi i Korrektimit të Gabimit (*Error Correction Model*)

FMN – Fondi Monetar Ndërkombëtar

IRF – Funksionet e Përgjigjes së Impulsit (*Impulse sesponse Function*)

GLS – Metoda e katrorëve më të vegjël të përgjithësuar (*Generalized Least Squares*)

GMM – Metoda e Përgjithësuar e Momenteve (*General Method of Moments*)

HQ – Kriteri i Informacionit Hannan-Quinn (*Hannan-Quinn Information Criteria*)

IÇK – Indeksi i Çmimeve të Konsumit

IFS – Statistikat Financiare Ndërkombëtare (*International Financial Statistics*)

KFG – Kriza Financiare Globale

KMP – Kredi me Probleme

LTI – Raporti kredi ndaj të ardhurave (*Lona to Income Ratio*)

LTV – Raporti Kredi ndaj Vlerës (*Loan to Value Ratio*)

OLS – Metoda e zakonshme e katrorëve më të vegjël (*Ordinary Least Squares*)

PBB – Prodhimi i Brendshëm Bruto

PM – Politika Monetare

PMP – Politika Makroprudenciale

PP – Phillips–Perron

REPO – Marrëveshjet e Riblerjes

SIC - Kriteri Schwarz-Bajezi i Informacionit (*Schwarz-Bajezi Information Criteria*)
SVAR – Modelet Strukturore të Vektorëve Autoregresivë (*Structural Vector Autoregressive Models*)
SVECM – Modelet Strukturore të Vektorëve të Korrektimit të Gabimit (*Structural Vector Error Correction Models*)
VAR – Modelet e Vektorëve Autoregresivë (*Vector Autoregressive*)
VECM – Modeli i Vektorëve të Korrektimit të Gabimit (*Vector Error Correction Models*)
VPMP – Vendet me Politikë Monetare të Pavarur
VPMV – Vendet me Politikë Monetare të Varur
WB6 – Gjashtë Ekonomitë e Ballkanit Perëndimor (*Western Balkan 6*)

PASQYRA E LËNDËS

Lista e Figurave.....	vi
Lista e Tabelave.....	vi
Lista e Shkurtimeve dhe Akronimeve.....	vii
PASQYRA E LËNDËS.....	ix
KAPITULLI 1 – BANKA E SHQIPËRISË, POLITIKA MONETARE E NDJEKUR PREJ SAJ DHE RUAJTJA E STABILITETIT FINANCIAR TË VENDIT	1
1.1 Hyrje.....	1
1.2 Struktura e ekonomisë shqiptare, sistemi financiar dhe roli i politikave të Bankës së Shqipërisë	7
1.2.1 Zhvillimi ekonomik dhe financiar në Shqipëri	9
1.2.2 Zhvillimet e sistemit financiar në Shqipëri	14
1.3 Politika Monetare e Bankës së Shqipërisë	26
1.4 Ndërlidhja midis politikës monetare dhe stabilitetit financiar	41
1.4.1 Stabiliteti financiar dhe politika makroprudenciale e Bankës së Shqipërisë	41
1.4.2 Efekti i ndërveprimit të anasjellë të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë dhe stabilitetit financiar	51
1.5 Konkluzione.....	56
KAPITULLI 2 – ANALIZA E NDËRVEPRIMIT TË POLITIKAVE MONETARE E MAKROPRUDENCIALE: NJË VËSHTRIM EMPIRIK I RASTIT TË SHQIPËRISË	59
2.1 Hyrje.....	59
2.2 Konceptet themelore dhe përmbledhje e literaturës. Konteksti i këtyre politikave në Shqipëri.....	61
2.2.2 Konteksti i dy politikave në Shqipëri	73
2.2.3 Ndërtimi i treguesit të politikës makroprudenciale	79
2.3 Analiza empirike: Ndërveprimi midis politikës monetare dhe politikës makroprudenciale në Shqipëri	82
2.3.1 Metodologjia	83
2.3.2 Përshkrimi i të dhënave dhe përzgjedhja e variablave	91
2.3.3 Vlerësimi empirik: identifikimi dhe analiza e ndërveprimeve midis dy politikave.....	95
2.4 Diskutimi i rezultateve.....	100
2.4.1 Diskutimi i rezultateve të analizës së ndërveprimit midis politikave përmes qasjes VAR	100

2.4.2 Vlerësimi i efektivitetit dhe ndërveprimit të politikave përmes qasjes SVAR-SVEC.....	103
2.5 Përfundime dhe rekomandime	112
KAPITULLI 3 – ANALIZA E NDËRVEPRIMIT TË POLITIKAVE MONETARE E MAKROPRUDENCIALE: NJË VËSHTRIM EMPIRIK I RASTIT TË VENDEVE TË BALLKANIT PERËNDIMOR.....	115
3.1 Hyrje.....	115
3.1.1 Motivimi dhe konteksti i studimit	117
3.1.2 Qëllimi i studimit dhe pyetjet kryesore kërkimore.....	119
3.1.3 Gjetjet kryesore të studimit	120
3.1.4 Rëndësia e temës për ekonominë e Ballkanit Perëndimor dhe implikimet për politikëbërjen.....	121
3.2 Përmbledhja e literaturës ekzistuese.....	122
3.3 Diskutimi i regjimeve monetare në vendet e Ballkanit Perëndimor	133
3.4 Modeli i panelit me vektorë autoregresivë (PVAR).....	140
3.5 Të dhënat dhe metodologjia e analizës empirike	143
3.5.1 Përshkrimi i të dhënave të përdorura për analizë	143
3.5.2 Ndërtimi i treguesit të shëndetit financiar.....	145
3.5.3 Modeli dhe skema e identifikimit	148
3.5.4 Rezultatet e analizës empirike	150
3.6 Konkluzione dhe komente përmbyllëse	160
KAPITULLI 4: PËRFUNDIMET / REKOMANDIMET	164
Shtojcë A.....	167
Shtojcë B.....	175
Lista e referencave	185

KAPITULLI 1 – BANKA E SHQIPËRISË, POLITIKA MONETARE E NDJEKUR PREJ SAJ DHE RUAJTJA E STABILITETIT FINANCIAR TË VENDIT

1.1 Hyrje

Ekonomia shqiptare është një ekonomi e vogël e hapur, e cila, në fillim të viteve '90, kaloi nga një ekonomi e centralizuar në një ekonomi të decentralizuar. Ky kalim u shoqërua me ndërmarrjen e reformave të rëndësishme ekonomike dhe ligjore, si dhe me rishpërndarjen e burimeve ndërmjet sektorëve të ekonomisë, që së bashku me hapjen e llogarisë korrente e më vonë të asaj kapitale (lëvizjen e lirë të mallrave, shërbimeve, kapitalit dhe teknologjisë) solli rritjen e produktivitetit dhe nevojën për investime nga partnerët dhe bankat e grupeve financiare të huaja, kryesisht evropiane. Flukset e larta të kapitalit, në formën e investimeve të huaja direkte, të remitancave, si dhe të rritjes së kredisë kryesisht në monedhë të huaj, kontribuan tek rritja ekonomike në vend, nëpërmjet nxitjes së konsumit dhe të investimeve, por nga ana tjetër mundësuan dhe nxitën kanalizimin e politikave të Eurozonës në rajon.

Lidhja e ngushtë e Shqipërisë me Eurozonën - jo vetëm në aspektin gjeografik, por edhe në aspektin ekonomiko-financiar dhe njerëzor (në formën e një diaspore shqiptare të konsiderueshme) - bën që zhvillimet dhe politikat e ndërmarra nga Eurozona të kenë ndikim në ekonominë shqiptare. Kriza financiare globale e viteve 2007-2008 shërbeu si një dëshmi e fortësisë së ndërlidhjeve të ekonomisë shqiptare me Eurozonën, shfaqur fillimisht me zhvlerësimin e menjëhershëm të monedhës vendase, si dhe rënien e kërkesës së huaj dhe të flukseve hyrëse të kapitalit. Për më tepër, ulja e ndërmjetësimit financiar dhe e dërgesave të emigrantëve solli rënie të konsumit, kursimeve, investimeve dhe si rrjedhojë, përgjysmimin e aktivitetit ekonomik. Nga ana tjetër, zhvlerësimi i menjëhershëm i monedhës vendase, i shoqëruar me rënie të aktivitetit ekonomik, solli një rritje të paaftësisë paguese të individëve dhe bizneseve, e për pasojë edhe rritje të kredive me probleme, shfaqur në bilance të rënuara të bankave, duke gërryer kështu kapitalin e tyre, si rezultat i shpenzimeve më të larta për provigjione. Të gjitha këto efekte së bashku sollën një frenim të kreditimit të ekonomisë shqiptare, si dhe një ndërmjetësim më të ulët, duke penguar rritjen ekonomike në vend. Efekte këto

që u forcuan edhe më shumë nga zgjatja e ciklit të krizës financiare, si dhe krizës së borxheve të Eurozonës në 2012, me ndikime të padëshiruara për ekonominë tonë (për një shtjellim më të detajuar referojuni Sejko, 2018, 2022). Më së shumti, këto kriza nxorën në pah problematikat e brendshme të ekonomisë, problematikat e strategjive ekonomike të zhvillimit, nivelin e kufizuar të tregjeve të kapitalit dhe mosfunksionimin e tregut të të mirave dhe shërbimeve, disbalancat e vërejtura në instrumente dhe maturitete ndërmjet mjeteve dhe detyrimeve financiare në bilancet e sektorit privat dhe vendimmarrjet e gabuara në kushtet e mungesës së kulturës financiare të sektorit privat dhe familjeve. Nga ana tjetër, tej zgjatja e efekteve të krizës financiare globale në Eurozonë, ngërçi i kreditimit në Shqipëri, si dhe goditjet e njëpasnjëshme që ndikuan ekonominë shqiptare, si tërmeti në fund të vitit 2019 dhe kriza e shkaktuar nga pandemia COVID-19, bënë që ekonomia shqiptare të vihej në vështirësi.

Në këtë këndvështrim, të gjitha institucionet politike vendimmarrëse në vend ndërmorën hapa dhe masa të jashtëzakonshme që kishin për qëllim së pari shëndetin dhe mbrojtjen e njerëzve, dhe së dyti zbutjen e efekteve të krizës dhe ruajtjen e stabilitetit makroekonomik dhe financiar në vend. Tërësia e masave të marra si nga ana e Bankës së Shqipërisë, ashtu edhe nga institucionet e tjera në vend ishin të shpejta dhe të jashtëzakonshme, për të adresuar problematikat që u shfaqën nga pandemia, për të minimizuar rreziqet dhe pasiguritë dhe për të siguruar funksionimin normal të tregjeve dhe të vazhdimin të aktivitetit ekonomik dhe financiar. Periudha më pas, e vlerësuar në terma të performancës ekonomike në vend dhe të dinamikës së tregut financiar, tregoi që masat dhe politikat e ndërmarra ishin të suksesshme, duke rezultuar vendimtare për ekonominë, në minimizimin dhe shtrirjen në kohë të goditjes së shkaktuar nga pandemia, si dhe nga përgjigjja për kontrollin e efekteve negative të saj. Për më tepër, BSH (2022) evidenton se humbjet e shkaktuara nga COVID-19, si në terma të vëllimit të aktivitetit ekonomik dhe në terma të punësimit, u rikuperuan plotësisht gjatë vitit 2021, duke bërë që bilancet financiare të bizneseve dhe familjeve të përmirësoheshin dhe inflacioni të ishte në një trajektore graduale konvergjence drejt objektivit.

Megjithatë, në fillim të vitit 2022, agresioni ushtarak i Rusisë në Ukrainë dhe sanksionet e vendosura ndaj Rusisë sollën një realitet të ri e të papritur ekonomik. Viti 2022 u shoqërua me rritje të shpejtë të çmimeve të ushqimeve dhe të energjisë, rritje të shtuar të pasigurive, si dhe shtrëngim të kushteve financiare, si rezultat i rritjes së normave të interesit nga bankat qendrore. Banka e Shqipërisë - në kundërpërgjigje të niveleve më

të larta të inflacionit gjatë vitit 2020 që rezultoi mesatarisht 6.7%, i nxitur nga presionet e jashtme inflacioniste - filloi normalizimin e politikës monetare, me rritje të normës bazë të interesit nga 0.5% në fillim të vitit 2022, në 3.25% në nëntor 2023 (që i përkon ndryshimit të fundit). Më tej, normalizimi i politikës monetare u pasqyrua në tregun financiar nëpër rritjes së normës së interesit në tregun e kredisë dhe të depozitave, si dhe të letrave me vlerë të qeverisë (BSH, 2022). Megjithatë mund të themi që tregu financiar operoi normalisht, reflektuar si në terma të likuiditetit, primeve të përmbajtura të rrezikut, si dhe në rritje të kreditimit për individët dhe bizneset, pavarësisht normave të rritura të interesit dhe në nivele të ulëta të kredive me probleme, që arritën nivelin më të ulët historik në fund të vitit 2023 (BSH, 2024). Gjithashtu, efektet e para të reagimit të politikës monetare u shfaqën në frenimin e rritjes së shpejtë të çmimeve, që në dhjetor 2022 shënoi vlerën 7.6%, ndërsa në fund të vitit 2023 shënoi vlerën 2.8%, duke u kthyer brenda objektivit të Bankës së Shqipërisë.

Në këtë retrospektivë të zhvillimit ekonomik dhe financiar të Shqipërisë gjatë më shumë se tre dekadave, Banka e Shqipërisë, si autoriteti i vetëm monetar, mbikëqyrës dhe rregullator, është përballur me shumë sfida dhe probleme. Një ndër dilemat kryesore të saj si bankë qendrore, sidomos nën rritjen e presioneve inflacioniste, është dilema mes objektivit të stabilitetit të çmimeve nga një anë dhe stabilitetit financiar nga ana tjetër. Pra, nëse politika monetare duhet të shtrëngohet me shpejtësi në kundërpërgjigje të inflacionit, pa harruar ndikimin e kësaj rritjeje në rrezikun financiar, e më tej në ekonominë reale dhe në inflacion, apo reagimi i politikës monetare ndaj normave më të larta të inflacionit duhet të jetë më gradual, duke ruajtur stabilitetin e sistemit financiar nga një anë, dhe duke pasur kujdes nga rreziku i inflacionit të lartë nga ana tjetër. Kriza financiare globale e vitit 2008 solli në vëmendje dhe theksoi pikërisht rëndësinë e qëndrueshmërisë së sistemit financiar për stabilitetin e çmimeve dhe për stabilitetin makroekonomik të vendit. Për më tepër, kjo krizë ndryshoi edhe mënyrën e konceptimit të politikës monetare, e cila në vendimarrjen e saj, përveç stabilitetit të çmimeve, ka në vëmendje edhe stabilitetin financiar, nëpërmjet ndikimit që politika monetare ka në stabilitetin financiar: së pari (I) përmes rritjes së lartë të çmimit të aktiveve/kredisë dhe krizave financiare (Borio dhe Drehmann (2009), Schularick dhe Taylor (2012), Jordà et al. (2015), Brunnermeier dhe Schnabel (2016), Mian et al. (2017)); së dyti (II) përmes kanalit të marrjes të rrezikut, (Borio dhe Zhu (2008), Adrian dhe Shin (2010), Jimenez et al. (2012), Dell’Ariccia et al. (2017)); dhe

së treti (III) në mënyrën se si papërsosmëria e tregjeve financiare mund të ndikojë në aktivitetin makroekonomik dhe në transmetimin e politikës monetare (Classens dhe Kose (2017). Të gjitha sa më sipër kanë sjellë edhe njëherë në qendër të debatit rolin e politikës monetare në kuadër të stabilitetit financiar.

Rëndësia e kësaj teme për Bankën e Shqipërisë, ka bërë që një pjesë e konsiderueshme e materialeve studimore t'i kushtohet pikërisht marrëdhënies midis politikës monetare, stabilitetit financiar dhe ndërveprimit midis tyre. Ndër hulumtimet që kanë analizuar këto fenomene në kohë përmendim: Vika (2009), Dushku (2010), Kalluci (2011), Shijaku dhe Ceca (2010), Kota dhe Saqe (2013), Dushku dhe Kota (2014), Shijaku dhe Kalluci (2014), Dushku (2016), Rama (2016), Shijaku (2017), Vika dhe Suljoti (2018), Sejko dhe Dushku (2018), Dushku dhe Frashëri (2018), Sejko, Tanku, Dushku dhe Ceca (2018), Kota dhe Saqe (2019), Shijaku (2020), Papavangjeli, Bode dhe Vorpsi (2017), Sejko (2018, 2022). Më konkretisht, këto materiale kanë studiuar se si norma e politikës monetare ndikon kanalin e kredisë bankare (Vika (2009)); cilët janë faktorët përcaktues të ndërmjetësimit financiar para dhe pas krizës financiare globale (Dushku (2010), Rama (2016), Sejko dhe Dushku (2018)); përcaktuesit e rrezikut total të kredisë, ndarë në lekë dhe në valutë (Shijaku, Ceca (2010), Shijaku dhe Kalluci (2014)); ndërtimin e indeksit të stresit dhe të ciklit financiar, si dhe tregues të stabilitetit bankar (Kota dhe Saqe (2013, 2019), Shijaku (2020)); marrëdhënien midis stabilitetit të bankave dhe konkurrencës në sistemin bankar (Dushku (2016), Shijaku (2017)); lidhjen midis rrezikut të kredisë dhe provigjionimit të humbjeve nga huatë (Dushku dhe Frashëri (2018)); eficiencën e kredisë sipas sektorëve (Sejko, Tanku, Dushku dhe Ceca (2018)); përcaktuesit e fitimeve të bankave (Kalluci (2011), Papavangjeli, Leka (2016), Papavangjeli, Bode dhe Vorpsi (2017)).

Materialet e sipërcituara nuk kanë parë në mënyrë të drejtpërdrejtë ndërveprimin e anasjelltë të politikës monetare dhe të stabilitetit bankar në vend. Materiali i Sejko (2018) ka bërë një përmbledhje të plotë të fakteve dhe rezultateve të kërkimit shkencor mbi çështje që lidhen me sistemin bankar dhe ndërlidhjen e tij me ekonominë në tërësi, duke evidentuar disa nga fenomenet më të rëndësishme të periudhës gjatë krizës financiare globale dhe deri në vitin 2018. Sejko (2022), në vazhdimësi të punës dhe analizës së Sejko (2018), paraqet në mënyrë të detajuar politikën dhe vendimmarrjen e Bankës së Shqipërisë gjatë pandemisë dhe në vazhdim, duke ilustruar instrumentet tradicionale dhe jotradicionale, masat e marra prej saj, si dhe se si këto masa janë

reflektuar në ekonomi. Për më tepër, Sejko (2022) ka paraqitur dhe rezultate të vlerësimit të reagimit të politikës monetare me anë të rregullit të Taylor-it që tregojnë se zbatimi i politikës monetare në Shqipëri është bërë në përputhje me parimet e regjimit të inflacionit të shënjestruar, ku stabiliteti i çmimeve është objektivi kryesor i Bankës së Shqipërisë dhe reagimi i politikës monetare është bërë në funksion të tij. Nga ana tjetër, rezultatet tregojnë se qëndrueshmëria e stabilitetit financiar është një element i rëndësishëm në zbatimin e politikës monetare, kryesisht pas krizës financiare globale. Rezultatet e marra nga Sejko (2022) mbështesin promovimin e një politike monetare të kujdesshme, e cila, e shoqëruar me politika të tjera makroprudenciale, përbën kontributin më të mirë që Banka e Shqipërisë mund të japë për arritjen e qëndrueshmërisë së çmimeve dhe për stabilitetin financiar në vend. Gjithashtu Sejko (2022) ka paraqitur evidenca të ndikimit që norma bazë e politikës monetare ka pasur mbi treguesin e shëndetit bankar në Shqipëri, duke nënkuptuar se vendimmarrja e politikës monetare duhet të mbajë parasysh implikimet potenciale të saj në stabilitetin e sistemit financiar. Megjithatë, Sejko (2022), në vlerësimin e ndikimit të politikës monetare apo mënyrës se si stabiliteti i bankave ndikohet nga politika monetare, nuk ka përfshirë elemente apo instrumente të lidhura kryesisht me politikën makroprudenciale, si dhe me forcimin e mbikëqyrjes bankare, të cilat plotësojnë politikën monetare dhe forcojnë e rrisin rezistencën e sistemit financiar.

Qëllimi i këtij materiali është analizimi i karakteristikave të ekonomisë dhe të sistemit financiar në Shqipëri gjatë më shumë se dy dekadave, duke na dhënë një panoramë të plotë të zbatimit të politikës monetare, si dhe mënyrën se si Banka e Shqipërisë ka vendosur fokusin e vendimmarrjes së saj mbi stabilitetin e çmimeve. Diskutimi i sjelljes dhe i zbatimit të politikës monetare, si dhe i politikës makroprudenciale, kryesisht mbas krizës financiare globale, janë të rëndësishme për të kuptuar rolin e bankës qendrore në arritjen dhe ruajtjen e stabilitetit të çmimeve, si dhe për të evidentuar se pse stabiliteti financiar është i nevojshëm për një bankë qendrore që ka në fokus stabilitetin e çmimeve. Për më tepër, konkluzionet e këtij materiali do të shërbejnë si bazë për ngritjen e hipotezës së saktë për studimin e ndërlidhjes midis stabilitetit të çmimeve, stabilitetit financiar, rolit të politikës monetare dhe të politikës makroprudenciale, si dhe për përcaktimin e metodologjisë dhe formës funksionale të përshtatshme për hulumtimin empirik. . Diskutimi është veçanërisht i rëndësishëm dhe me vlerë për

përcaktimin e treguesve që do të trajtohen në kapitullin e dytë dhe do të përshkruajnë politikat makroprudenciale, të cilat në rastin e Shqipërisë kanë qenë të shumëllojshme.

Panorama e analizimit të ekonomisë dhe sistemit financiar në Shqipëri gjatë më shumë se njëzet viteve, plotësuar edhe me vlerësimet e Sejko (2022), tregon që Banka e Shqipërisë, në zbatimin e politikës monetare, përveç stabilitetit të çmimeve, i ka kushtuar një vëmendje të veçantë stabilitetit financiar, kryesisht pas krizës financiare globale. Kjo pasi një përkeqësim i sistemit financiar mund të cenojë qëndrueshmërinë e tij, si dhe mund të ketë efekte të padëshiruara për ekonominë në tërësi dhe për qëndrueshmërinë e çmimeve. Gjithashtu, edhe norma bazë e interesit ndikon shëndetin financiar të bankave, nëpërmjet ndikimit në aftësitë paguese të individëve, si rrjedhojë në kreditë e këqija, në provigjionimin e humbjeve nga huatë, fitimin etj., rezultate këto që dëshmojnë për një marrëdhënie të rëndësishme midis politikës monetare dhe shëndetit financiar të bankave. Materiali evidenton se për të pasur një vlerësim më të plotë të ndërlidhjes midis politikës monetare dhe stabilitetit financiar duhet të merret në konsideratë edhe roli që ka pasur politika makroprudenciale dhe masat e tjera të ndërmarra nga Banka e Shqipërisë, efektiviteti i të cilës do të analizohet në dy materialet në vazhdim.

Punimi ka tre objektiva kryesore. Së pari, ai synon të analizojë dhe të shpjegojë rolin e stabilitetit financiar në transmetimin e politikës monetare. Së dyti, të vlerësojë nëse politika makroprudenciale dhe ajo monetare ndërveprojnë dhe ndikojnë funksionimin e njëra-tjetrës si dhe arritjen e objektivave respektive. Së treti, të hulumtojë nëse ky ndërveprim ndikohet nga forma e regjimit monetar në ekonomi. Për të realizuar këto objektiva, studimi shtron dhe hulumton empirikisht hipotezat në vijim:

- Politika monetare ndikon shëndetin financiar të bankave.
- Politikat makroprudenciale rrisin rezistencën e sistemit dhe zbusin kostot e politikës monetare.
- Regjimi monetar përcakton masën e reagimit të ekonomisë ndaj vendimmarrjes së bankës qendrore.

Hulumtimi i këtyre hipotezave realizohet përmes analizës empirike të bazuar në modelet strukturore të Vektorëve Autoregresivë, në modelet strukturore të Korrektimit të Gabimit dhe ato të panelit të Vektorëve Autoregresivë. Kjo ofron një trajtim origjinal, i cili sjell si risi analizën empirike të integruar, ku të dyja politikat dhe objektivat e tyre

trajtohen si variabla endogjene brenda të njëjtit model. Ky është një element i rëndësishëm që ka munguar në studimet e mëparshme për rastin e Shqipërisë. Identifikimi i saktë i sistemit përmes marrëdhënieve kointegruese, si dhe studimi i fenomenit nga këndvështrimi i regjimit monetar, përbëjnë gjithashtu kontribute origjinale në literaturë. Kjo vlen edhe për hartimin, për herë të parë, të Indeksit të Politikës Makroprudenciale, një tregues sasior i matshëm që kuantifikon tërësinë e vendimmarrjes makroprudenciale të Bankës së Shqipërisë, duke mundësuar përfshirjen e kësaj politike si variabël në vlerësimet empirike.

Kapitujt në vijim përqendrohen në analizën dhe vlerësimin e këtyre hipotezave, me synimin për të ndihmuar në formulimin e saktë të politikave të Bankës së Shqipërisë dhe për të mundësuar koordinimin ndërmjet tyre, në funksion të arritjes së stabilitetit të çmimeve dhe atij financiar. Krahasimi me ekonomitë e Ballkanit Perëndimor e zgjeron dhe e përgjithëson diskutimin përtej rastit shqiptar. Kjo qasje krahasuese e kthen punimin nga një ushtrim teknik në një analizë me vlerë praktike për informimin e vendimmarrjes së bankës qendrore.

Materiali është i organizuar si vijon: pjesa e dytë paraqet një përshkrim të përgjithshëm të karakteristikave kryesore të ekonomisë dhe sistemit bankar në Shqipëri gjatë 20 viteve të fundit, duke vazhduar me një përshkrim të politikës monetare dhe asaj makroprudenciale të Bankës së Shqipërisë, si dhe duke evidentuar disa nga momentet kyçe të ndërveprimit të këtyre dy politikave; pjesa e tretë vazhdon me një rishikim të literaturës mbi ndërveprimin midis politikës monetare dhe stabilitetit financiar, duke nënvizuar jo vetëm dilemat me të cilat ndeshen bankat qendrore, por edhe mënyrën e reagimit dhe të ndërveprimit të tyre; pjesa e katërt diskuton mënyrën se si Banka e Shqipërisë e ka konsideruar rëndësinë e stabilitetit financiar, kryesisht atë të bankave në përcaktimin e politikës monetare, si dhe zgjidhjen e dilemës midis stabilitetit të çmimeve dhe atij financiar. Pjesa e fundit përmbledh një gjetjet dhe konkluzionet.

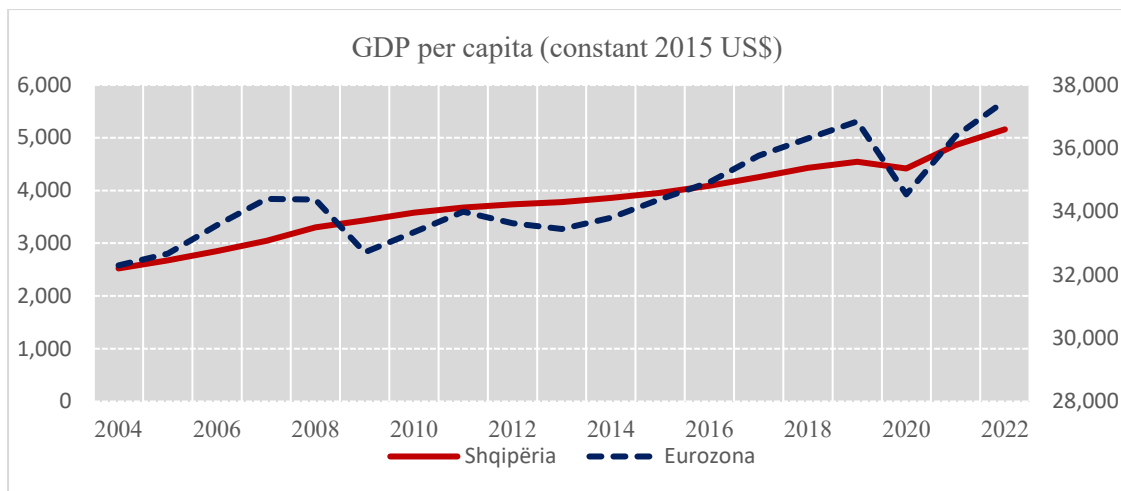
1.2 Struktura e ekonomisë shqiptare, sistemi financiar dhe roli i politikave të Bankës së Shqipërisë

Për të analizuar dhe shpjeguar mënyrën e zbatimit të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë, si dhe të politikave të tjera të ndërmarra prej saj duhet të analizojmë kontekstin ekonomik dhe financiar në të cilën BSH-ja vepron. Në një këndvështrim

historik, kryesisht gjatë 30 viteve të fundit, pas kalimit në një ekonomi të decentralizuar, ekonomia shqiptare ka bërë hapa përpara, si dhe ka ndërmarrë reforma të rëndësishme ekonomike, financiare, ligjore etj. Ekonomia shqiptare, si një ekonomi në zhvillim, e vogël dhe e hapur, ndikohet drejtpërdrejt dhe plotësisht nga zhvillimet globale dhe ato të partnerëve kryesorë, si Eurozona, e cila është edhe partneri ynë kryesor në tregti dhe në investime. Për më tepër, në shtetet e BE-së jeton e punon pjesa dërmuese e diasporës shqiptare, e cila ka një rol të rëndësishëm në jetën ekonomike të vendit përmes remitancave, investimeve në tregjet e pasurive të patundshme etj.

Që në fillimet e tranzicionit, Shqipëria e ka përqafuar perspektivën evropiane dhe anëtarësimin e saj në BE si objektivin e saj afatgjatë strategjik. Rrjedhimisht, të gjitha reformat politike, sociale, ekonomike, legjislativë e institucionale udhëhiqen nga ky objektivi. Në këto kushte, është e natyrshme që çdo ndryshim apo goditje ekonomike, sociale, institucionale në BE dhe në Eurozonë të ketë ndikim të drejtpërdrejtë jo vetëm në ekonomi dhe financë, por në gjithë aspektet e jetës së vendit.

Në një këndvështrim historik, të dhënat për Shqipërinë tregojnë për një konvergjencë të saj drejt nivelit të BE-së gjatë dy dekadave të fundit, matur në terma të PBB-së për frymë. Mesatarisht, PBB-ja për frymë në Shqipëri gjatë kësaj periudhe ka qenë në nivelet e 3,800\$, ku gjatë vitit 2022 regjistroi vlerën e 5,160\$ për frymë, afërsisht 9 herë më pak se mesatarja e vendeve të Eurozonës (Figura 1). Megjithatë, vërehet se pas krizës së fundit financiare globale, shpejtësia e konvergjencës së Shqipërisë matur me anë të normës së rritjes së PBB-së për frymë ka rënë krahasuar me periudhën para saj, ndikuar nga tejzgjatja e efekteve të krizës financiare globale, kriza e borxheve të Eurozonës në 2012, tërmeti në Shqipëri në 2019, kriza e pandemisë COVID-19, si dhe lufta e paprecedentë në Ukrainë në fillim të vitit 2022, të cilat e kanë ulur ritmin e rritjes. Raporti më i fundit i EBRD-së (2023) ka treguar që konvergjenca e plotë e Shqipërisë drejt standardeve të vendeve të BE-së, në skenarin më optimist, do të kërkojë të paktën katër dekada. Përfundime këto që kërkojnë një thellim më të plotë të reformave të ndërmarra me synim vazhdim e rritjes ekonomike në vend. Gjatë këtij procesi, Banka e Shqipërisë, si autoriteti i vetëm monetar dhe mbikëqyrës, ka luajtur dhe luan rol të rëndësishëm në arritjen e stabilitetit të çmimeve dhe stabilitetit financiar, si në aspektin makroekonomik ashtu edhe në atë të politikave të ndërmarra.



Figurë 1.0.1 PBB-ja për frymë dhe norma e rritjes së saj në Shqipëri dhe Eurozonë.

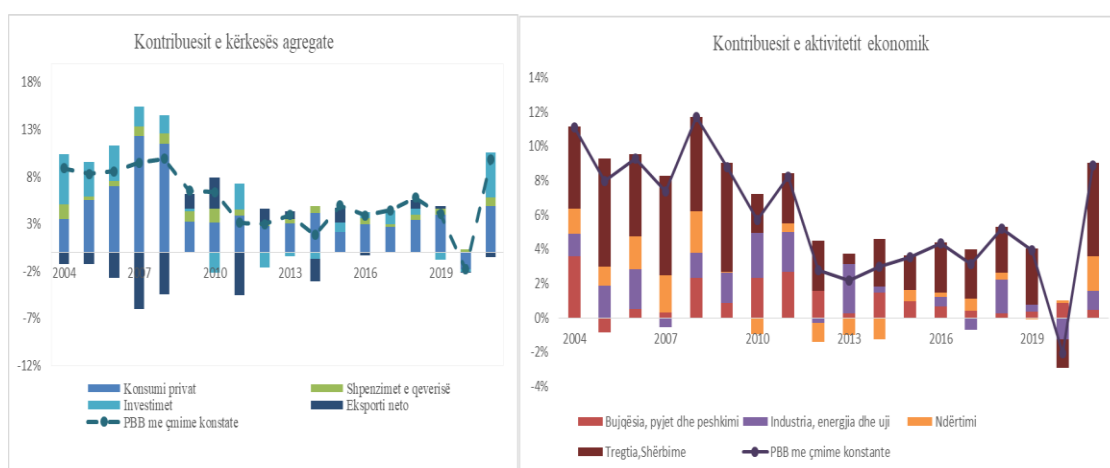
Burimi: Banka Botërore (2023).

1.2.1 Zhvillimi ekonomik dhe financiar në Shqipëri

Zhvillimi ekonomik dhe financiar në vend, si dhe roli i politikave të Bankës së Shqipërisë, analizohet kryesisht nga viti 2004 e në vazhdim, periudhë në të cilën ndërmjetësimi financiar u bë më i qenësishëm dhe më domethënës për ekonominë (Sejko dhe Dushku, 2018). Pavarësisht se performanca ekonomike në vend ka qenë pozitive për më shumë se dy dekada, gjatë kësaj periudhe evidentohen ngjarje të veçanta madhore me implikime të rëndësishme për ekonominë dhe sistemin financiar në Shqipëri dhe jo vetëm, si: kriza financiare globale 2007-2008, kriza e borxheve të Eurozonës në 2012, tërmeti në 2019, pandemia në 2020, si dhe lufta në Ukrainë në 2021. Meqenëse, tek Sejko (2018, 2022) bëhet një përshkrim i detajuar dhe i shtjelluar i gjithë implikimeve dhe ndikimeve që kanë pasur këto fenomene për ekonominë shqiptare, mbështetur në analizat dhe punët kërkimore të Bankës së Shqipërisë, në vazhdim do të paraqesim tendencat e përgjithshme të zhvillimit ekonomik në vend dhe të disa prej treguesve kryesorë, të lidhur kryesisht me politikën monetare dhe stabilitetin financiar në vend.

Të dhënat mbi zhvillimin ekonomik në vend gjatë dy dekadave të fundit paraqesin përgjithësisht një ecuri ekonomike pozitive, reflektuar në normat e rritjes së PBB-së, ku janë dhënë si kontribuuesit e kërkesës agregate, ashtu edhe ata të aktivitetit ekonomik (Figura 2). Mesatarisht, periudha 2004-2022 karakterizohet nga rritje e PBB-

së reale në nivelin 6%, ku periudha para krizës financiare globale shënon një nivel më të lartë rritjeje rreth nivelit 9%, ndërsa periudha më pas shfaq një zgjerim me norma më të ulëta rritjeje, rreth nivelit 4%. Kontribuuesit kryesorë të kërkesës agregate gjatë gjithë periudhës 2004-2022 kanë qenë konsumi dhe investimet private, por vërehet që, kryesisht pas krizës financiare, normat e kontributit të tyre kanë qenë më të ulëta (Figura 2, majtas). Në terma të aktivitetit ekonomik, gjatë periudhës 2004-2022, kontribuuesit kryesorë të rritjes ekonomike kanë qenë tregtia dhe shërbimet, të cilat përbëjnë rreth 50% të vlerës së shtuar. Në Shqipëri, sektori i dytë më i rëndësishëm në terma të vlerës së shtuar është bujqësia, pyjet dhe peshkimi (me rreth 22% të vlerës së shtuar). Vërehet se edhe para krizës financiare globale, kontribut të rëndësishëm kanë pasur tregtia, shërbimet, si dhe sektori i ndërtimit. Pas krizës financiare globale vërehet një rënie e kontributit të këtyre sektorëve, por gjithsesi ata vijojnë të udhëheqin aktivitetin ekonomik të vendit (Figura 2, djathtas).



Figurë 1.0.2 Kontribuuesit e kërkesës dhe ofertës agregate

Burimi: INSTAT (2023).

Një kontribut të rëndësishëm gjatë gjithë kësaj periudhe kanë pasur edhe investimet e huaja direkte dhe të ardhurat nga emigrantët, të cilat mesatarisht kanë përbërë përkatësisht 7% dhe 12% të PBB-së (Figura 3). Pavarësisht goditjeve që ka pësuar ekonomia globale apo ajo e vendeve partnere, investimet e huaja direkte dhe të ardhurat nga emigrantët kanë qenë burimi kryesor i financimit të bilancit të pagesave, kanë shërbyer si amortizues i goditjeve për familjet shqiptare, si dhe kanë mbështetur konsumin dhe kursimet edhe në momentet më të vështira.

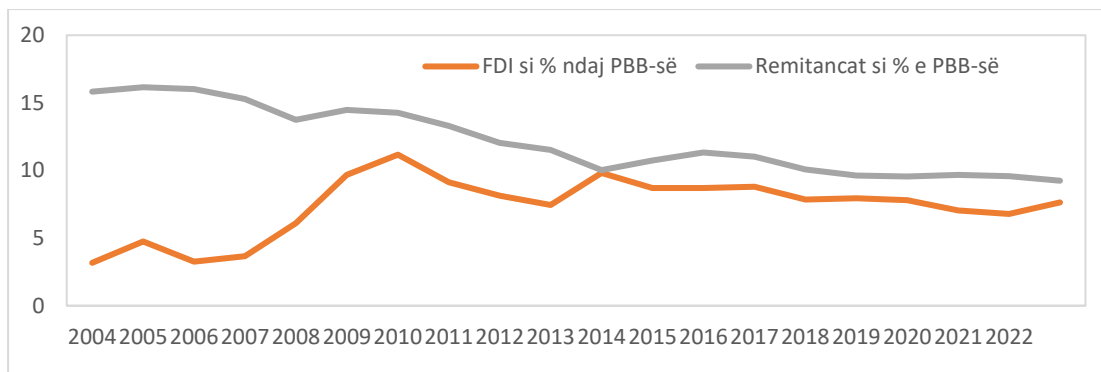


Figura 1.0.3 Investimet e huaja direkte dhe të ardhurat nga emigrantët (%) ndaj PBB-së

Burimi: INSTAT; Banka e Shqipërisë.

Niveli i përgjithshëm i çmimeve ka qenë në përgjithësi në linjë me objektivin e Bankës së Shqipërisë, duke reflektuar goditjet e marra si nga ana e ofertës ashtu edhe e kërkesës. Mesatarja e inflacionit, gjatë periudhës 2004-2022, është luhatur në nivelin prej 2.5% (Figura 4). Këtë ecure të inflacionit mund ta shikojmë të ndarë në tre periudha. Gjatë periudhës para krizës financiare, 2004-2006, inflacioni luhatej në nivelin 2.3% dhe menjëherë pas fillimit të krizës në 2007 inflacioni në Shqipëri filloi të rritej, duke kaluar mbi 4% në shtator 2007. Në kundërpërgjigje të këtij inflacioni, Banka e Shqipërisë rriti normën bazë të interesit në 6.25% në tetor të vitit 2007 (Figura 5). Periudha më pas, 2008-2011, duke marrë në konsideratë pasiguritë e shtuara si rezultat i krizës financiare globale dhe efektet e raundit të dytë të shfaqur në ekonominë tonë, u karakterizua nga një sjellje e luhatshme dhe jo e qartë e inflacionit. Për më tepër, kriza financiare globale risolli edhe një herë në vëmendje qëndrueshmërinë e sistemit financiar dhe rëndësinë e tij për stabilitetin e çmimeve, përkthyer në një politikë monetare më të kujdesshme (Sejko, 2022). Periudha më pas, nga korriku i vitit 2011 e në vazhdim, influencuar si nga tejzgjatja e krizës financiare globale, nga kriza e borxheve të Eurozonës, si dhe efektet e tjera e shfaqura në ekonominë e brendshme dhe sistemin financiar, solli një rënie të presioneve inflacioniste në vend. Nga tremujori i tretë i vitit 2011 e deri në fund të vitit 2020, presionet inflacioniste në vend ishin të ulëta dhe u shoqëruan me një rënie të aktivitetit ekonomik (Figura 2) dhe një ngurtësim të kreditimit (Figura 9). Në përgjigje të këtyre zhvillimeve, Banka e Shqipërisë ndërmori një ulje graduale të normës bazë të interesit, nga 6.25% në 0.5% deri në fund të vitit 2021, ndikuar edhe nga efekti i tërmetit të vitit 2019 apo kriza e shkaktuar nga pandemia COVID-19¹.

¹ Më shumë detaje mbi ecurinë e aktivitetit ekonomik e financiar, masat e ndërmarra nga Banka e Shqipërisë dhe ndikimi në treguesit ekonomikë apo financiarë shtjellohen tek Sejko (2022) dhe janë jashtë fokusit të këtij materiali.

Ndërkohë që pas vitit 2021, si rezultat i pasojave të pandemisë - që sollën një ngërç të zinxhirëve të prodhimit dhe rritje të përgjithshme të çmimeve në tregjet ndërkombëtare - vërejmë një rritje dhe përshpejtim të inflacionit në vend, duke rezultuar konsiderueshëm më lart se objektivi i vendosur i bankës qendrore. Inflacioni mesatar i vitit 2022 rezultoi në 6,7%, dukshëm më lart se një vit më parë, si rezultat i rritjes së përgjithshme të çmimeve të mallrave në tregjet ndërkombëtare, kryesisht atyre të ushqimeve dhe naftës (BSH, Raporti Vjetor 2022). Më pas, kjo rritje e çmimeve u reflektua në rritje të kostove të prodhimit dhe të pritjeve të inflacionit në vend, duke sjellë rritje të inflacionit bazë në nivelet 5-6%. Ndër të tjera, rritja e përgjithshme e çmimeve u ndikua nga një mjedis i brendshëm ekonomik pozitiv, reflektuar në rritje të kërkesës së brendshme konsumatore dhe rritje të punësimit dhe pagave, bëri që presionet inflacioniste të mbeteshin të larta, duke cenuar objektivin e BSH-së (Figura 4).

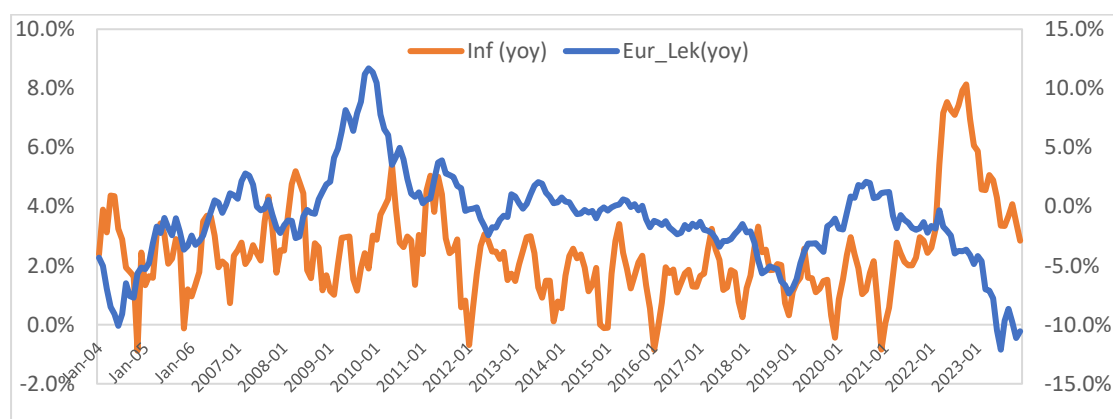


Figura 1.0.4 Norma vjetore e inflacionit dhe norma e ndryshimit të kursit të këmbimit Euro/Lek

Burimi: INSTAT; Banka e Shqipërisë.

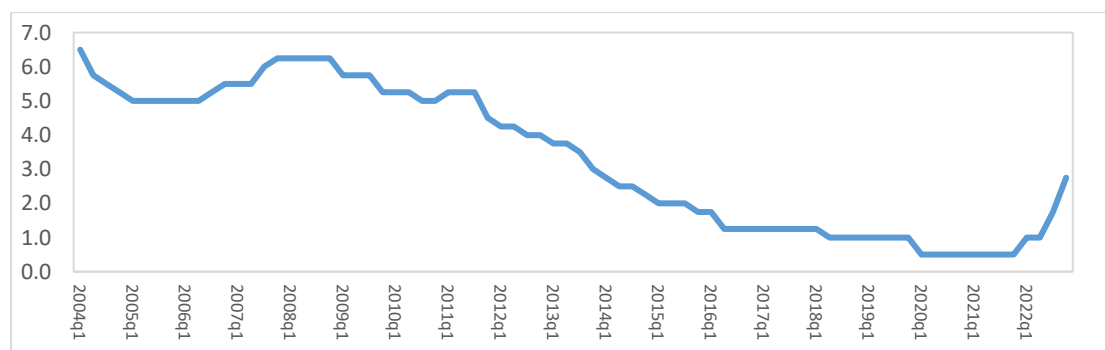


Figura 1.0.5 Norma e interesit të politikës monetare

Burimi: Banka e Shqipërisë, (2024).

Në këto kushte, Banka e Shqipërisë filloi të zbatonte një politikë monetare shtrënguese, reflektuar në një rritje të normës bazë të interesit nga 0.5% në fund të 2021, në 2.75% në fund të 2022, dhe 3.25% në nëntor të vitit 2023 (Figura 5). Normalizimi i politikës monetare u reflektua në një rritje të normave të interesit të letrave me vlerë të qeverisë, të kredisë dhe të depozitave. Pavarësisht rritjes së kushteve të financimit, ambienti financiar ka mbetur stimulues dhe me prime rreziku të ulëta, reflektuar në rritje të flukseve të kredisë për sektorin privat. Përgjithësisht, sistemi financiar vlerësohet i qëndrueshëm, likuid, i mirëkapitalizuar, me fitim dhe me nivele të ulëta të raportit të kredive me probleme.

Si rezultat i reagimit të politikës monetare, inflacioni - pas një rritjeje progresive deri në tetor të vitit 2022, kur shënoi vlerën 8.1% - filloi të ngadalësohej dhe të ulej në 7.4% në dhjetor 2022, si dhe në nivelin 2.8% në dhjetor 2023. Trendi rënës i inflacionit u diktua nga dobësimi i presioneve të huaja inflacioniste, nga forcimi i kursit të këmbimit të lekut, si dhe nga materializimi gradual i impaktit të kursit normalizues të politikës monetare. Intensiteti i reduktimit të inflacionit erdhi në ngadalësim progresiv gjatë vitit 2023. BSH (2024) evidenton se ngadalësimi i trendit rënës të inflacionit në tremujorin e katërt 2023 pasqyroj si rënien më të ngadaltë të çmimeve të ushqimeve në tregjet ndërkombëtare, ashtu edhe rritjen e çmimeve të naftës. Ndërkohë, paralelisht me këto efekte të tregut të huaj, rritja e shpejtë e turizmit u pasqyrua në çmimet e larta të shërbimeve dhe të qirave gjatë tremujorit të katërt.

Nga ana tjetër, perspektiva ekonomike tregon për një ecuri të mirë të saj, edhe gjatë vitit 2023, ku gjatë 9 muajve të parë, ekonomia u rrit me 3.5%, nxitur nga zgjerimi i konsumit, investimeve, të ardhurave nga turizmi, nga një besim më i lartë i biznesit dhe i konsumatorëve, nga rritja e të ardhurave të disponueshme dhe ambienti akomodues financiar, si dhe nga rritja e interesit të të huajve për shërbimet e turizmit shqiptar. Këto përmirësime u pasqyruan në zhvillime pozitive në tregun e punës, shfaqur në rritjen e mëtejshme të punësimit, në rënien e papunësisë në 10.5%, si dhe në rritjen e pagave në sektorin shtetëror dhe privat. Rritja e pagave ka mbështetur rritjen e të ardhurave të familjeve shqiptare, të cilat janë favorizuar dhe nga rënia e inflacionit, por ndërkohë ka shtrenjtuar kostot e prodhimit (BSH, 2024, RPM). Parashikimet e BSH-së për të ardhmen tregojnë për një ngadalësim të lehtë të përkohshëm, që pritët të pasqyrojë dobësinë e aktivitetit ekonomik në Eurozonë, kushtet më të shtrënguara të financimit në vend dhe jashtë, si dhe mungesat në tregun e punës. Megjithatë, pritët që përveç

rritjes së mëtejshme të turizmit, shërbimeve, niveleve më pozitive të besimit të familjeve dhe bizneseve, zgjerimi i aktivitetit ekonomik do të përfitojë edhe nga mjedisi financiar i qëndrueshëm me likuiditet të bollshëm, me prime rreziku të përmbajtura dhe me norma interesi ende stimuluese, i cili - siç do ta shikojmë edhe më poshtë - ka luajtur gjithmonë një rol të rëndësishëm për zhvillimin ekonomik të vendit.

1.2.2 Zhvillimet e sistemit financiar në Shqipëri

Një rol të rëndësishëm në zhvillimin ekonomik të një vendi luan padyshim sistemi financiar, zhvillimet e të cilit janë të ndërlidhura ngushtë edhe me zhvillimin në vend (Sejko dhe Dushku, 2018). Ndër hapat e parë më të rëndësishëm që u ndërmorën pas decentralizimit të ekonomisë, në fillim të viteve '90, për reformimin e sistemit financiar ishte implementimi i sistemit bankar me dy nivele, si dhe krijimi dhe dhënia e rolit të Bankës së Shqipërisë, si autoritet i vetëm monetar me gjithë funksionet e një banke qendrore moderne, në përputhje me standardet ndërkombëtare, përcaktuar në ligjin nr. 7559, “Mbi Bankën e Shqipërisë” dhe ligjin “Për bankat në Republikën e Shqipërisë” (Ibrahimi dhe Salko, (2001)). Sektori bankar - megjithëse në fillimet e veta ka vepruar në një mjedis jo mirë të konsoliduar - ka pasur një tendencë rritjeje që nga viti 1992, por kontributin më të madh në zhvillimin ekonomik të vendit, e ka pasur përkatësisht në 2004, periudhë që përkon me privatizimin e Bankës së Kursimeve, gjë që shënoi fazën ku sistemi bankar u zhvillua dhe u thellua më shumë. Përsheptimi i ritmeve të rritjes së kredisë për sektorin privat, kryesisht gjatë periudhës 2004-2008, u mbështet si nga kërkesa e lartë për financim, ashtu edhe nga oferta e shtuar e bankave për të dhënë kredi, e nxitur nga hyrja e bankave të mëdha evropiane në vend (Vika dhe Suljoti, 2018), duke bërë që sektori bankar të japë një kontribut të rëndësishëm në zhvillimin ekonomik të vendit dhe anasjelltas (Sejko dhe Dushku, 2018). Një tjetër faktor i rëndësishëm në këtë rritje ka qenë edhe përdorimi i pakët i levës financiare nga bizneset në ato vite (Vika dhe Suljoti, 2018). Për më tepër, prezenca në treg e bankave të tjera me kapital të huaj, kryesisht evropian, të cilat synonin zgjerimin drejt tregjeve të reja dhe fitimprurëse si Shqipëria, solli edhe një riformim dhe rigjallërim të ndërmjetësimit të sistemit financiar, si dhe rritje të gamës së produkteve dhe shërbimeve financiare në vend.

Siç e përmendëm edhe në hyrje të materialit, zhvillimin e sistemit financiar shqiptar e kemi analizuar kryesisht nga viti 2004 e në vazhdim, ku ndërmjetësimi financiar u bë i rëndësishëm dhe i qenësishëm për bizneset dhe individët, duke paraqitur dhe evidentuar karakteristikat dhe të veçantat e zhvillimit të tij në harkun kohor të 20 viteve të fundit. Më konkretisht, evoluimin e sistemit financiar e kemi analizuar në dy periudha, para krizës financiare globale dhe pas saj, duke evidentuar edhe sfidat që solli kjo krizë dhe kriza e shkaktuar nga COVID-19.

Sistemi financiar në Shqipëri, pavarësisht zhvillimit të tij në kohë, përbëhet kryesisht nga bankat, të ndjekura nga institucionet financiare jobanka, fondet e investimit, shoqëritë e kursim-kreditit etj. (Tabela 1). Aktivët e bankave nga 57% të PBB-së në fillim të vitit 2004, në fund të vitit 2022 përbëjnë pothuajse 90% të saj, duke bërë që zhvillimet në sistemin financiar të diktohen kryesisht nga zhvillimet në sektorin bankar. Ndërkohë, segmentet e tjera të sistemit financiar zënë një peshë të ulët, afërsisht 10% të PBB-së në fund të vitit 2022. Gjatë viteve të fundit, kryesisht pas krizës së fundit financiare, vihet re një rritje e ndjeshme e aktiveve të fondeve të investimit, të cilat po shërbejnë si një mënyrë alternative e diversifikimit të portofolit të agjentëve ekonomikë.

Periudha e parë e analizuar (2004-2008) i korrespondon një zhvillimi të mëtjeshëm të sektorit bankar, krahasuar me periudhën e mëparshme. Kështu, në fillim të vitit 2004, vërejmë një prani të shtuar të bankave, numri i të cilave arriti në 16 nga 3 që ishte në fillim të viteve ‘90. Gjithashtu, kemi një rritje të shpejtë të numrit të degëve/agjencive, si dhe të numrit të të punësuarve në këtë sektor (Tabela 2). Për më tepër, futja në treg e bankave me kapital të huaj, kryesisht nga BE-ja, solli një rritje të mëtjeshme të ndërmjetësimit financiar në vend, diktuar jo vetëm nga oferta më e lartë e fondeve të lira në dispozicion, por edhe nga kërkesa e bizneseve dhe individëve për financim.

Tabela 1.0.1 Peshë e segmenteve të sistemit financiar ndaj PBB-së (në %)

Burimi: Banka e Shqipërisë, Autoriteti i Mbikëqyrjes Financiare.

Autoriteti Licencues dhe Mbikëqyrës	Banka e Shqipërisë	Autoriteti i Mbikëqyrjes Financiare	Ndërmjetësimi financiar
--	---------------------------	--	------------------------------------

Sistemi financiar	Sektori bankar	IFJB	SHKK dhe Unioni	Shoqëri sigurimi	Fonde pensioni	Fonde investimi	
2004	56.8						56.8
2005	60.4	1.3	0.5	1.2			63.4
2006	69.6	1.5	0.5	1.3			72.9
2007	75.9	1.5	0.6	1.4			79.4
2008	76.7	1.7	0.7	1.4			80.5
2009	77.5	2.2	0.8	1.50	0.0		95.5
2010	80.9	2.7	0.8	1.4	0.0		85.8
2011	86.1	2.6	0.8	1.5	0.0		91.0
2012	89.1	2.7	0.8	1.6	0.0	1.2	95.4
2013	91.4	2.6	0.7	1.6	0.0	3.7	100.2
2014	92.7	2.8	0.8	1.8	0.0	4.6	102.7
2015	91.9	2.7	0.7	2.0	0.1	4.7	102.0
2016	95.5	2.8	0.6	2.0	0.1	4.5	105.5
2017	93.2	2.9	0.5	2.0	0.1	4.7	103.4
2018	88.8	3.2	0.6	1.9	0.1	4.2	98.8
2019	87.2	3.9	0.6	2.0	0.2	4.0	97.9
2020	97.8	4.2	0.7	2.4	0.2	4.2	109.5
2021	93.9	4.0	0.7	2.2	0.2	4.1	105.1
2022 (T3)	87.9	3.7	0.7	2.0	0.3	2.5	97.1

Tabela 1.0.2 Mbulimi bankar

Burimi: Banka e Shqipërisë.

	Numri i bankave			Nr. i punonjësve	Numri i degëve/ agjencive të bankave brenda vendit
	- Kapital vendas	- Kapital i huaj	Kapital i BE		
2004	16	3	13	8	
2005	16	3	13	8	4234
2006	17	3	14	8	4263
2007	17	3	14	8	5206
2008	16	3	13	9	6332
2009	16	3	13	9	6384
2010	16	3	13	9	5936
2011	16	3	13	9	6710
2012	16	3	13	10	6836
2013	16	2	14	10	6686
2014	16	2	14	10	6819
2015	16	3	13	9	6819
2016	16	3	13	9	6949
2017	16	3	13	9	6877
2018	14	3	11	7	6738
2019	12	4	8	6	6383
2020	12	5	7	6	6563
2021	12	5	7	6	6609
2022	11	5	6	4	6637
2023	11	5	6	4	6637

Të dhënat tregojnë që raporti i depozitave totale ndaj PBB-së dhe ai i kredisë totale ndaj PBB-së, në fillim të vitit 2004, ishte përkatësisht 52% dhe 9%, ndërsa në fund të vitit 2008, këto raporte ishin përkatësisht 67% dhe 41% (Figura 6). Gjatë kësaj periudhe vërehet një rritje e konsiderueshme e depozitave, të cilat përbëjnë burimin kryesor të fondeve në sistemin financiar, duke qenë edhe mënyra kryesore e investimeve të fondeve nga ana e individëve. Pjesa më e madhe e depozitave zotërohet nga individët (rreth 86% e totalit) dhe 63% e totalit të depozitave është në monedhën vendase.

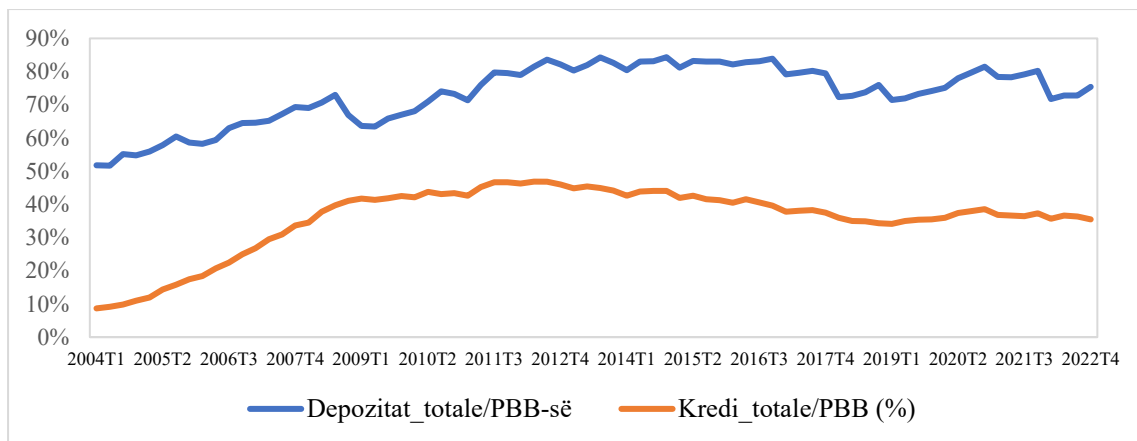


Figura 1.0.6 Depozitat dhe kredia totale ndaj PBB-së

Burimi: Banka e Shqipërisë, INSTAT (2024).

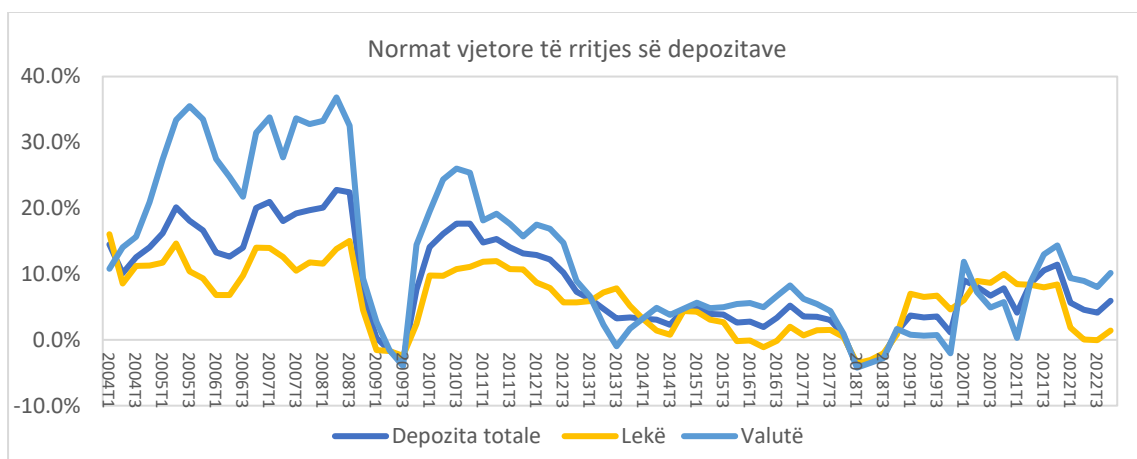


Figura 1.0.7 Normat vjetore të rritjes së depozitave

Burimi: Banka e Shqipërisë.

Për më tepër, kreditimi gjatë periudhës 2004-2008 pati zhvillime të vullshme, me norma vjetore të rritjes mesatarisht në nivelin 50%, ku pjesa më e madhe e kredisë u është dhënë bizneseve (70% e totalit të kredisë) dhe në monedhë të huaj (80% e totalit të kredisë) (Figura 9).

Sistemi bankar gjatë gjithë periudhës paraqitet i mirëkapitalizuar, likuid dhe me fitim, vlerësuar në terma të nivelit të mjaftueshmërisë së kapitalit, nivelit të pasiveve afatshkurtra, normave të përfitueshmërisë, si dhe nëpërmjet kthimeve nga aktivet (ROA) dhe nga kapitali (ROE). Kështu, mesatarja e normës së mjaftueshmërisë së kapitalit për periudhën 2004-2008 ishte 19.7%, mesatarja e normës së kthimit nga aktivet dhe nga kapitali i vet ishte përkatësisht në nivelin 1.4% dhe 20.1%, ndërsa

norma mesatare e kredive me probleme ndaj totalit të kredive ka qenë në nivele të ulëta, rreth 3.6% (Figura 8).



Figura 1.0.8 Tregues të sistemit bankar

Burimi: Banka e Shqipërisë, (2024).

Pas vitit 2017, vërehet se sektori bankar shqiptar ka ardhur duke u konsoliduar, si në numër bankash, ashtu edhe në numër degësh. Në fund të vitit 2023, sektori bankar përbëhet nga 11 banka, nga të cilat 6 janë me kapital të huaj dhe 5 me kapital shqiptar (ku bankat me kapital të huaj e kanë origjinën kryesisht nga vendet e Bashkimit Evropian). Gjithashtu, vërehet një zgjerim më i ngadaltë i sektorit bankar në terma të numrit të degëve dhe të të punësuarve, në koherencë me politikat e ndjekura nga bankat, kushtëzuar nga zhvillimi makroekonomik në vend dhe nga politikat e bankave mëma në Shqipëri.

Pas krizës financiare globale, vërehet një rënie e normës së rritjes së kredisë, duke shënuar madje edhe norma negative të saj. Ndarë sipas sektorëve, vërehet se kredia për biznese përbën mesatarisht 67% të totalit të kredisë gjatë periudhës 2009-2022, ndërsa kredia për individë mesatarisht 33% (Figura 9). Kredia për biznese duket se ka udhëhequr tërësisht sjelljen e kredisë totale, si gjatë periudhës së rritjes së shpejtë të ndërmjetësimit financiar, ashtu edhe gjatë periudhës pas krizës globale. Vitet 2011-2014 tregojnë një rënie të theksuar të ritmit të rritjes së kredisë, kurse gjatë periudhës 2015-2018 shënohen edhe vlera negative të kontributit nga kredia për biznese, ndikuar si nga efektet e raundit të dytë të krizës financiare globale, kriza e borxheve të Eurozonës dhe ngërçi i kreditimit, si rezultat i tërheqjes së bankave të mëdha nga rajoni, ashtu edhe nga normat e larta të kredive të këqija (për më shumë referojuni Sejko, 2022). Gjatë katër viteve të fundit, kredia për individë ka qenë burimi kryesor i

ndërmjetësimit në ekonomi, ndërsa gjatë vitit 2019 vërehet edhe një rritje e lehtë e kredisë për biznese, e cila ka vazhduar edhe më vonë (Figura 10).

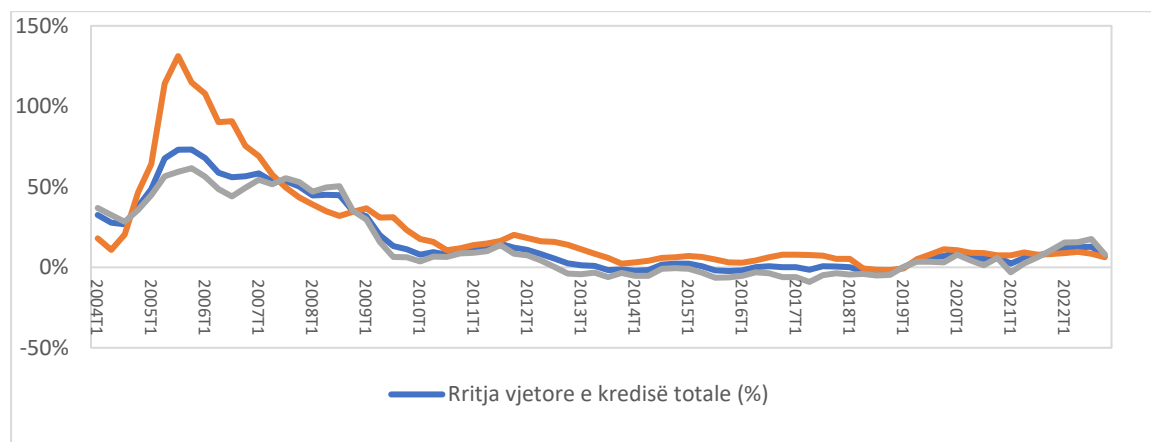


Figura 1.0.9 Norma vjetore e rritjes së kredisë

Burimi: Banka e Shqipërisë.

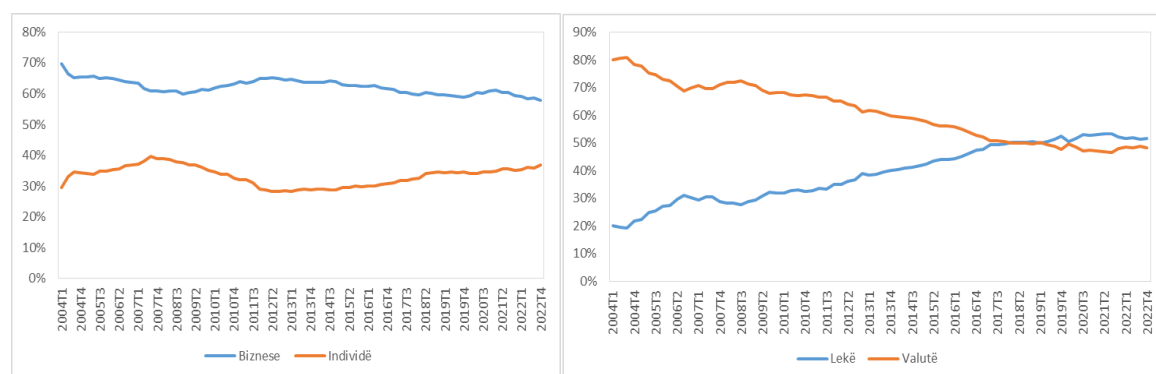


Figura 1.0.10 Kompozimi i kredisë sipas agjentëve dhe monedhës

Burimi: Banka e Shqipërisë (2024).

Siç përmendet edhe në materialet e tjera që kanë analizuar krizën e fundit financiare globale dhe efektet e saj në Shqipëri (Sejko 2018, Sejko 2021), vlerësohet se ekonomia shqiptare u ndikua kryesisht nga efektet e raundit të dytë. Ndikimi i parë dhe i drejtpërdrejtë u shfaq nëpërmjet zhvlerësimit të menjëhershëm të monedhës vendase kundrejt euros (rreth 11.7% në nëntor 2009), duke bërë që të dëmtohet aftësia paguese e kredimarrësve me kredi në euro dhe duke sjellë rritje të kredive me probleme.

Gjithashtu, rënia e aktivitetit ekonomik të vendeve partnere solli një ulje të kërkesës së tyre për eksporte shqiptare, duke ndikuar në uljen e tyre, si rrjedhojë edhe të treguesve të tjerë të lidhur me to. Nga ana tjetër, kriza e borxheve në BE, gjatë viteve 2010-2012,

solli një frenim të shtuar të kreditimit në ekonomi, kryesisht të bankave me kapital evropian, ndaj të gjitha vendeve të EJT-së. Këto politika sollën rënie të aktivitetit ekonomik në Shqipëri, shoqëruar me rritje të papunësisë dhe rënie të nivelit të përgjithshëm të çmimeve. Efektet spirale nga sektori real u shfaqën në sektorin bankar, duke sjellë rritje të nivelit të kredive me probleme dhe një ngërç në kreditimin e ekonomisë. Viti 2013 shënoi nivelin më të lartë të kredive me probleme, afërsisht 25%, nga 6.6% që ishte në fund të vitit 2008. Sektori bankar shfaqti rënie të nivelit të kapitalizimit dhe rritje të shpenzimeve për fonde rezervë për mbulimin e humbjeve nga huatë me probleme (provigjioneve), duke sjellë një ngurtësim të sektorit bankar në terma të kreditimit, si dhe një trajtim më të kujdesshëm të portofolit ekzistues të kredive (Figura 7). Nga ana tjetër, efektet e rritjes së provigjioneve ndikuan në raportet e përfitueshmërisë së bankave, të cilat u reflektuan në norma më të ulëta si të normës së kthimit nga aktivet, ashtu edhe nga kapitali aksioner. Në fund të vitit 2013, ROA dhe ROE kanë marrë përkatësisht vlerat 0.6% dhe 6.4% (Figura 7).

Banka e Shqipërisë, përveç ndikimit me anë të politikës monetare lehtësuese, që nga viti 2009 e deri në fund të 2021 (REPO u ul nga 6.25% në 2009, në 0.5% në fund të vitit 2021) mori edhe një sërë masash të tjera me në fokus qëndrueshmërinë e sistemit financiar, rritjen e rezistencës së tij dhe zbutjen e efekteve në ekonominë reale. Në përputhje edhe me zhvillimet ndërkombëtare sa i përket forcimit të mbikëqyrjes bankare nga njëra anë, por edhe politikave që adresojnë stabilitetin financiar në tërësi, të njohura si politikat makroprudenciale, u forcuan më shumë kërkesat në terma të kapitalit dhe të likuiditetit. Reformat rregullatore pas krizës financiare globale sollën standarde të reja të marrëveshjes së Bazel III që përfshinte kërkesat për kapital dhe për likuiditet, nivel më të lartë transparence, kërkesa specifike për institucionet financiare me rëndësi sistematike, përmirësimin e qeverisjes së korporatave, reforma strukturore të sektorit bankar, përmirësimin e procedurave të likuidimit dhe ndryshimit të arkitekturës rregullatore në shumë vende. Bazel III² vazhdoi të mbështetej në tre shtyllat kryesore

² Bordin i Stabilitetit Financiar (*Financial Stability Board*, 2009) përcaktoi se minimumi i normës së kapitalit ndaj aktiveve me rrezik qëndron në nivelin 8%, ndërsa kapitali i përbashkët aksioner (*common equity*), CET 1 rritet nga 2% në 4.5%, me një shtesë rezerve (*buffer*) të kapitalit 2.5% për të dhënë 7% e CET 1. Këtij kapitali i shtohet dhe një rezervë kapitali kundërciklike nga 0 në 2.5%, për të zbutur efektin e rritjes së kredisë, kur është e nevojshme. Zbatimi i këtyre ndryshimeve sjell një rritje të kapitalit në 13% (Tier 1 + Tier 2). Gjithashtu, janë forcuar kërkesat për kapital sa i përket trajtimeve të disa sigurimeve komplekse, si dhe u vendos një minimum i levës financiare të papeshuar me rrezikun në nivelin 3% të kapitalit të përfshirë në Tier 1. Shtylla e dytë dhe e tretë e Bazel III janë përforcuar me procedura më strikte të menaxhimit të rrezikut, qeverisjes së korporatave, shpërndarjes dhe mbledhjes së informacionit, si dhe mënyrës së llogaritjes të kapitalit rregullator të bankës. Ndërsa kërkesat për likuiditet përfshijnë raportin e mbulimit të likuiditetit (*Liquidity Coverage Ratio* (LCR)), që i bën bankat të afta të përballojnë

të Bazel II, duket rritur cilësinë dhe sasinë e kapitalit të kërkuar nga ana e bankave, si dhe duke shtuar dy rezerva (*buffers*) për kapitalin, një minimum të raportit të levës, si dhe përfshirjen e dy kërkesave të likuiditetit. Një aspekt mjaft i rëndësishëm për zbatimin e politikave makroprudenciale ka të bëjë me vlerësimin e rrezikut sistemik (BCBS, 2011). Kriza e fundit financiare evidentoi mangësitë që kishin bankat qendrore për të identifikuar dhe për të matur rrezikun sistemik, si në dimensionin kohor ashtu edhe në dimensionin ndërsektorial, duke kërkuar krijimin e mjeteve të nevojshme nga ana e bankave qendrore për të vlerësuar dhe monitoruar aspekte të ndryshme të rrezikut financiar.

Në frymën e masave të ndërmarra kudo në botë, masat e marra nga Banka e Shqipërisë sollën një rritje të nivelit të kapitalizimit të bankave dhe të likuiditetit në linjë me këto kritere. Kështu në fund të vitit 2022, niveli i mjaftueshmërisë së kapitalit rregullator është mesatarisht në nivelin 18%, pothuajse në nivelet e vitit 2005 dhe niveli i likuiditetit ndaj aktiveve të bankës vlerësohet në 31%.

Një ndër problematikat më të mëdha që solli kriza financiare globale në Shqipëri ishte pikërisht niveli i lartë i kredive me probleme, që përbënin pothuajse çerekun e kredisë totale, në fund të vitit 2013. Ky problem, shoqëruar edhe me një proces të gjatë dhe të ngadaltë të likuidimit të kolateralit, u bë një problem akoma më i madh për bankat, që në kushtet e rritjes së provigjionimit të humbjeve nga huatë dhe të kapitalit, e bënte të vështirë kreditimin e ekonomisë, duke e penguar zhvillimin e mëtejshëm ekonomik të vendit. Stoku i lartë i kredive me probleme kërkonte një ndërhyrje shtesë të koordinuar mes Bankës së Shqipërisë, Ministrisë së Financave, Bankës Botërore dhe institucioneve të tjera, që në 2015 ndërmorën një strategji gjithëpërfshirëse për zgjidhjen e kësaj çështjeje. Në vijë të përgjithshme, masat e ndërmarra për uljen e nivelit të kredive me probleme, të quajtur *Tirana Approach*, synonin një përmirësim të kuadrit ligjor në terma të rishikimit të ligjit për falimentimin dhe ristrukturimin e funksionit të përmbareshve privatë, përmirësimin e mjedisit rregullator (në sajë të standardeve më të rrepta të marrjes së kredive të vendosura për bankat, forcimin e kërkesave të brendshme

stresin e financimit (për t'u implementuar në vitet 2015-2019) dhe raporti i qëndrueshëm i financimit neto (*Net Stable Funding Ratio*) për të kufizuar transformimin e maturiteve, implementuar që në 2018. Shtetet e Bashkuara miratuan edhe Dodd-Frank Act që kishte si qëllim formimin e kërkesave rregullative, kryesisht për institucionet financiare me rëndësi sistematike, reformimin e procedurave të ndërhyrjes, çështje të qeverisjes së korporatave, krijimin e këshillit të stabilitetit financiar dhe të agjencisë së mbrojtjes së konsumatorëve. Ndryshime të ngjashme janë bërë edhe në vendet e tjera të zhvilluara, si në Angli apo në BE, qëllimi i të cilave është kufizimi i marrjes së rrezikut të tepërt dhe i kryerjes së aktiviteteve që cenojnë stabilitetin financiar në tërësi.

të rrezikut, miratimin e rregullores për zgjidhjet jashtë gjykatës), si dhe përmirësimin të infrastrukturës së mbështetjes së kredisë, me anë të një regjistri të përmirësuar të kredive (Sejko, 2022). Si rezultat i masave të marra për pastrimin e bilanceve të bankave nga kreditë me probleme, të dhënat tregojnë për një përgjysmim të nivelit të këtyre kredive brenda dy viteve të para të vënies në zbatim. Në fund të vitit 2022, niveli i kredive me probleme arriti nivelin më të ulët historik, rreth 4.8%, duke arritur nivelet e para krizës financiare globale. Masat e ndërmarra sollën një përmirësim të cilësisë së huasë bankare, shprehur gjithashtu në nivele më të mira të aftësisë paguese të bankave si ndaj goditjeve të pritura, ashtu edhe ndaj atyre të papritura ndaj sistemit bankar. Sistemi bankar vlerësohet edhe gjatë fazës së dytë, i mirëkapitalizuar, me fitim dhe likuid. Mesatarja e nivelit të mjaftueshmërisë së bankave gjatë periudhës 2009-2022 është 17 %. ROE dhe ROA janë përkatësisht 9.1% dhe 1.02%, kurse niveli i aktiveve likuide ndaj totalit të aktiveve është 30.4 %. Këta tregues, megjithëse rezultojnë më të ulët se vitet përpara krizës financiare globale, përsëri mbeten në nivele të mira dhe në rritje.

Gjithashtu, pas krizës financiare globale, veçanërisht gjatë vitit 2017 e në vazhdim vërejmë një konsolidim të sistemit bankar, nëpërmjet përthithjes së bankave të vogla nga më të mëdhatë, zmadhimit të bankave nëpërmjet blerjeve të operatorëve të tjerë në treg, kalimit të bankave më pak aktive tek grupet e investitorëve më aktivë etj. Këto veprime sollën një reduktim të numrit të bankave në fund të vitit 2023 me rreth 25%, duke e çuar numrin e tyre në 11, nga të cilat 6 janë me kapital vendas dhe 4 me kapital të huaj. Kredia ndaj PBB-së në fund të vitit 2022 është në nivelin 35.5%, ku kredia për biznese përbën 60% të totalit të kredisë dhe pothuajse gjysma e kredisë totale është në lekë (46%).

Nga ana tjetër, depozitat vazhdojnë të mbeten burimi kryesor i fondeve në ekonomi. Gjatë krizës financiare globale, të dhënat tregojnë për një rënie të menjëhershme të depozitave, por kjo situatë ishte kalimtare pasi depozitat u rikthyen sërish në sektorin bankar. Pas vitit 2013, norma e rritjes së detyrimeve ka qenë rreth 5 herë më e ulët se para krizës financiare globale, duke arritur në një nivel mesatar rritjeje prej 4% për periudhën 2014-2022. Financimi i aktivitetit bankar është mbështetur dhe vazhdon të mbështetet nga depozitat, të cilat përbëjnë rreth 73% të PBB-së. Pas krizës financiare globale vihet re një rënie e ritmit të rritjes së tyre duke shfaqur gjithashtu edhe një kontribut më të ulët në rritjen e totalit të detyrimeve. Vërehet një rënie e kontributit të

depozitave me afat (deri në 2 vjet) pas vitit 2013 dhe një rritje e llogarive rrjedhëse. Ndërsa gjatë dy viteve të fundit vërehet një kontribut më i lartë i depozitave me afat përkundrejt llogarive rrjedhëse. Depozitat përbëhen kryesisht nga depozita të individëve që përbëjnë 80% të totalit të tyre, dhe vërehet një tendencë rritëse e pothuajse barazimi i strukturës së depozitave sipas monedhës, mes asaj vendase dhe euros (Figura 11).

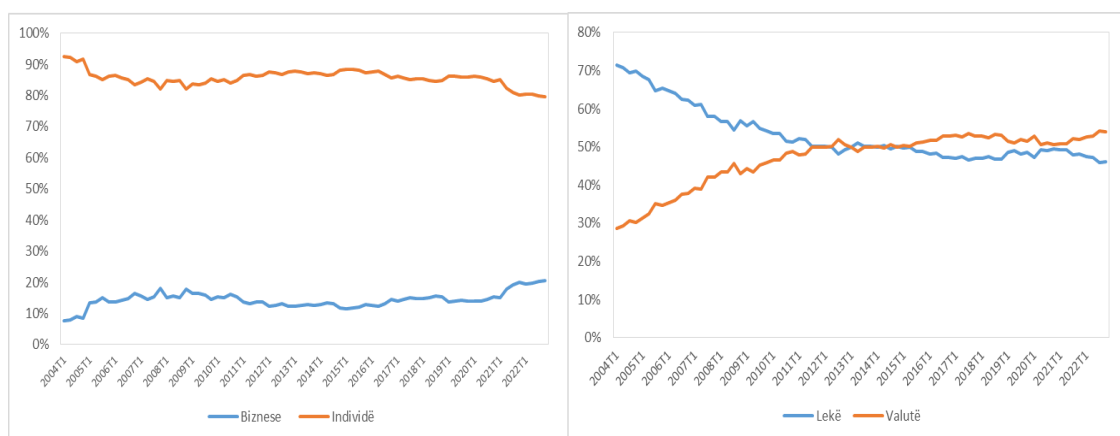


Figura 1.0.11 Kompozimi i depozitave sipas agjentëve dhe monedhës

Burimi: Banka e Shqipërisë (2024).

Dy goditjet e forta që pësoi ekonomia jonë gjatë kësaj periudhe, kanë qenë tërmeti në fund të vitit 2019 dhe kriza e shkaktuar nga pandemia COVID-19 në fillim të vitit 2020, të cilat e tkurrën edhe më tepër rritjen ekonomike. Veçanërisht gjatë kufizimeve ekonomike dhe të aktivitetit shoqëror me qëllim frenimin e përhapjes së virusit, rritja ekonomike zbriti në nivelin -3.3%, e kushtëzuar më së shumti nga rëniet e konsiderueshme në konsumin privat dhe sektorin e shërbimeve.

Në kundërpërgjigje të krizës pandemike, Banka e Shqipërisë reagoi menjëherë me një sërë masash me efekte për ekonominë dhe sistemin financiar dhe vijueshmërinë e tij, por pa cenuar kapitalin njerëzor dhe mbrojtjen e tij. Më konkretisht, masat e ndërmarra nga Ministria e Financave dhe Banka e Shqipërisë kishin për qëllim amortizimin e goditjeve negative të shkaktuara nga COVID-19, duke mbështetur në mënyrë të menjëhershme ekonominë dhe rigjallërimin e saj në një periudhë sa më afatshkurtër. Këto masa konsistuan si në drejtim të zbutjes së kushteve monetare me anë të kuadrit

operacional të politikës monetare ashtu edhe të lehtësimeve rregullative që i mundësojnë sistemit financiar zbutjen e efekteve nga mbyllja e aktivitetit ekonomik.

Në funksion të zbutjes së kushteve monetare, si dhe të lehtësimeve rregullative e makroprudenciale, Banka e Shqipërisë ndërmori masat e përmbledhura më poshtë:

- ❖ uli normën bazë të interesit nga 1% në 0.5% në mars të vitit 2020;
- ❖ ngushtoi korridorin e mekanizmit të transmetimit të politikës monetare;
- ❖ ofroi likuiditet pa kufi jo vetëm për sistemin bankar, por edhe për operatorët e tjerë të tregut me qëllim stabilizimin e kushteve monetare dhe financiare, ndërhyri në treg për të zbutur luhatjet e kursit të këmbimit si rezultat i masave të marra për mbylljen e ekonomisë;
- ❖ nënshkroi një moratorium, i cili mundësonte: (i) pezullimin e përkohshëm të pagesave të kredisë për huamarrësit e prekur nga pandemia, fillimisht i miratuar deri në muajin qershor 2020 dhe më pas i zgjatur deri në muajin gusht 2020, si dhe (ii) ristrukturimin e kredive sipas aftësisë së huamarrësve të prekur nga pandemia deri në fund të 2020;
- ❖ miratoi ndryshime rregullative, të cilat u mundësuan bankave të mbajnë të pandryshuar klasifikimin e kredive dhe nivelet e provigjionimit të kredive me probleme deri në fund të 2020;
- ❖ pezulloi alokimin e fitimit të bankave deri në fund të vitit, me qëllim që në çdo rast të materializimit të humbjeve financiare, bankat të kishin kapital të mjaftueshëm jo vetëm për të mbuluar humbjet e tyre, por edhe për të mbështetur kredinë e re;
- ❖ ndërmori masa dhe ndryshime të tjera rregullative që kishin si qëllim ruajtjen e qëndrueshmërisë së sistemit bankar dhe rritjen e kapaciteteve kredituese të sistemit bankar;
- ❖ nënshkroi një marrëveshje angazhimi për një linjë repoje prej 400 milion € me BQE-në me qëllim parandalimin e mungesës së euros në treg, si dhe uljen e cenimit të stabilitetit financiar në vend.

Më shumë informacion lidhur me masat e ndërmarra nga Banka e Shqipërisë, veprimet dhe reagimet e ekonomisë dhe sistemit bankar në Shqipëri, ndaj këtyre krizave gjendet tek Sejko (2022). Sejko (2022) ka treguar që kriza financiare globale, kriza pandemike

e shkaktuar nga COVID-19, si dhe ngjarjet që pasuan më pas, kanë kërkuar që përfaqësja e politikës monetare të Bankës së Shqipërisë të ketë në vëmendje stabilitetin e çmimeve, por njëkohësisht edhe stabilitetin e sistemit financiar, qëndrueshmërinë dhe rezistencën e tij. Ashtu siç e ka nënvizuar edhe Yellen (2014), politika monetare e vetme është e kufizuar si mjet për të nxitur stabilitetin financiar, megjithatë politika monetare mund të përshtatet për të plotësuar boshllëqet që le kuadri makroprudencial. Në këtë mënyrë një koordinim më i mirë i politikës monetare me politikën makroprudenciale, por edhe me politikat e tjera makroekonomike është i domosdoshëm për të minimizuar kostot e larta që shkaktojnë krizat financiare. Një pasqyrim i ecursisë së zhvillimit të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë, instrumenteve të saj, si dhe rëndësisë së stabilitetit financiar dhe politikës makroprudenciale paraqitet në mënyrë të përmbledhur më poshtë.

1.3 Politika Monetare e Bankës së Shqipërisë

Kushtetuta e Republikës së Shqipërisë³ dhe Ligji nr. 8269⁴ e njohin Bankën e Shqipërisë si autoritetin e vetëm të emetimit të monedhës vendase dhe si autoritetin e vetëm monetar. Banka e Shqipërisë ka si objektiv kryesor sigurimin dhe ruajtjen e stabilitetit të çmimeve në vend, ku në linjë me këtë objektiv, ajo harton dhe vë në zbatim politikën e saj monetare, e cila është në funksion të një rritjeje të qëndrueshme të ekonomisë vendase, përmirësimit afatgjatë të mirëqenies, uljes së primeve të rrezikut, ruajtjes së integritetit të sistemit financiar dhe ekuilibrave makroekonomikë të vendit në tërësi (BSH, 2015).

Politika monetare e vendit bën bashkë një gamë të gjerë parimesh, masash dhe instrumentesh, përmes të cilave Banka e Shqipërisë ndërhyr në ekonomi dhe në tregjet financiare me synimin e përmbytjes së objektivit të saj të stabilitetit të çmimeve (BSH, 2018). Ajo hartohet e tillë që të shpallë qartë pozicionimin dhe synimet e Bankës së Shqipërisë për arritjen e këtij objekti që u mundëson agentëve ekonomikë një kosto të përballueshme, çka në praktikë nënkupton të ruajturit e një niveli të ulët çmimesh ose inflacioni, ulje të primeve të rrezikut dhe mirëfunksionim të sistemit financiar.

³ Neni 161 i Kushtetutës së Republikës së Shqipërisë (1998).

⁴ Ligji "Për Bankën e Shqipërisë" (1997).

Objektivi i inflacionit që Banka e Shqipërisë duhet të arrijë është 3% në afatin e mesëm. Numerikisht, inflacioni total vlerësohet në terma të ndryshimit vjetor të indeksit të çmimeve të konsumit (IÇK), i matur dhe publikuar nga Instituti i Statistikave, duke iu referuar një shporte të përcaktuar mallrash dhe shërbimesh. Megjithatë, vlerat e inflacionit total mund të reflektojnë edhe veprimin e faktorëve me natyrë të përkohshme, apo të goditjeve që ndodhin vetëm një herë dhe shuhen me kalimin e kohës. Kështu, për qëllime të analizave dhe të vendimmarrjes, Banka e Shqipërisë bën vlerësime mbi inflacionin bazë, duke përjashtuar nga inflacioni total ndikimet nga luhatjet afatshkurtra, goditjet njëherëshe dhe ato të ofertës. Në këtë mënyrë, inflacioni bazë përfaqëson pjesën më të qëndrueshme të inflacionit që ndikohet nga faktorë të kërkesës dhe për rrjedhim dhe të politikës monetare (Çeliku & Hoxholli, 2008).

Siç e përmendëm edhe më lart, kriteri thelbësor i hartimit dhe zbatimit të politikës monetare është përmbushja e objektivit të inflacionit. Në këtë kontekst, një ankorim i mirë i pritjeve inflacioniste rrit efektivitetin e politikës monetare, duke e bërë ekonominë më të qëndrueshme ndaj goditjeve afatshkurtra dhe afatmesme, si dhe duke përmirësuar vendimmarrjet afatmesme të bizneseve dhe të familjeve shqiptare, duke ulur pasiguritë e tyre dhe ndihmuar në një shpërndarje më efektive të burimeve. Bazuar në literaturën teorike dhe empirike, niveli 3% i pritshmërisë së rritjes vjetore të çmimeve të konsumit në vend gjykohet se reflekton stadin e zhvillimit të ekonomisë vendase, si një ekonomi e vogël, e hapur dhe në zhvillim. Ai gjithashtu i paraprin nevojës për lëvizje më të mëdha të çmimeve relative dhe lehtëson procesin e konvergjencës dhe përshtatjes me ekonominë më të zhvilluara, në përputhje me objektivin për anëtarësimin e vendit në Bashkimin Evropian në një periudhë afatmesme (BSH, 2023).

Edhe pse busulla drejtuese për kursin e politikës monetare të Bankës së Shqipërisë mbetet tek hendeku i inflacionit dhe diferenca e inflacionit të parashikuar me objektivin bazë, politika monetare orientohet dhe mbështetet në analizimin e një game të gjerë treguesish të tjerë financiarë e ekonomikë. Në linjë me përqasjen e Bankës Qendrore Evropiane (BQE), Banka e Shqipërisë e mbështet vendimmarrjen e saj të politikës monetare në dy shtylla: në shtyllën monetare dhe në atë të faktorëve ekonomikë realë. Shtylla monetare konsiston në paranë e gjerë, agregatet monetarë dhe veçanërisht treguesit e kredisë që zotërojnë veçori të mira parashikuese për ecurinë e ardhshme të

çmimeve. Analizat që i përkasin kësaj shtylle ofrojnë udhëzime të dobishme, veçanërisht në horizontin kohor afatmesëm. Ndërsa, shtylla ekonomike përfshin tregues të sektorit real, siç mund të jenë komponentët e tregut të punës, importet, eksportet, apo tregues të tjerë të prodhimit. Analizat që kryhen nën kategorizimin e kësaj shtylle përqendrohen në evidentimin e ndikimit të një numri faktorësh që mund t'i paraprijnë zhvillimeve të çmimeve – më së shumti – në periudhat afatshkurtra (BQE, 2023).

Me të dhënat e marra nga këto dy shtylla, Banka e Shqipërisë arrin të krijojë një profilizim të plotë të pritshmërive mbi stabilitetin e çmimeve dhe integritetin e ardhshëm financiar, profilizim i cili udhëheq vendimet për përvijimin e politikës monetare. Duhet mbajtur parasysh që efektet e zbatimit të politikës monetare gjurmohen në ekonominë reale me vonesa kohore që, sipas literaturës, shtrihen në një diapazon kohor nga 5-6 tremujorë (Gruen, Romalis, & Chandra, 1997) deri në 8-10 tremujorë (Dupor, 2022). Kjo evidencë empirike dëshmon qartë se politikëbërja monetare duhet të orientohet nga parashikimet e ecurisë së çmimeve për periudhën afatmesme.

Një tjetër aspekt që duhet konsideruar sa i përket politikëbërjes monetare është se kjo e fundit kryhet në kushtet e një pasigurie të njohur në literaturë, ku sjelljet e tregjeve (Braun, 2018) dhe ecuritë e proceseve të prodhimit diktohen gjithnjë më konsiderueshëm nga ngjarjet dhe eventualitetet e së ardhmes. Nëse kushtet nuk favorizojnë punën me metodat dhe instrumentet parashikuese standarde të një banke qendrore, synimi i kësaj të fundit duhet të jetë zbatimi i një politike të kujdesshme me orientim nga e ardhmja⁵.

Në mbështetje të politikës së saj monetare, Banka e Shqipërisë ndërton një strategji gjithëpërfshirëse objektivash operacionalë dhe instrumentesh zbatuese, të përzgjedhura me kujdes për të reflektuar në vazhdimësi misionin, vizionin dhe vlerat e saj, si një ndër institucionet me besueshmërinë më të lartë në vend. Lidhja midis veprimeve të politikës monetare dhe objektivit kryesor të Bankës së Shqipërisë bëhet e mundur nëpërmjet objektivave operacionalë të saj. Këta të fundit përzgjidhen në mbështetje të regjimit të përcaktuar të politikës monetare, në përshtatje me shkallën e zhvillimit të ekonomisë

⁵ Parimi i “forward guidance” parashtrohet se banka qendrore nuk duhet të shpallë përcaktime fikse afatgjata të normës së politikës së saj monetare. Përcaktimet mbi këtë normë duhet të jenë të tilla që të kenë mundësi t'i përshtaten lehtësisht kushteve makroekonomike dhe të udhëhiqen nga pritshmëritë lidhur me dinamikën e çmimeve dhe ato monetare në periudhën afatmesme (Braun, 2018).

dhe atë të tregut financiar vendas. Qëllimi i objektivave operacionalë të politikës monetare është të sjellë normat afatshkurtra të interesit të tregut ndërbankar në sinkron me normën bazë të interesit të Bankës së Shqipërisë, e njohur ndryshe si norma e politikës monetare, si dhe të minimizojë luhatjet e tyre. Ndër instrumentet kryesore të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë përmendim: operacionet e tregut të hapur (ku përfshihen marrëveshjet e riblerjeve, marrëveshjet e anasjella të riblerjeve dhe transaksionet e shitblerjeve me të drejta të plota), lehtësitë e përhershme, rezervën e detyruar, menaxhimin e likuiditetit dhe implementimin e politikës monetare, si dhe komunikimin e ardhshëm të sjelljes së politikës monetare, etj. Të gjitha këto instrumente, Banka e Shqipërisë i përdor për të arritur objektivin e saj kryesor, atë të stabilitetit të çmimeve, dhe për t'iu sinjalizuar aktorëve të ndryshëm të tregut veprimet e saj të politikës monetare (BSH, 2015).

- ❖ Kështu, operacionet e tregut të hapur, kryesisht me anë të marrëveshjeve të riblerjeve (REPO) dhe ato të anasjella (REPO të anasjelltë), të kryera në monedhën kombëtare përdoren nga Banka e Shqipërisë për të ulur dhe rritur përkohësisht likuiditetin në sistemin financiar, si dhe për të orientuar normat e tjera të interesit të tregut drejt normës bazë të politikës monetare.
- ❖ Lehtësitë e përhershme janë instrumente që shërbejnë për dhënien dhe për thithjen e likuiditeteve në mënyrë të përkohshme me afat kohor njëditor dhe krijimin e korridorit ku mund të luhaten interesat e tregut ndërbankar. Përdorimi i këtyre lehtësive inicohet nga bankat. Si lehtësi të përhershme, Banka e Shqipërisë ofron instrumentin e depozitës njëditore dhe atë të kredisë njëditore.
- ❖ Rezerva minimale e detyruar përfaqëson atë pjesë të fondeve që bankat duhet të mbajnë në llogarinë e tyre pranë Bankës së Shqipërisë, në lekë dhe në valutë. Mbajtja e rezervës minimale të detyruar në Bankën e Shqipërisë nga bankat, shërben për rregullimin e likuiditetit në sistemin bankar, në drejtim të krijimit të kërkesës për likuiditet dhe për stabilizimin e normave të interesit në treg. Banka e Shqipërisë përcakton zërat e bilancit kontabël që përfshihen në rezervën e detyruar, ndërkohë që niveli i rezervës së detyruar për çdo bankë përcaktohet nga niveli i zërave të bilancit kontabël të vetë bankës, të përfshirë në rezervën e detyruar dhe nga norma e rezervës së detyruar, e përcaktuar nga Banka e Shqipërisë.

- ❖ Menaxhimi i likuiditetit dhe implementimi i politikës monetare ka të bëjë me administrimin e likuiditetit në sistemin bankar nga ana e Bankës së Shqipërisë. Për këtë qëllim Banka e Shqipërisë bën parashikime afatshkurtra dhe afatmesme të nevojës për likuiditet në sistemin bankar, në funksion të ndryshimeve të faktorëve autonomë të likuiditetit duke mbajtur një nivel të përshtatshëm dhe efikas të likuiditetit, si dhe duke zhvilluar operacione të tregut të hapur.

Politika monetare e Bankës së Shqipërisë, prej vitit 2000, zbatohet dhe komunikohet nëpërmjet marrëveshjeve të riblerjes me afat maturimi njëjavor (REPO dhe REPO e anasjellë), të tregtuara në ankande të rregullta javore të Bankës, me një normë interesi që shërben si bazë referimi për të gjithë agjentët ekonomikë. REPO (ose REPO e anasjelltë) përbën normën kryesore të interesit që shpreh qëndrimin e politikës monetare të Bankës së Shqipërisë, si dhe shërben si sistem referimi për normat e tjera të interesit, si dhe kufizimin e luhatjeve të tyre. Për më tepër, supozohet se arritja objektivit të stabilitetit të çmimeve rrit efektivitetin dhe transparencën e politikës monetare, duke ndihmuar që të kemi një kontroll më të mirë të normave afatgjata të interesit në ekonomi. Mekanizmi i transmetimit të politikës monetare, nëpërmjet ndikimit që norma bazë e interesit ka në veçanti në inflacion dhe në treguesit e tjerë, është paraqitur në mënyrë të thjeshtuar skematike më poshtë (në të vërtetë procesi është më i komplikuar dhe jolinear), dhe shërben për të kuptuar dhe për të ilustruar kanalet kryesore që ndikohen nga ndryshimet e politikës monetare.

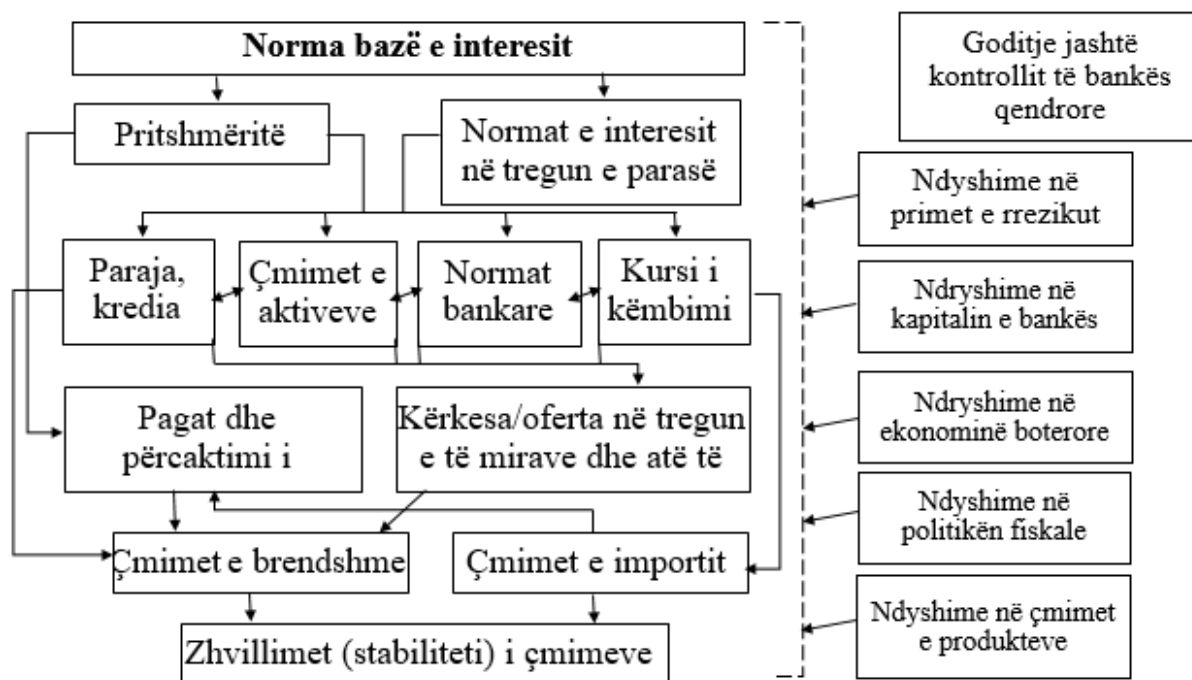


Figura 1.0.12 Mekanizmi i transmetimit të politikës monetare

Burimi: BQE (2023).

Kështu, ndryshimi i normës bazë të interesit të politikës monetare ndikon drejtpërdrejt normën e interesit në tregun e parësë, si dhe pritshmëritë e agjentëve ekonomikë.

- ❖ Ndryshimi i interesit në tregun e parësë, ndikon më pas normën e interesit të depozitave dhe të kredive, që bankat u vendosin klientëve të tyre, kryesisht familjeve dhe bizneseve. Ndryshimet e normave të interesit të depozitave dhe kredive ndikojnë sjelljen e kursimeve dhe të investimeve të familjeve dhe të firmave. Për shembull, nëse supozojmë që çdo gjë tjetër mbetet e pandryshuar, një rritje e normës së interesit ul kërkesën për kredi nga individët për të financuar konsumin ose investimet e tyre, e kundërta ndodh kur ulen normat e interesit të kredive.
- ❖ Ndryshimi i normës së interesit të kredisë ndikon kërkesën dhe ofertën për të mira dhe shërbime dhe për rrjedhojë ndikon çmimet e brendshme, duke ndikuar në normën e ndryshimit të çmimeve të të mirave dhe shërbimeve, ose ndryshe në stabilitetin e çmimeve.

- ❖ Ndryshimet në konsum dhe investime ndryshojnë kërkesën relative për të mira dhe shërbime. Kur kërkesa agregate është më e lartë se oferta, kjo sjell rritje të çmimeve. Ndryshimet në kërkesën agregate ndikojnë kërkesën për punë dhe tregun e të mirave të ndërmjetme, të cilat mund të ndikojnë pagat dhe çmimet në tregjet respektive.
- ❖ Ndikimi i ofertës së kredisë nga ana e bankave. Ndryshimet e normës bazë të politikës monetare ndikojnë koston marzhinale të bankave për sigurimin e fondeve, që varet nga fondet e brendshme ose kapitali i bankës. Ky kanal bëhet shumë i rëndësishëm gjatë periudhave të krizave, kur në kushtet e mungesës së kapitalit, bankat kanë vështirësi në gjetjen e fondeve për ta rritur atë.
- ❖ Përveç kanalit tradicional të kredisë bankare, që ka të bëjë me sasinë e kredisë së ofruar nga ana e bankave, është edhe kanali i marrjes përsipër të rrezikut (*risk-taking channel*) që ka të bëjë me iniciativat e bankës për të ndërmarrë rrezik. Ky kanal vepron nëpërmjet dy mekanizmave. Së pari, ulja e normave të interesit rrit vlerën e aktiveve dhe të kolateralit, dhe në kushtet kur kjo rritje e vlerës së aktiveve është e qëndrueshme, sjell që si bankat dhe huamarrësit të ndërmarrin më shumë rrezik. Së dyti, normat e ulëta të interesit i bëjnë aktivet me rrezik më tërheqëse, pasi agjentët janë në kërkim të normave më të larta të kthimit. Si rezultat i këtyre dy efekteve, bankat zbusin standardet e kredisë, e cila sjell një rritje të tepruar të ofertës së kredisë, që në të ardhmen shkakton paqëndrueshmëri financiare.
- ❖ Pritshmëritë mbi normën bazë të interesit të politikës monetare ndikojnë normat afatmesme dhe normat afatgjata të interesit. Normat afatgjata ndikohen nga pritshmëritë mbi normat afatshkurta të interesit. Një bankë qendrore me nivel të lartë kredibiliteti bën që pritshmëritë e agjentëve ekonomikë në lidhje me çmimet të ankorohen drejt inflacionit të shënjestruar, duke bërë që agjentët të mos i rrisin apo t'i ulin çmimet si rezultat i frikës ndaj një inflacioni të lartë apo deflacioni.
- ❖ Kursi i këmbimit ashtu si edhe çmimet e aktiveve (si për shembull çmimet e aksioneve, pasurive të patundshme) ndikohen prej vendimmarrjes së politikës monetare, qoftë si rezultat i ndryshimeve të kushteve financiare, por edhe si rezultat i pritshmërive të agjentëve për të ardhmen. Çmimet e aktiveve ndikojnë kërkesën agregate edhe nëpërmjet vlerës së kolateralit, ku rritja e tyre rrit vlerën e kolateralit dhe si rrjedhojë ndikon huamarrësin të marrë më shumë hua dhe/ose

redukon *risk premia* të kërkuar nga huadhënësit/bankat. Gjithashtu, ndryshimet e çmimeve të aktiveve ndikojnë konsumin dhe investimet, në sajë të efektit pasuror. Kështu, nëse çmimet e aksioneve apo të pasurive të patundshme rriten, kjo bën që të rritet vlera e tyre, si rrjedhojë ndikojnë në rritjen e konsumit të individëve që i zotërojnë ato, anasjelltas ndodh kur çmimet e pasurive të patundshme ulen.

Banka e Shqipërisë - në përmbushje të objektivit të saj kryesor të stabilitetit të çmimeve- udhëhiqet nga një bashkësi parimesh që ajo i konsideron thelbësore, që janë regjimi i lirë i kursit të këmbimit, administrimi i rezervës valutore, si dhe qëndrueshmëria e sistemit financiar.

Parimi i parë mbështetet në faktin se vlera e monedhës vendase ‘Lek’ kundrejt valutave të huaja përcaktohet lirisht në tregun e këmbimeve valutore, në përputhje me kërkesën dhe ofertën në treg. Për më tepër, luhatjet e kursit të këmbimit reflektojnë lëvizjen e lirë të mallrave e të kapitalit në shkëmbimet tregtare dhe financiare të Shqipërisë me partnerët e saj tregtarë. Ky regjim i lirë i kursit të këmbimit nga njëra anë i jep politikës monetare të Bankës së Shqipërisë fleksibilitetin maksimal në arritjen e objektivit të saj të inflacionit. Nga ana tjetër, i siguron ekonomisë shqiptare një mjet të dobishëm për të përballuar goditjet e ndryshme ekonomike, duke rivendosur shpejt ekuilibrin në transaksionet tregtare me jashtë, duke luajtur një rol stabilizues në ekonomi dhe duke vepruar si amortizues (Miteza, Tanku dhe Vika, 2023).

Gjithashtu në përputhje me politikën e saj monetare, si garanci për përballimin e goditjeve të rënda në sektorin real të ekonomisë, si dhe në mbështetje të qëndrueshmërisë financiare të vendit, Banka e Shqipërisë angazhohet të ruajë një nivel të mjaftueshëm të rezervave valutore, duke respektuar njëherazi dy kriteret sasiore (Banka e Shqipërisë 2015): (i) ruajtjen, në afat të mesëm, të një niveli rezervash valutore të mjaftueshme për të përballuar të paktën 4 muaj importe mallrash e shërbimesh; (ii) ruajtjen, në afat të mesëm, të një niveli rezervash valutore të mjaftueshëm për të mbuluar borxhin e huaj afatshkurtër të ekonomisë shqiptare.

Gjithsesi, në funksion të respektimit të këtyre objektivave, si dhe në mbështetje të stabilizimit dhe zhvillimit të tregjeve të brendshme financiare, Banka e Shqipërisë mund të ndërhyjë në tregun e brendshëm valutave me qëllim plotësimin e nevojave për likuiditet në monedhë të huaj, të lidhura me zbatimin e politikës monetare dhe asaj të

kursit të këmbimit, si dhe mbulimin e nevojave të vendit në periudha krizash. Këto ndërhyrje nuk reflektojnë politikën monetare, nuk synojnë të ndikojnë ecurinë e kursit të këmbimit dhe as cenojnë përmbushjen e objektivit kryesor të Bankës së Shqipërisë (BSH, 2015). Ndërhyrjet e Bankës së Shqipërisë në tregun valutor bëhen në përputhje me rregulloret e brendshme për ndërhyrjet, të cilat janë publike dhe transparente. Në përputhje me parimet e kuadrit të politikës monetare, Banka e Shqipërisë nuk ka asnjë angazhim konkret në lidhje me ndërhyrjet në tregun valutor me qëllim përcaktimin e nivelit të kursit të këmbimit.

Parimi tjetër lidhet me supozimin se politika monetare mund të ketë efekte të padëshiruara në tregues të ndryshëm ekonomikë e financiarë. Mendohet se përçimi i këtyre efekteve mund të rrisë rreziqet për stabilitetin e çmimeve në një kohë të dytë (BSH, 2015). Prandaj, në përputhje me objektivin kryesor të saj, Banka e Shqipërisë nxit, mbështet dhe promovon stabilitetin e sistemit financiar. Në këtë drejtim, Banka e Shqipërisë duke qenë autoriteti i vetëm mbikëqyrës e licencues i bankave dhe i institucioneve të tjera financiare, nxit besimin publik tek institucionet, tregjet dhe infrastruktura financiare e brendshme, duke identifikuar dhe analizuar rregullisht rreziqet dhe kërcënimet ndaj stabilitetit financiar. Prioritet mbetet ruajtja e likuiditetit, aftësia paguese dhe funksionimi normal i sistemit bankar, duke u bazuar në parimet e tregut (BSH, 2019), çka i shërben padyshim stabilitetit të çmimeve dhe stabilitetit makroekonomik të vendit.

Megjithatë duhet të nënvizojmë se kriza e fundit financiare globale, 2007-2008, risolli edhe njëherë në vëmendje debatin mbi ndërveprimin e politikës monetare me qëndrueshmërinë e sistemit financiar. Kriza financiare globale nga njëra anë tregoi se zhvillimet në sektorin financiar janë kritike për përçimin e efekteve të politikës monetare në ekonominë reale. Nga ana tjetër, tregoi se duhet të kemi një bashkërendim më të mirë të politikës monetare me politika të tjera të bankës, sidomos ato të lidhura me qëndrueshmërinë e sistemit financiar. Ashtu si në shumicën e krizave bankare, kjo krizë tregoi se kur cikli i kredisë përmbysset, kushtet bankare bëhen vendimtare për transmetimin e politikës monetare.

Siç e përmendëm edhe më lart, kriza e fundit financiare globale theksoi edhe më shumë rëndësinë që ka qëndrueshmëria e sistemit financiar dhe veçanërisht atij bankar, për

ekonominë në tërësi. Vëmendje të veçantë mori aftësia përballuese e bankave ndaj goditjeve të pritura dhe të papritura, nga vetë sistemi apo edhe nga ekonomia reale, niveli i kapitalizimit të bankave, likuiditeti, monitorimi dhe vlerësimi i aftësive paguese të klientëve, etj. Stabiliteti i çmimeve dhe stabiliteti makroekonomik i vendit mundësohet vetëm nëpërmjet një funksionimi normal të sistemit bankar dhe atij financiar, bazuar në parimet e tregut të lirë (BSH, 2021). Në këtë aspekt, në përmbushje të detyrave që i cakton ligji dhe në kushtet kur sektori bankar përbën bërthamën e sistemit financiar vendas, Banka e Shqipërisë me qëllim sigurimin e stabilitetit financiar, ka miratuar politikën dhe instrumentet e saj makroprudenciale, për të vlerësuar dhe monitoruar rrezikun ndaj sistemit, si dhe rreziqe të tjera që cenojnë stabilitetin e sistemit financiar.

Në vitin 2017, Këshilli Mbikëqyrës i Bankës së Shqipërisë miratoi strategjinë e politikës makroprudenciale të Bankës së Shqipërisë që ka si qëllim kryesor të ofrojë një kuadër operacional të përgjithshëm për zbatimin e politikës makroprudenciale. Politika makroprudenciale konsiston në analizimin dhe vlerësimin e rrezikut sistemik dhe në zbatimin e masave (kryesisht prudenciale) për zbutjen e tij. Kjo politikë kontribuon në ruajtjen e stabilitetit financiar në dy drejtime, së pari duke parandaluar akumulimin e rreziqeve në sistemin financiar dhe së dyti duke forcuar rezistencën e sistemit financiar. Ndërsa, rreziku sistemik përfaqëson mundësinë e çrregullimeve në sistemin financiar, si në dimensionin strukturor ashtu edhe atë ciklik, që potencialisht sjell pasoja negative serioze në funksionimin e sistemit financiar në tërësi dhe të ekonomisë reale (BSH, 2017).

Dimensioni ciklik i rrezikut sistemik buron nga prirja e institucioneve financiare për të marrë përsipër më shumë rrezik në periudha të rritjes ekonomike dhe anasjelltas gjatë periudhave të rënies ekonomike. Kështu, bankat priren që gjatë fazave rritëse të ciklit ekonomik të ekspozohen më shumë ndaj rreziqeve të kreditimit dhe të likuiditetit, që mund të vijnë nga zgjerimi i ndërmjetësimit dhe mospërputhjet në afatet e maturimit mes aktiveve dhe detyrimeve në bilancet e tyre. Ndërsa gjatë fazës rënëse të ciklit ekonomik, bankat priren të mos ndërmarrin rrezik dhe të zvogëlojnë bilancet e tyre përmes shitjes së ekspozimeve të ngjashme ose ndalimit të kreditimit, duke sjellë kryesisht shitje të nxituar të aktiveve dhe rënie të fortë të çmimit të tyre, dobësim të bilanceve, stres të situatës së financimit dhe tkurrje të kreditimit (BSH 2017). Dukuri që u panë dukshëm gjatë krizës së fundit financiare globale.

Ndërsa dimensionimi strukturor i rrezikut sistemik buron nga shtrirja e rrezikut në pjesët e sistemit financiar, që rezulton si në rastet kur institucionet financiare janë të mëdha ose të ndërlidhura shumë me njëra-tjetrën, saqë një zhvillim i pafavorshëm ekonomik ose financiar, i brendshëm apo i jashtëm mund të kërcënojë stabilitetin e të gjithë sistemit financiar (BSH, 2017). Ndër format kryesore të ndërlidhjes përmendim ekspozimin e bankave apo institucioneve financiare tek njëra-tjetra, qoftë ky i drejtpërdrejtë ose i tërthortë. Bankat apo institucionet e tjera financiare me rëndësi sistematike, si edhe infrastruktura mbështetëse financiare, janë përcaktuese në këtë dimension të rrezikut sistemik (BSH, 2017).

Banka e Shqipërisë e ka përkufizuar stabilitetin financiar si aftësinë e sistemit financiar për të kryer me efikasitet funksionet e tij, jo vetëm në kushte normale, por edhe në situata ekonomike më të pafavorshme. Në këtë mënyrë stabiliteti financiar është një kusht i nevojshëm për sistemin financiar që ai të jetë i aftë të kreditojë ekonominë reale dhe të mbështesë rritjen e qëndrueshme ekonomike në vend (BSH, 2017).

Në strategjinë makroprudenciale të Bankës së Shqipërisë, stabiliteti financiar i bankave identifikohet si objektivi final i politikës makroprudenciale, si komponenti më i rëndësishëm i sistemit financiar dhe forcimi i rezistencës së tyre, si dhe përcaktohen një sërë objektivash të ndërmjetëm dhe instrumente makroprudenciale për të arritur këto objektiva (BSH, 2017).

Objektivat e ndërmjetëm të politikës makroprudenciale shërbejnë për të identifikuar rreziqet sistematike kryesore që banka qendrore duhet të ndjekë në vijimësi për t'i zbutur dhe parandaluar, kurse në sajë të instrumenteve makroprudenciale, Banka e Shqipërisë synon të arrijë objektivat e mëposhtëm, të cilët varen nga zhvillimet në sistemin financiar shqiptar, por edhe nga standardet ndërkombëtare, dhe synojnë të:

- ❖ *zbusin dhe parandalojnë rritjen e tepërt të kreditimit dhe të borxhit, ku rritja e tepërt e kredisë është identifikuar si një faktor përcaktues në krizat financiare, ku financimi i ekonomisë nëpërmjet huamarrjes së paqëndrueshme shërben si një element përforcues i krizave;*
- ❖ *zbusin dhe të parandalojnë mospërputhjet e tepërta në maturime dhe mungesën e likuiditetit në treg, ku mbështetja në financimin afatshkurtër dhe të paqëndrueshëm, mund të çojë në nevojën për shitje të nxituar të aktiveve,*

mungesë të likuiditetit në treg dhe përhapje të rrezikut mes institucioneve financiare;

- ❖ *kufizojnë përqendrimet e drejtpërdrejta dhe të tërthorta të ekspozimeve, ku përqendrimet në ekspozim rrisin ndjeshmërinë e sistemit financiar ndaj goditjeve, si nëpërmjet ndikimit në bilanc ashtu edhe nëpërmjet shitjes së nxituar të aktiveve dhe përhapjes së rrezikut mes institucioneve;*
- ❖ *kufizojnë sipërmarrjen e tepërt të rrezikut nga institucionet financiare me rëndësi sistemike, që nënkupton forcimin e rezistencës së institucioneve financiare me rëndësi sistemike;*
- ❖ *kontribuojnë në ruajtjen e qëndrueshmërisë së infrastrukturës financiare, që lidhet me proceset dhe instrumentet që mund të zbatohen për uljen e rrezikut të kreditit, të likuiditetit dhe atij operacional, në sistemet e pagesave dhe të shlyerjeve.*

Banka e Shqipërisë ushtron politikën makroprudenciale, sipas një cikli që përbëhet nga katër faza: (i) **identifikimi i rrezikut dhe vlerësimi i tij**, (ii) **përzgjedhja dhe kalibrimi i instrumenteve**, (iii) **zbatimi i politikës makroprudenciale dhe komunikimi**, si dhe (iv) **vlerësimi i ndikimit të masave të marra** (BSH, 2017).

Në fazën e parë është e rëndësishme të identifikohen rreziqet me të cilat përballlet sistemi dhe të bëhet vlerësimi i tyre. Për këtë qëllim, Banka e Shqipërisë analizon një sërë treguesish të sektorit bankar dhe të sistemit financiar në tërësi, ndërton tregues për të sinjalizuar dhe për të paralajmëruar rreziqet e ndryshme të sistemit, si dhe vlerëson situatën financiare bazuar në perceptimet që agjentët ekonomikë kanë mbi vulnerabilitetin e sistemit financiar. Nga ana tjetër, Banka e Shqipërisë realizon edhe ushtrimet e provës së rezistencës (*stress-test*), në sajë të së cilës synon të vlerësojë kapacitetin e sektorit bankar për të përballuar humbjet ekstreme që mund të vijnë nga materializimi i ngjarjeve të pafavorshme ekstreme, por të mundshme ekonomiko-financiare. Rezultatet e këtyre analizave përfshihen në raportet gjashtëmujore të stabilitetit financiar.

Në fazën e dytë të ciklit të politikës makroprudenciale, Banka e Shqipërisë përdor tregues të ndryshëm për të monitoruar dhe për të vlerësuar burime të ndryshme rreziku, si dhe për të arritur objektivat e ndërmjetëm të politikës makroprudenciale. Disa tregues që aktualisht ndiqen nga Banka e Shqipërisë, janë paraqitur në Tabelën 3, listë e cila

mund të shtohet dhe të përshtatet në përputhje me zhvillimet në sistemin financiar dhe nevojat e politikës makroprudenciale.

Faza e tretë ka të bëjë me përzgjedhjen e instrumenteve të nevojshme makroprudenciale dhe kalibrimin e tyre në përputhje me shpërndarjen e rrezikut në sistemin financiar, fazën e ciklit financiar dhe burimin e rrezikut.

Ndërsa *faza e fundit* ka të bëjë me zbatimin e politikës makroprudenciale në lidhje me vendimmarrjen dhe komunikimin për përdorimin e instrumenteve makroprudenciale, e cila mbështetet mbi informacionin e nevojshëm sasior dhe cilësor.

Tabela 1.3: Faza II: Tregues të mundshëm për objektivat e ndërmjetëm

Burimi: BSH (2017).

Objektivi i ndërmjetëm	Treguesi
Zbutja dhe parandalimi i rritjes së shpejtë të kreditimit dhe të borxhmarrjes	Rritja vjetore e vëllimit të kredisë; Nivelet e ngarkesës me borxh të sektorit privat; Raporti “kredi ndaj Prodhimit të Brendshëm Bruto (PBB)” dhe gap-i; Zhvillimet në tregun e pasurive të paluajtshme (çmimet e banesave); Treguesit LTV, DTI* Financimi me borxh i bankave; Kapitali dhe mjaftueshmëria e tij; Të tjerë
Zbutja dhe parandalimi i mospërputhjeve të tepërta në maturime dhe i mungesës së likuiditetit në treg	Raporti “kredi ndaj depozitave”; Struktura e detyrimeve dhe shpërndarja e maturiteteve; Mbështetja në financimin në treg dhe në bankën qendrore; Struktura e aktiveve likuide dhe pesha në totalin e aktiveve; Raporti i mbulimit të likuiditetit; Raporti i financimit të qëndrueshëm neto; Ushtrimi i provës së rezistencës për rrezikun e likuiditetit; Të tjerë.
Kufizimi i përqendrimeve të drejtpërdrejta dhe të tërthorta të ekspozimeve	Përqendrimi i ekspozimeve sipas sektorëve, subjekteve, vendeve, monedhave dhe maturiteteve
Kufizimi i sipërmarrjes së tepërt të rrezikut nga institucionet financiare me rëndësi sistemike	Raporti i aktiveve të bankave ndaj PBB-së; Vëllimi i depozitave; Vëllimi i aktiveve; Pretendime dhe detyrime ndaj institucioneve të tjera financiare; Tregues të tjerë që shfaqin madhësinë, ndërlidhjen, zëvendësueshmërinë, kompleksitetin dhe aktivitetin ndërkufitar të bankave; Të tjerë
Sigurimi i qëndrueshmërisë së infrastrukturës financiare	Tregues të rezistencës së infrastrukturës financiare ndaj rreziqeve të kreditit, të likuiditetit dhe të veprimtarisë

Politika makroprudenciale e Bankës së Shqipërisë - pavarësisht se fokusohet tek sektori bankar, duke qenë se ky i fundit përbën pjesën më të qenësishme të sistemit financiar në vend - parashikon dhe monitorimin e zhvillimeve në segmentet e tjera të sistemit financiar, në bashkëpunim me agjencitë rregullatore përkatëse.

Vlen të theksohet se ky proces zhvillohet paralelisht me procesin e rregullimit dhe të mbikëqyrjes së bankave dhe subjekteve të tjera të licencuara prej Bankës së Shqipërisë, me qëllim: (i) sigurimin e ruajtjes së shëndetit dhe stabilitetit financiar në vend; (ii) parandalimin e krizave dhe mbrojtjen e depozituesve; (iii) monitorimin e zhvillimeve në treg dhe rekomandimin e masave të nevojshme; (iv) nxitjen e disiplinës së tregut, nëpërmjet rritjes së transparencës për produktet dhe shërbimet bankare e financiare, por duke siguruar zhvillimin e një konkurrence të ndershme dhe trajtim të barabartë të tyre.

Për më tepër, që prej vitit 2017, në zbatim të Ligjit nr. 133/2016,⁶ të harmonizuar me Direktivën 2014/59/BE dhe praktikat më të mira ndërkombëtare rregullatore, Banka e Shqipërisë është gjithashtu edhe Autoriteti i Ndërhyrjes së Jashtëzakonshme për bankat dhe degët e bankave të huaja që ushtrojnë aktivitetin në Shqipëri. Në këtë rol, Banka e Shqipërisë, duke qenë përgjegjëse për ndërhyrjen e jashtëzakonshme në banka, harton dhe zbaton planet dhe strategjitë për ndërhyrjen e jashtëzakonshme, me qëllim sigurimin e vijueshmërisë së funksioneve kritike të bankës, minimizimin e kostos së taksapaguesve, si dhe ruajtjen e interesit publik dhe të stabilitetit financiar (BSH, 2017).

Të gjitha funksionet dhe atributet që ka Banka e Shqipërisë, si një bankë qendrore moderne i japin asaj mundësinë që brenda kuadrit ligjor të veprojë me përgjegjshmëri, transparencë dhe e pavarur për të arritur objektivin e saj kryesor, atë të stabilitetit të çmimeve, por pa lënë mënjanë as objektivat e tjerë të ndërmjetëm.

Megjithatë edhe pas më shumë se një dekade, ekspertët dhe ekonomistët nuk kanë arritur ende në një dakordësi mbi rolin e politikës monetare dhe përgjegjësinë e saj në reduktimin e probabilitetit të paqëndrueshmërisë financiare. Kjo pasi objektivat që ato synojnë, përkatësisht stabiliteti i çmimeve dhe stabiliteti financiar, janë ngushtësisht të

⁶ Ligji "Për rimëkëmbjen dhe ndërhyrjen e jashtëzakonshme në banka, në Republikën e Shqipërisë" (2016).

lidhur me njëri-tjetrin dhe forcojnë ato, sidomos në afatin e gjatë, ku secili kusht është i nevojshëm, por jo i mjaftueshëm për tjetrin (Praet, 2017).

Përgjithësisht, ekzistojnë tre pikëpamje të ndryshme në lidhje me rolin dhe koordinimin e politikës monetare me atë makroprudenciale, të cilat luhaten nga një përjasje konservatore ku politikat janë plotësisht të ndara, të veprosh kundër rrymës apo në një koordinim më i mirë midis tyre. Një shpjegim më i plotë i tyre do të paraqitet në Seksionin 3.

Megjithatë ashtu siç shprehet Albertazzi, *et al.*, (2021), lidhja midis politikës monetare dhe stabilitetit të sektorit financiar merr një rëndësi të madhe, veçanërisht në ato vende si Shqipëria, ku sektori bankar vepron si ndërmjetësi financiar kryesor. Në këto raste, pasiguria e tij përbën pengesën kryesore për arritjen e objektivit të bankës qendrore, atë të stabilitetit të çmimeve, si dhe bëhet pengesë për nxitjen dhe mundësimin e një rritjeje të qëndrueshme ekonomike.

Në këtë aspekt, edhe Banka e Shqipërisë, duke marrë në konsideratë zhvillimin ekonomik dhe financiar të vendit, i ka kushtuar vëmendje dhe rëndësinë e nevojshme kësaj çështjeje në veprimtarinë e saj kërkimore, të paraqitur si vijon.

1.4 Ndërlidhja midis politikës monetare dhe stabilitetit financiar

1.4.1 Stabiliteti financiar dhe politika makroprudenciale e Bankës së Shqipërisë

Siç u përmend edhe më lart, kriza e fundit financiare globale (2007-2008) dhe kohëzgjatja e saj në kohë, sollën një mendësi të re mbi politikat makroekonomike dhe rolin e tyre, sidomos gjatë periudhave të krizave. Së pari, theksi iu vu rikonceptimit të qasjes së politikës monetare, ku stabiliteti i çmimeve i vetëm nuk është kusht për stabilitetin financiar, si dhe paqëndrueshmëria e sistemit financiar mund të sjellë efekte negative në stabilitetin e çmimeve. Së dyti, u pa i nevojshëm riaktivizimi i politikave makroprudenciale, inspiruar nga Crockett (2000), si një politikë për të siguruar shëndetin e sistemit financiar në tërësi, jo vetëm të institucioneve financiare individuale (Smets, 2014). Kështu, politika monetare fokusohet në arritjen e stabilitetit të çmimeve, politika makroprudenciale në qëndrueshmërinë e sistemit financiar në tërësi, ndërsa

politikat mikroprudenciale janë të fokusuara në shëndetin dhe sigurinë financiare të institucioneve financiare individuale. Megjithatë, ndarja midis fushave të veprimit dhe objektivave të politikës monetare dhe asaj makroprudenciale duhet të bëhet në përputhje me parimin e Tinbergen, i cili thotë se: (i) duhet të ketë aq instrumente sa objektiva, dhe (ii) se instrumentet duhet t'u caktohen atyre objektivave që mund të arrihen në mënyrë efikase (Smets, 2014).

Politika makroprudenciale, në sajë të sigurimit të qëndrueshmërisë së sistemit financiar, kontribuon në një përmirësim të transmetimit të politikës monetare, si dhe në arritjen e stabilitetit të çmimeve në mënyrë më eficiente (Smets, 2014). Për më tepër, marrëdhënia midis politikës monetare dhe asaj makroprudenciale varet edhe nga “efektet anësore” që njëra politikë ka në objektivat e tjetrës dhe se sa në mënyrë perfekte funksionon secila në ndjekje të qëllimit të vet parësor. Në praktikë, ky ndërveprim bëhet edhe më i vështirë dhe veprimet e tyre mund të bien ndesh me njëra-tjetrën, sidomos në kushtet kur këto dy politika janë në konflikt me njëra-tjetrën dhe përdoren në kah të kundërt.

Në literaturë ka një debat të gjerë në lidhje me rolin e politikës monetare dhe ndërveprimin e saj me politikën makroprudenciale dhe rolin që duhet të luajë secila prej tyre, të cilat Smets (2014) i ka grupuar në tre pikëpamje të ndryshme, të paraqitura si më poshtë:

Tabela 1.4 Tre pikëpamje-këndvështrime mbi politikën monetare dhe atë makroprudenciale të përmbledhura nga Smets (2014)

	Politika monetare	Politika makroprudenciale	Ndërveprim midis dy politikave	Sfidat
Konsensusi Jackson Hole i modifikuar	Korniza kryesisht e pandryshuar. Efekte të kufizuara në kredi dhe në marrjen përsipër të rrezikut. Instrument i hapur për t'u marrë me pabarazitë	Granuale dhe efektive	Ndërveprim i kufizuar dhe ndarja e lehtë e objektivave, instrumenteve etj.	<i>Koordinimi ? Huadhënës i fundit në radhë?</i>
Të veprosh kundër rrymës (Leaning against the wind)	Stabiliteti financiar si objektiv dytësor; zgjatja e horizontit. Ndikon në marrjen e rrezikut	Nuk mund të adresojë plotësisht ciklin financiar; arbitrazhi	Brishtësia financiare ndikon në transmetimin monetar dhe stabilitetin e çmimeve.	<i>Koordinimi?</i> Politika monetare e mbingarkuar
Stabiliteti financiar është stabiliteti i çmimeve	Objektivat e dyfishta në baza të barabarta. Zhbllokoi zhvlerësimet e bilancit; shmang disbalancat financiare gjatë periudhave të ngritjes	E padallueshme nga politika monetare	Stabiliteti financiar dhe stabiliteti i çmimeve janë të ndërlidhura ngushtë	<i>Problemet e mospërputhjes kohore (Time-inconsistency problems)?</i>

Burimi: Smets (2014).

Këndvështrimi i parë, i njohur ndryshe si “**Konsensusi i modifikuar i Jackson Hole**”, shikon një ndarje të plotë të objektivave midis dy politikave, ku autoritetet monetare duhet të kenë një përqasje të ngushtë të mandatit të tyre fokusuar vetëm tek stabiliteti i çmimeve dhe stabilizimi i faktorëve të prodhimit drejt një niveli të qëndrueshëm. Ndërsa autoritetet makroprudenciale duhet të fokusohen vetëm tek stabiliteti financiar

(Smets, 2014). Para krizës financiare globale, ky këndvështrim argumentonte që politika monetare duhet të marrë në konsideratë çështje që kanë të bëjnë me stabilitetin financiar, vetëm në ato raste kur stabiliteti financiar do të cenojë zhvillimet e stabilitetit të çmimeve dhe të aktivitetit ekonomik. Pas krizës financiare globale, u pa i nevojshëm krijimi i një kuadri politikash makroprudenciale efektive dhe të besueshme me qëllim objektivin e ruajtjes së stabilitetit financiar. Megjithatë, kjo përjasje nënvizon që politika monetare vazhdon të ketë në fokus stabilitetin e çmimeve, si në rastin e një regjimi fleksibël të shënjestrimit të inflacionit, por nuk do të lërë mënjandë ndryshimet në sistemin financiar dhe efektet që ato kanë në ekonomi dhe në transmetimin e politikës monetare. Në këtë mënyrë, çështjet e stabilitetit financiar do të përfshihen në mënyrë indirekte në vendimmarrjen e politikës monetare dhe do të vlerësohen mbi ndikimin e tyre në inflacion dhe ekonomi. Kjo përjasje nënvizon monitorimin e sistemit financiar dhe shkëmbimin e informacionit me autoritetet makroprudenciale (Adrian *et al.*, 2013), pasi ajo mbështetet në një ndërveprim të kufizuar midis politikës monetare dhe instrumenteve makroprudenciale.

Këndvështrimi “***Konsensusi i modifikuar i Jackson Hole***” bazohet në idenë që politika monetare kryesisht përpara krizës financiare nuk ka pasur një kontribut të qenësishëm në krijimin e disbalancave financiare dhe se norma afatgjatë e interesit nuk është një instrument shumë efektiv për t’i trajtuar këto disbalanca. Një çështje e debatueshme që ka ky këndvështrim është roli i bankës qendrore si “*lender of last resort*”- huadhënësi i fundit në radhë. Nga ana tjetër, vlerësimet empirike⁷ që kanë analizuar këtë përjasje, kanë treguar: (i) dobishmërinë e masave makroprudenciale për të zbutuar ciklin financiar që ka rezultuar nga pritshmëritë shumë optimiste duke reduktuar luhatshmërinë dhe rrezikun shtesë; (ii) probleme potenciale të koordinimit për shkak të natyrës të instrumenteve si të politikës monetare, ashtu edhe të asaj makroprudenciale; dhe (iii) politikat makroprudenciale nuk ndryshojnë shumë funksionin optimal të reagimit të politikës monetare.

Këndvështrimi i dytë i quajtur ndryshe si “të veprosh kundër rrymës (Leaning against the wind)” propozuar nga Borio dhe Lowe (2002), White (2006) mbështetet në idenë

⁷ Kannan, Rabanal, and Scott (2009); Angelini, Neri, and Panetta (2011); Darracq Pariès, Kok Sørensen, and Rodriguez Palenzuela (2011); Lambertini, Mendicino, Punzi (2011); Baillu, Meh, and Zhang (2012); Beau, Clerc, and Mojon (2012); Gelain, Lansing, dhe Mendicino (2012); De Paoli dhe Paustian (2013).

se shqetësimet e stabilitetit financiar duhet të jenë pjesë e objektivit dytësor të strategjisë së politikës monetare. I formuluar në këtë mënyrë, ky këndvështrim nënkupton një zgjatim të horizontit të veprimit të politikës monetare, ndikuar nga përfshirja e objektivit të stabilitetit financiar, pasi cikli financiar është zakonisht më i gjatë se cikli i biznesit. Argumenti për përfshirjen e objektivit të stabilitetit financiar lidhet me faktin që një politikë monetare konservatore fokusuar vetëm tek parashikimet e inflacionit gjatë 2-3 viteve në vazhdim, nuk i jep hapësirë politikës monetare të reagojë në mënyrë agresive ndaj disbalancave financiare. Gjithashtu në literaturë njihet se çështjet e ciklit financiar nuk mund të adresohen plotësisht me anë të politikave makroprudenciale. Për më tepër, norma e interesit të politikës monetare mund të ndikojë në marrjen përsipër të rrezikut nga sektori financiar dhe nga ana tjetër, brishtësia e sistemit financiar ndikon në eficiencën e transmetimit të politikës monetare, si dhe në ecurinë e stabilitetit të çmimeve. Smets (2014) nënvizon se sipas këndvështrimit “*të veprosh kundër rrymës*”, bankat qendrore mund të përballen me kompromise të ndërsjella, të cilat do të kërkojnë një rritje të besueshmërisë të tyre për të arritur objektivin e stabilitetit të çmimeve. Në vija të përgjithshme, ky këndvështrim argumenton se vendimmarrja e politikës monetare bëhet më komplekse, ndërsa korniza e veprimit të saj nuk ndryshon shumë. Rregulli optimal i reagimit të politikës monetare në këtë rast përfshin jo vetëm devijimet nga hendeku i inflacionit dhe hendeku i prodhimit, por edhe devijimet nga treguesi i stabilitetit financiar. Woodford (2012) argumenton që ky kompleks nuk është problem për sa kohë bankat qendrore kanë një rregull optimal të veprimit të politikës monetare të lidhur me arritjen e stabilitetit të çmimeve në afatin e gjatë, ku çdo devijim nga ky objektivi - që vjen si nga cikli i biznesit apo ai financiar - të justifikohet nga veprimet e saj për ta sjellë atë në ekuilibër. Për bankat të cilat kanë si objektivi qëndrueshmërinë e stabilitetit financiar, si BQE, kjo nuk kërkon një ndryshim të madh në vendimmarrje, pasi strategjia e saj e politikës monetare bazohet në përqasjen me dy shtylla, ku zhvillimet e aggregateve monetare dhe të ekonomisë reale janë pjesë e vendimmarrjes së politikës monetare.

Këndvështrimi i tretë i njohur si “*stabiliteti financiar është stabiliteti i çmimeve*”, sipas Smets (2014), propozon një ndryshim të qenësishëm në objektivat e politikës monetare, duke argumentuar që të dy këta objektiva - stabiliteti i çmimeve dhe ai financiar - janë të ndërthurur ngushtë me njëri-tjetrin dhe është e pamundur të bësh një dallim midis tyre. Sipas kësaj përqasjeje, politikat monetare tradicionale dhe jotradicionale,

fillimisht synojnë të arrijnë qëndrueshmërinë e sistemit financiar, duke adresuar çështje që kanë të bëjnë me mosfunksionimin e tregut financiar dhe ngërçet në procesin e transmetimit të politikës monetare. Një ndër problemet apo çështjet që vijnë nga kjo përjasje janë ato të lidhura me mospërputhjet kohore ose “*time-inconsistency problem*”, ku bashkërendimi midis politikës monetare dhe stabilitetit financiar është vendimtar, për t’i adresuar këta të dy objektiva njëkohësisht.

Më së miri, ndërveprimi i politikës monetare dhe stabilitetit financiar formulohet nga teoria e parasë të përshkruar nga Brunnermeier dhe Sannikov (2013), e cila i vendos ndërmjetësit financiarë në qendër të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare dhe kështu lidh stabilitetin e çmimeve, me atë financiar e fiskal. Brunnermeier dhe Sannikov (2013) argumentojnë se gjatë periudhave të rënies ekonomike, politika monetare optimale duhet të identifikojë dhe zhbllokojë zhvlerësimet e bilancit që pengojnë fluksin e fondeve drejt sektorëve më produktivë të ekonomisë. Ndërsa gjatë periudhave të rritjes ekonomike, kërkohet një politikë monetare e kujdesshme që të shmangë disbalancat që e bëjnë ekonominë të brishtë ndaj likuiditetit dhe spiraleve deflacioniste. Ndërveprimi i ngushtë midis stabilitetit të çmimeve dhe stabilitetit financiar buron nga fakti që shëndeti i sektorit financiar përcakton shkallën e krijimit të parasë dhe të çmuarjen e rrezikut në ekonomi (Adrian dhe Shin, 2010). Ku, politika monetare funksionon nëpërmjet rishpërndarjes së pasurisë për të zbutur efektet e amplifikimit që vijnë nga kufizimet e bilancit. Në këtë përjasje, bankat qendrore duhet të jenë të ndërgjegjshme për lidhjen midis qëndrueshmërisë së çmimeve, asaj financiare dhe fiskale, duke pasur në vëmendje të analizave kreditimin total të ekonomisë, si dhe të sektorëve të veçantë, pa lënë mënjanë zhvillimet në agregatët e tjerë monetarë. Në rastin më të keq, si për shembull gjatë krizave financiare, mund të ndodhë që sektori financiar ta vendosë bankën qendrore në vështirësi, duke e kufizuar për të vepruar ndaj inflacionit (Smets, 2014).

Përgjithësisht të tre këto këndvështrime kanë implikime të ndryshme për sa i përket kornizës institucionale të përcaktimit të politikës monetare dhe asaj të stabilitetit financiar. Kështu nën pikëpamjen e parë, atë të “***Konsensusit të modifikuar të Jackson Hole***”, ka një ndarje të qartë midis këtyre dy politikave dhe mjafton një shkëmbim informacioni midis dy autoriteteve, për të arritur secilin nga objektivat. Ndërsa sipas këndvështrimit të tretë, “***stabiliteti financiar është stabiliteti i çmimeve***”, stabiliteti i çmimeve dhe ai financiar janë të ndërlidhur ngushtë me njëri-tjetrin, duke e bërë të

vështirë ndarjen e objektivave dhe instrumenteve për t'i arritur njëkohësisht këto objektiva. Vërehet se të tre këto këndvështrime i vënë theksin ndërveprimit dhe bashkërendimit të stabilitetit financiar dhe politikës monetare për të arritur stabilitetin e çmimeve.

Megjithatë, siç e përmendëm edhe më lart, në literaturë ka këndvështrime të ndryshme për sa i përket intensitetit të ndërveprimit midis politikave, efektivitetit të pavarur të politikave makroprudenciale, deri në masën apo shkallën që politika monetare mund të jetë burim i paqëndrueshmërisë financiare, dhe në masën që politika monetare mund të shmangë shqetësimet e lidhura me stabilitetin financiar, veçanërisht gjatë periudhave të krizave.

Smets (2014), nga një analizim i literaturës mbi stabilitetin financiar dhe politikën monetare, evidenton që: *Së pari*, nëse ndërveprimi midis politikave është intensiv, normalisht ka një rol më të madh për koordinim, i cili mund të bëhet lehtësisht nëse një institucion, përgjithësisht banka qendrore, ndjek njëkohësisht të dy objektivat së bashku dhe ka të gjitha instrumentet e domosdoshme në dispozicion për t'i arritur ato. *Së dyti*, nëse mjetet makroprudenciale rezultojnë joefektive në menaxhimin e ciklit financiar, atëherë është më e përshtatshme që instrumentet e politikës monetare të kenë si objektiv stabilitetin financiar. *Së treti*, nëse politika monetare e vetme është burim i paqëndrueshmërive financiare, është më e përshtatshme të merren në konsideratë implikimet që politika monetare ka ndaj stabilitetit financiar. *Së fundi*, nëse autoritetet monetare nuk mund të arrijnë stabilizimin e sistemit financiar në kohë krize, atëherë mund të jetë e dobishme që të dyja politikat të vendosen nën një çati, pra të jenë në duart vetëm të autoritetit të bankës qendrore.

Megjithatë, një ndër argumentet kundër përfshirjes së bankës qendrore në çështje të stabilitetit financiar lidhet me uljen e besueshmërisë të saj për arritjen e stabilitetit të çmimeve. Kjo mund të ndodhë përmes dy kanaleve kryesore. Së pari, përfshirja e bankës qendrore në çështjet e stabilitetit financiar kërkon një përfshirje më të fortë të saj në politikat e shpërndarjes (Brunnermeier dhe Sannikov 2013) dhe në operacionet pothuajse-fiskale, të cilat mund të dëmtojnë pavarësinë e bankës qendrore, dhe të rrisin presionet politike ndaj saj. Së dyti, përfshirja në çështje të stabilitetit financiar mund të sjellë probleme të rëndësishme të mospërputhjes kohore për politikën monetare, që mund të bëjë që banka të ketë probleme në sigurimin e më shumë likuiditeti se sa është

e nevojshme për të arritur stabilitetin afatgjatë të çmimeve, nëse nuk adresohen çështjet themelore të tejkalimit të borxhit pas një krize financiare.

Ashtu siç e përmendëm edhe më lart angazhimi i politikës monetare për arritjen e stabilitetit financiar, do të varet nga efektiviteti i instrumentit të politikës monetare kundër disbalancave financiare dhe nga ndikimi që norma afatshkurtër e interesit luan në marrjen përsipër të rrezikut nga ana e ndërmjetësve financiarë.

Në vazhdim do të pasqyrojmë një përmbledhje të literaturës mbi politikën monetare dhe efektivitetin e saj në adresimin e çështjeve të stabilitetit financiar, ndërsa një përmbledhje e literaturës mbi efektivitetin e politikave makroprudenciale plotësohet më tej në kapitullin e dytë.

Siç e përmendëm, periudha 15-vjeçare nga fillimi i krizës financiare globale deri tani i ka dhënë përparësi, në arenën e debatit mbi politikëbërjen e bankës qendrore, çështjeve të përdorimit të mjeteve të politikës monetare edhe për qëllime që i përkasin stabilitetit financiar. Autorë si Gorton (2009), Krishnamurthy (2009), Bernanke (2018), e të tjerë kanë vënë theksin te dinamikat e ripërcaktimit të niveleve të çmimeve të kredisë dhe instrumenteve të borxhit si rezultat i krizave financiare. Një numër gjithnjë e më i madh materialesh studimore, si Angeloni, *et al.* (2010), Paligorova & Sierra Jimenez (2012), Dell'Ariccia, *et al.* (2013), e të tjerë, ka marrë në shqyrtim lidhjen midis efekteve të politikës monetare dhe masës së ndërmarrjes së rrezikut nga ndërmjetësit financiarë. Të tjerë studiues si Bond, *et al.* (2012) dhe Igan, *et al.* (2020), kanë analizuar se si tregjet financiare i përcjellin efektet tek treguesit e sektorit real të ekonomisë, veçanërisht gjatë periudhave të krizave. Një aktualitet i tillë në fushën e kërkimit ekonomik dëshmon vëmendjen që ka marrë zgjerimi i synimeve të politikës monetare në funksion të stabilitetit financiar.

Angazhimi parësor për shumicën e bankave qendrore është ai i sigurimit dhe ruajtjes së stabilitetit të çmimeve brenda ekonomive përkatëse. Disa banka qendrore, kryesisht të ekonomive të zhvilluara si Rezerva Federale e SHBA-ve, Banka e Anglisë, Banka e Australisë etj., krahas angazhimit parësor, janë ngarkuar dhe me përbushjen e objektivave dytësorë. Për Rezervën Federale, ky objektiv është ai i sigurimit të nivelit

maksimal të punësimit.⁸ Objektivi dytësor i Bankës së Anglisë është të mbështesë politikën ekonomike të qeverisë britanike, përfshirë objektivat e saj për rritje dhe punësim.⁹ Vitet e fundit, numri i bankave qendrore të ngarkuara me angazhime dytësore që lidhen me strategjitë makroprudenciale dhe qëndrueshmërinë financiare të ekonomisë ka ardhur duke u rritur.

Krizat ekonomike të dy dekadave të fundit kanë kontribuar në shpeshtimin e rasteve të bankave qendrore të mandatuara me objektiva dytësorë. Kornizat e shtrirjes dhe veprimit të politikës monetare të bankave, gjatë kësaj periudhe, janë zgjeruar e përshtatur për të përfshirë dhe objektiva që, në këndvështrimin tradicional, i përkasin sektorëve financiarë dhe realë të ekonomisë, e për të cilët duhet të përgjigjen strukturat qeveritare përkatëse. Me qëllim arritjen e objektivave të qëndrueshmërisë financiare, banka qendrore e përshtat politikëbërjen e saj në funksion të arritjes së këtij objekti. Ndonëse zakonisht plotësuese e në të njëjtën linjë me objektivin parësor të bankës qendrore, në raste të veçanta si periudhat e krizave financiare e ekonomike apo episodet e rrezikut sistematik, këta objektiva shtesë mund të marrin përparësi edhe mbi objektivin parësor. Kjo për shkak se garantimi i stabilitetit të çmimeve është i pamundur në kushtet e një paqëndrueshmërie financiare apo ekonomike, ndaj duhet që fillimisht të shmanget ky i fundit që të krijohen eventualisht kushtet për përmbushjen e objektivit të inflacionit.

Ndarja që kriza financiare globale shkaktoi në mendimin ekonomik mbi kursin e veprimit të politikës monetare ka vijuar të thellohet gjatë viteve të fundit. Nga njëri krah pozicionohen një numër në rritje ekonomistësh dhe ekspertësh të politikës monetare, si Borio (2003; 2010), Adrian & Shin (2009), Gambacorta (2009; 2011), Albertazzi, *et al.* (2021) etj., sipas të cilëve, banka qendrore duhet të zbatojë një politikë të kujdesshme, me orientim nga e ardhmja, e cila duhet të mbështesë funksionet e stabilitetit financiar dhe të jetë gjithashtu proaktive në evidentimin në kohë dhe parandalimin e rasteve potenciale të rrezikut sistematik. Nga krah tjetër, kemi autorë e ekspertë si Ferguson Jr.

⁸ Nivelin maksimal të punësimit, Rezerva Federale e përkufizon si nivelin më të lartë të punësimit që ekonomia mund të përballojë, pa gjeneruar inflacion të padëshirueshëm. Kongresi i SHBA-ve është autoriteti që ka ngarkuar Rezervën Federale me objektivin e punësimit maksimal. Kjo e fundit nuk është në pozicionin që ta kontestojë këtë mandatim, por pranon që nuk disponon fuqi dhe mjete të mjaftueshme për ta përmbushur objektivin nëpërmjet ushtrimit të politikave të saj (Fisher, 2023).

⁹ Objektivat për rritje ekonomike dhe punësim përcaktohen dhe përmbushen prej strukturave përkatëse të qeverisë britanike.

(2002; 2005) dhe Svensson (2003; 2018; 2019), të cilët vijnë në pozicionohen në favor të një roli konservator të politikës monetare, i cili duhet të konsistojë thjesht dhe vetëm në ruajtjen e stabilitetit të çmimeve nëpërmjet shënjestrimit të vlerës së inflacionit.

Literatura kërkimore e periudhës që i parapriu krizës financiare të viteve 2007-2008 nuk ofron argumente bindëse të ndonjë lidhjeje të qëndrueshme midis komponentëve dhe kanaleve të transmetimit të politikës monetare në njërin anë, dhe treguesve të qëndrueshmërisë financiare, tregut të kredisë apo çmimeve të aktiveve në anën tjetër. Tek autorë të kësaj periudhe – të cilët shqyrtuan aspekte të lidhjes së lartpërmendur të politikës monetare me treguesit ekonomikë – siç evidentohet dhe nga Albertazzi, *et al.* (2021), konkluzionet rezultojnë të përziera. Ferguson Jr. (2005) identifikon një korrelacion pozitiv midis normave të rritjes së çmimeve reale të banesave dhe M3, por ky korrelacion nuk është i pranishëm kur bëhet fjala për çmimet reale të aktiveve në përgjithësi, përfshirë veçanërisht letrat me vlerë. Po ashtu, Adrian (2007) del në përfundimin se nuk ka evidencë statistikore që të dëshmojë se rritjet në kthimet nga investimet ‘*hedge funds*’ u paraprijnë rritjeve në luhatshmërinë e tyre, çka nënkupton se kur kthimet nga investimet për këto produkte financiare rriten, jo domosdoshmërisht shtohet rreziku potencial në këtë kanal të investimeve.

Kriza financiare globale nxori në pah një sërë hallkash të dobëta të integritetit dhe funksionimit të sistemit financiar, të cilat deri atëherë nuk ishin pikasur ose nuk u ishte kushtuar rëndësia e duhur. Së pari, kur një ekonomi karakterizohet nga një mjedis i stabilizuar çmimesh, jo domosdoshmërisht nënkupton se sistemi i saj financiar është në ekuilibër dhe i qëndrueshëm. Është detyrë e bankës qendrore të vigjilojë në vazhdimësi për sinjale e simptoma të paqëndrueshmërisë në sistemin financiar. Së dyti, në rastet e ndërprerjeve të papritura të ciklit financiar dhe atij të kredisë, siç mund të jenë episodet e krizave, sektori bankar merr rol thelbësor në transmetimin e politikës monetare. Për rrjedhojë, duhen analizuar me imtësi të gjitha rastet dhe rrethanat që mund të cenojnë shëndetin e këtij sektori. Së treti, zbutjet e standardeve të kredidhënies duhen shoqëruar me pritshmëri realiste të shlyerjeve. Në të kundërt, do të jetë pikërisht likuiditeti i tepërt i ofruar nga tregu i kredisë njëri prej faktorëve përgjegjës për paqëndrueshmërinë financiare që mund të pasojë. Së katërti, dobësitë në sistemin financiar mund të lindin dhe si pasojë e mbajtjes të normave shumë të ulëta të interesit, në kuadër të ndjekjes në mënyrë strikte të objektivave të politikës monetare në varësi të regjimit të adaptuar, si për shembull stabiliteti i çmimeve dhe/ose punësimi maksimal. Në këtë drejtim,

studiuesit i kanë kushtuar vëmendje se si vendimmarrja e politikës monetare ndikohet nga stabiliteti financiar dhe se si stabiliteti financiar ndikohet nga ndryshimet e normave të interesit. Pjesa më poshtë paraqet një përmbledhje të punës kërkimore të bërë nga Sejko (2022) në lidhje me këto dy çështje.

1.4.2 Efekti i ndërveprimit të anasjellë të politikës monetare të Bankës së Shqipërisë dhe stabilitetit financiar

Siç e përmendëm edhe më lart, në këtë pjesë paraqiten në mënyrë të përmbledhur vlerësimet dhe gjetjet e marra nga Sejko (2022) në lidhje me mënyrën e reagimit të politikës monetare ndaj stresit bankar në Shqipëri, si dhe ndikimi i stabilitetit bankar nga ndryshimet e normës së politikës monetare.

Banka e Shqipërisë, si çdo bankë tjetër qendrore, e përcakton normën bazë të interesit bazuar në një sërë treguesish monetarë, financiarë dhe ekonomikë, dhe bën bashkë një tërësi qëllimesh që politikëbërësit e një banke qendrore synojnë të shohin të realizuara në ekonominë vendase. Në këtë kontekst, politikëbërësve u nevojiten metoda dhe mjete për të vlerësuar efektivitetin e regjimit të për zgjedhur të politikës monetare, si dhe për të marrë vendime mbi ecurinë e tij në vazhdimësi.

Sejko (2022), për të testuar nëse zbatimi i politikës monetare të Bankës së Shqipërisë ka marrë në konsideratë problematikën e stabilitetit financiar, ka vlerësuar empirikisht rregullin e Taylor-it, që shpreh normën bazë të politikës monetare në funksion të devijimeve të inflacionit nga objektivi i tij dhe devijimeve të prodhimit të ekonomisë ndaj potencialit të saj, i njohur si hendeku i prodhimit (Hofmann & Bogdanova, 2012). Ky rregull në fakt është një përgjithësim i thjeshtë i mënyrës së reagimit të politikës monetare, pasi në procesin e vendimmarrjes, bankat qendrore marrin në konsideratë dhe analizojnë një tërësi të madhe treguesish. Por, ai shërben për të vlerësuar deri diku faktorët që ndikojnë normën bazë të interesit të politikës monetare dhe masën e këtij ndikimi. Për shkak të rëndësisë që politika monetare dhe përcaktimi i normës bazë të saj ka në ecurinë e ekonomisë së një vendi, trajtimi empirik i rregullit të Taylor-it haset dendur në literaturë.

Bazuar në këtë rregull, banka qendrore shikon se si devijimet pozitive apo negative të inflacionit dhe aktiviteti ekonomik në vend ndaj nivelit të targetuar të tyre do të sinjalizonin pikërisht nevojën për ndryshim të sjelljes së politikës monetare, në shtrëngim apo në lehtësim të kushteve monetare në ekonomi (Yellen, 2015).

Që pas publikimit të tij, rregulli i Taylor-it u huazua për përdorim në shumë studime empirike, për rrjedhojë shërbeu si bazë për variante më aktuale e praktike të funksionit të reagimit të politikës monetare. Ky rregull përfshin edhe merr në konsideratë edhe tregues të tjerë, si ata të lidhur me stresin nga sistemi financiar, kryesisht pas krizës financiare globale¹⁰.

Edhe në rastin e politikës monetare të Bankës së Shqipërisë - për të parë reagimin si ndaj devijimeve të inflacionit, të hendekut të prodhimit, apo edhe të treguesve të stresit financiar - Sejko (2022) ka vlerësuar një rregull standard dhe të modifikuar të Taylor, mbështetur në përjasjet metodologjike të Carare & Tchaidze (2005), Baxa, *et al.* (2011) dhe Floro & van Roye (2017). Ky model paraqet reagimin e politikës monetare, në funksion të sjelljes autoregresive të normës bazë të interesit, hendekut të inflacionit, prodhimit dhe treguesit që vlerëson paqëndrueshmërinë bankare në Shqipëri. Treguesi i stabilitetit bankar ose i njohur ndryshe si treguesi i shëndetit bankar (BSI), llogaritur nga Shijaku (2016), paraqet shëndetin e sistemit bankar llogaritur si mesatare e disa treguesve që matin nivelin e mjaftueshmërisë së kapitalit, cilësinë e aktiveve, fitimet, likuiditetin dhe ndjeshmërinë ndaj rrezikut të tregut¹¹. Në model është përfshirë inversi i tij, kështu që një rritje e tij, paraqit rritje të stresit bankar.

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

(1)

Më konkretisht, r është norma bazë nominale e politikës monetare, (REPO); $\hat{p}$ është diferenca midis normës së vrojtuar të inflacionit në periudhën e dhënë dhe normës së shënjestruar të tij; $\hat{y}$ është hendeku i prodhimit, dhe s është treguesi i stabilitetit bankar. α është niveli ekuilibër i normës afatgjatë natyrore të interesit; $\beta_{\hat{p}}$ është efekti i reagimit

¹⁰ Për më shumë referojuni Sejko (2022).

¹¹ Për më shumë në lidhje me metodologjinë, llogaritjen dhe metodën e peshimit të nëntreguesve mund t'i referoheni studimeve të Shijaku (2016, 2017).

të politikës monetare në përgjigje të devijimit të normës faktike të inflacionit nga ajo e shënjestruar; β_y është efekti i reagimit të politikës monetare në përgjigje të diferencës të prodhimit faktik të ekonomisë nga një kapacitet i mundshëm i tij; β_r është efekti i lëvizjes graduale drejt normës natyrore të interesit dhe përfaqëson shkallën e konvergjencës të normës së vërtetuar të interesit me normën afatgjatë reale r' tek ekuacioni 1¹², β_s mat efektin e reagimit të politikës monetare ndaj stabilitetit të sektorit bankar, dhe; ε_t është termi i gabimit i trajtës ‘iid’¹³, me mesatare 0 dhe variancë konstante. Në mënyrë të përmblodhur, rezultatet e vlerësimit të rregullit të Taylorit të politikës monetare janë paraqitur në Tabelën 5.

Tabela 1.5: Rezultatet empirike mbi zbatimin e reagimit të politikës monetare në Shqipëri

	<i>Norma natyrore e interesit</i> β_0	<i>Axhustimi i normës bazë të interesit</i> $\beta_{r_{t-1}}$	<i>Reagimi i normës së interesit ndaj inflacionit të pritshëm,</i> $\beta_{p_{t+1}}$	<i>Reagimi i normës së interesit ndaj hendekut të prodhimit</i> $\beta_{y_{t-1}}$	<i>Reagimi i normës së interesit ndaj paqëndruesh mërisë financiare</i> $\beta_{s_{t-1}}$
Periudha e vlerësimit 2004-2021	5.12*	0.93***	2.41*	0.17	0.16*
Periudha e vlerësimit 2008-2021	3.42*	0.92*	1.59*	0.62*	1.0

Burimi: Sejko (2022).

Rezultatet e nxjerra nga Sejko (2022), paraqitur si më sipër, në vija të përgjithshme tregojnë se norma e interesit e politikës monetare të Bankës së Shqipërisë udhëhiqet nga devijimet e inflacionit nga niveli i shënjestruar, në përputhje me parimet mbi regjimin e përzgjedhur të inflacionit. Rezultatet tregojnë se politika monetare i kushton rëndësi zhvillimeve makroekonomike dhe atyre bankare. Shohim një reagim të shpejtë, të drejtpërdrejtë dhe prociklik nga ana e politikës monetare të Bankës, në sinkron me ecurinë e hendekut të prodhimit dhe praninë e episodeve të çekuilibrit në sektorin bankar. Kështu, Banka e Shqipërisë rrit normën bazë të interesit në rastet kur inflacioni

¹² Vlera e koeficientit θ , sipas identitetit $r_t = r'_t(1 - \theta) + \theta r_{t-1}$, veçon sjelljen autoregresive të normës afatshkurtër të interesit. Kjo e fundit shpreh shkallën e reagimit të politikës monetare ndaj nevojës për përshtatje graduale të nivelit të normave afatshkurtra të interesit me normën natyrore. Një vlerë e lartë e β_r nënkupton një proces të ngadalshëm përshtatjeje, dhe anasjelltas.

¹³ iid është akronimi në gjuhën angleze i termit “*independently, identically distributed*”.

është mbi nivelin e synuar, kur prodhimi kalon mbi kapacitetin optimal të tij dhe kur rritet prania e rrezikut sistemik në sektorin bankar. Prirjet rritëse në këto raste vënë në dukje përpjekjen e politikës monetare për të ruajtur objektivin e përcaktuar të çmimeve dhe shmangur cënimin e stabilitetit bankar.

Për më tepër, rezultatet e marra tregojnë se pas krizës së fundit financiare globale, mbas normës të inflacionit të pritshëm, stabiliteti bankar rezulton kanali i dytë më i rëndësishëm për përcjelljen e efekteve të politikës monetare. Kështu përcaktimi i normës bazë të interesit të politikës monetare, përveç stabilitetit të çmimeve është i lidhur ngushtë edhe me stabilitetin bankar, duke evidentuar rolin në rritje të sektorit bankar, për kursin e ardhshëm të drejtimit të politikës monetare. Megjithatë një konkluzion i rëndësishëm që rezulton nga rezultatet e paraqitura nga Sejko (2022) është se koeficienti i reagimit të politikës monetare ndaj inflacionit ka vlerën më të madhe, duke theksuar edhe njëherë se orientimi kryesor i vendimmarrjes për politikën monetare të Bankës së Shqipërisë është devijimi i normës së inflacionit të pritshëm nga objektivi i saj prej 3%.

Në vija të përgjithshme, vlerësimet e marra nga Sejko (2022) tregojnë se politika monetare e Bankës së Shqipëri ka reaguar qoftë nga zhvillimet makroekonomike në vend, ashtu edhe ndaj disbalancave financiare, duke ofruar dëshmi të qarta për një marrëdhënie të rëndësishme midis politikës monetare dhe shëndetit (stabilitetit) financiar të bankave. Për më tepër vlerësimet kanë treguar se vendimmarrja e politikës monetare ndikon stabilitetin financiar të bankave dhe se vendimmarrja e politikës monetare duhet të mbajë parasysh implikimet potenciale të saj në stabilitetin e sistemit financiar.

Gjithashtu përveç ndikimit që qëndrueshmëria e sektorit ka në normën e interesit të politikës monetare, Sejko (2022) ka vlerësuar se si shëndeti bankar ndikohet nga norma e interesit të politikës monetare. Më konkretisht, Sejko (2022) ka vlerësuar se si shëndeti bankar ndikohet nga treguesit makroekonomikë, norma e interesit të politikës monetare dhe tregues specifikë të sistemit bankar, që kanë të bëjnë me eficiencën e sistemi bankar, levën financiare dhe konkurrencën në këtë sektor¹⁴. Më poshtë janë

¹⁴ Për më shumë detaje, ju lutem referojuni Sejko (2022). Në tabelë janë paraqitur vetëm vlerësimet mbi ndikimin e normës së interesit në shëndetin e bankave, pjesa tjetër e variablave shpjegues dhe të gjitha statistikatat mbi cilësinë e vlerësimeve gjenden tek Sejko (2022).

paraqitur rezultatet e marra nga Sejko (2022) vetëm mbi ndikimin e politikës monetare në shëndetin bankar.

Tabela 1.6: Ndikimi i shëndetit të bankave ndaj ndryshimit të normës së politikës monetare

Treguesi i varur, shëndeti i Ndikimi i normës së ndryshimit të bankave: $BSI_{i,t}$ politikës monetare, <i>Repo</i>	
Periodha e vlerësimit 2004-2021	-0.07***
Periodha e vlerësimit 2008-2021	-0.067***

Burimi: Sejko (2022).

Këto vlerësime tregojnë për një ndikim të rëndësishëm dhe negativ të normës së interesit të politikës monetare në shëndetin e bankave. Gjithashtu, rezultatet tregojnë që pas krizës financiare globale, koeficienti i reagimit të shëndetit të bankave është më i ulët që sinjalizon një vëmendje të shtuar të politikës monetare ndaj stabilitetit të bankave. Këto rezultate dëshmojnë që ka një marrëdhënie të rëndësishme midis politikës monetare dhe shëndetit financiar të bankare dhe se vendimmarrja e politikës monetare ndikon stabilitetin financiar në vend. Gjetjet e Sejkos (2022) nënkuptojnë se vendimmarrja e politikës monetare duhet të jetë e kujdesshme, si dhe në përcaktimin e sjelljes së saj, ajo duhet të mbajë parasysh implikimet potenciale në stabilitetin e sistemit financiar. Si rrjedhojë, në rastet kur vlerësohet se efektet e politikës monetare mund të jenë negative për stabilitetin e bankave, vendimmarrja e politikës monetare duhet të pasurohet ose të shoqërohet edhe me masa të tjera makroprudenciale, për të zbutuar efektet që politika monetare mund të ketë në bilancin e bankave, duke marrë në konsideratë stabilitetin e çmimeve dhe atë bankar si dhe ndërveprimin midis tyre.

Në mënyrë të përmbledhur, gjetjet e Sejkos (2022) tregojnë që stabiliteti i sistemit bankar ka rëndësi për implikimet e politikës monetare, si dhe shëndeti bankar ndikohet nga vendimmarrja e politikës monetare. Gjetje këto që në rastin e Shqipërisë tregojnë për një ndërveprim të anasjelltë dhe të rëndësishëm midis politikës monetare dhe stabilitetit financiar në vend, duke konfirmuar atë që gjendet përgjithësisht në literaturë.

Megjithatë, vlerësimet e marra nga Sejko (2022) tregojnë vetëm për mënyrën e ndërveprimit të politikës monetare me stabilitetin bankar, dhe se si shëndeti bankar ndikohet nga veprimet e politikës monetare, të parë veç e veç, pa hulumtuar për lidhjen e njëkohshme të tyre. Për më tepër, duke qenë se Banka e Shqipërisë e ka përcaktuar stabilitetin financiar si objektiv të rëndësishëm të saj në funksion të objektivit kryesor, atë të stabilitetit të çmimeve, analiza e bërë nga Sejko (2022) duhet të pasurohet edhe me elemente të tjera që përfshijnë efektivitetin e politikave makroprudenciale të ndërmarra nga Banka e Shqipërisë gjatë kësaj periudhe. Këto masa, së bashku me rregulla të tjera të mbikëqyrjes bankare, kanë shërbyer për forcimin dhe rezistencën e sistemit financiar, për të minimizuar efektet negative në rast dështimi, si dhe për të minimizuar edhe pasiguritë e shtuara në të ardhmen që mund ta venë sistemin financiar dhe bankën qendrore në vështirësi për të arritur objektin parësor, por edhe objektivat e tjerë të saj. Elemente këto që do të duhet të hulumtohen në analiza dhe materiale të tjera kërkimore.

1.5 Konkluzione

Kriza financiare globale e viteve 2007-2008, si dhe efektet e mëvonshme të saj dëshmuar kosto të mëdha të saj për ekonominë, në terma të prodhimit, të çmimeve, nivelit të punësimit, qëndrueshmërisë financiare etj. Gjithashtu, kjo krizë evidentoi se zhvillimet në sistemin financiar janë shumë të rëndësishme jo vetëm për ekonominë, por edhe për përçimin e efekteve të politikës monetare. Ajo rihapi një debat të rëndësishëm global mbi përjasjen e veprimit të bankës qendrore, të rolit të politikës monetare dhe të politikave makroprudenciale, ndërveprimit dhe koordinimit të tyre për të adresuar paqëndrueshmëritë në sistemin financiar, pa cenuar qëndrueshmërinë e stabilitetit të çmimeve.

Kriza financiare globale dëshmoi që politika monetare e vetme nuk mund të adresojë çështjet që kanë të bëjnë me stabilitetin financiar. Rritja e normave të interesit megjithëse garanton stabilitetin e çmimeve dhe prodhimit, mbart edhe kosto të shtuara për shoqërinë. Ajo mund të përkeqësojë shëndetin financiar të sistemit dhe sektorit privat e për rrjedhojë mund të dëmtojë besueshmërinë e bankës qendrore, dhe indirekt efektivitetin e politikës monetare. Kështu, theksi iu vendos politikave makroprudenciale dhe mikro për të parandaluar dhe për të zbutur rrezikun e një krize

financiare, si dhe për të forcuar qëndrueshmërinë e sistemit financiar ndaj goditjeve të mundshme, ndonëse efektiviteti i tyre mbetet për t'u vlerësuar.

Për këtë qëllim, ky material përshkruan dhe analizon politikën monetare të Bankës së Shqipërisë gjatë më shumë se dy dekadave, në kontekstin e zhvillimit makroekonomik dhe financiar të vendit, si dhe rolin e saj në arritjen e stabilitetit të çmimeve. Po ashtu, ai trajton se si çështjet e stabilitetit financiar janë adresuar nga Banka e Shqipërisë.

Materiali pasqyron se që në krye të herës Banka e Shqipërisë ka vendosur stabilitetin e çmimeve si objektivin kryesor të saj, duke kontribuar direkt në ruajtjen e ekuilibrave makroekonomikë të vendit, në uljen e primeve të rrezikut, në rritjen e qëndrueshme ekonomike dhe në përmirësimin afatgjatë të mirëqenies, si dhe në mbështetjen e stabilitetit të sistemit financiar. Megjithatë, kriza financiare dëshmoi rëndësinë që ka stabiliteti financiar për qëndrueshmërinë makroekonomike në vend dhe për vetë stabilitetin e çmimeve. Për këtë qëllim, Banka e Shqipërisë e ka adresuar stabilitetin financiar në vend nëpërmjet implementimit të politikave dhe instrumenteve makroprudenciale, të cilat synojnë parandalimin dhe zvogëlimin e rreziqeve sistematike, duke fuqizuar rezistencën e sistemit financiar dhe duke siguruar kështu një kontribut të qëndrueshëm të sistemit financiar në rritjen ekonomike.

Vlerësimet empirike të marra nga Sejko (2022) tregojnë që Banka e Shqipërisë, në zbatimin e politikës së saj monetare, ka marrë në konsideratë stabilitetin bankar në vend, ndërkohë që shëndeti i bankave ndikohet nga ndryshimet e normës bazë të interesit. Këto gjetje konfirmojnë rëndësinë e qëndrueshmërisë së sistemit financiar për vendimmarrjen e politikës monetare, por edhe ndikimin që ka politika monetare në shëndetin e bankave.

Megjithatë, vlerësimet e bëra nga Sejko (2022), siç e përmendëm edhe më lart, nuk adresojnë plotësisht të gjitha çështjet dhe vendimmarrjet e Bankës së Shqipërisë gjatë kësaj periudhe, si dhe çështje të tjera të lidhura me specifikimin e modelit. Disa nga kufizimet janë: (I) analizimi i reagimit të politikës monetare nuk ka marrë në konsideratë efektin e mjeteve dhe faktorëve të tjerë jotradicionalë që kanë luajtur një rol të rëndësishëm në menaxhimin e tejzgjatjeve të efekteve të krizës financiare globale dhe të krizës së borxheve të Eurozonës, si dhe krizës së shkaktuar nga pandemia e COVID-19; (II) si funksioni i reagimit të politikës monetare, ashtu edhe qëndrueshmëria e sistemit bankar janë vlerësuar të ndarë, pa parë ndikimin e

njëkohshëm të tyre në një sistem ekuacionesh, si dhe është supozuar që lidhja midis treguesve të jetë lineare dhe e njëtrajtshme; (III) mospërfshirja e masave mikro dhe makroprudenciale të ndërmarra nga Banka e Shqipërisë, kryesisht gjatë dhe pas krizës financiare globale, me qëllim rritjen e qëndrueshmërisë bankare. Këto kufizime janë trajtuar në dy kapitujt në vazhdim.

KAPITULLI 2 – ANALIZA E NDËRVEPRIMIT TË POLITIKAVE MONETARE E MAKROPRUDENCIALE: NJË VËSHTRIM EMPIRIK I RASTIT TË SHQIPËRISË

2.1 Hyrje

Në peizazhin dinamik të politikave ekonomike, koordinimi ndërmjet politikave monetare dhe makroprudenciale luan një rol kryesor në ruajtjen e stabilitetit financiar dhe arritjen e objektivave më të gjerë ekonomike. Ndërveprimi midis këtyre dy fushave të politikave ka tërhequr vëmendje të konsiderueshme vitet e fundit, veçanërisht duke pasur parasysh natyrën komplekse dhe të ndërlidhur të sistemeve moderne financiare. Ky studim ndërmerr një eksplorim empirik të koordinimit të politikave monetare dhe makroprudenciale, me fokus të veçantë në Shqipëri, duke hedhur dritë mbi efektivitetin e këtyre politikave në arritjen e objektivave përkatës.

Sikurse u pa dhe në kapitullin paraardhës, dy politikat përfaqësojnë dy objektiva të dallueshëm të bankës qendrore moderne dhe si të tillë, mund të ndikojnë njëra-tjetrën dhe të shkaktojnë efekte anësore të padëshiruara. Megjithatë, ato mund të koordinohen për të ndihmuar njëra-tjetrën në arritjen e objektivave.

Në kuadër të këtyre dinamikave, ky kapitull synon të hulumtojë në mënyrë empirike ndërveprimin dhe koordinimin ndërmjet politikave monetare dhe makroprudenciale në Shqipëri dhe më specifikisht nëse politikat monetare e ato makroprudenciale të ndjekura në Shqipëri përgjatë periudhës 2000-2022, kanë penguar apo ndihmuar realizimin e objektivave parësorë të njëra-tjetrës. Nëpërmjet një analize gjithëpërfshirëse, ai synon të japë një pamje të ndikimit të këtyre politikave në objektivat e bankës qendrore, atë të stabilitetit të çmimeve dhe stabilitetin financiar, si dhe më tej, efektivitetin e tyre në arritjen e objektivave më të gjerë ekonomike.

Pyetjet kërkimore që shtrohen, janë:

1. Si ndikon politika monetare në stabilitetin e çmimeve në kontekstin e Shqipërisë?
2. Cili është ndikimi i politikës makroprudenciale në stabilitetin financiar në Shqipëri?

3. Si ndërveprojnë politikat monetare dhe makroprudenciale dhe cilat janë implikimet e koordinimit të tyre?

Për të adresuar këto pyetje kërkimore, studimi përdor një metodologji të sofistikuar empirike, duke kombinuar modelet strukturore me vektorë autoregresivë SVAR dhe modelet strukturore me vektorë të korrektimit të gabimit (SVEC). Modeli SVAR mundëson ekzaminimin e ndërveprimeve dinamike afatshkurtra ndërmjet politikave monetare dhe makroprudenciale, ndërsa modeli SVEC lejon një analizë gjithëpërfshirëse të marrëdhënieve afatgjata dhe korrigjimin e gabimeve brenda sistemit. Kjo qasje metodologjike siguron një eksplorim të plotë të marrëdhënies shumëplanëshe midis këtyre politikave, duke ofruar njohuri të vlefshme për ndikimet e tyre individuale dhe kolektive.

Ky hulumtim jep një kontribut të veçantë, veçanërisht duke prezantuar një tregues të ri sasior për identifikimin e politikave makroprudenciale në Shqipëri. Ky kontribut origjinal rrit saktësinë në vlerësimin empirik dhe shton një mjet të vlefshëm për politikëbërësit dhe studiuesit. Gjithashtu, studimi është pionier i aplikimit të metodologjisë SVAR-SVEC në kontekstin e kësaj teme në Shqipëri. Këto kontribute jo vetëm që çojnë përpara kuptimin e ndërveprimit reciprok midis politikave monetare dhe makroprudenciale, por gjithashtu e pozicionojnë këtë kërkim si të parin e këtij lloji në Shqipëri, duke hedhur bazat për përmirësime të mëtejshme në studime të ardhshme mbi këtë fushë.

Hulumtimi shpaloset në mënyrë organike, duke e udhëhequr lexuesin fillimisht përmes koncepteve themelore dhe literaturës ekzistuese mbi temën, duke u thelluar më tej në specifikat e politikës monetare në Shqipëri dhe duke përshkruar objektivat dhe instrumentet që lidhen me politikat monetare dhe makroprudenciale. Ky kuadër gjithëpërfshirës krijon bazën për analizën empirike, ku shqyrtohet me detaje ndikimi i politikave monetare dhe makroprudenciale në stabilitetin e çmimeve dhe stabilitetin financiar. Studimi përmbledh së fundi gjetjet kryesore në formën e përfundimeve bazuar në analizën ekonometrike dhe jep disa rekomandime të vlefshme për vendimmarrjen politike të Bankës së Shqipërisë. Në konkluzion, ai sugjeron se zbatimi i politikave makroprudenciale mundëson një politikë monetare autonome, duke e lejuar atë të përgjigjet në mënyrë më efektive ndaj goditjeve të tjera ekonomike. Në thelb, këto rezultate tregojnë se rregullimet në politikën makroprudenciale ndikojnë

drejtpërdrejt aktivitetin ekonomik, inflacionin dhe dinamikën e kursit të këmbimit, duke pakësuar nevojën për reagime të rëndësishme të politikës monetare.

2.2 Konceptet themelore dhe përmbledhje e literaturës. Konteksti i këtyre politikave në Shqipëri

2.2.1 Konceptet themelore

Ky artikull hulumton empirikisht ndërveprimin midis politikës monetare dhe politikës makroprudenciale në Shqipëri. Ai merr shkas nga fakti se këto dy politika drejtohen nga objektiva primare të dallueshëm – i pari, arritja e stabilitetit të çmimeve (dhe prodhimit) dhe i dyti, ruajtja e stabilitetit financiar - por ato përçohen përmes të njëjtave kanale të transmetimit në ekonomi. Rrjedhimisht, është thelbësore të kuptohet e të pranohet se zbatimi i secilës politikë mund të ndërveprojë ose të shkaktojë pasoja të padëshiruara që ndikojnë në objektivat e politikës tjetër (siç përshkruhet në Figurën 1). Pohimi në këtë kapitull është se në prani të efekteve të ndikimit të ndërsjellë, efikasiteti i politikave monetare dhe makroprudenciale duhet të mbështetet në bashkëjetesën dhe koordinimin e tyre, për të shmangur efektet negative dhe mundësisht për të mundësuar rezultate që tejkalojnë ato të arritshme kur secila nga politikat ndiqet e izoluar.

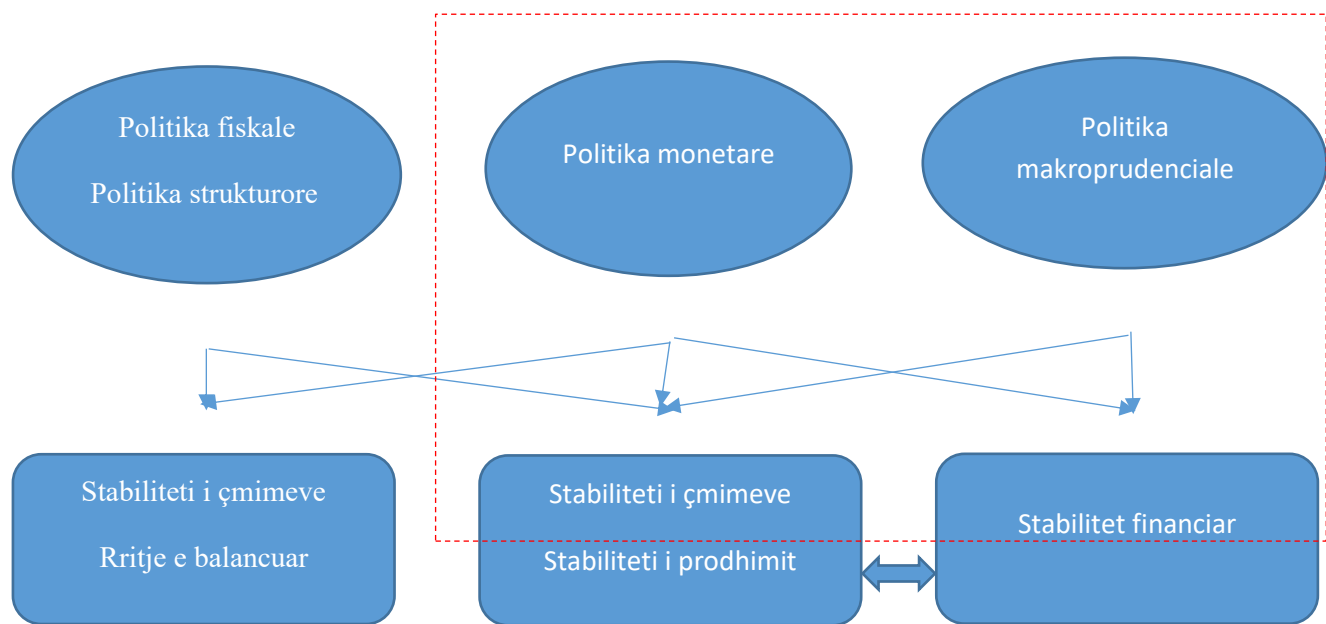


Figura 2.0.1 Ndërveprimi midis politikave dhe objektivave

Nga njëra anë, mund të thuhet se politika monetare (në ndjekje të objektivit të saj të inflacionit) mund të ketë një sërë "efektesh anësore" për stabilitetin financiar. Këto efekte mund të kufizojnë zbatimin e pavarur të politikës monetare ose efektivitetin e saj. Megjithatë, pasojat negative mund të zbuten nëpërmjet zbatimit të politikës makroprudenciale, e cila duke ndryshuar kushtet e ndërmjetësimit financiar, krijon një hapësirë manovrimi më të gjerë për politikën monetare për realizimin e objektivit të saj primar. Një qasje e tillë e politikës jo vetëm që ndihmon në transmetimin e politikës monetare, por gjithashtu ruan efektivitetin e masave monetare përballë skenarëve të stresit financiar.

Nga ana tjetër, shtrëngimi i instrumenteve të politikës makroprudenciale për të përmirësuar treguesit e shëndetit bankar mund të sjellë efekte anësore si për shembull, tkurrjen e prodhimit të përgjithshëm dhe kërkesës agregate të investimeve në ekonomi. Politika monetare ka aftësinë t'i balancojë këto efekte, përmes ndryshimeve në normën e interesit.

Politika makroprudenciale mund të ushtrojë gjithashtu ndikim në kapacitetin e sistemit bankar për të ndërmjetësuar edhe përmes kërkesave për rezervat e kapitalit, të cilat mund të relaksohen në mënyrë fleksibël gjatë periudhave të stresit financiar.

Për ta shpjeguar më mirë këtë ndërveprim, në vijim, parashtrohet një eksplorim më i plotë i fenomenit në këndvështrimin teorik dhe empirik.

Siç thuhet më lart, është e pranuar gjerësisht se zbatimi i politikës monetare mund të sjellë efekte anësore të njëpasnjëshme në stabilitetin e sistemit financiar. Shpesh, fokusi i diskutimeve bashkëkohore sillet rreth rreziqeve që rrjedhin nga mbajtja e normave të interesit në nivele të ulëta për periudha të gjata kohe. Ky qëndrim ekspansionist për periudha afatgjata ka të ngjarë të çojë në akumulimin e disbalancave financiare. Në përgjithësi, politika monetare e zbatuar përmes normës së interesit pritet të ketë një ndikim të drejtpërdrejtë në sjelljen e individëve dhe të sektorit privat, pasi ndryshimi në norma të interesit riorienton prirjet për konsum dhe investime në kushtet kur familjet dhe ndërmarrjet përballen me kufizime buxhetore. Në këtë mënyrë, duke nxitur një rishpërndarje të fondeve financiare, politika monetare ndikon në sjelljen e kursim-investimeve dhe përmes tyre mundëson miradministrimin e ekonomisë në përputhje me objektivin e bankës qendrore. Por, nuk duhet harruar se ndryshimi i normës së interesit ndryshon jo vetëm barrën e borxhit (ose koston e borxhit të ri) për familjet dhe sektorin privat, por njëkohësisht edhe koston e kapitalit dhe të ndërmjetësimit financiar në sistemin bankar. Të gjitha këto së bashku janë drejtpërdrejt të lidhura me parametrat e shëndetit financiar të familjeve të sektorit privat dhe sistemit bankar, dhe rrjedhimisht me stabilitetin financiar në ekonomi. Ky i fundit ndikohet jo vetëm drejtpërdrejt, por edhe indirekt nga efektet që shfaqen te familjet dhe sektori privat, të cilët janë klientët e bankës. Nga ana tjetër, edhe masat makroprudenciale, të cilat përpiqen të forcojnë kapitalizimin apo të kontrollojnë rritjen e shpejtë të kredisë etj., kanë një efekt të drejtpërdrejtë mbi ndërmjetësimin financiar dhe përmes tij në transmetimin e politikës monetare në ekonomi dhe rrjedhimisht në arritjen e objektivit të saj (politikës monetare).

Megjithatë, është thelbësore të kuptohet se masa dhe drejtimi i ndikimit të politikës monetare mbi stabilitetin financiar dhe anasjelltas mund të shfaqen në mënyra të ndryshme. Madhësia dhe drejtimi i këtyre efekteve mbeten të pasigurta dhe varen nga faza e ciklit financiar, hapja e ekonomisë dhe shkalla e liberalizimit të llogarisë kapitale të bilancit të pagesave, shkalla e zhvillimit të tregut financiar etj., si dhe karakteristikat dominuese të secilës ekonomi. Për shembull, karakteristikat themelore të ekonomisë shqiptare, duke pasur parasysh këtu edhe euroizimin e lartë në sektorin real e financiar, e bëjnë edhe më të fortë këtë lidhje përmes ndikimit që të dy politikat kanë mbi kursin

e këmbimit dhe efekteve që ai ka në vendimmarrjen e familjeve, sektorit privat dhe mbi të gjitha të sistemit financiar. Në këtë kuptim, kursi i këmbimit shton një goditje më shumë, e cila duhet të miradministrohet nga banka qendrore, e që në raste të veçanta, mund të kufizojë hapësirën e veprimit ose të ulë eficiencën e njëres apo të dy politikave.

Raportet vjetore të Bankës së Shqipërisë për periudhën 2010-2020 tregojnë se si dominimi i kredisë në valutë të huaj në portofolin e kredive të sistemit bankar dhe zhvlerësimi i lekut përballë euros dhe monedhave të tjera kryesore u kombinuan dhe shkaktuan rritjen e barrës së borxhit dhe përkeqësimin e balanceve të sektorit privat. Si rezultat, zhvlerësimi së bashku me ngadalësimin e aktivitetit ekonomik që pasoi krizën globale financiare të vitit 2008, shkaktoi rritjen e kredisë së keqe dhe dëmtoi treguesit e shëndetit bankar dhe stabilitetin financiar në vend. Në prezencë të këtyre problemeve (rritjes së kredisë së keqe në bilancet e sistemit bankar dhe barrës së borxhit në bilancet e sektorit privat), lehtësimi i politikës monetare nuk i dha efektet e pritura dhe të dëshiruara, pasi rritja e kredisë mbeti e kufizuar si nga krahu i ofertës, ashtu edhe nga krahu i kërkesës. Sejko (2021) jep një shpjegim të hollësishëm se si këto dy politika dhe karakteristikat e ekonomisë shqiptare ndërveprojnë me njëra-tjetrën. Në vijim, jepet një përshkrim mbi secilin kanal ndërveprimi. Ky konkluzion dokumentohet gjerësisht në literaturën ekonomike dhe financiare, siç tregohet për shembull në studimin e Laeven *et al.*, (2022). Siç mund të kuptohet edhe nga diskutimi, ky ndërveprim ndodh pasi të dy politikat operojnë dhe përçojnë në ekonomi përmes të njëjtave kanale transmetimi. Literatura identifikon disa kanale të dallueshme nëpërmjet të cilave materializohen këto efekte, duke përfshirë sjelljen e huamarrësve, sjelljen rrezik-kërkuese të bankave dhe dinamikën e çmimeve të aktiveve dhe të kursit të këmbimit, të cilat janë paraqitur në mënyrë të përmbledhur në Tabelën 1 dhe shpjegohen gjerësisht në vijim.

Tabela 2.0.1 Efektet e politikës monetare në stabilitetin financiar dhe mjetet për t'i adresuar këto efekte

Burimi: FMN, 2023.

Burimi i paqëndrueshmërisë financiare	Kanali	Efekti i parashikuar kur r rritet (përmirëson stabilitetin)	Mjetet për të zbutur efektet anësore
Kufizimet në huamarrje	Bilanci	Përmirësohet stabiliteti	Kufizime në raportet kredi ndaj të ardhurave dhe shërbimit të borxhit ndaj të ardhurave
	Mosshlyerje e borxhit	Përkeqësohet stabiliteti	
Sjellja rrezik-ndërmarrëse e institucioneve financiare	Marrje përsipër e rrezikut	Përmirësohet stabiliteti	Rezerva kapitali, raporti i levës financiare
	Transferim i rrezikut	Përkeqësohet stabiliteti	
Eksternalitete përmes çmimeve agregate	Çmimi i aktiveve	Përmirësohet stabiliteti	Kufizime në raportin kredi-vlerë
	Kursi i këmbimit	Përkeqësohet stabiliteti	Rezerva e detyrueshme në valutë, kufizime në kredidhënien në valutë

Kanali i parë i përket bilanceve të huamarrësve. Politika monetare lehtësuese stimulon kërkesën për kredi. Normat më të ulëta të interesit rrisin përballueshmërinë e borxhit dhe rrisin vlerën e aktiveve të përdorura si kolateral, duke i joshur kështu huamarrësit të marrin një levë më të madhe - një efekt që shpesh quhet "kanali i bilancit të gjendjes së huamarrësit" të politikës monetare. Hulumtimet e gjera empirike kanë zbuluar vazhdimisht se normat e ulëta të interesit i shtojnë huamarrësit të grumbullojnë më shumë borxhe (si p.sh. Bernanke, Gertler and Gilchrist, 1996; Jiménez *et al.*, 2012), ndërsa një politikë monetare tkurrëse zvogëlon vlerën e kolateralit, duke kufizuar kështu disponueshmërinë e kredive të reja për huamarrësit (shih p.sh. Ciccarelli *et al.*, 2010).

Kanali i dytë ka të bëjë me aftësinë e mosshlyerjes së borxheve. Shtrëngimi i normave të interesit mund të ndikojë negativisht në cilësinë e kredisë së huamarrësve, duke rezultuar në rritje të normave të mospagimit, që mund të shkaktojë një krizë, sikurse tregohet nga Allen and Gale, 2000; Illing, 2007; Goodhart *et al.*, 2009. Ky "kanal i paracaktuar" i politikës monetare më të shtrënguar funksionon nëpërmjet disa mekanizmave. Së pari, normat më të larta të interesit rrisin barrën e shlyerjes së borxhit, veçanërisht për huamarrësit me norma të ndryshueshme. Së dyti dhe për më tepër, duke

ndikuar në ngadalësimin e aktivitetit ekonomik, rritja e normave të interesit pengon flukset e të ardhurave të huamarrësve dhe pakëson kapacitetin e përgjithshëm të shlyerjes së kredisë. Së fundi, rritja e normave të interesit mund të gërryejë vlerën neto të pasurisë të huamarrësve (përmes efektit negativ në çmimet e pasurive dhe të mjeteve financiare të mbajtura prej tyre), duke kufizuar kështu aftësinë e tyre për të hyrë në kredi.

Kanali i tretë përfshin sjelljen për sipërmarrjen e rrezikut nga ana e bankave. Normat e ulëta të interesit mund të forcojnë raportet e kapitalit të bankave, duke inkurajuar ndërmjetësuesit financiarë të zgjerojnë bilancet e tyre, të rrisin levën dhe të reduktojnë përpjekjet për shqyrtimin e huamarrësve të mundshëm (Borio and Zhu, 2008; Dell’Ariccia *et al.*, 2015; Jiménez *et al.*, 2014). Meqenëse normat e ulëta të interesit gjithashtu zvogëlojnë gjasat e mospagesës së huamarrësit, rreziqet e matura priren të ulen, ndërsa kapitali i ponderuar me rrezik rritet (Adrian dhe Shin, 2012). Kjo krijon stimuj për bankat për të ndërmarrë një rrezik më të madh, një fenomen që vërehet zakonisht kur politika monetare mbetet akomoduese për një periudhë të gjatë.

Kanali i katërt, i njohur si kanali i zhvendosjes së rrezikut, i përket mospërputhjes së maturitetit në aktivitetet e financimit dhe kreditimit të bankave. Rritjet në normat e politikës monetare mund të ngushtojnë marzhet e ndërmjetësimit dhe t’i shtyjnë huadhënësit, veçanërisht ata me kapitalizim të papërshtatshëm, të kërkojnë sipërmarrje me rrezik më të lartë (Bhattacharya, 1982). Ky kanal priret të jetë më i theksuar në prag të një krize, kur leva ndërmjetëse është tashmë e lartë dhe konkurrenca e fortë kufizon kalimin e normave të politikës në normat e huadhënies (Dell’Ariccia *et al.*, 2015). Për më tepër, kur rritja e normës afatshkurtër rrafshon kurbën e *yield*-eve, bankat mund të detyrohen të kërkojnë investime më të rrezikshme për të ruajtur përfitimin (Merrouche dhe Nier, 2010).

Kanali i pestë lidhet me çmimet e aseteve. Normat e ulëta të interesit kanë potencialin të çojnë në rritjen e çmimit të aseteve, përfshirë pasuritë e paluajtshme, në nivele më të larta, duke stimuluar kështu rritjen e mëtejshme të levave dhe vlerësimin e çmimit të aktiveve. Megjithatë, kjo e ekspozon sistemin financiar ndaj cenueshmërisë kur çmimet e aktiveve pësojnë një rënie, një fenomen i njohur si "mekanizmi përshpejtues financiar" (Bernanke dhe Gertler, 1989). Megjithatë, studimet empirike në lidhje me shkakshmërinë midis normave të ulëta të interesit dhe rritjes së çmimeve të aktiveve

mbeten të përziera, ku efektet e vërejtura shpesh rezultojnë të jenë relativisht modeste krahasuar me rritjen e përgjithshme të vërejtur përpara krizës financiare globale (shih p.sh. Del Negro dhe Otrok (2007) dhe Bean *et al.* (2010)).

Së fundi, kanali i kursit të këmbimit merr rëndësi veçanërisht në tregjet në zhvillim dhe në ekonomitë e vogla të hapura dhe të euroizuara. Rritja e normave të interesit mund të krijojë diferenca në normat e politikës midis ekonomive të përparuara, duke çuar në mbartjen e tregtisë dhe tërheqjen e flukseve hyrëse të kapitalit, duke rezultuar në vlerësimin e monedhës (Hahm *et al.*, 2012). Ky mbiçmim i kursit të këmbimit, nga ana tjetër, nxit levën e tepërt dhe huamarrjen në valutë, duke hedhur bazat për eksternalitetet e kursit të këmbimit gjatë fazës së nënçmimit të mëvonshëm (Bruno dhe Shin 2012; Hahm *et al.*, 2012).

Madhësia e këtyre efekteve amplifikon ciklin financiar në ekonomi. Me akumulimin e disbalancave financiare, normat e ulëta të politikës monetare fillimisht e ulin normën e mospagesës së borxheve, por njëkohësisht nxitin bankat të përfshihen në praktika më të rrezikshme kreditimi dhe të përforcojnë levën financiare. Kur normat e politikës rriten pranë zenitit të ciklit financiar, rreziku zhvendoset dhe mospagesat e huamarrësve rriten në një masë të madhe. Për më tepër, madhësia e këtyre efekteve mund të varet nga ndërlikimet e strukturës financiare dhe shkalla e hapjes së llogarisë kapitale. Për shembull, në ekonomitë e vogla të hapura, politika monetare e brendshme mund të ushtrojë një ndikim më të vogël mbi normat e brendshme afatgjata dhe çmimet e aktiveve kur këto ndikohen kryesisht nga flukset hyrëse të kapitalit, ndërsa luhatjet dhe eksternalitetet e kursit të këmbimit marrin një rëndësi më të madhe (Rey, 2013).

Kur pasojat e politikës monetare mbi stabilitetin financiar parashikohen të jenë të pafavorshme, mund të lindin konflikte ndërmjet objektivave që kanë të bëjnë me stabilitetin financiar dhe atë të çmimeve. Megjithatë, përdorimi i matur i politikave makroprudenciale ka potencialin për t'i zbutur këto efekte anësore, duke zbutur kështu dilemat e politikave dhe duke krijuar liri veprimi shtesë për manovrim në fushën e politikës monetare.

Në kontekstin e kanaleve të sipërpërmendura, përdorimi i një sërë instrumentesh specifike makroprudenciale *ex-ante* mund të frenojë në mënyrë efektive ndikimin e këtyre efekteve (referojuni Tabelës 1 dhe FMN (2013b)). Për shembull, në situatat kur politika monetare lehtësuese kontribuon në përshkallëzimin e borxhit të familjeve dhe

çmimeve të aktiveve, duke zbatuar kufizime në raportin kredi ndaj vlerës (LTV), kredinë ndaj të ardhurave (LTI) ose shërbimin e borxhit ndaj të ardhurave (DSTI), mund të rregullohen me sukses këto dinamika. Për më tepër, vendosja e kufijve të theksuar DSTI mund të zbusë ndikimin e rritjes së normave të interesit në normat e mosshlyrjes së borxhit të familjeve. Në ekonomitë e hapura ku diferencat e normave të interesit nxisin huamarrjen dhe huadhënien në valutë të huaj, përdorimi i masave makroprudenciale si kufizimet në huadhënien në valutë mund të zbusë në mënyrë efektive rreziqet që prekin stabilitetin e sistemit financiar si rezultat i luhatjeve të kursit të këmbimit.

Prandaj, konceptualisht, duket e mundshme që politika makroprudenciale të pakësojë efektet anësore që rrjedhin nga politika monetare ose të amplifikojë efektet e politikës monetare në ekonomi, në rastet kur mekanizmi i transmetimit e ka humbur efikasitetin e vet. Megjithatë, po kaq i rëndësishëm është edhe formulimi i pyetjes në kahun e kundërt: a është politika makroprudenciale në gjendje të kontrollojë dhe të miradministrojë luhatjet në stabilitetin financiar, kur qëndrimi i politikës monetare shkakton pasoja të konsiderueshme për stabilitetin financiar? Kjo pyetje bëhet më e mprehtë veçanërisht në situatat kur politika monetare është jashtëzakonisht akomoduese dhe mund të stimulojë huamarrjen me norma të ulëta interesi. Në konkluzion, ndërveprimi i politikave monetare dhe makroprudenciale mund të rezultojë mjaft sfidues ose mbështetës për bankën qendrore dhe për arritjen e objektivave të saj. Ky material përpaket të testojë empirikisht këtë hipotezë dhe të vlerësojë se cili nga rastet e mësipërme evidentohet në ekonominë shqiptare gjatë periudhës së marrë në vëzhgim.

2.2.1.2 Përmbledhje e literaturës ekzistuese për studimet empirike

Sikurse u përmend edhe më sipër, konsensusi aktual mbizotërues në lidhje me politikën monetare parashtron objektivin e saj si arritjen e një niveli të caktuar të stabilitetit të çmimeve, duke ruajtur njëkohësisht prodhimin afër nivelit të tij afatgjatë ose "natyror". Instrumentet nën kontrollin e drejtpërdrejtë të autoritetit monetar funksionojnë duke ndikuar drejtpërdrejt në tregjet financiare. Në këtë drejtim, si politikat monetare, ashtu edhe ato makroprudenciale operojnë përmes kanaleve të ngjashme të transmetimit, duke shkaktuar në këtë mënyrë potencialisht ndërveprime thelbësore midis të dyjave.

Sipas Turner (2010), literatura empirike nuk ka dhënë ende një informacion të mjaftueshëm rreth efektivitetit dhe vijueshmërisë së instrumenteve makroprudenciale. Në Spanjë, për shembull, provigjionimi nuk ka treguar një ndikim të madh në rritjen e kredisë (BIS, 2011). Megjithatë, nëpërmjet provigjionimit dinamik, është vërtetuar se ky instrument ka qenë efektiv në luftimin e krizave financiare të fundit në Spanjë, duke rritur elasticitetin e sistemit bankar në përgjithësi (Borio & Shim, 2007). Në SHBA, një rritje në kërkesën e kapitalit mund të ndalojë rritjen e fluskës, siç sugjeron Nadauld dhe Sherlund (2009). Propozohet gjithashtu që një agjenci e pavarur të marrë të dhënat për tregun, aktivet, detyrimet dhe kushtet e likuiditetit në sistemin bankar, në mënyrë që të monitorohen rreziqet e sistemit financiar (BIS, 2011).

Megjithatë, ka disa sfida në marrjen e të dhënave për studimet empirike në lidhje me instrumentet makroprudenciale. Për shembull, informacioni rreth qëllimeve të politikave makroprudenciale është i kufizuar në literaturë (BIS, 2011). Sibert (2010) sugjeron që një agjenci në zonën e euros të mbledhë të dhëna të ngjashme me ato të SHBA-së, por vlerësimi i të dhënave të riskut sistematik mbetet i vështirë (BIS, 2011). Problemet e rregullatorëve ndërkombëtarë janë të vështira për t'u trajtuar, veçanërisht në lidhje me huadhënien dhe riskun e likuiditetit në monedha të huaja (BIS, 2011).

Politika makroprudenciale kërkon një qasje të gjerë dhe të koordinuar. Efektiviteti i politikave makroprudenciale kombëtare mund të variojë në varësi të sinkronizimit të cikleve financiare dhe ndërveprimit ndërkombëtar të institucioneve financiare. Integrimi financiar krijon sfida të veçanta për politikat makroprudenciale kombëtare, duke rritur rrezikun e krizave të shkaktuara nga rritja e kreditit ndërkufitar dhe duke shkaktuar mosmarrëveshje midis autoriteteve vendase dhe pritëse (IMF, 2013c).

Agjenda kërkimore aktuale studion ndikimin e politikës monetare në efikasitetin dhe optimalitetin e politikës makroprudenciale. Është pranuar gjerësisht se në terma afatgjatë, zbatimi i kërkesave të larta për kapital rrit elasticitetin e bankave dhe është i dobishëm për ekonominë në tërësi. Megjithatë, Mendicino *et al.* (2020b) tregojnë se në afat të shkurtër, një rritje e kërkesave për kapital ka të ngjarë të ketë një efekt tkurrës në ofertën e kredisë dhe në aktivitetin e përgjithshëm ekonomik. Prandaj, autoriteti makroprudencial duhet të balancojë me kujdes kostot e menjëhershme dhe avantazhet afatgjata që lidhen me ndryshimet në kërkesat për kapital. Shtrirja e akomodimit të siguruar nga politika monetare mund të ndikojë në madhësinë e kostove afatshkurtra të

shkaktuara nga rritja e kërkesave për kapital, duke ndikuar kështu në shkallën optimale të këtyre kërkesave.

Nën një politikë monetare më lehtësuese, autoriteti makroprudencial mund të përballojë një rritje më të madhe të kërkesave për kapital. Anasjelltas, kur politika monetare është e kufizuar dhe i mungon aftësia për të qenë mjaftueshëm akomoduese, si për shembull kur haset në një kufi efektiv më të ulët, kostot afatshkurtra janë më të theksuara, duke i lënë autoriteteve makroprudenciale hapësirë të kufizuar për të rritur kërkesat për kapital të bankës.

Cozzi *et al.* (2020) së fundmi ka hulumtuar ndërveprimin midis kërkesave të kapitalit të bankës dhe politikës monetare, duke përdorur modele të ndryshme makrofinanciare të zhvilluara nga BQE për analizën e politikave. Në përgjigje të rritjes së kërkesave për kapital të bankave, ka një rënie modeste të PBB-së. Ndikimi në inflacion, i matur në bazë vjetore, është gjithashtu modest dhe rikupërohet brenda 8-10 tremujorëve për shkak të një kurbe të sheshtë Phillips. Shkalla në të cilën politika monetare kundërshton efektet negative të rritjes së kërkesave për kapital në kërkesën agregate, përcakton madhësinë e ndikimeve afatshkurtra dhe afatmesme në prodhim dhe inflacion. Rrjedhimisht, vendet më të mëdha përjetojnë një rënie më të vogël të aktivitetit ekonomik pas një rritjeje të kërkesave për kapital brenda një bashkimi monetar, për shkak të ndikimit të tyre më të madh në prodhim dhe inflacion në mbarë unionin (Darracq-Paries, Kok dhe Rancoita, 2019). Gjithashtu, disa studime shqyrtojnë se si politika makroprudenciale ndikon në mekanizmin e transmetimit të politikës monetare. Cozzi *et al.* (2020) demonstrojnë se leva e bankës dhe rreziku i mospagimit luajnë role kryesore në transmetimin e goditjeve të politikës monetare në ekonominë reale. Vlera neto e bankave shfaq një ndjeshmëri të shtuar ndaj goditjeve kur leva është e lartë dhe aktiviteti është i rrezikshëm. Prandaj, rritja e kërkesave për kapital dhe një sistem financiar më pak i rrezikshëm dhe me më pak levë e bëjnë ekonominë më pak të përgjegjshme ndaj politikës monetare konvencionale dhe jokonvencionale. Ky sistem bankar më i fortë jo vetëm që zbut transmetimin e politikës monetare, por gjithashtu redukton paqëndrueshmërinë makroekonomike dhe financiare, duke zbutur kështu nevojën që norma reale natyrore e interesit të arrijë nivele jashtëzakonisht të ulëta.

Pas një krize financiare, një periudhë e zgjatur e politikës monetare lehtësuese mund të shkaktojë një akumulim të ri të rrezikut të tepërt sistemik. Van der Groot (2021) ilustron

se gjatë fazave të tilla akomoduese të politikës monetare, politika makroprudenciale duhet të shtrëngohet më tej në mënyrë që të parandalojë gjasat e shqetësimit financiar sistemik, krahasuar me një skenar me politikë monetare më pak ekspansioniste pas krizës.

Strategjia optimale e daljes nga politikat e bilancit kërkon një qasje shumë graduale (siç është theksuar në Karadi dhe Nakov, 2021). Subvencionet e ofruara për emetimin e kapitalit të bankave mund të përshpejtojnë rikapitalizimin e bankave dhe potencialisht të lehtësojnë një dalje optimale më të shpejtë nga politikat e blerjes së aktiveve. Kështu, shfaqet një formë intriguese e ndërveprimit midis blerjeve të aktiveve të bankës qendrore dhe politikës makroprudenciale.

Në një studim të fundit, Altavilla, Laeven dhe Peydro (2020) shqyrtojnë se si ndërveprimi ndërmjet politikës monetare dhe makroprudenciale ndikon në sjelljen e kreditimit të bankave dhe zbulon dinamikat plotësuese midis dy politikave. Ata zbulojnë se efektet e një lehtësime të politikës monetare në huadhënien bankare dhe marrjen e rrezikut janë më të theksuara kur politika makroprudenciale është akomoduese, duke përfutur kryesisht bankat më pak të kapitalizuara. Veçanërisht, një përzierje politikash më akomoduese stimulon kreditimin për firmat me produktivitet të lartë *ex-ante*.

Aiyar, Calomiris dhe Wieladek (2014) theksojnë se shtrëngimi i politikës monetare dhe rritja e kërkesave për kapital të bankave sjellin efekte negative në ofertën e kredisë bankare, pa asnjë ndërveprim të dallueshëm midis ndryshimeve në politikën monetare dhe ndryshimeve rregullative në kërkesat për kapital. Me fjalë të tjera, ndryshimet në kërkesat për kapital kanë një ndikim marginal në ofertën e kredisë, i cili mbetet i pavarur nga qëndrimi i politikës monetare. Në të kundërt, Tressel dhe Zhang (2016) vërejnë se kufizimet në raportet e kredisë ndaj vlerës tregojnë një efikasitet të rritur në frenimin e rritjes së kredisë dhe vlerësimin e çmimeve të banesave gjatë periudhave të lehtësimit monetar.

Në rastin e Shqipërisë, ky fenomen është diskutuar nga Sejko (2021), i cili ka hulumtuar empirikisht nëse politikat ndërveprojnë dhe kanë ndikim te njëra-tjetra. Praktikisht dy kapituj të veçantë studiojnë së pari, politikën monetare dhe rolin e treguesve të shëndetit financiar mbi të, duke vlerësuar një rregull Taylor me treguesit e shëndetit financiar; dhe së dyti, hulumton efektet e politikës monetare mbi treguesit e shëndetit financiar,

duke treguar se janë të ndërlidhura. Duke plotësuar këto studime, një grup përpjekjesh kërkimore vlerësoan në mënyrë indirekte marrëdhënien midis objektivave të politikave dhe efekteve përkatëse të tyre në shëndetin financiar, kredinë dhe ndërmjetësimin financiar.

Sejko dhe Dushku (2018) identifikojnë një marrëdhënie reciproke midis ndërmjetësimit financiar dhe rritjes ekonomike, duke theksuar kontributin thelbësor të sektorit financiar si në stabilitetin makroekonomik, ashtu edhe në atë financiar. Gjetjet e tyre nënvizojnë rolin vendimtar të ndërmjetësimit financiar si një element kyç në transmetimin e politikës monetare. Në një këndvështrim të ngjashëm, Vika dhe Suljoti (2018) ofrojnë dëshmi empirike që nënvizojnë rëndësinë e aktivitetit kreditues në ndikimin e kërkesës agregate dhe të nivelit të çmimeve, veçanërisht nëpërmjet kanalit të kredisë bankare. Papavangjeli *et al.* (2017) dhe Papavangjeli *et al.* (2024) gjejnë jolinearitete të rëndësishme midis normës së politikës monetare dhe marzhit neto të interesave (MNI) vetëm për bankat e vogla, duke konfirmuar se këto të fundit janë më të ndjeshme ndaj ndryshimeve të politikës monetare. Nëse ky skenar vazhdon për një kohë të gjatë, ai mund të ketë efekt negativ tek MNI-ja dhe rrjedhimisht në përfitueshmërinë e bankave, kryesisht për shkak të normës “dysHEME” të interesit të depozitave. Megjithatë, bankat tregtare në Shqipëri kanë qenë në gjendje të menaxhojnë ekspozimet ndaj luhatshmërive në kurbën e *yield*-eve, duke minimizuar efektet negative në marzhet e tyre neto të interesit dhe në shëndetin e përgjithshëm bankar.

Vlerësimi në të gjitha rastet është bërë në kuadrin e një ekuacioni, pa studiuar dinamikën në sistem. Prandaj analiza empirike në këtë kapitull përdor një metodologji SVAR-SVEC që mundëson një diskutim më gjithëpërfshirës brenda dinamikës së sistemit. Kjo qasje paraqet një avantazh të dukshëm në vlerësimin e modelit të interpolimit dhe në kuptimin e lidhjeve ndërmjet variablave brenda ekonomisë shqiptare. Për të kuptuar më mirë modelin e ndërveprimit dhe lidhjen e variablave të përdorur në analizën empirike në kuadër të ekonomisë shqiptare, në vijim jepet një përshkrim mbi instrumentet e dy politikave (monetare dhe makroprudenciale) në mënyrë të përmbledhur, duke qenë se një përshkrim i detajuar i tyre është dhënë në kapitullin e parë.

2.2.2 Konteksti i dy politikave në Shqipëri

2.2.2.1 Identifikimi i objektivave të politikave monetare dhe makroprudenciale

Objektivi parësor i Bankës së Shqipërisë është arritja dhe ruajtja e stabilitetit të çmimeve, i cili, nga ana e vet, luan një rol kryesor në ruajtjen e ekuilibrave makroekonomikë, uljen e primeve të rrezikut, nxitjen e rritjes së qëndrueshme ekonomike, rritjen e mirëqenies afatgjatë dhe mbështetjen e stabilitetit të sistemit financiar. Objektivi i inflacionit është vendosur në nivelin 3.0% në terma afatmesëm, një pikë referimi e përcaktuar nëpërmjet përdorimit të Indeksit të Çmimeve të Konsumit të publikuar nga INSTAT. Devijimi i parashikimit afatmesëm të inflacionit nga ky objektivi shërben si tregues kryesor i presioneve inflacioniste, duke udhëhequr reagimin e politikës monetare. Për të forcuar vendimmarrjen, Banka e Shqipërisë merr në konsideratë metrika suplementare të inflacionit si inflacioni bazë, inflacioni i mallrave të tregtueshme dhe të patregtueshme, si dhe pritjet e aktorëve ekonomikë për inflacionin, duke ofruar një bazë gjithëpërfshirëse për vendime realiste të politikës monetare.

Nga ana tjetër, politika makroprudenciale (MPP) është e orientuar drejt identifikimit dhe zbutjes së rrezikut sistemik brenda sistemit financiar nëpërmjet masave prudenciale. Rreziku sistemik përfshin pasoja të mundshme negative si për sistemin financiar, ashtu edhe për ekonominë reale dhe manifestohet në dimensione ciklike dhe strukturore. Aspekti ciklik buron nga prirja e institucioneve financiare për të rritur rrezikun gjatë periudhave të rritjes ekonomike dhe për ta kufizuar atë gjatë periudhave të recensionit, duke ndikuar në lidhjet makrofinanciare, veçanërisht në bankat me rëndësi sistemike. Aspekti strukturor lidhet me shpërndarjen e rrezikut në sektorë të ndryshëm të sistemit financiar, duke kërcënuar stabilitetin e përgjithshëm, veçanërisht kur institucionet financiare janë të mëdha dhe të ndërlidhura.

PMP-ja ndjek qëllimin kryesor për të siguruar stabilitetin e gjithë sistemit financiar, duke zvogëluar rrezikun sistemik dhe duke përforcuar qëndrueshmërinë e tij. Kjo arrihet nëpërmjet objektivave të ndërmjetëm të miratuar nga BERRS, që përfshijnë rregullimin e rritjes së huadhënies dhe huamarrjes, parandalimin e mospërputhjeve dhe mungesës së likuiditetit në treg, kufizimin e ekspozimit, të drejtpërdrejtë dhe të tërthortë, dhe kontrollin e rreziqeve që lidhen me institucione me rëndësi sistemike. E

zbatueshme në të gjithë sistemin financiar, me një fokus të veçantë në sektorin bankar, institucionet financiare jobanka dhe infrastrukturën financiare, objektivi përfundimtar është të sigurojë ruajtjen e stabilitetit financiar, duke siguruar kështu kontributin e qëndrueshëm të tij në rritjen ekonomike.

2.2.2.2 Instrumentet e politikës monetare dhe makroprudenciale të Bankës së Shqipërisë

Instrumentet e politikës monetare

Në përputhje me objektivin e regjimit monetar dhe karakteristikat e ekonomisë shqiptare, e cila është një ekonomi e vogël dhe e hapur, Banka e Shqipërisë përdor instrumentet tradicionale të miradministrit monetar. Konkretisht, politika monetare përcaktohet nga norma bazë e interesit, ndërsa menaxhimi i likuiditetit i është besuar operacioneve në tregun e hapur. Në këto kushte, politika monetare bazohet në instrumente indirekte për kontrollin e ofertës monetare në ekonomi. Këto instrumente përbëhen kryesisht nga operacionet e tregut të hapur, të cilat përfshijnë marrëveshjet e riblerjes (REPO) dhe ato të anasjellta të riblerjes (R/REPO) me maturim njëjavor, operacionet rregulluese të tregut dhe operacione strukturore të tregut. Të gjitha këto instrumente kanë për qëllim rregullimin e niveleve të likuiditetit dhe normave të interesit në sistemin bankar. Në periudhën pas krizës globale të vitit 2007, gjatë krizës evropiane të borxhit dhe më pas gjatë pandemisë, Banka e Shqipërisë (BSH) përdori disa instrumente të politikës monetare për administrimin e likuiditetit në sistemin bankar dhe i koordinoi ato (masat e politikës monetare) me një grup masash makroprudenciale për të garantuar realizimin e njëkohshëm të objektivave të të dyja politikave, duke vënë theksin në problemet më të mprehta të momentit për të zhvilluar mbështetjen e ekonomisë me kredi, duke ruajtur njëkohësisht stabilitetin dhe qëndrueshmërinë e sistemit bankar. Më poshtë jepet një përshkrim i detajuar i instrumenteve të përdorura nga të dyja politikat.

1. Marrëveshja e Riblerjes me Maturim Njëjavor: Kjo përfaqëson një marrëveshje mes BSH dhe bankave tregtare që synon tërheqjen e likuiditetit, duke u angazhuar në riblerjen e letrave me vlerë me maturim njëjavor. Fokusi i kësaj marrëveshjeje orientohet drejt trajtimit efektiv të likuiditetit të tepërt që rezulton nga kthimi i parasë dhe fondeve buxhetore.

2. Operacionet e Tregut të Hapur: Këto operacione përfshijnë operacione rregulluese dhe operacione strukturore të tregut.
 - Operacionet Rregulluese të Tregut: Këto operacione përdoren për të menaxhuar likuiditetin në mënyrë fleksibël nëpërmjet ofrimit ose pranimit të huave ndërbankare me afate të shkurtra. Këto operacione kryhen në bazë periodike, zakonisht javore, dhe kanë për qëllim të rregullojnë normat e interesit dhe të stabilizojnë lëvizjet e likuiditetit në sistemin bankar.
 - Operacionet Strukturore të Tregut: Këto operacione përdoren për të rregulluar strukturën e likuiditetit në afat të gjatë. Nëpërmjet këtyre operacioneve, BSH mund të blejë ose shesë bono thesari në tregun sekondar. Qëllimi i këtyre operacioneve është të ndikojnë në strukturën e tregut, duke rregulluar ndarjen e likuiditetit midis bankave.
3. Lehtësirat e përhershme, të cilat përfshijnë depozitat dhe kreditë njëditore, për furnizimin dhe thithjen e likuiditetit njëditor dhe krijojnë korridorin brenda të cilit normat e interesit të tregut të parasë mund të ndryshojnë.
4. Kërkesa për rezervë minimale funksionon si mjet i krijuar për të rregulluar likuiditetin e sistemit bankar dhe për të stabilizuar normat e interesit në tregun e parasë. Ajo përfaqëson atë pjesë të fondeve që bankat duhet të mbajnë në llogarinë e tyre pranë Bankës së Shqipërisë, në lekë dhe në valutë.

Këto instrumente të politikës monetare të përdorura nga BSH kanë qenë të rëndësishme për të menaxhuar likuiditetin dhe për të stabilizuar sistemin bankar në Shqipëri pas krizës globale. Përdorimi i tyre ka ndihmuar në rritjen e eficiencës së transmetimit të politikës monetare, nxitjen e aktivitetit në tregun ndërbankar dhe përmbushjen e nevojave të tij.

Megjithatë, siç përshkruhet më lart dhe në literaturë, këto instrumente kanë një ndërveprim të drejtpërdrejtë për stabilitetin financiar të familjeve, bizneseve dhe vetë sistemit bankar. Kufizimet buxhetore të familjeve e të biznesit, dhe kufizimet rregullatore të sistemit bankar luajnë një rol të drejtpërdrejtë në reagimin që ata kanë ndaj ndryshimeve të kushteve monetare në ekonomi. Për rrjedhojë, për të mundësuar kanalizimin e kursimeve në ekonomi nëpërmjet ndërmjetësimit financiar, Banka e Shqipërisë zbatoi një sërë masash makroprudenciale që krijuan hapësirën e nevojshme

për funksionimin e masave të politikës monetare. Kuadri i masave makroprudenciale të aplikuara është më i plotë dhe më i gjerë se portofoli tradicional i masave makroprudenciale, të cilat në literaturë i referohen vetëm masave kundërciklike të kapitalit (Dimova *et al.* (2016)). Përtej administrimit të kërkesave për kapital, këto masa të marra nga Banka e Shqipërisë kanë shtrënguar dhe lehtësuar kushtet e financimit me një efekt të drejtpërdrejtë në aftësinë e bankave për të ofruar kredi dhe ndërmjetësimin financiar në përgjithësi, siç del qartë nga përshkrimi i mëposhtëm.

Instrumentet e politikës makroprudenciale

Banka e Shqipërisë ka ndërmarrë një bashkësi masash makroprudenciale nëpërmjet politikave të saj për të rritur qëndrueshmërinë e sektorit bankar në Shqipëri. Këto masa dallohen nga njëra-tjetra nga natyra dhe karakteristikat, e mund të ndahen në disa kategori sipas objektivave që kanë targetuar në përgjigje të problematikave me të cilat është përballur sistemi dhe ekonomia.

Lista e plotë e këtyre masave origjinon në vendimmarrjen e Këshillit Mbikëqyrës të Bankës së Shqipërisë. Natyra, objektivat dhe efektet e pritshme të tyre përshkruhen në raportet periodike të BSH-së. Lista e plotë e masave makroprudenciale dhe periudha në të cilën ato janë marrë paraqitet në Shtojcën B. Në vijim, përshkruhen disa shembuj të këtyre masave.

Kuadri makroprudencial për të penguar kredidhënien në monedhë të huaj. Kjo masë e ndërmarrë nga Banka e Shqipërisë në vitin 2006 synonte të dekurajonte bankat nga kreditimi në valutë dhe të nxiste kreditimin në monedhën vendase. Disa masa u ndërmorën për të kontrolluar rrezikun e kursit të këmbimit ndaj të cilit ekspozohen bankat, si dhe të zbusnin rrezikun e mosshlyerjes së këtyre kredive për shkak të kursit të këmbimit, duke përdorur instrumente makroprudenciale, të tilla si: përcaktimi i peshës së rrezikut, dhe kufizimet e raportit midis vlerës së kredisë dhe vlerës së kolateralit.

Konkretisht, Banka e Shqipërisë vendosi një peshë rreziku prej 150% për llogaritjen e kapitalit të peshuar me rrezik të lidhur me kreditimin në monedhë të huaj. Gjithashtu, u vendos një kufizim i raportit të vlerës së kredisë dhe vlerës së shtëpisë në 70%, ndërsa raporti midis pagesës dhe të ardhurave ishte i kufizuar në 25%.

Kufizimi i kredisë në monedhë të huaj në shumën e 400% të kapitalit të regjistruar. Kjo masë u ndërmor nga Banka e Shqipërisë në vitin 2008 dhe kishte për qëllim të parandalonte kreditimin e tepërt në monedhë të huaj. Në këtë masë u përcaktua që kredia në monedhë të huaj në masë më të lartë se 400% e kapitalit të regjistruar të një banke do të hiqej nga kapitali i regjistruar për qëllime të llogaritjes së kapitalit të ponderuar me rrezik. Kjo masë synonte të kufizonte sasinë e kredisë në valutë që bankat mund të jepnin, për të reduktuar ekspozimin e tyre ndaj rreziqeve të kursit të këmbimit dhe duke mos i lejuar bankat të merrnin përsipër rrezik të tepërt dhe të mbeteshin mjaftueshëm të kapitalizuara.

Masat makroprudenciale II & III, për të parandaluar efektet negative të krizës së borxhit të Bashkimit Europian dhe krizës financiare globale. Këto masa u ndërmorën në periudhën 2008-2014 dhe kishin për qëllim të parandalonin efektet negative të krizës së borxhit të Bashkimit Europian dhe krizës globale të financave në sektorin bankar shqiptar.

Me futjen e peshave më të larta të rrezikut dhe vendosjen e kufizimeve në raportet e kredisë ndaj vlerës (LTV) dhe në raportet e borxhit ndaj të ardhurave, u synua të kufizohej raporti i levës financiare për huamarrësit. Kjo, nga ana tjetër, uli rrezikun e mosshlyerjes së kredive dhe përmirësoi qëndrueshmërinë e sektorit bankar.

LTV minimale dhe raportet e pagesës ndaj të ardhurave. Duke vendosur raportet minimale të LTV-së dhe pagesës ndaj të ardhurave, kjo masë synonte të kufizonte raporti i levës financiare për huamarrësit. Kjo, nga ana tjetër, uli rrezikun e mospagesës së kredive dhe përmirësoi qëndrueshmërinë e sektorit bankar.

Bonot dhe obligacionet e qeverisë të pranuar si kolateral. Kjo masë synonte të përmirësonte pozicionin e likuiditetit të bankave, duke i lejuar ato të përdorin si kolateral kartëmonedha dhe obligacione të qeverisë. Kjo masë uli rrezikun e mungesës së likuiditetit në sektorin bankar dhe ndihmoi bankat të menaxhojnë më mirë rreziqet e tyre të likuiditetit.

"Ndërpërreja e shpërndarjes së dividendit për fitimet 2008 & 2009, hequr në 2010". Duke ndaluar shpërndarjen e dividendëve, kjo masë synonte të siguronte që bankat të ruanin fitimet e tyre dhe rezervat e kapitalit. Kjo masë përmirësoi qëndrueshmërinë e sektorit

bankar duke reduktuar rrezikun e kapitalit të pamjaftueshëm, i cili mund të rezultojë në marrjen e rreziqeve të tepruara nga bankat dhe potencialisht në një krizë bankare.

"Parandalimi i zhvlerësimit: rezervat e detyrueshme mund të mbahen në para fizike në BSH". Duke i lejuar bankat të mbajnë rezerva të detyrueshme në para fizike pranë Bankës së Shqipërisë, kjo masë synonte të parandalonte bankat të reduktonin aktivitetet e tyre kredituese në përgjigje të ndryshimeve rregullatore. Kjo masë siguroi që bankat të mbeten të mirëkapitalizuara dhe të vazhdojnë të japin kredi për ekonominë, duke përmirësuar kështu shëndetin e sektorit bankar.

"Stimulimi i kredisë: zvogëlimi i peshave të rrezikut nga 100% në 0% për rritjen vjetore të kredisë midis 4 dhe 10%". Kjo masë synonte të nxiste bankat të jepnin kredi për ekonominë duke reduktuar kërkesat e tyre për kapital për kreditimin e ri. Duke ulur peshat e rrezikut nga 100% në 0% për rritjen vjetore të kredisë midis 4% dhe 10%, masa i nxiti bankat të japin më shumë kredi për ekonominë, duke mbështetur kështu rritjen ekonomike.

"Strategjia e zgjidhjes së kredive me probleme (KMP)": Me prezantimin e një strategjie gjithëpërfshirëse për zgjidhjen e KMP-ve, BSH synonte uljen e nivelit të kredive me probleme në sektorin bankar. Kjo masë përmirësoi qëndrueshmërinë e sektorit bankar, duke ulur rrezikun e mospagimit të kredive.

Masat e përshkruara më sipër, natyrisht, kanë luajtur një rol të rëndësishëm në ruajtjen e stabilitetit financiar dhe përçimin e politikës monetare. Ky konkluzion del qartë në të gjitha analizat dhe raportet e përgatitura nga Banka e Shqipërisë për periudhën 2007-2022. Megjithatë, konkluzionet e bazuara në këto analiza mbeten në nivel hipotezash, që duhen vërtetuar empirikisht, çka në fakt është edhe objektivi i këtij kapitulli. Për të mundësuar këtë vlerësim empirik, është e nevojshme që politikat makroprudenciale të përshkruara më lart të kuantifikohen në një tregues sasior të unifikuar, i cili kap thelbin e shtrëngimit dhe lirimit të politikës makroprudenciale dhe që mund të regresohet përkrah treguesve të tjerë për të vlerësuar efektet e supozuara nga raportet e BSH-së. Në vijim, përshkruhet metodologjia e përllogaritjes së treguesit të politikës makroprudenciale.

2.2.3 Ndërtimi i treguesit të politikës makroprudenciale

Realizimi i analizës empirike kërkon që vendimmarrja e Bankës së Shqipërisë në lidhje me politikën makroprudenciale, e cila përmbledh një bashkësi vendimmarrjesh cilësore mbi treguesit kyç të shëndetit bankar si kapitalizimi, likuiditeti, etj., të agregohen dhe të paraqiten në një tregues të vetëm sasior. Autorë të ndryshëm e kanë përafruar politikën makroprudenciale duke përdorur një tregues të vetëm të shëndetit bankar, megjithatë, adoptimi i kësaj zgjedhjeje "të thjeshtë" nuk do të paraqiste në mënyrë të plotë larminë e masave të ndërmarra nga Banka e Shqipërisë. Rrjedhimisht, për ta trajtuar të plotë këtë politikë, në këtë kapitull propozohet një tregues i përbërë, i cili përfshin dhe përmbledh në një tregues të vetëm sasior gjithë vendimmarrjen e Bankës së Shqipërisë. Ky tregues llogaritet për herë të parë për ekonominë shqiptare dhe rrjedhimisht përbën një nga kontributet origjinale të kapitullit dhe temës së doktoraturës. Ai është ndërtuar në formën e një indeksi, ku çdo vendim në lidhje me politikën makroprudenciale kuantifikohet me vlerat 0, +1 ose -1, respektivisht në rastet kur politika mbetet neutrale, shtrëngohet ose lehtësohet. Në raste të veçanta, kur masat janë me karakter të ndryshëm nga ato makroprudenciale, të tilla si masat operationale të lidhura me likuiditetin në tregun e këmbimit valutor, por që ndikojnë në lehtësimin ose shtrëngimin e kushteve financiare të sektorit bankar, këto masa janë kuantifikuar në masën ± 0.5 .

Metodologjia për ndërtimin e indeksit të përbërë të politikës makroprudenciale është në përputhje me metodologjinë e përdorur FMN-ja, e cila shpjegohet në mënyrë të detajuar në studimin e kryer nga Alam *et al.* (2019) dhe shërben si referencë kryesore për ndërtimin e treguesit në rastin e Shqipërisë. Indeksi është ndërtuar duke interpretuar çdo masë të politikave makroprudenciale, të vëna në zbatim nga Banka e Shqipërisë në periudhën 2006-2022. Përgjithësisht literatura i lidh masat makroprudenciale me periudhën që pasoi krizën financiare globale të vitit 2008. Në rastin e Shqipërisë, llogaritja e indeksit fillon që në 2006-en, për arsye se një bashkësi masash për ruajtjen e shëndetit financiar, kryesisht kontrollin e kredisë në valutë të huaj, janë prezantuar në atë periudhë, pavarësisht se nuk njiheshin si instrumente të politikës makroprudenciale.

Siç është shpjeguar më lart, në rastin e implementimit të një mase makroprudenciale, indeksi merr vlerat +1, kur ajo synon të administrojë rreziqet sistemike duke e shtrënguar politikën dhe -1, kur ajo synon të nxisë ndërmjetësimin financiar. Indeksi

merr vlerë të kundërt respektivisht -1 dhe +1, në rastin kur masa përkatëse revokohet. Kjo metodologji ilustruhet nga shembujt në vijim.

Rezerva kundërciklike e kapitalit. Ajo përfaqëson një kërkesë për bankat për të mbajtur një rezervë kapitali që ndryshon me ciklin e përgjithshëm të kredisë. Kur kjo rezervë zbatohet në masën 0%, tregon një qëndrim neutral. Në këtë rast, vlera e indeksit është e barabartë me 0. Në rastin kur masa merr vlerë pozitive, kjo konsiderohet si një shtrëngim në masat makroprudenciale dhe indeksi merr vlerën +1 në momentin e implementimit të kësaj mase.

I njëjti përshkrim vlen edhe për rastin e rezervës shtesë të kapitalit. Ky instrument përfshin kërkesat që bankat të mbajnë një rezervë kapitali për të absorbuar humbjet e mundshme gjatë periudhave të stresit financiar. Ai përfshin kapitalin rezervë të krijuar sipas rregulloreve të Bazël III.

Kërkesat e kapitalit. Kjo kategori përfshin masa të ndryshme që lidhen me mjaftueshmërinë e kapitalit, të tilla si peshat e rrezikut, rezervat e rrezikut sistematik dhe kërkesat minimale të kapitalit. Shtyrja e implementimit të masave për kërkesat e kapitalit është konsideruar si një masë lehtësuese dhe është kuantifikuar duke i dhënë indeksit vlerën -1, sikurse ka ndodhur gjatë periudhës së pandemisë.

Kufijtë e levës financiare. Këta kufij vendosin kufizime në levën e bankave duke llogaritur raportin e kapitalit ndaj ekspozimeve jo të ponderuara me rrezik. Në këtë rast, rritja e kufirit nënkupton shtrëngim dhe do të rrisë me +1 vlerën e indeksit në periudhën e marrjes së masës.

E njëjta gjë mund të thuhet edhe për kërkesën për provigjionimin e kredive të humbura. Ky instrument përfshin kërkesat që bankat të lënë mënjanë një fond provigjionimi për humbjet e mundshme nga kreditë.

Kufijtë e rritjes së kredisë të kombinuara me treguesit e mjaftueshmërisë së kapitalit ose tregues të tjetër të shëndetit financiar janë përfshirë në indeks me vlerën -1, në rastet kur ato kanë lehtësuar kredidhënien dhe/ose ndërmjetësimin financiar, siç është rasti i masave të ndërmarra gjatë periudhës 2013-2014. Kjo kategori masash ka përfshirë kufizime në rritjen ose vëllimin e kredisë totale, kredinë për sektorin e individëve dhe atë të korporatave. Ky instrument mund të jetë specifik edhe për karakteristika të

caktuara të kredisë të tilla si: maturimi, madhësia, raporti i kredisë ndaj vlerës dhe karakteristikat e huadhënësit.

Masat e likuiditetit dhe financimit. Këto masa synojnë të zbusin rreziqet sistemike të likuiditetit dhe financimit dhe përfshijnë kërkesat për raportet e mbulimit të likuiditetit, raportet e aktiveve likuide, raportet bazë të financimit dhe kufizimet e borxhit të jashtëm që nuk diferencojnë midis monedhave. Në rastin kur këto masa janë shtrënguar, sikurse rritja në nivelin 25% e raportit minimal të likuiditetit ndaj aktiveve, indeksi është rritur me +1. Në rastet kur ky raport është ulur, indeksi ka marrë vlerën -1.

Raporti i kredisë ndaj vlerës së kolateralit (LTV). Ky instrument përcakton kufijtë numerikë në raportin maksimal të kredisë ndaj vlerës për kreditë hipotekare për pasuri të paluajtshme. Indeksi i përbërë llogarit mesataren e thjeshtë dhe medianën e këtyre kufijve rregullatorë. Kufijtë e LTV-së shërbejnë për të kontrolluar huadhënien e tepërt kundrejt vlerës së kolateralit, veçanërisht në sektorin e pasurive të paluajtshme. Në rastet kur ky tregues është shtrënguar, indeksi ka marrë vlerën +1.

Kufijtë e ekspozimit në këmbimin valutor. Këto masa kufizojnë pozicionet neto ose bruto të hapura valutore të bankave, ekspozimet dhe financimin në valutë të huaj. Një instrument tjetër përfshin rezervat që duhet të mbajnë bankat në monedhë vendase ose të huaj për qëllime makroprudenciale ose të tjera. Këto masa janë marrë në kuadër të politikave të deeuroizimit dhe i kanë dhënë indeksit, vlerën +1 në rastet kur kanë synuar uljen e ndërmjetësimit në valutë të huaj, si p.sh. rritjen e normës së rezervës së detyrueshme në valutë të huaj ose kufizimet indirekte mbi kredidhënien në valutë të huaj.

Masat për Institucionet Financiare me Rëndësi Sistemike (SIFI) synojnë të zbusin rreziqet e paraqitura nga SIFI-të globale dhe vendase. Ato zakonisht përfshijnë shtesa kapitali dhe likuiditeti për të siguruar që këto institucione të kenë mbulim të përshtatshëm kundër stresit të mundshëm financiar. Në këto raste, indeksi ka marrë vlerën +0.5 për të reflektuar faktin që masat e aplikuara nuk prekin në mënyrë të drejtpërdrejtë gjithë sistemin bankar.

Së fundi, treguesi i përbërë makroprudencial përfshin edhe masa të tjera makroprudenciale që nuk përfshihen në ndonjërin prej kategorive të mësipërme, të tilla si: kufizime në shpërndarjen e fitimit dhe kufizime në ekspozimet ndërmjet

institucioneve financiare. Konkretisht, vendosja e kufizimeve për shpërndarjen e dividendit, është një tjetër tregues i kufizimeve mbi kapitalin, rrjedhimisht indeksi ka marrë vlerën +1, në rastin e shtyrjes së dividendit, dhe vlerën -1 në momentin kur është hequr kufizimi mbi shpërndarjen e tij.

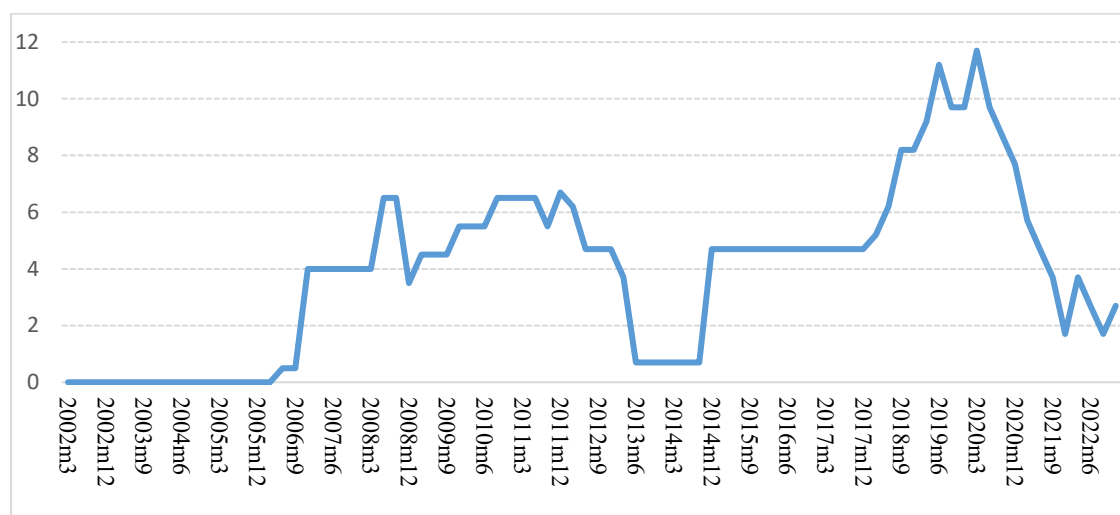


Figura 2.0.2 Ecuria e indeksit të politikës makroprudenciale (PMP)

Burimi: Banka e Shqipërisë dhe llogaritje të autorit.

Treguesi i përbërë i politikës makroprudenciale i përmbledh të gjithë treguesit e përshkruar në një indeks të vetëm si shumatore të tyre, ku secili prej ndryshimeve në instrumentet e mësipërme shfaqet me +1, -1 në periudhën përkatëse. Indeksi nuk ndryshon (kodohet në 0) për të gjitha periudhat pa shtrëngim apo lehtësim të masave. Bazuar në këtë metodologji, është ndërtuar treguesi PMP, i cili paraqitet në Figurën 2.

2.3 Analiza empirike: Ndërveprimi midis politikës monetare dhe politikës makroprudenciale në Shqipëri

Në këtë seksion, shqyrtojmë efektet që vijnë nga një goditje e politikës monetare, veçanërisht goditje të normës bazë të interesit, që është instrumenti kryesor i politikës monetare në Shqipëri, në objektivin e politikës makroprudenciale, dhe si një goditje në instrumentet e kësaj të fundit ndikon në objektivin e politikës monetare. Qëllimi është të kuptojmë se si banka qendrore mund të arrijë efektivisht objektivat e saj makroekonomikë për stabilizimin e inflacionit dhe sigurimin e stabilitetit financiar, përmes koordinimit të politikave makroprudenciale me ato monetare.

Ndërveprimi ndërmjet politikës monetare dhe instrumenteve makroprudenciale në Shqipëri është hulumtuar nëpërmjet përdorimit të një modeli strukturor me vektorë autoregresivë (SVAR), kombinuar me një model strukturor me vektorë të korrektimit të gabimit (SVEC), megjithëse fillimisht analiza ka nisur me vlerësimin e një modeli bazik me vektorë autoregresivë. Literatura përdor metoda të ndryshme për të vlerësuar ndërveprimin midis politikës monetare dhe instrumenteve makroprudenciale, të tilla si: Metoda e Përgjithësuar e Momenteve (GMM), analiza dinamike e të dhënave panel dhe vlerësimi Bajezian i modeleve stokastik dinamik të ekuilibrit të përgjithshëm (DSGE). Secili prej këtyre modeleve zotëron karakteristika të caktuara dhe shërben për qëllime të ndryshme.

Sipas Sims (1980), këto qasje kanë ofruar mjete sasiore inovative për analizën e dinamikave ekonomike. Objektivi kryesor i modelit SVAR është të vlerësojë reagimin e impulsit të variablave endogjenë ndaj goditjeve strukturore, duke vendosur kufizime identifikimi në komponentët ortogonalë të termave të gabimit. Metodologjia SVAR e ka origjinën nga punimet e Blanchard (1989) dhe Blanchard dhe Quah (1989), të cilët u fokusuan në kufizimet afatgjata për identifikimin e goditjeve ekonomike. Në punimin tonë, modeli SVAR i kombinuar me SVEC rezulton veçanërisht i përshtatshëm për vlerësimin e efekteve të goditjeve të politikës monetare dhe makroprudenciale, si dhe reagimin e secilit variabël ndaj goditjeve strukturore, duke analizuar kështu transmetimin e tyre në treguesit kryesorë makroekonomikë, dhe lejon gjithashtu një analizë gjithëpërfshirëse të marrëdhënieve afatgjata dhe korrigjimin e gabimeve brenda sistemit. Në vijim, paraqitet një përmbledhje e veçorive kryesore të kësaj metodologjie.

2.3.1 Metodologjia

2.3.1.1 Kadri teorik i modeleve VAR

Një model i vektorëve autoregresivë (VAR) është një model serish kohore me shumë ndryshore që përdoret kryesisht në makroekonomi dhe fusha të tjera, për të analizuar marrëdhëniet dinamike midis këtyre ndryshoreve. Në formën e një sistemi ekuacionesh, çdo ndryshore luan një rol në përcaktimin dhe sqarimin e çdo ndryshoreje tjetër brenda modelit. Secila ndryshore varet nga vlerat e veta të mëparshme, si dhe nga vlerat e

kaluara të të gjitha ndryshoreve të tjera në sistem. Në terma matematikorë, një model konvencional VAR(p) mund të shprehet si më poshtë:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + Bx_t + \mu + \varepsilon_t \quad (1)$$

ku, y_t është një vektor me përmasa (nx1) me ndryshoret endogjene, x_t është një vektor me ndryshore ekzogjene, $A_1, \dots, A_p$ dhe β_i [(i = 1..p) me përmasa (nxn)] janë matrica e parametrave për t'u vlerësuar, μ është vektor (nx1) i parametrave konstantë dhe ε_t përfaqëson një vektor (nx1) të termave të gabimit “zhurmë e bardhë”¹⁵, që mund të shfaqin korrelacion brenda së njëjtës periudhë kohore, por nuk janë të të ndërlidhura me vlerat e tyre të mëparshme dhe as ndonjërin nga ndryshoret në anën e djathtë të ekuacionit (1). Ato duhet të përmbushin supozimin e të qenit të pavarur dhe të shpërndarë në mënyrë identike (i.i.d.), gjë që nënkupton se gabimet nuk janë të ndërlidhura me njëra-tjetrën, dhe çdo term i gabimit është nxjerrë nga e njëjta shpërndarje probabilitare me karakteristika të qëndrueshme përgjatë gjithë vrojtimeve.

Në kontekstin e vlerësimit të një modeli VAR, disa supozime dhe konsiderata kryesore janë vendimtare. Së pari, modeli supozon linearitet, duke nënkuptuar se marrëdhëniet midis variablave janë lineare. Së dyti, stacionariteti është thelbësor, duke kërkuar që vetitë statistikore të variablave të serive kohore të mbeten konstante me kalimin e kohës. Supozimi i mungesës së multikolinearitetit të përsosur do të thotë që variablat e pavarur (shpjegues) nuk duhet të jenë të lidhur linearisht midis tyre. Për më tepër, modeli VAR supozon pavarësinë seriale të mbetjeve, që do të thotë se gabimet nga ekuacionet e regresionit nuk janë të ndërlidhura ndërmjet pikave kohore. Gjithashtu, supozohet normaliteti i mbetjeve, duke nënkuptuar se shpërndarja e gabimeve ndjek një shpërndarje normale.

Metoda e zakonshme e katrorëve më të vegjël (OLS) është një teknikë e përdorur gjerësisht për vlerësimin e modeleve VAR. OLS supozon homoskedasticitetin, që do të thotë se varianca e gabimeve është konstante në të gjitha vrojtimit ($\text{Var}(\varepsilon_t) = \sigma^2$); nuk ka korrelacion serial të tyre ($\text{Cov}(\varepsilon_t, \varepsilon_s) = 0$ for all $t \neq s$) dhe që termat e gabimit kanë

¹⁵ Në anglisht njihet me termin “white noise”, që nënkupton pavarësi midis termave të gabimit në pika të ndryshme kohore, një variancë konstante në të gjitha pikat kohore dhe një pritje matematikore zero.

shpërndarje normale ($\varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2)$). Shkelja e këtyre supozimeve mund të çojë në vlerësime të njëanshme dhe joefikase të parametrave.

Në rastet kur ka heteroskedasticitet ose korrelacion serial të termave të gabimit, mund të përdoret metoda e katrorëve më të vegjël të përgjithësuar (GLS). Kjo metodë lejon vlerësimin e një matrice peshimi, e cila rregullon për heteroskedasticitetin dhe korrelacionin serial, duke ofruar vlerësime më efikase dhe të paanshme të parametrave. Testet diagnostike, të tilla si testet për heteroskedasticitetin dhe korrelacionin serial, kryhen shpesh për të udhëhequr zgjedhjen midis OLS dhe GLS bazuar në karakteristikat specifike dhe supozimet e të dhënave. Këto teste i ndihmojnë studiuesit të sigurohen që metoda e zgjedhur e vlerësimit përputhet me strukturën themelore të të dhënave dhe çon në rezultate të besueshme dhe të vlefshme.

Vlerësimi i modeleve autoregresive paraqet disa çështje për diskutim lidhur me specifikimin dhe vlerësimin e modelit që përfshijnë përcaktimin e numrit optimal të variablave endogjenë dhe të vonesave të tyre kohore, kushtëzuar nga numri i vrojtimeve të disponueshme. Për më tepër, vendimet në lidhje me specifikimin e modelit dhe transformimin e variablave, qoftë në nivel ose si ndryshime kohore vjetore, kërkojnë gjithashtu vëmendje të kujdesshme.

Përzgjedhja e variablave kërkon një vlerësim të menduar të rëndësisë së tyre teorike dhe empirike. Studiuesit duhet t'u japin përparësi variablave që përputhen me teorinë ekonomike dhe pasqyrojnë marrëdhëniet e botës reale, duke siguruar që variablat e zgjedhur të jenë të disponueshëm gjatë gjithë hapësirës kohore të marrë në analizë. Arritja e një ekuilibri është e domosdoshme, duke shmangur përfshirjen e një numri të tepërt variablash që mund të çojnë në sfida interpretimi dhe kompleksitet në vlerësimin e modelit.

Është thelbësore të theksohet se variablat e përfshirë në modelin VAR duhet të specifikohen për t'u siguruar që ata kanë të njëjtin rend integrimi. Në mënyrë të veçantë, të gjithë variablat duhet të shfaqin stacionaritet, përcaktuar si $I(0)$, ose përndryshe të kenë të njëjtin rend integrimi, $I(d)$, ku d përfaqëson një numër natyror që tregon rendin e integritit për serinë përkatëse. Në rastet kur treguesit ekonomikë shfaqin jostacionaritet, bëhet i nevojshëm diferencimi i tyre aq herë sa është rendi i tyre i integritit, në mënyrë që të shndërrohen në stacionare. Për të vlerësuar karakteristikat

e stacionaritetit të serive kohore, përdoren teste të ndryshme ekonometrike, ku më të hasurit në literaturë janë: Augmented Dickey-Fuller (ADF) dhe Phillip Perron (PP).

Në mënyrë të ngjashme, në përcaktimin e numrit të duhur të vonesave kohore të përfshira në vlerësim, është e rëndësishme të analizohet dinamika themelore e sistemit ekonomik në shqyrtim. Studiuesit duhet të marrin në konsideratë aspektet kohore të variablave, duke menduar për strukturën e vonesave që kap më së miri kohën e ndërveprimeve midis tyre, pra se si ndryshimet në një variabël mund të ndikojnë tek të tjerët në shtrirje të ndryshme kohore si dhe strukturën autoregresive të secilit variabël. Përdorimi i kriterëve të informacionit si Kriteri Akaik i Informacionit (AIC), Kriteri Schwarz Bajezian i Informacionit (SIC) dhe Kriteri i Informacionit Hannan-Quinn (HQ) rezulton mjaft efikas në këtë kontekst. Këto kriterë ofrojnë një qasje sasiore që balancon dëshirën për kompleksitet të modelit me nevojën për të qenë sa më i kursyer, duke ndihmuar kështu në identifikimin e një strukture optimale vonesash kohore. Sa më e vogël vlera e kriterit, aq më mirë modeli përkatës përshkruan të dhënat. Zgjedhja e një rendi të vonesës që nuk korrespondon me atë optimal mund të rrezikojë besueshmërinë dhe interpretueshmërinë e përgjigjeve të impulsit të një modeli VAR (Lutkepohl, 1993).

Pas vlerësimit të modelit VAR me numrin optimal të vonesave kohore, është e rëndësishme të vlerësohet stabiliteti i tij, duke ekzaminuar rrënjët e polinomit të tij karakteristik. Polinomi karakteristik rrjedh nga operatori i vonesës i aplikuar në koeficientët autoregresivë të modelit VAR. Për një sistem të qëndrueshëm, të gjitha rrënjët e polinomit karakteristik duhet të shtrihen brenda rrethit njësi, pra të jenë me madhësi më të vogla se 1. Nëse ndonjë rrënjë është jashtë rrethit njësi ose ka një madhësi më të madhe se 1, tregon paqëndrueshmëri të mundshme.

Në vijim, performohen testet diagnostike për të kontrolluar përmbushjen e supozimeve mbi të cilat bazohet vlerësimi me metodën OLS, të përmendura në fillim të këtij seksioni. Homoskedasticiteti mund të vlerësohet përmes testeve Breusch-Pagan ose White. Vlerësimet diagnostike për autokorrelacionin përfshijnë statistikën Durbin-Watson dhe testin LM (Lagrange Multiplier). Përmbushja e supozimit të shpërndarjes normale të mbetjeve mund të verifikohet përmes testeve Shapiro-Wilk ose Jarque-Bera. Këto supozime së bashku shërbejnë si gurë themeli për vlerësimin e besueshëm të OLS,

duke nënvizuar rëndësinë e testimit rigoroz për të mbështetur vlefshmërinë e analizave të regresionit.

Së fundi, një element shumë i rëndësishëm i vlerësimit lidhet me përcaktimin e strukturës së modelit, me fjalë të tjera, identifikimi i kufizimeve që garantojnë marrjen e një zgjidhjeje unike për gjenerimin e goditjeve të modelit VAR. Ky identifikim është thelbësor pasi goditjet duhet të jenë të ortogonalizuara që të identifikohen në mënyrë unike goditjet e secilit variabël dhe përçimi i efekteve të tyre në të gjithë sistemin. Për të realizuar këtë, është e nevojshme të përcaktohen $(n*(n-1))/2$ kufizime totale (ku “n” përfaqëson numrin e variablave në model). Një zgjidhje për identifikimin e strukturës jepet nga metoda e dekompozimit Choleski, e cila bazohet në renditjen e variablave në sistem dhe vendosjen e kufizimeve për trekëndëshin e sipërm të matricës së gabimit. Pavarësisht zgjidhjes, kjo metodë vuan nga fakti se rezultatet ndryshojnë me ndryshimin e renditjes së variablave. Kjo është e rëndësishme pasi renditja nënkupton njëkohësisht edhe radhën e endogjenitetit brenda sistemit, e cila nuk është e njohur *a priori* për kërkuesin dhe mbetet gjithsesi subjektive. Rrjedhimisht, në vijim, vlerësimi i modelit pasurohet me metodologjinë SVAR, që bazohet në karakteristikat e vetë procesit të gjenerimit të të dhënave.

2.3.1.2 Kuadri teorik i modeleve SVAR kombinuar me SVEC

Strategjia VAR e prezantuar më lart kërkon identifikimin e saktë të strukturës së modelit (që më sipër është mundësuar përmes dekompozimit Cholesky të strukturës së gabimit). Është e rëndësishme që identifikimi të mos jetë subjektiv, por të bazohet në faktorë objektivë. Në këtë këndvështrim, nuk duhet të harrohet se databazat dhe procesi i gjenerimit të të dhënave ka një strukturë të pasur, e cila shfaqet në formën e marrëdhënieve kointegruese, rendin e integritit të të dhënave etj., të cilat nënkuptojnë kufizime mbi sjelljen e variablave në afatin e gjatë dhe në mënyrën e përçimit të goditjeve në variablat e modelit dhe sjelljen e vet në kohë. Rrjedhimisht, është e rëndësishme që identifikimi i goditjeve të bëhet përmes përcaktimit të strukturës që mbart vetë procesi i gjenerimit të të dhënave, e cila në vetvete përcaktohet saktë përmes karakteristikave të sjelljes të serive të përfshira në model. Pra, për të bërë një vlerësim më të plotë dhe më të saktë, metodologjia e hulumtimit empirik do të bazohet në një model strukturor VAR, ku strategjia e identifikimit do të udhëhiqet nga dy konsiderata

kryesore: fillimisht nga struktura e evidentuar në procesin e gjenerimit të të dhënave, dhe së dyti nga informacioni dhe njohuria praktike mbi procesin e vendimmarrjes dhe hartimit të politikave monetare e makroprudenciale të Bankës së Shqipërisë. Në lidhje me konsideratën e parë, strategjia e identifikimit bazohet në metodologjinë e propozuar nga Ouliaris, Pagan dhe Restrepo (2018). Në përputhje me këta autorë, studimi përpiqet të hulumtojë ekzistencën e marrëdhënieve kointegruese në seritë e modelit VAR. Identifikimi i këtyre marrëdhënieve kointegruese dhe shkallës së integritetit të variablave, ka një rëndësi të veçantë, pasi së bashku tregojnë numrin e goditjeve të përhershme dhe atyre tranzitore në model. Ato gjithashtu tregojnë se sa prej këtyre goditjeve të përhershme mbeten në strukturën e modelit dhe sa prej tyre eliminohen nga prezenca e marrëdhënieve kointegruese. E thënë thjesht, nëse në databazë identifikohen n variabla $I(0)$ dhe r marrëdhënie kointegruese, kjo do të thotë se goditjet në variablat n dhe r janë të përkohshme dhe nuk transmetohen në periudhën afatgjatë. Rrjedhimisht, goditjet n dhe r identifikohen me kufizime 0 në matricën e marrëdhënies afatgjatë, duke nënkuptuar kështu një numër kufizimesh 0. Ky informacion përdoret për të vendosur kufizimet strukturore në matricën e sjelljes afatgjatë. Nëse këto kufizime janë më pak se $(k*(k-1))/2$, kufizime për identifikimin e plotë të modelit, kufizimet e mbetura do të vendosen në matricën e sjelljes afatshkurtër. Këto kufizime bazohen në analizën e vendimmarrjes të BSH-së dhe natyrën e politikave monetare dhe makrofinanciare. Siç do të shikohet në vijim, analiza empirike gjen se të gjithë variablat janë të integruar të rendit të parë dhe njëkohësisht ekzistencën e dy marrëdhënieve kointegruese.

Modeli VAR mund të mendohet gjithashtu si një model strukturor me vektorë autoregresivë (SVAR) të përfaqësuar nga ekuacioni 2 më poshtë:

$$Az_t = L + B\eta_t \quad (2)$$

ku: matrica A përfaqëson lidhjet strukturore (nga ku merr edhe termin “strukturor”),

L përfaqëson strukturën e vonesave kohore të shprehur si $A_1z_{t-1} + \dots + A_pz_{t-p}$

B është matrica që vendos kufizimet në lidhje me funksionet e reagimit të impulsit. Këto të fundit duhet të jenë të ortogonalizuara, në mënyrë që të identifikojnë pastër goditjet e njëkohshme.

Duke supozuar se nuk kemi ose nuk vendosim kufizime në matricat A_j , për $j = 1, \dots, p$, të strukturës së vonesave kohore, përshkrimi i mësipërm na lejon të shkruajmë modelin VAR në formën:

$$Ae_t = B\eta_t \text{ ose } Ae_t = Bu_t \quad (2.1)$$

ku: $u_t = \eta_t$ përcakton inovacionet që kanë variancë njësi, përkundrejt ε_t (që shfaqet në ekuacionin 1 të VAR në fillim të seksionit të metodologjisë) dhe që nuk ka variancë njësi.¹⁶

Në këtë mënyrë, identifikimi i saktë i strukturës së sistemit për ortogonalizimin e goditjeve mund të bëhet në matricën A ose në matricën B, e cila na çon në VAR-in strukturor. Siç është sqaruar, identifikimi i plotë i modelit kërkon $\frac{k(k-1)}{2}$ kufizime në njëerën apo në të dy matricat.

Në vija të përgjithshme, struktura mund të imponohet në marrëdhënien afatgjatë përmes matricës A ose në marrëdhënien afatshkurtër përmes matricës B. Një mënyrë për të ilustruar këtë identifikim përmes matricës B bazohet në skemën Choleski, sipas së cilës matrica B supozohet të jetë në formën e një trekëndëshi të poshtëm. Në këtë mënyrë, pavarësia e goditjeve përcaktohet nga renditja e variablave që identifikon njëkohësisht edhe goditjet. Për shembull, ndryshorja e parë ndikohet vetëm nga goditja e saj, ndryshorja e dytë nga goditja e ndryshores së parë dhe goditja e saj, e kështu me radhë për të gjithë variablat pasues. Nëse identifikimi bazohet në matricën A, atëherë ai përfiton nga lidhjet strukturore afatgjata, të cilat mund të merren si të mirëqena nga teoria ekonomike ose studimet e mëparshme empirike.

Kointegrimi përbën një rast të veçantë të njohurive empirike mbi procesin e gjenerimit të të dhënave në një bazë të dhënash. Kointegrimi është një veti statistikore që lind kur një kombinim linear i variablave të serive kohore jostacionare bëhet stacionare. Në kontekstin e një sistemi me n variabla, prania e kointegrimit nënkupton se ekzistojnë kombinime lineare të këtyre variablave që shfaqin një marrëdhënie ekuilibri afatgjatë. Konkretisht, ekzistenca e marrëdhënieve kointegruese e kthen modelin VAR në një VECM (modeli i vektoreve të korigjimit të gabimit), prandaj forma e saktë e identifikimit të strukturës në model duhet të përshtatet për të pasqyruar kufizimet e

¹⁶ Për kalimin nga ekuacioni 2 në 2.1, referoju Ouliaris et al. (2018).

vendosura nga marrëdhëniet kointegruese, duke e shndërruar modelin VECM në një model Struktural VECM (SVECM).

Çdo variabël në sistem mund të ketë një trend stokastik, që përfaqëson luhatje të rastësishme që vazhdojnë me kalimin e kohës. Megjithatë, kur është i pranishëm kointegrimi, do të thotë se ka kombinime lineare të këtyre variablave që nuk kanë një trend stokastik, pra ato janë stacionare. Çdo marrëdhënie kointegruese e zvogëlon numrin e përgjithshëm të trendeve stokastike në sistem sepse nënkupton një marrëdhënie ekuilibri afatgjatë që eliminon trendin stokastik. Praktikisht, ekzistenca e r marrëdhënieve kointegruese në një model me n variabla nënkupton se goditjet e përhershme në model nuk janë të barabarta në numrin e variablave, kjo për shkak se r variablat e modelit që mbartin kointegrim nuk kanë trende stokastike të përhershme. Pra, në një model të kointegruar ka vetëm $n - r$ trende stokastike të përhershme. Kjo natyrisht nënkupton imponimin e strukturës në model duke përcaktuar kufizime, pasi goditjet në variablat që mbartin kointegrimin nuk mund të lënë gjurmë afatgjata në variablat e tjerë. Rrjedhimisht, kjo ndihmon në identifikimin e modelit përmes identifikimit të efekteve të këtyre goditjeve me zero në matricën e trendeve stokastike afatgjata. Për të realizuar këtë, Ouliaris *et al.* (2018) propozon konvertimin e modelit VECM në një model VAR që do të lejonte përdorimin e skemës së identifikimit të përshkruar më sipër. Në vijim jepet një përshkrim i shkurtër i këtij procesi, duke ruajtur pothuajse të njëjtën simbolikë si Ouliaris *et al.* (2018).

Së pari, duke u nisur nga modeli VECM i stilizuar në ekuacionin 3 më poshtë:

$$\Delta \zeta_t = \alpha \beta' \zeta_{t-1} + \Phi_1 \Delta \zeta_{t-1} + e_t \quad (3)$$

ku, α dhe β përfaqësojnë matricat që kanë të bëjnë me marrëdhënien kointegruese, përkatësisht matricën e koeficientëve të termit të gabimit dhe matricën e vektorëve kointegrues; ζ_{t-1} vektorin e vlerave në nivel të variablave të kointegruar (në rastin tonë, një periudhë e mëparshme). Rrjedhimisht, $\beta' \zeta_{t-1}$ paraqet termat e korrigjimit të gabimit që autorët i definojnë ξ_t . Kjo dhe supozimi që $\Phi_1 = 0$, dhe shumëzimi i të dy anëve të ekuacionit 3 me matricën e koeficientëve të njëkohshëm lejon që forma strukturore e modelit VECM të shkruhet si më poshtë:

$$\text{SVECM: } \Phi_0 \Delta \zeta_t = \alpha^* \xi_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4), \text{ ku: } \alpha^* = \Phi_0 \alpha.$$

Duke u nisur nga ekuacioni 4, një model me n variabla nga të cilët r variabla janë të kointegruar (ose me fjalë të tjera r janë goditje tranzitore), SVECM mund të shkruhet si më poshtë:

$$\Phi_0^{11}\Delta\zeta_{1t} + \Phi_0^{12}\Delta\zeta_{2t} = \alpha^*\xi_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5)$$

ku, ζ_{1t} përfaqëson vektorin e $n - r$ trendeve stokastike të përhershme dhe ζ_{2t} përfaqëson vektorin e r goditjeve tranzitore (që në fakt lidhen me variablat e kointegruar).

Më tej, autorët Ouliaris *et al.* (2018) eliminojnë trendet tranzitore nga modeli, duke përdorur marrëdhëniet kointegruese si në ekuacionin 6 më poshtë:

$$\xi_t = \beta_1'\zeta_{1t} + \beta_2'\zeta_{2t} \quad (6)$$

nga ku $\zeta_{2t} = \beta_2'^{-1} (\xi_{t-1} - \beta_1'\zeta_{1t})$. Më tej, përmes llogaritjeve dhe faktit se ekuacionet me trende stokastike permanente e kanë koeficientin e axhustimt α^* të barabartë me 0, sikurse tregojnë Pagan e Pesaran (2008), forma SVAR e SVECM mund të shkruhet si në ekuacionin 7 në vijim:

$$A_0^{21}\Delta\zeta_{1t} + A_0^{22}\xi_{2t} = A_1^{22}\xi_{t-1} + \varepsilon_{2t} \quad (7)$$

Që do të thotë se forma SVAR e SVECM merr në konsideratë $n - r$ variablat me trende stokastike të përhershme $\Delta\zeta_{1t}$ dhe r marrëdhëniet kointegruese ξ_{2t} , të cilat zëvendësojnë në model r variablat me trende të përkohshme. Natyrisht që matricat e koeficienteve A_0^{21}, A_0^{22} dhe A_1^{22} të SVAR nuk janë matricat origjinale Φ_j të SVECM, por Ouliaris *et al.* (2018) tregon se goditjet në SVAR janë të ngjashme me ato në SVECM, duke ruajtur vlerën (ose duke i dhënë kuptim) analizës empirike.

2.3.2 Përshkrimi i të dhënave dhe përzgjedhja e variablave

Në këtë seksion, paraqesim një përshkrim gjithëpërfshirës të të dhënave të përdorura në analizën empirike. Variablat e përzgjedhur përfshijnë si politikën monetare, ashtu edhe instrumentet makroprudenciale, duke kapur objektivat e tyre përkatës dhe ndikimin e tyre në treguesit kryesorë ekonomikë. Ato janë në përputhje me literaturën ekzistuese të përmendur edhe në seksionin e dytë të këtij kapitulli, dhe kryesisht në linjë me Sejko (2021) që përmbledh studimet e kryera mbi këtë temë për rastin e Shqipërisë.

Ky studim përdor të dhëna tremujore që shtrihen nga viti 2002 deri në informacionin më të fundit të disponueshëm në vitin 2022. Përzgjedhja e kësaj periudhe kohore është motivuar nga ndryshimet thelbësore strukturore në ekonominë shqiptare në vitet e para të tranzicionit nga një ekonomi e centralizuar në një ekonomi tregu në fillim të viteve '90, të shoqëruara me transformime të dukshme si në sektorin bankar, ashtu edhe për ekonominë në tërësi.

Duke pasur parasysh periudhën e shkurtër kohore dhe numrin e vogël të vrojtimeve, jemi përpjekur të ndërtojmë një model, i cili mund të shpjegojë bashkëveprimin midis politikave monetare e makroprudenciale me një numër të arsyeshëm ndryshoresh, që mundëson testimin e hipotezave kërkimore të këtij studimi. Në mënyrë të thjeshtuar, struktura e modelit mund të paraqitet si më poshtë:

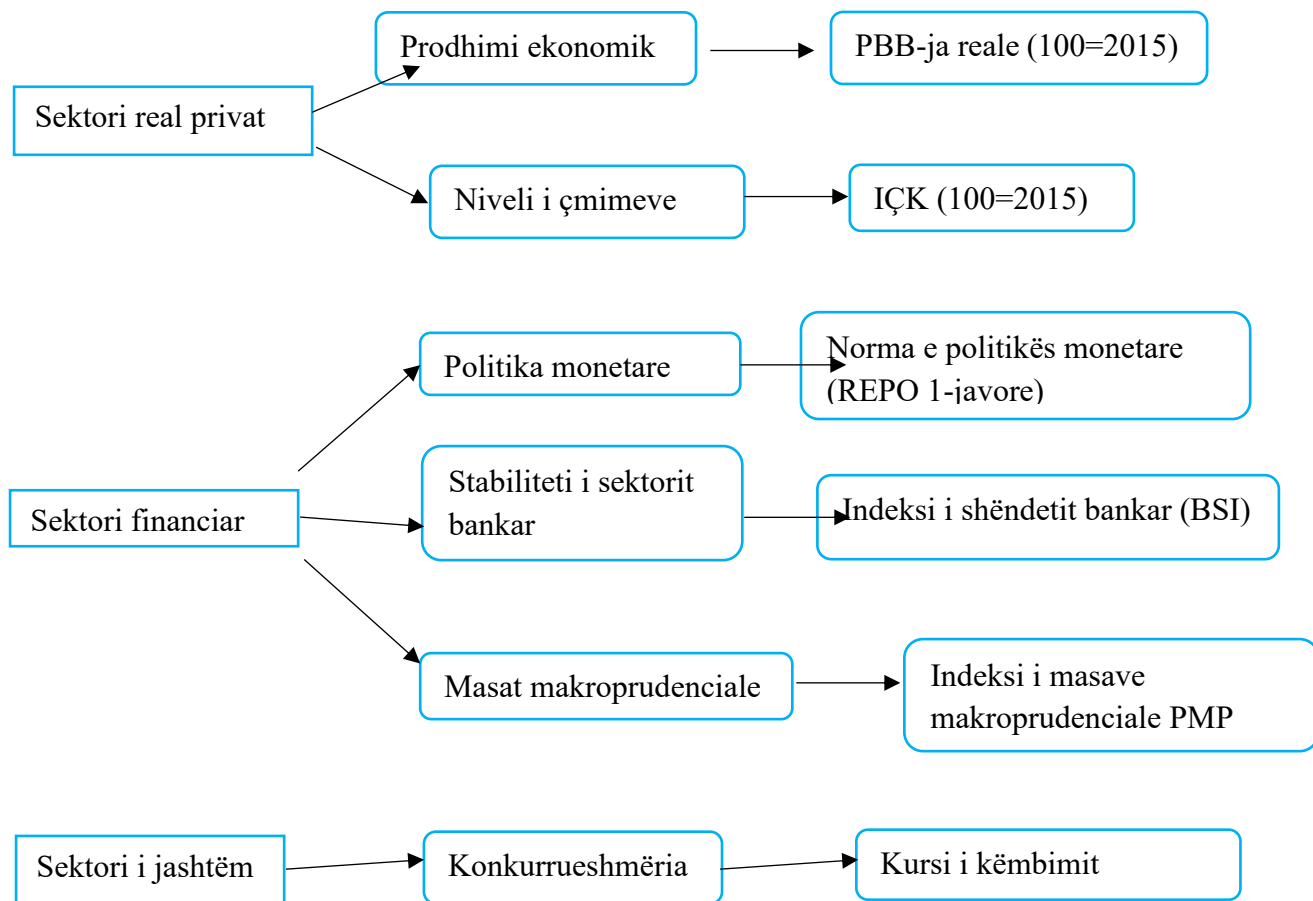


Figura 2.0.3 Struktura e modelit dhe treguesit e përzgjedhur

Norma bazë e interesit apo norma e REPO-s njëjavore pasqyron normën e interesit të vendosur nga banka qendrore, duke shërbyer si përafrues për instrumentin e politikës monetare në Shqipëri. Ajo përfaqëson mjetin parësor të përdorur nga banka qendrore për të ndikuar në kostot e huamarrjes, ofertën e parasë dhe aktivitetin e përgjithshëm ekonomik. Norma bazë luan një rol vendimtar në formësimin e qëndrimit të politikës monetare dhe arritjen e objektivit të saj për stabilitetin e çmimeve.

Inflacioni, matur me ndryshimin vjetor të indeksit të çmimeve të konsumit, përfshihet në analizë për të kapur objektivin e politikës monetare, atë të stabilitetit të çmimeve, që është thelbësor për rritjen e qëndrueshme ekonomike dhe për stabilitetin makroekonomik të vendit.

Ndërtimi i indeksit të përbërë të masave makroprudenciale të përdorura në Shqipëri është shpjeguar në mënyrë të detajuar në seksionin 2.2.2, ku baza e të dhënave e

përdorur në ndërtimin e tij përfshin kryesisht informacione të mbledhura nga faqja e internetit të Bankës së Shqipërisë, dokumente zyrtare të saj e vendime të Këshillit Mbikëqyrës.

Në vijim, është marrë në analizë indeksi i shëndetit bankar (BSI), si një tregues për të vlerësuar realizimin e objektivit të politikës makroprudenciale të ndjekur nga Banka e Shqipërisë. Indeksi BSI shërben si tregues i stabilitetit financiar dhe mat shëndetin e përgjithshëm dhe qëndrueshmërinë e sistemit bankar, duke përfshirë faktorë të tillë si: niveli i kapitalizimit, cilësia e aseteve, përfitueshmëria e bankave dhe likuiditeti. Treguesi llogaritet me frekuencë tremujore nga Departamenti i Stabilitetit Financiar në BSH. Statistikat e përfshira në ushtrimin empirik, vijnë pikërisht nga ky burim.

Së fundmi, dy tregues të tjerë makroekonomikë janë shtuar në analizë:

Produkti i Brendshëm Bruto (PBB), i përdorur gjerësisht si tregues i prodhimit ekonomik, i cili përfshihet në analizë për të kapur efektivitetin si të politikës monetare, ashtu edhe të politikave makroprudenciale në arritjen e stabilitetit makroekonomik.

Kursi i këmbimit merr një rëndësi të veçantë në kushtet e përdorimit të konsiderueshëm të monedhës evropiane në ekonominë shqiptare, si dhe në sektorin bankar. Luhatjet në kursin e këmbimit mund të ndikojnë në efektivitetin e politikave monetare e makroprudenciale, përmes efektit të tyre në çmimet e importit, pritjet inflacioniste dhe konkurrueshmërinë e eksporteve vendase e të jashtme, duke ndikuar kështu në aftësinë e bankës qendrore për të arritur objektivat e stabilitetit të çmimeve.

Luhatjet e kursit të këmbimit kanë implikime të rëndësishme edhe për sa i përket politikës makroprudenciale. Luhatjet në kursin e këmbimit mund të ndikojnë në kapacitetin e shërbimit të borxhit të huamarrësve dhe kreditë me probleme, veçanërisht kur ka mospërputhje midis monedhës në të cilën janë dhënë kreditë dhe monedhës në të cilën huamarrësit përftojnë të ardhurat. Gjithashtu, lëvizjet e kursit të këmbimit mund të përforcojnë ndikimin e goditjeve të jashtme financiare në sektorin bankar shumë të euroizuar, duke ndikuar potencialisht në cilësinë e kredisë, mjaftueshmërinë e kapitalit dhe pozicionet e likuiditetit të bankave. Tabela 1A në Shtojcën A paraqet disa statistika përshkruese për variablat e përfshirë në model, ndërsa Figura 1A ilustron evoluimin e tyre përgjatë kohës.

2.3.3 Vlerësimi empirik: identifikimi dhe analiza e ndërveprimeve midis dy politikave

Vlerësimi empirik i modelit bazohet në databazën e përshkruar më lart dhe është bërë në dy faza. Fillimisht, në kontekstin e një modeli VAR, është thelbësore të ekzaminohen vetitë e stacionaritetit të serive kohore të përfshira përmes testeve ekonometrike përkatëse si testet e Augmented Dickey-Fuller (ADF) dhe Phillips-Perron (PP). Këto teste luajnë një rol kryesor jo vetëm në konfirmimin e vetive stacionare të serive kohore të variablave, por edhe në përcaktimin e trajtës funksionale të duhur, në të cilën këto variabla duhet të përfshihen në modelin ekonometrik. Zgjedhja e trajtës në nivele, diferenca të para, norma rritjeje ose transformime logaritmike, është thelbësore për kapjen e dinamikave themelore dhe sigurimin e vlefshmërisë së supozimeve të modelit. Këto vendime ndikojnë në interpretimin e koeficientëve, trajtimin e tendencave dhe përshtatshmërinë e përgjithshme të modelit për vlerësime dhe analiza të besueshme.

Për më tepër, për të rritur saktësinë analitike, është e këshillueshme që të trajtohet sezonaliteti konkretisht në treguesit ekonomikë si PBB, IÇK dhe kursi i këmbimit. Një metodë efektive e desezonalizimit përfshin përdorimin e procedurës TRAMO-SEATS, e cila ndihmon në izolimin e trendit dhe komponentes ciklike të të dhënave, duke kontribuar në një bazë më të besueshme për modelim dhe interpretim brenda kuadrit VAR.

Rezultatet e testeve të stacionaritetit¹⁷, të cilat paraqiten të përmbledhura në Tabelën 2A të Shtojcës A, tregojnë se të gjitha seritë në nivel janë të integruara të rendit të parë, pra jo-stacionare, prandaj janë futur në model si diferenca të para ose si norma vjetore rritjeje.

Pas testeve të stacionaritetit, hap tjetër i rëndësishëm për vlerësimin e modelit VAR është përcaktimi i numrit optimal të vonesave, një proces ky thelbësor për kapjen e dinamikave kohore midis variablave, sikurse shpjeguar edhe në seksionin 3.1. Rezultatet e kriterëve të informacionit, të detajuara në Tabelën 3A të Shtojcës A, çojnë në rekomandime të ndryshme të numrit optimal të vonesave kohore, me dy prej tyre që rekomandojnë 2 vonesa dhe një 4 vonesa. Vendimi ynë për të zgjedhur 2 vonesa

¹⁷ Rezultatet e plota të testeve të stacionaritetit janë paraqitur në Shtojcën III.

bazohet si në preferencën e shumicës të treguar nga kriteret, ashtu edhe në parimin e të pasurit një model më konciz e më të interpretueshëm dhe “të kursyerit” në shkallë lirie.

Çështje kryesore mbetet formulimi i një skeme të arsyeshme identifikimi për politikën monetare dhe atë makroprudenciale. Qasja rekursive (renditja Cholesky), e cila është ndër më të përdorshmet, imponon kufizime afatshkurtra në parametrat e modelit dhe supozon se banka qendrore nuk ndikon në variablat me lëvizje të shpejtë në afatin e shkurtër (siç zbatohet nga Fatas dhe Mihov (2001) dhe Tovar *et al.* (2012)).

Në përgjithësi, renditja Cholesky pasqyron sekuencën logjike të mënyrës se si variablat ekonomike ndërveprojnë me njëri-tjetrin dhe kap marrëdhëniet e mundshme shkakësore dhe kanalet e transmetimit ndërmjet tyre. Pozicioni i secilit variabël në renditje përfaqëson radhën relative të pësimit të goditjes dhe përçimit të saj te variablat e tjerë. Siç është përshkruar më lart, renditja merr në konsideratë ekzogjenitetin e njëkohshëm të treguesve makrofinanciarë ndaj instrumenteve të politikës, duke lejuar identifikimin e goditjeve të politikës si mbetje të ekuacioneve, ku instrumentet e politikës u përgjigjen në mënyrë endogjene kushteve aktuale ekonomike të reflektuara nga variablat e tjerë.

Le të thellohemi më tej në arsyetimin ekonomik, pas renditjes së sugjeruar të Cholesky:

PBB-ja reale (Produkti i Brendshëm Bruto): I vendosur në fillim të renditjes, PBB-ja konsiderohet ekzogjene në të njëjtën kohë me të gjithë variablat e tjerë. Ndryshimet në PBB mund të ndodhin për shkak të një game të gjerë faktorësh, të tilla si: përparimet teknologjike, ndryshimet në preferencat e konsumatorëve dhe investitorëve, politikat fiskale dhe goditjet e jashtme. Si e tillë, PBB-ja shpesh konsiderohet si një variabël ekzogjen që pasqyron gjendjen aktuale të ekonomisë. Nga ana tjetër, PBB-ja zakonisht publikohet me vonësë dhe në kontekstin e rendit të Cholesky, supozimi i ekzogjenitetit të njëkohshëm të PBB-së do të thotë që instrumentet e politikës i përgjigjen gjendjes aktuale ekonomike siç pasqyrohet nga variablat makrofinanciarë. Ky supozim përputhet me idenë se politikëbërësit vëzhgojnë PBB-në në një fazë të mëvonshme dhe e përdorin atë si një udhëzues për të vendosur qëndrimin e politikës, duke e bërë atë ekzogjen në kohën kur merren vendimet e politikave.

Kursi i këmbimit pozicionohet pas PBB-së dhe para IÇK-së. Teoria ekonomike sugjeron se ndryshimet e kursit të këmbimit mund të kenë efekte afatshkurtra dhe

afatgjata në inflacion. Ato mund të ndikojnë në çmimet e mallrave dhe shërbimeve të importuara, pritjet inflacioniste dhe konkurrueshmërinë e jashtme. Studimet empirike kanë gjetur gjithashtu evidencë të përçimit të kursit të këmbimit në inflacion, duke mbështetur renditjen e tij para inflacionit.

IÇK-ja (Indeksi i Çmimeve të Konsumit). IÇK-ja supozohet të jetë ekzogjene në të njëjtën kohë me variablat e tjerë të mbetur. Ndryshimet në IÇK mund të ndodhin për shkak të faktorëve të ndryshëm, duke përfshirë ndryshimet në kërkesën agregate, goditjet e ofertës dhe veprimet e politikës monetare. Duke vendosur IÇK-në pas kursit të këmbimit dhe PBB-së, ne pranojmë se luhatjet e këtyre variablave mund të paraprijnë dhe të ndikojnë në presionet inflacioniste.

Norma e politikës monetare. Norma e politikës monetare përfaqëson normën e interesit të vendosur nga banka qendrore për të arritur objektivin e saj të politikës monetare, stabilitetin e çmimeve. Vendimet e politikës monetare shpesh bazohen në kushtet aktuale ekonomike, duke përfshirë PBB-në, dinamikën e kursit të këmbimit, pavarësisht se fokusin e kanë te ecuria e inflacionit dhe përmbushja e objektivit të tij, gjë që reflektohet në renditjen e normës së REPO-s pas inflacionit.

Indeksi i shëndetit bankar. Indeksi i shëndetit bankar ndjek kursin e këmbimit dhe PBB-në në renditje, ndryshimet e të cilave mund të kenë implikime të drejtpërdrejta për stabilitetin e sektorit bankar, përmes ndikimit në rrezikun e kredisë dhe mosshlyerjes së kredive nga ana e huamarrësve.

Indeksi i përbërë makroprudencial, i cili përfshin tërësinë e masave makroprudenciale rregullatore të ndërmarra nga Banka e Shqipërisë për të zbutur rreziqet sistemike në sistemin financiar, është pozicionuar pas indeksit të shëndetit bankar, nën supozimin se banka qendrore reagon ndaj paqëndrueshmërive që karakterizojnë sektorin bankar përmes këtyre masave.

Duke vendosur goditjet e politikës si mbetje të ekuacioneve ku instrumentet e politikës i përgjigjen në mënyrë endogjene gjendjes së ekonomisë, struktura jonë e modelit zgjerohet në kuadrin e prezantuar nga Christiano *et al.* (1999) për identifikimin e goditjeve të politikave të bankës qendrore. Supozimet tona të identifikimit tregojnë se, përveç objektivave tradicionalë si prodhimi dhe çmimet, autoriteti monetar mund të marrë në konsideratë edhe zhvillime të njëkohshme në kursin e këmbimit dhe

stabilitetin bankar, duke u përafuar me rëndësinë në rritje të objektivave të stabilitetit financiar. Kjo strukturë është e ngjashme me rregullin e normës së interesit të ekzaminuar në Bailliu *et al.* (2015).

Për sa i përket politikës makroprudenciale, ajo përcaktohet duke vlerësuar kushtet aktuale të shëndetit të sektorit bankar, siç theksohet në studimet e Angelini *et al.* (2014), Kannan *et al.* (2012), Quint dhe Rabanal (2014) dhe Rubio dhe Carrasco-Gallego (2014). Megjithatë, rregulli i politikës makroprudenciale përfshin gjithashtu një përgjigje ndaj prodhimit, siç tregohet në modelet teorike nga Angelini *et al.* (2014), Gelain dhe Ilbas (2017) dhe Rubio dhe Yao (2019). Gelain dhe Ilbas (2017) argumentojnë se përfshirja e prodhimit në një funksion të humbjes për politikën makroprudenciale pasqyron shqetësimin për stabilizimin e efekteve indirekte në ekonominë reale që rrjedhin nga luhatjet e pafavorshme në treguesit financiarë. Në mënyrë të ngjashme, është e besueshme që politika makroprudenciale të marrë parasysh zhvillimet e njëkohshme në nivelin e çmimeve, veçanërisht kur banka qendrore mban përgjegjësi edhe për politikën makroprudenciale.

Për sa i përket renditjes ndërmjet dy instrumenteve të politikës, në modelin tonë bazë, masat makroprudenciale (PMP) supozohen të jenë ekzogjene në të njëjtën kohë me normën e politikës monetare (REPO). Megjithatë, rezultatet mbeten të qëndrueshme edhe kur supozohet se normat e interesit (REPO) janë ekzogjene në të njëjtën kohë ndaj masave makroprudenciale (PMP), duke pasur parasysh korrelacionin e papërfillshëm midis inovacioneve në PMP dhe REPO.

Analiza empirike do të eksplorojë mekanizmin e transmetimit të goditjeve të politikës monetare dhe goditjeve të politikës makroprudenciale në variablat e tjerë të modelit. Një goditje e politikës monetare i referohet një ndryshimi të papritur në normën bazë, i cili ndikon në kostot e huamarrjes, vendimet e investimeve dhe kërkesën agregate. Mekanizmi i transmetimit zakonisht përfshin kanale të tilla si transmetimi i normës së interesit, çmimet e aktiveve, kursi i këmbimit dhe kushtet e huadhënies.

Në mënyrë të ngjashme, një goditje e politikës makroprudenciale kap rregullime të papritura në mjetet makroprudenciale të përdorura në Shqipëri. Këto goditje synojnë të rrisin stabilitetin dhe qëndrueshmërinë e sektorit bankar, të reduktojnë rreziqet sistemike dhe të mbrojnë ndërmjetësimin financiar. Mekanizmi i transmetimit të

goditjeve të politikës makroprudenciale përfshin ndikimin në huadhënien bankare, rritjen e kredisë, kushtet e likuiditetit dhe stabilitetin e përgjithshëm financiar.

Për më tepër, modeli ynë lejon nxjerrjen e përfundimeve mbi reagimin e politikave monetare e makroprudenciale ndaj devijimit të variablave nga objektivat përkatës, në prani të goditjeve të ndryshme nëpërmjet funksioneve të reagimit të impulsit. Për shembull, mund të analizojmë se si politika makroprudenciale (PMP) i përgjigjet luhatjeve në variablin e interesit të politikës makroprudenciale, kapur përmes treguesit të shëndetit bankar, apo si politika monetare përgjigjet ndaj luhatjeve të normës së inflacionit. Këto përgjigje mund të vërehen duke ekzaminuar grafikisht funksionet e reagimit të impulsit, përkatësisht përgjigjet e politikave të Bankës së Shqipërisë ndaj goditjeve të treguesit të shëndetit bankar dhe inflacionit.

Duke analizuar efektet e këtyre goditjeve në treguesit e përzgjedhur, ne synojmë t'u japim përgjigje pyetjeve kërkimore të ngritura në fillim të kapitullit, konkretisht mbi efektivitetin e politikave monetare dhe makroprudenciale në Shqipëri dhe implikimet e tyre për stabilitetin e çmimeve dhe stabilitetin financiar, që janë në qendër të vëmendjes së Bankës së Shqipërisë.

Janë kryer disa teste diagnostikuese për të siguruar qëndrueshmërinë dhe besueshmërinë e modelit VAR. Këto teste përfshijnë vlerësime për stabilitetin e modelit, homoskedasticitetin, autokorrelacionin dhe normalitetin e mbetjeve. Rezultatet e detajuara të këtyre testeve janë dhënë përkatësisht në tabelat 5A, 6A, 7A, 8A në Shtojcën A. Testi i qëndrueshmërisë, i paraqitur përmes rrënjëve të polinomit karakteristik, konfirmon se të gjitha rrënjët janë brenda rrethit njësi, duke sugjeruar një model të qëndrueshëm. Për vlerësimin e mëtejshëm diagnostik, u përdorën këto teste: testi White dhe testi LM, përkatësisht për homoskedasticitetin dhe autokorrelacionin, dhe testi Cholesky (Lütkepohl) për të vlerësuar normalitetin e shpërndarjeve të mbetjeve. Rezultatet e këtyre testeve konfirmojnë përmbushjen e supozimeve mbi të cilat mbështetet metodologjia e vlerësimit të modelit VAR.

2.4 Diskutimi i rezultateve

2.4.1 Diskutimi i rezultateve të analizës së ndërveprimit midis politikave përmes qasjes VAR

Sikurse është traditë në analizën e modelit empirik VAR, rezultatet e analizës bazohen në interpretimin e IRF-ve. Në këtë analizë fillestare, studimi mjaftohet me interpretimin e treguesve të politikave monetare dhe makroprudenciale, në përgjigje të goditjeve në objektivat e tyre respektive, inflacionin dhe treguesin e shëndetit bankar. Rezultatet e paraqitura në Figurën 4¹⁸ tregojnë reagimin kumulativ të treguesve të dalë nga vlerësimi i modelit VAR të paraqitur për 10 periudha, pas dhënies së goditjes prej një devijimi standard apo 1%. Marrëdhëniet e vlerësuara midis treguesve në kontekstin e reagimeve të impulsit mund të interpretohen si më poshtë:

Kur inflacioni rritet, banka qendrore reagon duke rritur normën e politikës monetare. Kjo përgjigje synon të frenojë presionet inflacioniste dhe të ruajë stabilitetin e çmimeve. Përmes rritjes së normave të interesit, banka qendrore synon të ulë kërkesën agregate, e cila mund të ndihmojë në zbutjen e presioneve inflacioniste në ekonomi.

Ndërsa banka qendrore rrit normën e politikës monetare, kjo çon në një përmirësim të indeksit të shëndetit bankar. Rritja e normës së interesit mund të ndikojë pozitivisht në shëndetin dhe stabilitetin e përgjithshëm të sektorit bankar. Normat më të larta të interesit mund të rrisin përfitueshmërinë e bankave, të forcojnë bilancet e tyre dhe të zvogëlojnë rrezikun e brishtësive të mundshme financiare.

Kur indeksi i shëndetit bankar përmirësohet, duke treguar një sektor bankar më të qëndrueshëm dhe më të shëndoshë, banka qendrore reagon duke lehtësuar mjetet makroprudenciale. Kjo përgjigje sugjeron se banka qendrore sheh më pak nevojë për politika të rrepta makroprudenciale kur sistemi bankar është në një gjendje më të shëndetshme. Lehtësimi i mjeteve makroprudenciale mund të sigurojë më shumë fleksibilitet për bankat, për të operuar dhe stimuluar aktivitetin kreditues, duke mbështetur rritjen e përgjithshme ekonomike.

¹⁸ Këtu janë paraqitur vetëm disa nga rezultatet kryesore të IRF-ve. Rezultatet e plota paraqiten në Figurën 2A të Shtojcës I.

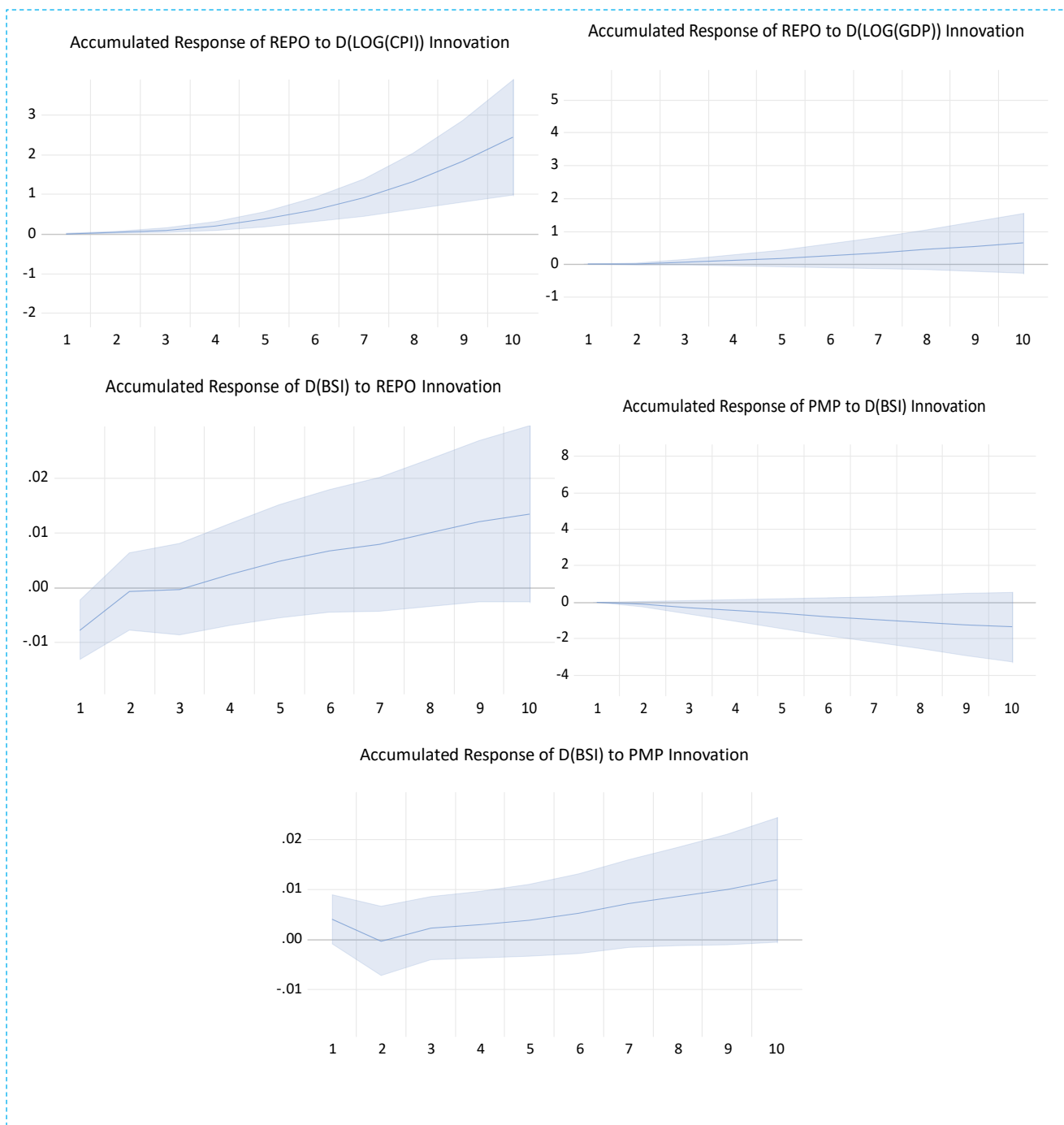


Figura 2.0.4 *Funksionet e reagimit të impulsit*

Përgjigjet e impulsit tregojnë se banka qendrore nuk i përgjigjet në mënyrë aktive variabla të tjerë, si p.sh. PBB-ja ose kursi i këmbimit. Kjo sugjeron se fokusi kryesor i politikës monetare të bankës qendrore është ruajtja e stabilitetit të çmimeve dhe kontrolli i inflacionit. Treguesit e tjerë ekonomikë nuk janë në shënjestër të drejtpërdrejtë të veprimeve të politikës monetare të bankës qendrore. Banka qendrore nuk e rrit normën e interesit as kur shëndeti bankar është duke u përkeqësuar. Në vend

të kësaj, ajo mbështetet në mjetet makroprudenciale për të adresuar çdo çështje që lidhet me stabilitetin e sektorit bankar. Kjo nënkupton që banka qendrore i konsideron politikat makroprudenciale si instrumentin e duhur për të menaxhuar rreziqet e mundshme për stabilitetin financiar, duke mbajtur të pandryshuar normën e interesit për të mbështetur objektiva më të gjerë ekonomike.

Përgjigjet e reagimit të impulsit tregojnë se një rritje e normës së interesit çon në një përmirësim të indeksit të shëndetit bankar. Kjo sugjeron se politika monetare shtrënguese, e reflektuar në norma më të larta interesi, ndikon pozitivisht në stabilitetin dhe shëndetin e sektorit bankar. Normat më të larta të interesit mund të rrisin përfitueshmërinë e bankave, të forcojnë pozicionet e tyre kapitale dhe të zvogëlojnë rrezikun e dobësive financiare.

Ndërveprimi ndërmjet normave të interesit dhe qëndrueshmërisë bankare. Funkcioni i reagimit ndaj impulsit - që tregon një përmirësim të indeksit të shëndetit bankar në përgjigje të rritjes së normës së interesit - sugjeron një lidhje pozitive midis normave të interesit dhe stabilitetit të sektorit bankar. Normat më të larta të interesit mund të rrisin rentabilitetin e bankave dhe të forcojnë pozicionet e tyre kapitale, duke çuar në një sistem bankar më të shëndoshë dhe më të qëndrueshëm. Ky ndërveprim ndërmjet normave të interesit dhe shëndetit bankar nxjerr në pah lidhjen e mundshme të reagimit midis politikës monetare dhe stabilitetit të sektorit financiar.

Në përfundim, rezultatet e vlerësuara sugjerojnë se mjetet monetare dhe makroprudenciale kanë role dhe objektiva të ndryshëm. Banka qendrore përdor kryesisht normën e politikës monetare për të menaxhuar inflacionin, ndërsa mjetet makroprudenciale përdoren për të garantuar stabilitetin dhe shëndetin e sistemit bankar. Përgjigjet e bankës qendrore tregojnë një ndarje midis dy instrumenteve të politikës, me ndërhyrje të kufizuar në objektivat e njëri-tjetrit.

Nga interpretimi i IRF-ve mund të konkludohet se politikat monetare dhe makroprudenciale luajnë role bashkëplotësuese në sigurimin e stabilitetit të përgjithshëm ekonomik dhe financiar në ekonomi. Banka qendrore përdor kryesisht normën e politikës monetare për të adresuar presionet inflacioniste dhe për të ruajtur stabilitetin e çmimeve. Nga ana tjetër, mjetet makroprudenciale përdoren për të monitoruar dhe menaxhuar rreziqet brenda sektorit bankar. Kjo ndarje e përgjegjësisve pasqyron rëndësinë e një qasjeje të koordinuar për të arritur objektivat e stabilitetit të

çmimeve dhe të stabilitetit financiar. Përgjigjet e impulsit tregojnë se politikat monetare dhe makroprudenciale kanë role dhe objektiva të ndryshëm, me ndërhyrje të kufizuar në objektivat e njëra-tjetrës. Kjo nënvizon rëndësinë e koordinimit dhe të një kuadri të mirëpërcaktuar politikash për të siguruar stabilitetin e çmimeve dhe stabilitetin financiar në ekonomi.

Në mbyllje, duhet pranuar se disa nga rezultatet e marra shkojnë në drejtim të ndryshëm nga pritjet teorike dhe gjetjet e studimeve të mëparshme. Në disa raste, këto rezultate mund të interpretohen si fenomene të veçanta që identifikojnë goditjet e ofertës dhe jo ato të kërkesës, sikurse mund të supozohet përgjithësisht. Në raste të tjera, këto rezultate mund të shkaktohen nga identifikimi jo i saktë i skemës Cholesky. Megjithatë, arritja e një konkluzioni të qartë nuk mund të bëhet pa marrë parasysh më parë identifikimin e saktë të goditjeve në model. Kjo nënkupton se dekompozimi Cholesky duhet të zëvendësohet me një skemë identifikimi të bazuar në modelin strukturor. Për të përmbushur këtë, vijohet me analizën empirike të SVAR-SVEC në seksionin pasardhës.

2.4.2 Vlerësimi i efektivitetit dhe ndërveprimit të politikave përmes qasjes SVAR-SVEC

Për të plotësuar analizën empirike të paraqitur më lart dhe për të dhënë konkluzione që nuk varen nga renditja "subjektive" e autorit, në vijim, analiza empirike pasurohet duke e mbështetur skemën e identifikimit të modelit në karakteristikat thelbësore të procesit të gjenerimit të të dhënave (DGP). Këto karakteristika janë objektive dhe lehtësisht të identifikueshme përmes testeve statistikore të stacionaritetit dhe kointegrimit të serive të përfshira në model. Rrjedhimisht, për të mundësuar këtë, është përdorur metodologjia SVAR kombinuar me SVEC, siç është sqaruar në Seksionin 3.1.

Për të mundësuar identifikimin përmes kësaj metodologjie, fillimisht shqyrtojmë ekzistencën e lidhjeve të mundshme afatgjata midis variablave të përshkruar më lart. Kjo është e mundur pasi të gjithë rezultojnë të jenë të integruar të rendit të parë $I(1)$. Analiza empirike mundësohet përmes testeve të kointegrimit Johansen: testit të gjurmës dhe testit të vlerës së vet maksimale, rezultatet e të cilave janë paraqitur në Tabelën 2. Të dyja testet sugjerojnë ekzistencën e dy marrëdhënieve ekuilibri afatgjatë dhe të qëndrueshëm midis tyre.

Tabela 2.0.2 Testi i kointegrimit Johansen

Sample: 2003Q3 2022Q4					
Included observations: 78					
Series: LOG(GDP) LOG(ALL_EUR) LOG(CPI) REPO BSI PMP					
Lags interval: 1 to 2					
Selected (0.05 level*) Number of Cointegrating Relations by Model					
Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept	Intercept	Intercept	Intercept	Intercept
	No Trend	No Trend	No Trend	Trend	Trend
Trace	1	2	2	2	1
Max-Eig	2	2	2	2	2

*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Kjo tregon se procesi që i ka gjeneruar të dhënat në bazën e të dhënave drejtohet apo kushtëzohet nga ekzistenca e dy marrëdhënieve afatgjata. Kjo strukturë dominante e bazës së të dhënave përfaqëson informacion të rëndësishëm që duhet të merret parasysh në formulimin e modelit dhe formës së vet funksionale. Në përputhje me Ouliaris *et al.* (2018), identifikimi i saktë i strukturës së modelit VAR do të duhet ta marrë parasysh këtë informacion të rëndësishëm. Sikurse e trajtuam në përshkrimin teorik të metodologjisë, është e nevojshme që këto marrëdhënie të përcaktohen në strukturën (matricën e koeficienteve) të marrëdhënieve afatgjata, çka kërkon fillimisht identifikimin dhe vlerësimin e këtyre marrëdhënieve kointegruese.

Në lidhje me identifikimin, interpretimi im është se këto dy marrëdhënie kointegruese shkojnë te secila nga dy politikat. Së pari, marrëdhënia e politikës monetare sugjeron se çmimet janë të kointegruara me aktivitetin ekonomik dhe normën bazë të politikës monetare, së cilës ato i përgjigjen. Në këtë rast, supozimi bazë është që marrëdhënia kointegruese mbartet nga IÇK-ja. Ky supozim është më se i arsyeshëm duke pasur parasysh jo vetëm kuadrin aktual të politikës monetare që bazohet në stabilitetin e çmimeve (që nënkupton se çmimet korrigjohen dhe qëndrojnë rreth objektivit), por edhe duke iu referuar statistikave, të cilat tregojnë se çmimet në periudha afatgjata mbeten të qëndrueshme rreth ekuilibrit në përgjigje të luhatjeve në treguesit e tjerë.

Së dyti, marrëdhënia tjetër kointegruese shkon te politika makroprudenciale, që tregon se kursi i këmbimit, treguesi i politikës makroprudenciale dhe treguesi i shëndetit bankar janë të lidhura në afatin e gjatë. Në këtë rast, supozimi bazë është që marrëdhënia kointegruese mbartet nga treguesi i shëndetit bankar. Ky supozim, ashtu

sikurse edhe në rastin e politikës monetare, kërkon që goditjet e ardhura nga kursi i këmbimit dhe politikat makroprudenciale, të ndërveprojnë për të ruajtur nivelin e kënaqshëm të shëndetit bankar, duke e detyruar atë të korrektohet për t'i qëndruar një niveli të arsyeshëm dhe të dëshiruar. Sipas Ouliaris *et al.* (2018), të dy këto marrëdhënie mund të vlerësohen në mënyrë konsistente përmes metodës "*autoregressive distributed lags*" (ARDL) të prezantuar nga Pesaren, Shin e Smith (2001). Rrjedhimisht, për të mundësuar identifikimin e strukturës së modelit, në vijim vlerësohen dy marrëdhëniet e kointegrimit përmes procedurës ARDL, rezultatet e të cilave janë paraqitur në Tabelën 3. Statistikat e raportuara rikonfirmojnë ekzistencën e dy marrëdhënieve të kointegrimit, ku statistika F tejkalon vlerën e saj kritike dhe koeficienti i "termit ose mekanizmit të korrektimit të gabimit" (ECM) rezulton negativ dhe statistikisht i rëndësishëm.

Tabela 2.0.3 Vlerësimi i ekuacionit të marrëdhënies kointegruese

	Koeficientët afatgjatë					Statistikat diagnostike	
	Konstante	LGDP	REPO	LER	PMP	Statistika F-Bound	Termi i korrektimit të gabimit
Marrëdhënia kointegruese 1	0.53 (1.32)	0.47 (5.84)	-0.01 (2.66)			5.15 I(0) në 5% 3.79 I(1) në 5% 4.85	-0.37 (3.99)
Marrëdhënia kointegruese 2	0.20 (3.58)			0.26 1.45	0.01 1.32	6.27 4.87 5.85	-0.373 (4.41)

Për arsytet e mësipërme, duke pasur parasysh metodologjinë e identifikimit të strukturës afatgjatë sipas Ouliaris *et al.* (2018), është sugjeruar që goditjet e dy marrëdhënieve kointegruese, respektivisht "IÇK" dhe "BSI", nuk lënë trende stokastike afatgjata në variablat e tjerë të modelit. Kjo është ilustruar në matricën "F" në Figurën 5. Për të shpjeguar pak më qartë kufizimet e vendosura në figurë, mund të themi se matricat e "F" dhe "S" paraqesin respektivisht marrëdhëniet afatgjata dhe ato afatshkurtra. Konkretisht, mbartja e marrëdhënies kointegruese nga IÇK dhe BSI nënkupton se këto variabla mbartin ekuilibrin dhe "përshtaten" me zhvillimet afatgjata të treguesve të tjerë të përfshirë në model. Kjo do të thotë se goditjet e lindura në këta dy variabla nuk lënë

gjurmë afatgjata në variablat e tjerë të modelit. Rrjedhimisht, kjo nënkupton që koeficientët e këtyre goditjeve në matricën F (praktikisht kolonat 3 dhe 6) janë 0 për të gjithë variablat e tjerë të përfshirë në model.

F	ε_{GDP}	ε_{REPO}	ε_{ec1}	ε_{ER}	ε_{MAPP}	ε_{ec2}	S	ε_{GDP}	ε_{REPO}	ε_{ec1}	ε_{ER}	ε_{MAPP}	ε_{ec2}
GDP	NA	0	0	0	0	0	GDP	NA	0	NA	NA	NA	NA
REPO	NA	NA	0	NA	NA	0	REPO	NA	NA	NA	0	NA	NA
$CPI_{(EC1)}$	NA	NA	NA	NA	NA	0	$CPI_{(EC1)}$	NA	NA	NA	NA	NA	NA
ER	NA	NA	0	NA	NA	0	ER	NA	NA	NA	NA	NA	NA
MAPP	NA	NA	0	NA	NA	0	MAPP	NA	NA	NA	NA	NA	NA
$BSI_{(EC2)}$	NA	NA	0	NA	NA	NA	$BSI_{(EC2)}$	NA	NA	NA	NA	NA	NA

Figura 2.0.5 Vendosja e kufizimeve afatgjata dhe afatshkurtra përkatësisht në matricat F dhe S

Një supozim shtesë i atyre që rrjedhin nga struktura e DGP, është gjithashtu se goditja e produktivitetit është ekzogjene ndaj të gjithë variablave të tjerë. Ky është një supozim standard në literaturën ekonomike dhe nënkupton se koeficientet 2, 4 dhe 5 të rreshtit të parë të matricës “ F ” janë të barabartë me 0. Me të gjitha këto supozime së bashku, përcaktojmë 13 kufizime. Meqenëse numri standard i kufizimeve për identifikimin e saktë të modelit është 15, atëherë është e nevojshme të vendosen dy kufizime shtesë në matricën afatshkurtër. Këto dy kufizime janë vendosur duke supozuar se politika monetare nuk ka efekt të njëkohshëm në produktivitet sepse politika monetare reflektohet në ekonomi me vonesa kohore, dhe së dyti, bazuar në politikat monetare dhe operacionale të Bankës së Shqipërisë, sipas të cilave Banka e Shqipërisë nuk u përgjigjet goditjeve në kursin e këmbimit nëpërmjet normës repo, por nëpërmjet ndërhyrjeve në tregun valutor, sikurse është shpjeguar edhe në kapitullin e parë të këtij dizertacioni. Këto dy fakte janë materializuar nëpërmjet vendosjes së zerove në matricën S në Figurën 5. Kjo plotëson kushtin prej 15 kufizimesh dhe i hap rrugë vlerësimit empirik të modelit.

Së fundi, duhet theksuar se në model është përfshirë gjithashtu një variabël binar që merr vlerat 0 dhe 1. Ky variabël synon të “kapë” ngjarjet kryesore gjatë periudhës së marrë në shqyrtim që shkaktojnë goditje (në rastin tonë negative) dhe paraqesin

shmangie nga sjelljet e zakonshme ekonomike e financiare të agjentëve, të tilla si kriza financiare globale, kriza e borxhit në Eurozonë dhe pandemia COVID-19.

Ndryshimet e prezantuara në strukturën e modelit VAR (paraqitur në Figurën 5) dhe pasurimi i tij me variablin binar për të kapur efektin e krizave që kanë dominuar dhe ndikuar periudhën e studimit, e kanë sjellë modelin empirik më afër procesit real të gjenerimit të të dhënave. Studimi është plotësuar me rivlerësimin e modelit empirik sipas kufizimeve të imponuara më lart. Kjo duhet të ofrojë një rezultat më të plotë dhe real kundrejt rezultateve të bazuara në dekompozimin Choleski (sikurse paraqitur në Figurën 4). Modeli është vlerësuar në Eviews. Rezultatet e këtij vlerësimi janë paraqitur në Shtojcën A, Tabela 10A. Sikurse edhe në rastin e modelit VAR, interpretimi bazohet në grafikët e reagimit të variablave të interesit në përgjigje të goditjeve në variablat e objektivave. Ndryshe nga skenarët e paraqitur në IRF të Figurës 4, në rastin e modelit strukturor VAR (që përfaqëson formën strukturore të modelit të vlerësuar VECM), është zgjedhur që goditjet e vlerësuara të paraqiten të krahasuara me skenarin bazë. Kjo paraqitje jep një informacion shtesë, pasi jo vetëm tregon reagimin e variablit të interesit, por e krahason atë me reagimin e vet (të të njëjtit variabël), në mungesë të goditjes.

Në vijim, kemi zgjedhur të paraqesim rezultatet e goditjes së politikës monetare mbi variablat e interesit, praktikisht efektin në PBB, çmime, kursin e këmbimit, në instrumentin e politikës makroprudenciale dhe treguesin e shëndetit bankar. Vihet re se treguesit makroekonomikë sillen sipas pritshmërive. Pra, në rastin e PBB-së shtërëngimi i politikës monetare shkakton tkurrjen e PBB-së dhe një axhustim më të shpejtë të çmimeve, ashtu siç pritet. Ndërkohë që, kursi i këmbimit nuk ka ndryshime të konsiderueshme nga njëri skenar në tjetrin. Këto rezultate nënkuptojnë që modeli i përshkruan saktë marrëdhëniet midis variablave makroekonomikë, gjë që tregon se modeli është i përshtatshëm për analiza dhe skenarë. Rrjedhimisht, në vijim ne fokusohemi te treguesi i politikës makroprudenciale dhe ndërveprimi i dy politikave. Siç shikojmë, treguesi i politikës makroprudenciale ka një reagim të papërfillshëm nga skenari bazë (që nuk parashikon ndërhyrje).

Ndërkohë, treguesi i shëndetit bankar mund të përkeqësohet ose të përmirësohet me rritjen e normës së interesit në varësi të efektit që dominon. Rritja e normës së interesit, nga njëra anë, rrit barrën e borxhit, duke i shtyrë individët dhe bizneset të bëhen më pak

të prirur ndaj ndërmarrjes së rrezikut dhe marrjes së huave të reja, e duke sjellë vështirësi edhe në shlyerjen e kredive ekzistuese, që mund të shkaktojnë rënien e treguesit të shëndetit bankar. Nga ana tjetër, rritja e normës së politikës monetare ndikon pozitivisht në përfitueshmërinë e bankave, duke forcuar shëndetin e tyre financiar përmes rritjes në marzhet neto të interesit dhe mjaftueshmërinë e kapitalit, duke çuar në një përmirësim të indeksit të shëndetit bankar. Grafikisht vërehet se efekti total i këtyre dy fenomeneve rezulton të jetë pozitiv në afatin e gjatë. Konkretisht vërehet se shtrëngimi i normës e përkeqëson treguesin e shëndetit bankar në periudhën afatshkurtër, por në periudhën afatgjatë skenari alternativ tregon një përmirësim të treguesit të shëndetit financiar. Pra, ndryshe nga skenari bazë, rritja e normës së politikës monetare e përmirëson shëndetin bankar, duke mënjanuar e minimizuar dhe nevojën e politikës makroprudenciale për të ndërhyrë. Duke i marrë së bashku këto rezultate, mund të konkludojmë se ndryshimi i politikës monetare jep rezultatet e pritshme në ekonomi, por nuk e ndikon treguesin e politikës makroprudenciale. Kjo është e rëndësishme nga këndvështrimi i politikëbërësit, sepse garanton pavarësinë e politikës makroprudenciale nga ajo monetare. Pra, banka mund t'i shërbejë objektivit të saj primar, pa cenuar arritjen e objektivit sekondar (stabiliteti financiar).

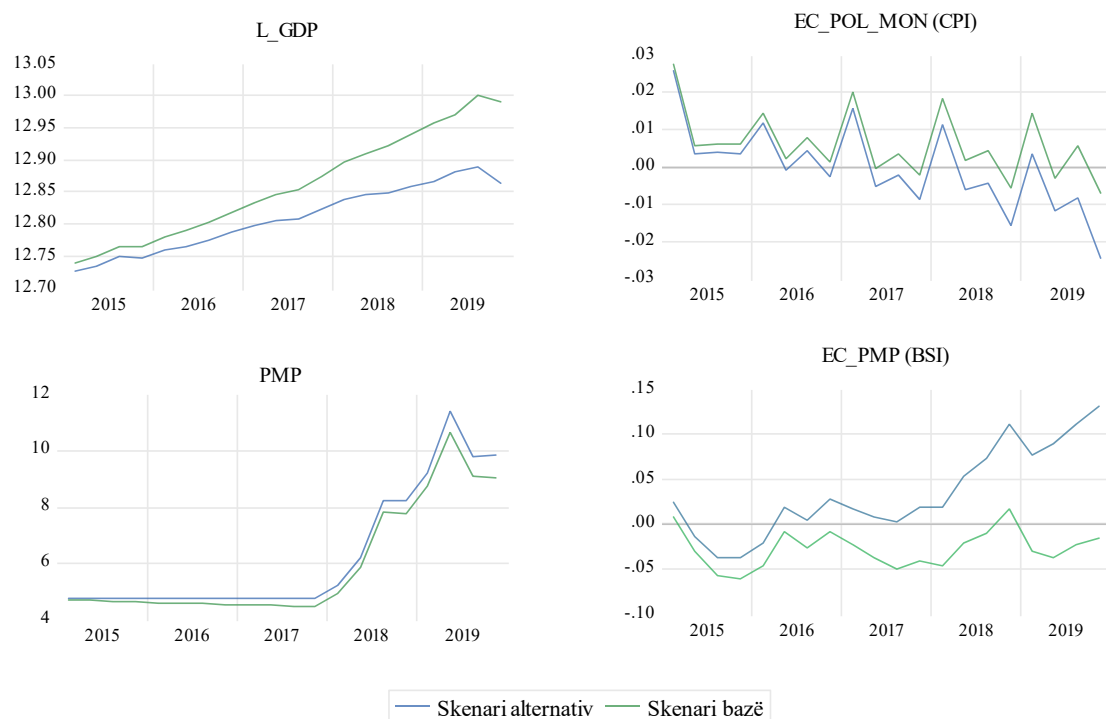


Figura 2.0.6 Rezultatet e skenarit të goditjes së REPO-s me +0.25 pikë përqindje

Është gjithashtu e rëndësishme të shikohet nëse politikat makroprudenciale e ndikojnë politikën monetare. Fatmirësisht, identifikimi strukturor që i kemi bërë modelit me vektorë autoregresivë, na e lejon këtë. Fokusi edhe në këtë rast do të mbetet në reagimin e treguesve makroekonomikë dhe instrumentin e politikës monetare. Në Figurën 7, janë paraqitur rezultatet e këtij ushtrimi. Edhe në këtë rast, sikurse më parë, kemi përzgjedhur të paraqesim reagimin e variablave makroekonomikë, treguesit e shëndetit bankar dhe dy politikave. Siç duket qartë, shtrëngimi i politikës makroprudenciale e bën më të vështirë kredimarrjen, duke sjellë tkurrje të aktivitetit ekonomik dhe kërkesës agregate krahasuar me skenarin bazë. Në përputhje me këto pritshmëri, Figura 7 tregon se si PBB-ja, ashtu edhe çmimet reagojnë duke u ulur. Gjithashtu, vërehet se monedha vendase ka një zhvlerësim të lehtë. Megjithatë, pavarësisht të gjitha këtyre efekteve negative në ekonominë reale, shtrëngimi i politikës makroprudenciale e përmirëson treguesin e shëndetit bankar, që do të thotë se politika e bankës qendrore jep rezultatet e dëshiruara dhe është efektive.

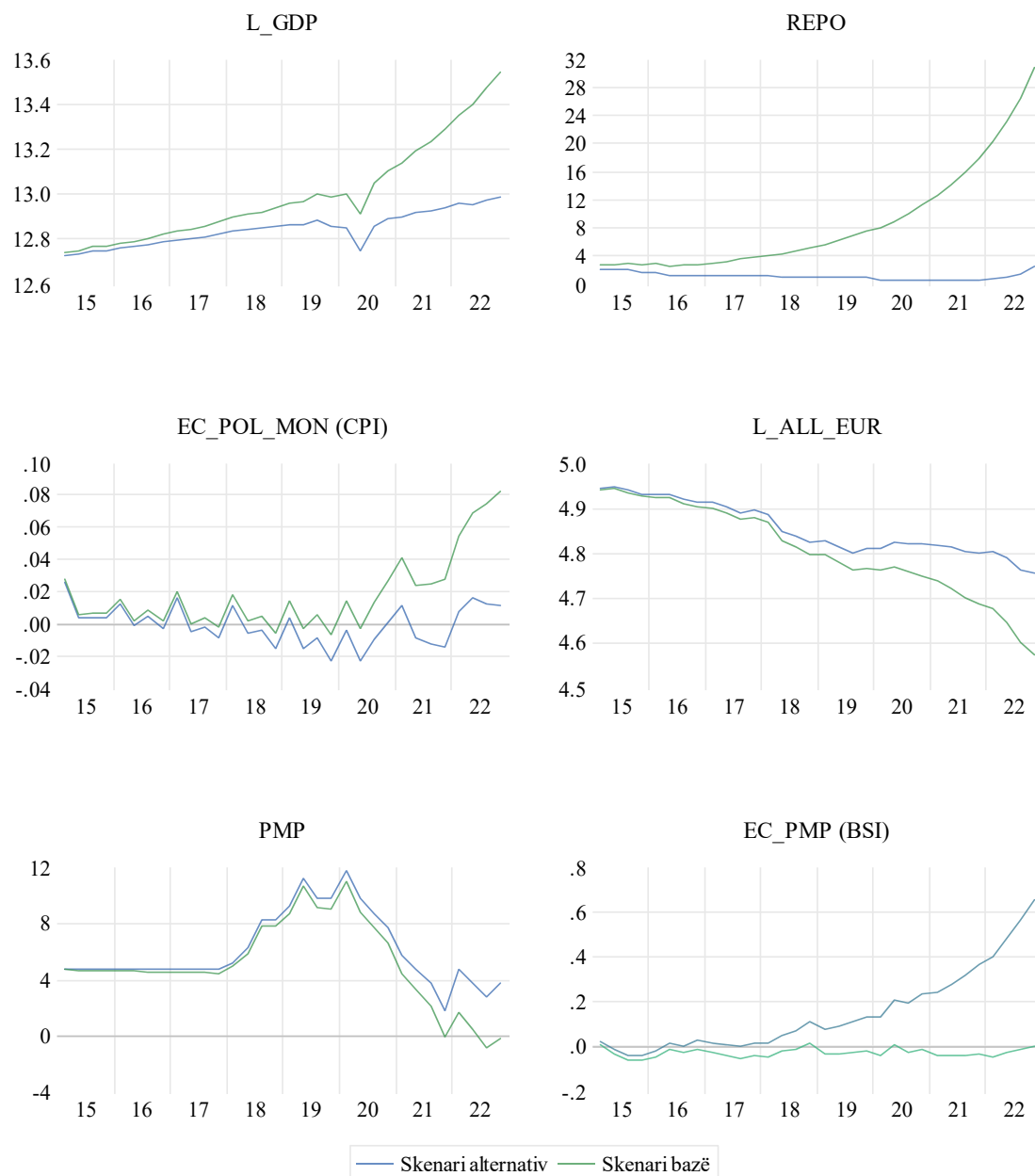


Figura 2.0.7 Rezultatet e skenarit të goditjes së indeksit të politikave makroprudenciale

Lidhur me ndërveprimin e politikave, që është edhe objektivi i këtij kapitulli, vërejmë se shtrëngimi i politikës makroprudenciale (goditje pozitive e treguesit), e ndikon treguesin e politikës monetare duke sjellë rënie të normës së interesit. Me fjalë të tjera, rezultati tregon se shtrëngimi i politikave makroprudenciale mund të shoqërohet me një politikë monetare neutrale ose lehtësisht ekspansioniste. Ajo që kuptojmë nga diferenca ndërmjet skenarit bazë që kërkon rritjen e normës së interesit dhe skenarit alternativ është se shtrëngimi dhe për efekt të kundërt, lehtësimi i politikës makroprudenciale jep efekte anësore të dëshirueshme edhe mbi aktivitetin ekonomik, çmimet dhe kursin e

këmbimit, duke i mbajtur këta tregues më pranë ekuilibrit. Si rrjedhim, politika monetare nuk reagon fort sikurse parashikohet në skenarin bazë.

Ky është një konkluzion shumë i rëndësishëm nga këndvështrimi i arritjes së objektivit parësor të Bankës së Shqipërisë. Ndërhyrja me politikat makroprudenciale krijon kushtet për një politikë monetare të pavarur, në përgjigje të goditjeve të tjera në ekonomi. Pra, me fjalë të tjera, politikat makroprudenciale e “çlirojnë” politikën monetare nga efektet potenciale anësore në stabilitetin financiar. Më e rëndësishmja është se këto rezultate konfirmojnë se shtrëngimi/lehtësimi i politikës makroprudenciale jep rezultate në tkurrjen/ritjen e aktivitetit ekonomik, inflacionit dhe vlerësimin/zhvlerësimin e kursit të këmbimit, pa pasur nevojën për një reagim të theksuar të politikës monetare. Ky rezultat konfirmon saktësinë e analizave të Bankës së Shqipërisë në lidhje me efektet e dëshiruara të masave makroprudenciale për arritjen e objektivit të çmimeve në kushtet kur transmetimi i politikës monetare është i ulët ose norma e interesit i është afruar kufirit të poshtëm zero.

Konkluzionet e mësipërme janë shumë të rëndësishme nga këndvështrimi i politikëbërjes. Ato konfirmojnë hipotezën bazë të Bankës së Shqipërisë për përfitimet e rrjedhura nga koordinimi i dy politikave, dhe tregon se vendimmarrja e Bankës së Shqipërisë ka qenë e drejtë. Konkretisht, në rastet kur politika monetare ka qenë pranë nivelit zero ose kur mekanizmi i transmetimit të politikës monetare ka humbur eficiencën, respektivisht në periudhat e tërmetit, pandemisë dhe periudhën e pas-krizës evropiane të borxhit sovran, Banka e Shqipërisë është përpjekur të mbështesë aktivitetin ekonomik përmes masave lehtësuese makroprudenciale. Kjo tregon se ndërveprimi i politikave është i dobishëm dhe reagimi i ndërsjellë i tyre nuk e prek renditjen e objektivave të Bankës së Shqipërisë. Fakti që politika monetare nuk e ndikon politikën makroprudenciale, ndërsa ajo makroprudenciale mundëson reagimin e politikës monetare në mënyrë të pavarur nga shëndeti bankar, tregon se stabiliteti i çmimeve mbetet një objektiv primar i pacenuar dhe stabiliteti financiar mbetet një objektiv i dytë, në mbështetje të objektivit primar të Bankës së Shqipërisë, pa e rrezikuar atë. Në këto kushte, objektivi i dytë vihet në funksion të objektivit të parë të Bankës së Shqipërisë. Ky përbën edhe rezultatin më të rëndësishëm të ushtrimit empirik të paraqitur në këtë kapitull.

2.5 Përfundime dhe rekomandime

Ky kapitull fokusohet në analizën empirike të lidhjeve ndërmjet politikës monetare dhe asaj makroprudenciale dhe reagimit të tyre të ndërsjellë në ndikimet e objektivave respektive. Analiza empirike e këtij ndërveprimi është kryer dhe trajtuar më parë nga disa studime, si në rastin e ekonomive të tjera, ashtu edhe në rastin e ekonomisë shqiptare. Megjithatë, të gjitha këto studime kanë parë dhe vlerësuar ndërveprimin në kontekstin e ekuacioneve lineare të vetme (*single linear equations*), sikurse u pa dhe u shpjegua gjerësisht në kapitullin e parë të kësaj teme. Kjo metodë e vlerësimit empirik, nuk lejon/nuk parashikon përfshirjen në model të ndërprerjeve dhe endogjenitetit ndërmjet variablave. Qëllimi i studimit është të plotësojë pikërisht këtë mangësi, duke e bazuar vlerësimin empirik në kuadrin e një sistemi të mbyllur, ku të gjithë variablat ndikohen dhe ndërveprojnë me variablat e tjerë në mënyrë të njëkohshme. Konkretisht, ushtrimi ose analiza empirike e ndërmarrë analizon sjelljen e të dy politikave dhe variablave makroekonomikë e financiarë nën kornizën e modeleve të vektorëve autoregresivë, sjelljen dhe ndërveprimin e dy politikave. Për më tepër, analiza paraprake e vetive dhe karakteristikat statistikore të serive të marra në studim janë përdorur për të bërë identifikimin e saktë të strukturës së modelit empirik të vlerësimit. Konkretisht, gjetjet se databaza dominohet nga dy marrëdhënie kointegruese përcaktojnë një strukturë të qartë që duhet të merret parasysh në vlerësimin e modelit empirik. Metodologjia e aplikuar për identifikimin ka përfituar nga kjo dhe nga studimi i Ouliaris, Pagan dhe Restrepo (2018) për të përfshirë informacione të procesit të gjenerimit të të dhënave në strukturën e modelit. Përfshirja e strukturës së DGP në skemën e identifikimit kufizon në maksimum vendimmarrjen arbitrare të autorit në përcaktimin e kufizimeve të nevojshme për të identifikuar modelin e rrjedhimisht shmang arbitraritetin e autorit në rezultatet e vlerësuar. Kjo i bën rezultatet më të besueshme dhe më afër realitetit, duke sjellë një tjetër risi për studimet në këtë fushë.

Gjetjet empirike të këtij kapitulli kontribuojnë në literaturën mbi dinamikën e politikave monetare dhe makroprudenciale në kontekstin e ekonomisë shqiptare. Veçanërisht, studimi konfirmon efektivitetin e politikës monetare në variablat makroekonomikë, duke demonstruar një tkurrje të PBB-së dhe përshtatje të shpejtë të çmimeve me rritjen e normës bazë të interesit.

Rezultatet e vëzhguara theksojnë pavarësinë e politikës makroprudenciale nga politika monetare. Ndërkohë që ndryshimi i politikës monetare jep rezultate të parashikuara në ekonominë e gjerë, ai nuk nxit reagim të ndjeshëm në politikën makroprudenciale. Kjo nënvizon nevojën që politikëbërësit të ruajnë autonominë e secilës fushë politike, duke siguruar efektivitetin e tyre në arritjen e objektivave korresponduese.

Nga ana tjetër, politikat makroprudenciale ndikojnë në disponueshmërinë e kredisë, aktivitetin ekonomik dhe shëndetin bankar. Duke qenë se politikat shtrënguese makroprudenciale çojnë në tkurrje të aktivitetit ekonomik dhe në ulje të PBB-së dhe çmimeve, ato përmirësojnë njëkohësisht treguesin e shëndetit bankar. Ky efekt i dyfishtë nënvizon efektivitetin e politikave të Bankës së Shqipërisë në drejtim të ekuilibrit midis stabilitetit financiar dhe stabilitetit të çmimeve.

Nisur nga rolet e tyre bashkëplotësuese, politikëbërësit duhet të sigurojnë koordinim efektiv midis politikave monetare dhe atyre makroprudenciale. Ky koordinim është thelbësor për të arritur objektivat e stabilitetit të çmimeve dhe të stabilitetit financiar, duke minimizuar konfliktet ose mbivendosjet e mundshme mes tyre.

Politikëbërësit duhet të kenë fleksibilitetin për të përshtatur mjetet makroprudenciale bazuar në gjendjen e shëndetit bankar dhe rreziqet e mundshme. Monitorimi i rregullt i treguesve të sektorit bankar, siç është indeksi i shëndetit bankar, është thelbësor për vendimmarrje të informuar dhe përshtatje në kohë të politikave makroprudenciale.

Në ekonominë me nivel të lartë përdorimi të euros në Shqipëri, politikëbërësit duhet të konsiderojnë edhe faktorët e jashtëm, si vendimet e politikës monetare të Bankës Qendrore Evropiane (BQE) dhe lëvizjet e kursit të këmbimit. Ndikimi i mundshëm i këtyre faktorëve të jashtëm në politikat e brendshme monetare dhe makroprudenciale duhet të merret në analizë për të siguruar efektivitetin e tyre në arritjen dhe ruajtjen e objektivave përkatës.

Konkluzionet e këtij studimi janë të vlefshme si në kontekstin teorik, ashtu edhe në atë praktik për vendimmarrjen e bankës qendrore. Megjithatë, duhet mbajtur parasysh se këto rezultate janë vlerësuar dhe paraqesin fenomenin e hulumtuar në kuadrin e një ekonomie të vogël të hapur dhe regjimi fleksibël të kursit të këmbimit, flukseve të kapitalit dhe tregjeve të liberalizuara me politika monetare të pavarura. A vlejnë këto konkluzione edhe në rastet kur regjimi i këmbimit valutor apo ai monetar janë të

ndryshëm nga më lart? Një pyetje tjetër mund të shtrohet edhe për rastet kur si rrjedhojë e zgjedhjes së autoriteteve monetare, objektivi kryesor i bankës qendrore është stabiliteti financiar dhe më pas ai makroekonomik. Natyrshëm lind pyetja: Si ndryshon ndërveprimi i politikës monetare me atë makroprudenciale në kushtet kur regjimi monetar bazohet në adoptimin e njëanshëm të një monedhe të fortë si euro? Apo në raste kur regjimi i këmbimit valutor është i përcaktuar si bord monedhe?

Përpyekjet e ardhshme kërkimore mund të zgjerojnë objektivin e këtij studimi duke eksploruar regjime alternative të politikës monetare përtej fokusit aktual në shënjestrimin e inflacionit. Me anë të një analize krahasuese, studiuesit mund të zbulojnë pikat e forta dhe të dobëta të regjimeve të ndryshme të politikës monetare, duke ofruar udhëzime konkrete për politikëbërësit në mjedise të ndryshme ekonomike.

KAPITULLI 3 – ANALIZA E NDËRVEPRIMIT TË POLITIKAVE MONETARE E MAKROPRUDENCIALE: NJË VËSHTRIM EMPIRIK I RASTIT TË VENDEVE TË BALLKANIT PERËNDIMOR

Kapitulli i tretë e hedh vështrimin te ndërveprimi i stabilitetit financiar me politikën monetare, si dhe impakti i tyre në ekuilibrin e çmimeve, në atë makroekonomik dhe atë financiar. Studimi merr shkas nga regjimet e ndryshme monetare të ndjekura nga ekonomitë e vogla e të hapura të rajonit të Ballkanit Perëndimor, të cilat kanë qasje të ndryshme në raport me regjimin e kursit të këmbimit dhe objektivin parësor të bankës qendrore. Materiali përpiket të vlerësojë nëse regjimet e ndryshme ofrojnë përparësi apo disavantazhe nga këndvështrimi i performancës ekonomike e financiare.

Duke përdorur modelet panel të vektorëve autoregresivë (PVAR), ky kapitull hulumton marrëdhëniet midis politikave makroprudenciale e monetare përkundrejt objektivave për inflacionin dhe shëndetin financiar në 6 vendet e Ballkanit Perëndimor gjatë periudhës 2010-2022. Për të matur variablat e interesit, stresi financiar përafrohet me indeksin e shëndetit financiar (FSI), *ndërsa politikat makroprudenciale përafrohen duke përdorur treguesit e përlogaritur nga FMN për secilin nga 6 vendet e rajonit.* Rezultatet dhe konkluzionet bazohen në qasjen PVAR dhe analizën e funksioneve të përgjigjes së impulsit, zbërthimi i variancës dhe testet e shkakësisë Granger. Analiza tregon se natyra e regjimit monetar luan një rol përcaktues në sjelljen dhe përçimin e goditjeve dhe zbatimin e politikave monetare e makroprudenciale në ekonomi. Në rastin e ekonomive me politikë monetare të pavarur, vërehet një reagim i rëndësishëm i politikës monetare në përgjigje të ndryshimeve në politikën makroprudenciale; ndërsa në vendet që nuk kanë pavarësi të politikës monetare, politikat makroprudenciale nuk shkaktojnë reagime në qëndrimin e politikës monetare. Për sa i përket lidhjes së anasjelltë, politika makroprudenciale reagon më fuqishëm ndaj goditjeve në politikën monetare në rastin e vendeve pa pavarësi të politikës monetare.

3.1 Hyrje

Eksplorimi i ndërveprimit ndërmjet politikave makroprudenciale dhe monetare është jetik për arritjen e stabilitetit financiar dhe të çmimeve në ekonominë e rajonit. Megjithatë, ai mbetet relativisht i nënstudiuar krahasuar me aspektet e tjera ekonomike e monetare. Provat ekzistuese empirike bazohen kryesisht në ekonomi të veçanta dhe në kushtet e tyre unike monetare dhe financiare. Për shembull, analiza e Shqipërisë lehtësohet nga sistemi i saj monetar dhe regjimi i kursit të këmbimit, duke lejuar bashkëjetesën e politikave monetare e makroprudenciale dhe instrumenteve përkatëse. Megjithatë, në regjime të ndryshme monetare dhe të kursit të këmbimit, të tilla si kursi fiks i këmbimit ose adoptimi i njëanshëm i monedhave të forta si euro, politikat dhe instrumentet mund të jenë më të kufizuara ose të ndryshme. Ky variacion ndikon në kanalet e transmetimit, veçanërisht në raste si rregullimet fikse të kursit të këmbimit ose adoptimi i njëanshëm i monedhës, ku objektivat dhe grupet e instrumenteve të bankës qendrore ndryshojnë ndjeshëm nga ato me politika monetare të pavarura. Në ekonominë me regjime fiks të kursit të këmbimit, zhvillimet monetare ndikohen kryesisht nga faktorë të jashtëm, si bilanci i pagesave dhe cikli i biznesit apo goditjet në ekonominë e monedhës së adoptuar. Kjo varësi e politikës monetare i shtyn bankat qendrore në këto vende të kenë prioritet stabilitetin e sistemit financiar përkundrejt stabilitetit të çmimeve. Kjo është e dukshme në ekonomi si Bosnje dhe Hercegovina, Mali i Zi dhe Kosova, të cilave u mungojnë politikat monetare të pavarura, por ruajnë fleksibilitetin për të zbatuar masat makroprudenciale. Pavarësisht kufizimeve, këto masa makroprudenciale mund të ndikojnë në mënyrë indirekte kërkesën agregate dhe çmimet e konsumit përtej ndikimit të drejtpërdrejtë të normave të interesit. Megjithatë, mbeten pikëpyetje lidhur me dukurinë dhe rëndësinë praktike të këtij ndërveprimi në të dhënat e këtyre ekonomive, veçanërisht në krahasim me vendet me politika monetare të pavarura. Ky kapitull synon t'i trajtojë këto pyetje, duke shqyrtuar nëse regjimi monetar ndikon në koordinimin dhe ndërveprimin e politikave dhe ndikimin e tyre në treguesit dhe çmimet e ekonomisë reale.

Dy kapitujt e parë diskutojnë dhe e studiojnë empirikisht marrëdhënien ndërmjet politikës monetare dhe politikës së stabilitetit financiar gjatë dy dekadave të fundit në ekonominë shqiptare. Analizat cilësore deskriptive, përshkrimi analitik i ngjarjeve, si dhe ato empirike të bazuara në vlerësimet e modeleve ekonometrike, tregojnë se të dy politikat ndërveprojnë dhe mund të koordinohen me njëra-tjetrën në funksion të vendimmarrjes së zgjuar dhe efektive. Kapitulli i tretë i studimit shtyn diskutimin drejt

hulumtimit të marrëdhënies dhe ndërveprimit ndërmjet politikës monetare dhe asaj makroprudenciale në kushtet e regjimeve të ndryshme monetare. Ky kapitull ka për qëllim të studiojë dhe të hedhë dritë mbi faktin nëse kjo marrëdhënie ndryshon dhe nëse po, si ndryshon ajo në kushtet e regjimeve të ndryshme monetare. Studimi fokusohet dhe hulumton sjelljen e përfituar nga eksperiencia e 6 ekonomive të vogla të hapura të Ballkanit Perëndimor, duke marrë shkas nga larmia e sistemeve monetare, por edhe nga ngjashmëritë dhe eksperiencia e përbashkët e këtyre ekonomive, të cilat janë ekspozuar ndaj të njëjtave goditje ekonomike dhe financiare dhe ndajnë të njëjtët partnerë ekonomikë dhe financiarë. Ky kontekst, përveçse ofron një ambient të përshtatshëm për testimin e hipotezës kryesore të kapitullit, ofron gjithashtu një bashkësi karakteristikash të veçanta të ndërveprimit ekonomik e financiar në rajon, që ndihmojnë në përcaktimin e saktë të modelit empirik dhe formës së tij funksionale.

3.1.1 Motivimi dhe konteksti i studimit

Bankat qendrore dhe akademia vijnë përtej përvojës për të kuptuar marrëdhënien dhe ndërveprimin ndërmjet politikës monetare dhe asaj makroprudenciale. Pavarësisht studimeve dhe analizave të shumta në këtë drejtim, politika makroprudenciale është një fenomen i ri nga këndvështrimi historik. Në pothuajse dy dekadat e fundit është dokumentuar një historik shumë i shkurtër në kohë për të zhvilluar dhe kuptuar plotësisht ndërveprimin e saj me politikën monetare dhe vendimmarrjen e bankës qendrore në përgjithësi. Marrëdhëniet afatgjata kanë nevojë për më shumë kohë që të arrijnë ekuilibrin dhe të shfaqen të plota para studiuesve. Rrjedhimisht është e natyrshme që në këto raste, hulumtimi empirik të shkojë drejt metodave që sjellin informacion shtesë, pavarësisht kohëzgjatjes së shkurtër në ekonomitë individuale. Një zgjidhje jepet nga të dhënat panel, që përfitojnë nga sjellja në një vlerësim të vetëm empirik të disa ekonomive, duke rritur jo vetëm numrin e observimeve të vlefshme për vlerësim, por duke sjellë edhe një larmi të ambienteve dhe fenomeneve të ndryshme. Të gjitha këto e pasurojnë historikun e ngjarjeve nga këndvështrimi i kushteve dhe karakteristikave të ekonomive të veçanta të përfshira në panel dhe përgjithësisht procesin e gjenerimit të të dhënave, dhe rrjedhimisht pasurojnë analizën empirike duke e bërë më të plotë studimin dhe konkluzionet e dala prej tij.

Praktikisht, siç është vënë re gjatë krizës financiare globale e më pas, bankat qendrore kanë pasuruar portofolin e objektivave me ruajtjen e stabilitetit financiar. Ky pasurim nuk nënkupton zbulimin e stabilitetit të sistemit financiar si fenomen, por prezantimin e tij si një objektiv të dytë krahasuar me atë të stabilitetit të çmimeve; dhe njëkohësisht identifikimin e politikave makroprudenciale si instrument për arritjen e këtij objekti. Fokusi i njëkohshëm në këtë objektiv (stabiliteti financiar) dhe politikat makroprudenciale dhe instrumentet e tyre, natyrisht që ndikojnë në vendimmarrjen dhe sjelljen e sistemit financiar dhe të ekonomisë, e në këtë mënyrë ndërveprojnë në politikat monetare dhe luajnë një rol në performancën e ekonomisë dhe sistemit financiar. Por, njëkohësisht nuk mund të mohohet se edhe regjimi monetar, ai i kursit të këmbimit dhe natyrisht objektivat e organizimit të vendimmarrjes në bankat qendrore, duhet të luajnë një rol në ndërveprimin e këtyre dy politikave dhe efektivitetin e tyre.

Në dy kapitujt e parë të kësaj teme, ne u përpoqëm ta studiojmë këtë ndërveprim nga këndvështrimi i ekonomisë shqiptare. Rasti shqiptar është një rast shumë interesant, pasi shkalla e lartë e euroizimit dhe tregjet jo shumë të zhvilluara financiare e rrisin masën dhe forcën e ndikimit nga njëra politikë te tjetra dhe anasjelltas. Megjithatë, përgjigjja e dhënë në rastin e Shqipërisë nuk është përfundimisht e plotë nga këndvështrimi dhe interesi akademik. Kjo jo vetëm për faktin se kemi të bëjmë me një periudhë relativisht të shkurtër kohore, siç u tha më lart, por edhe për faktin se është zhvilluar në kushtet e ekonomisë shqiptare që nënkupton një bashkësi specifike, të cilat lidhen me natyrën e regjimit monetar, atë të kursit të këmbimit dhe objektivin primar të bankës qendrore. Këto karakteristika nuk janë unike dhe mund të ndryshojnë nga një ekonomi në tjetrën. Për shembull, Mali i Zi apo Kosova kanë një regjim monetar krejt të ndryshëm dhe si rrjedhim, edhe objektivi i bankës qendrore ndryshon. Fakti që këto dy vende kanë adoptuar euron si monedhën e tyre, bën që banka qendrore të mos ketë mundësi për të zbatuar një politikë monetare, pasi ajo formulohet dhe zbatohet nga BQE. Kjo zgjedhje ndryshon rrjedhimisht edhe objektivin parësor të bankës qendrore dhe bashkësinë e instrumenteve dhe objektivave të ndërmjetëm të politikës së saj. Në rastin e Kosovës, për shembull, banka qendrore nuk ka si objektiv primar stabilitetin e çmimeve, por stabilitetin e sistemit financiar. Zgjedhja e Kosovës nënkupton gjithashtu se Banka e Kosovës nuk ka një politikë të pavarur monetare, pasi adoptimi i euros bën që ajo të mbajë politikën monetare të Bankës Qendrore Evropiane. Ky kapitull përpiqet

të hedhë dritë mbi fenomenin, duke shtruar hipotezën se ndryshimi i regjimit monetar luan një rol në ndërveprimin dhe ndikimin e këtyre dy politikave të rëndësishme të bankës qendrore dhe mbi të gjitha rezultatet e tyre në ekonomi. Me fjalë të tjera, studimi përpiqet të hetojë nëse ka heterogjenitet në ndërveprimin e politikave dhe rezultatin e tyre në varësi të regjimit monetar të adoptuar nga banka qendrore.

3.1.2 Qëllimi i studimit dhe pyetjet kryesore kërkimore

Objektivi kryesor i studimit është të plotësojë njohuritë e marra deri tani nga analiza dhe hulumtimi empirik mbi ndërveprimin e dy politikave në rastin e ekonomisë shqiptare. Konkretisht, synohet të vlerësohet se si regjimet e ndryshme monetare ndikojnë në ndërveprimin ndërmjet politikave monetare dhe makroprudenciale, si dhe rezultatet e tyre në ecurinë e ekonomisë dhe sistemit bankar duke testuar hipotezën: “regjimet e ndryshme monetare çojnë në ndryshimin e ndërveprimit të politikave dhe objektivave të bankës qendrore në këndvështrimin e 6 ekonomive të vogla e të hapura të Ballkanit Perëndimor (WB6)”.

Nisur nga, së pari, rezultatet e kapitullit të dytë që dëshmuar për avantazhet e metodologjisë VAR e cila i trajton të dy politikat si endogjene të njëra-tjetrës; dhe, së dyti, nga zgjedhja e një paneli prej 6 vendesh për një periudhë 12-vjeçare; ky kapitull e bazon analizën dhe vlerësimin empirik në metodën panel VAR (vlerësimi i një modeli panel të vektorëve autoregresivë).

Kjo është një metodë mjaft e përshtatshme për qëllimin e studimit, pasi mundëson analizimin e marrëdhënieve midis zhvillimeve ekonomike, çmimeve të konsumit dhe politikës monetare (përfaqësuar nga norma e interesit) dhe shëndetit financiar, kursit të këmbimit dhe politikës makroprudenciale njëkohësisht për të gjitha vendet e rajonit të Ballkanit Perëndimor në periudhën 2010-2022.

Për qëllime të këtij studimi, politika monetare është përafruar nga normat e politikës monetare për vendet me politikë monetare të pavarur, dhe një kombinim i normës Eonia dhe instrumenteve direkte të kontrollit monetar në ekonomi për vendet që nuk kanë politikë monetare të pavarur. Politika makroprudenciale është përafruar nga treguesi i përllogaritur nga FMN për këtë qëllim, njëkohësisht indeksi i shëndetit financiar është

përafruar nga treguesi FSI për secilën ekonomi. Studimi supozon mungesën e ndërveprimit dinamik ndërmjet ekonomive të rajonit. Për rrjedhim, identifikimi i modelit bazohet në supozimin se nuk ka autokorrelacion apo e thënë ndryshe ndërvarësi ndërmjet ekonomive dhe skema e dekompozimit të strukturës së gabimit bazohet në dekompozimin Choleski sipas renditjes së variablave, konkretisht sipas radhës në vijim: GDP, CPI, politika monetare, kursi i këmbimit, indeksi i shëndetit financiar dhe politika makroprudenciale. Studimi vlerëson dy modele: një të përbashkët, ku të gjitha ekonomitë përfshihen së bashku në një panel me efekte fikse, për të parë heterogjenitetin midis vendeve dhe më pas, janë vlerësuar dy panele të ndryshme për dy grup-vende të grupuara sipas karakteristikave të regjimit monetar. Analiza e rezultateve bazohet në krahasimin e funksioneve të reagimit të impulsit (IRF) dhe testet për heterogjenitetin e elasticiteteve të vlerësuar.

3.1.3 Gjetjet kryesore të studimit

Rezultatet e analizës empirike zbulojnë rolin kritik të regjimit monetar në formësimin e reagimit ndaj goditjeve dhe zbatimin e politikave monetare dhe makroprudenciale brenda këtyre ekonomive. Në vendet me politika monetare të pavarura, ka një reagim të koordinuar të politikës monetare ndaj ndryshimeve në masat makroprudenciale, duke nxjerrë në pah sinergjinë midis këtyre politikave. Kjo qasje e koordinuar siguron që politika monetare të marrë parasysh vendimmarrjen makroprudenciale, me ndikime të rëndësishme në PBB dhe çmime, në objektivat parësorë të politikës monetare. Prandaj, koordinimi i politikave monetare me masat makroprudenciale bëhet thelbësor për bankat qendrore për të arritur stabilitetin e çmimeve dhe për të rregulluar kërkesën agregate në mënyrë efektive.

Anasjelltas, në ekonomitë pa politika monetare të pavarura, politikat makroprudenciale reagojnë drejtpërdrejt ndaj zhvillimeve në treguesit realë të ekonomisë, pasi kërkojnë të kompensojnë mungesën e politikës monetare. Në këto raste, politikat makroprudenciale synojnë të mbushin boshllëkun e mungesës së politikës monetare, duke shfaqur një dinamikë të ndryshme krahasuar me ekonomitë me politika monetare të pavarura. Në mënyrë të veçantë, në ekonomitë ku Banka Qendrore Evropiane ndikon

në vendimmarrje, politikat makroprudenciale përputhen dhe përshtaten me direktivat e BQE-së, duke treguar një qasje të harmonizuar në këto vende.

3.1.4 Rëndësia e temës për ekonomitë e Ballkanit Perëndimor dhe implikimet për politikëbërjen

Rezultatet e vlerësuara dhe konkluzionet e nxjerra mbi to kanë një interes dhe rëndësi të veçantë, jo vetëm në aspektin akademiko-teorik për njohjen e fenomenit, por kanë gjithashtu edhe një vlerë të madhe praktike nga këndvështrimi konkret i politikës së bankës qendrore. Kjo domethënie është edhe më e veçantë në rastin e ekonomive të WB6 të analizuar në këtë kapitull. Këto ekonomi janë të gjitha të fokusuara në procesin e integritit evropian, i cili udhëheq të gjitha aspektet e zhvillimit institucional: politik, ekonomik, financiar dhe social të këtyre vendeve. Si pjesë e këtij procesi, ekonomitë e rajonit duhet të arrijnë një stabilitet të arsyeshëm makroekonomik e financiar për ta avancuar këtë integritim në përputhje me kriteret ekonomike në kuadrin e objektivave të integritit. Si pjesë e këtyre objektivave, WB6 duhet të punojnë së bashku për krijimin e një hapësire ekonomike dhe financiare të integruar. Sejko (2023) jep një përshkrim të plotë të këtij procesi integritim, i cili ndjek një agjendë të mirëpërcaktuar në nivel kombëtar, evropian dhe që është përfshirë edhe në kuadrin e marrëveshjeve të bashkëpunimit me institucionet ndërkombëtare dhe financiare të zhvillimit si Banka Botërore, BERZH (Banka Evropiane për Rindërtim dhe Zhvillim) etj. Ky ndërveprim dhe bashkëpunim rajonal përcaktohet nga karakteristikat e ngjashme të ekonomive të vogla të rajonit, si në sektorin e brendshëm, ashtu edhe në sektorin e jashtëm.

Në veçanti, ecuria e procesit të integritit dhe rritja e ndërveprimit dhe bashkëpunimit ekonomik dhe financiar në rajon, do t'i lidhë më shumë ekonomitë dhe do t'i bëjë ato të ndërvarura nga njëra-tjetra. Ky proces do të njehsojë ciklet e biznesit dhe ato financiare në ekonomitë e rajonit. Ai do të reflektohet jo vetëm në efektin e përçimit të goditjeve në ekonominë reale dhe në sektorin financiar, por edhe përmes krijimit dhe specializimit të qendrave të zhvillimit e prodhimit të mallrave dhe shërbimeve sipas industrive dhe karakteristikave konkurruese, lëvizjes së faktorëve të prodhimit dhe integritit më të mirë të të gjithë rajonit me ekonominë evropiane. Si rrjedhojë, ekonomitë do të jenë më të ndërlidhura dhe kjo do të kërkojë koordinimin e politikave

monetare dhe financiare, gjë që nuk është e pamundur, por është e vështirë në kushtet e regjimeve të ndryshme monetare dhe valutore që ekzistojnë në rajon. Për këtë arsye, është e nevojshme të njihet mirë ndërveprimi dhe koordinimi ndërmjet dy politikave monetare dhe makroprudenciale për të zbutur efektet negative që vijnë nga goditjet ekonomike dhe financiare në partnerët e tjerë të zonës euro; por mbi të gjitha edhe nga rezultatet e integritit të mëtejshëm ekonomik dhe financiar në rajon. Gjetjet e këtij studimi sjellin implikime të rëndësishme për politikëbërësit dhe bankat qendrore në rajonin e Ballkanit Perëndimor. Konkluzionet e këtij studimi do të jenë të vlefshme dhe do të japin një ndihmë të madhe në këtë drejtim, si për njohjen e fenomenit, ashtu edhe për hartimin e politikave më të sakta dhe efektive.

3.2 Përmbledhja e literaturës ekzistuese

Në vija të përgjithshme, në dy kapitujt e parë është evidentuar se bankat qendrore përgjithësisht e përcaktojnë objektivin kryesor të politikave të tyre në terma të stabilitetit të çmimeve. Megjithatë, në jo pak raste, bankat kanë objektiva të tjerë ose objektiva të dyfishtë (më shumë se një objektiv). Në grupin e parë, përfshihen ato banka që kanë vendosur objektivin e tyre kryesor mbi një indikator tjetër, për shembull, kursin e këmbimit ose stabilitetin financiar. Ky fenomen është natyrisht dominues në ato vende ku për arsye të mundësisë së kredibilitetit ose pavarësisë së bankës qendrore, apo për arsye të tjera, publiku ka humbur besimin në monedhën vendase ose autoritetet monetare. Në grupin e dytë, përfshihen bankat qendrore që kanë më shumë se një objektiv, për shembull, stabilitetin e çmimeve dhe punësimin e plotë, siç është rasti i Rezervës Federale të Amerikës.

Megjithatë, bankat qendrore kryejnë një aktivitet të gjerë që mbulon të gjithë ekonominë dhe njëkohësisht rregullon dhe mbikëqyr sistemin bankar dhe segmente të tjera të tregut financiar. Rrjedhimisht, ato ushtrojnë një sërë funksionesh të tjera që në dukje janë larg objektivit të tyre primar. Ekonomiksi monetar (konsensusi i përgjithshëm) supozon se ruajtja e stabilitetit të çmimeve dhe stabiliteti makroekonomik në ekonomi garanton njëkohësisht stabilitetin e sektorëve të tjerë të ekonomisë, përfshirë edhe atë të sistemit bankar dhe financiar. Kriza globale financiare e vitit 2008 tregoi që kjo nuk ishte e vërtetë, pasi një periudhë e gjatë stabiliteti monetar

u ndoq nga kriza më e madhe financiare që prej depresionit të madh të 1929-1933. Rrjedhimisht, *de facto* ose *de jure*, bashkësia e objektivave të bankës qendrore u pasurua me atë të stabilitetit financiar. Shumë banka qendrore, ashtu si Banka e Shqipërisë, e kanë integruar stabilitetin financiar si një objektiv të dytë të rëndësishëm. Ato kanë pasuruar njëkohësisht bashkësinë e instrumenteve dhe vendimmarrjes së politikës monetare me atë të politikave makroprudenciale (PMP). PMP-ja synon të miradministrojë rrezikun e krizave financiare dhe ndikimin e tyre duke kontribuar në mbrojtjen e stabilitetit makroekonomik. Ndryshe nga politika monetare, e cila fokusohet në zbutjen e ciklit të biznesit, politika makroprudenciale fokusohet në zbutjen e ciklit financiar në ekonomi.

Nga sa thuhet më lart, është e qartë se të dy politikat kanë objektiva dhe instrumente të ndryshëm. Megjithatë, pavarësisht këtij ndryshimi në objektiva, në fokus dhe në instrumente, të dy politikat operojnë përmes të njëjtave kanale në ekonomi. Fakti që ndajnë një mekanizëm transmetimi të përbashkët, bën që këto politika të ndërveprojnë dhe të ndikojnë njëra-tjetrën. Ky ndërveprim mbështetet si në aspektin teorik, ashtu edhe në atë empirik, siç është përshkruar edhe në dy kapitujt e parë të kësaj teme. Ky diskutim është trajtuar gjerësisht në kapitujt e mëparshëm, prandaj këtu do të përshkruhet shumë shkurtimisht. Konkretisht, politika monetare mund të ndikojë mbi stabilitetin financiar, pasi ndryshimet në kushtet monetare drejtpërdrejt në normat e interesit apo indirekt në kursin e këmbimit apo në aktivitetin ekonomik dhe kërkesën agregate, ndikojnë huamarrësit dhe sjelljen e tyre, për shembull:

- a) Ndryshojnë standardet e huadhënies, barrën e borxhit dhe aktivitetin e biznesit, dhe në të njëjtën kohë ndikojnë në probabilitetin e suksesit dhe dështimit të projekteve financiare me kredi;
- b) Ndikojnë në qëndrimin dhe perceptimin e rrezikut të ndërmjetësve dhe sektorit privat dhe agjentëve financiarë; për shembull, normat e ulëta të interesit janë një shtysë për zgjerimin e shpejtë të bilanceve dhe dëmtojnë sjelljen e kujdesshme, duke shtuar si pasojë dëshirën për rrezik në funksion të ruajtjes së nivelit të të ardhurave;
- c) Mund të kenë ndikim negativ në tregjet e tjera përmes çmimeve të aktiveve; për shembull: normat e ulëta të interesit mund të shkaktojnë rritjen e çmimeve të aktiveve financiare që, në ekonomitë e hapura, rritja e normave të interesit mund

të shoqërohet nga një nivel më i lartë i flukseve hyrëse të valutave të huaja dhe nga një ndikim i padëshiruar në nivelin e kursit të këmbimit.

Nga ana tjetër, Politika Makroprudenciale (PMP-ja) kujdeset të garantojë stabilitetin e sistemit bankar në rastet kur mungesa e kujdesit, interesat afatshkurtra apo mungesa e njohurive financiare i shtyn bankat, institucionet financiare dhe/ose sektorin privat në sjellje dhe qëndrime jo korrekte që vendosin në rrezik stabilitetin afatgjatë të sistemit bankar.

Megjithatë, siç është treguar nga Sejko (2021) për rastin e Shqipërisë, të dy politikat mund të kompensojnë efektet e mundshme të padëshirueshme të njëra-tjetrës. Për shembull, përmes një lehtësimi të përkohshëm të kërkesave rregullatore që kufizojnë dhe mbikëqyrin treguesit e shëndetit bankar, politika makroprudenciale mund të vijë në ndihmë të politikës monetare, në kushtet kur kjo e fundit ka ezauruar instrumentet e veta ose kur mekanizmi i transmetimit ka humbur efikasitetin e tij. Në anën tjetër, politika monetare mund të bëjë lëvizje të kontrolluara, duke zbutur ndërhyrjen ose duke e shtrirë atë në periudha më të gjata, në ato raste kur ndryshimi i normave mund të përkeqësojë treguesit e shëndetit bankar. Për shembull, zbatimi i një kufiri ndaj nivelit të treguesit ‘borxh/të ardhura’ mund ta zvogëlojë probabilitetin e dështimit të shlyerjes së huamarrësve në vijim të shtrëngimit të politikës monetare (rritjes së normës së interesit). Kërkesat mbi kapitalin ose kufijtë mbi nivelin e borxhit mund të ndihmojnë për të kontrolluar nivelin e huamarrjes (dhe rrezikun) tek bankat që operojnë në një mjedis me norma të ulëta interesi. Caktimi i kufijve për normën e ‘vlera e huasë / vlera e pronës’ (LTV) mund ta ngadalësojë rritjen e çmimeve të aktiveve jofinanciare kur politika monetare lehtësuese shoqërohet me çmime më të larta të aktiveve. Zbatimi i kufijve mbi huanë në valutë mund ta pakësojë rrezikun sistematik të lidhur me flukset e kapitalit që janë të ndjeshme ndaj nivelit të normave të interesit. Politikat makroprudenciale mund të kenë ndikim mbi përbërjen dhe nivelin e prodhimit dhe inflacionit, duke qenë se ato ndikojnë flukset e kreditimit. Këto janë shpjeguar e argumentuar në detaje nga Sejko (2021) dhe njëkohësisht janë dokumentuar empirikisht për rastin e Shqipërisë edhe në kapitujt e mëparshëm të kësaj teme. E njëjta nevojë për ndërveprim e bashkëpunim është bërë evidente në të gjithë ekonominë veçanërisht në rastin e krizave të mëdha, siç ishte pandemia dhe lufta në Ukrainë. Këto kriza u ndjenë fuqishëm edhe në ekonominë e WB6.

Një literaturë më e re e ka përqendruar fokusin e saj në ndërveprimet e mundshme midis instrumenteve makroprudenciale dhe politikës monetare dhe në mënyrën se si ato ndihmojnë në promovimin ose pengimin e stabilitetit financiar dhe aktivitetit real ekonomik. Siç është shpjeguar në dy kapitujt e parë, masat e politikës makroprudenciale ndikojnë në rritjen e kredisë, e cila mund të ushtrojë ndikim në kërkesën agregate, rritjen ekonomike dhe inflacionin. Masat e politikës makroprudenciale ndikojnë gjithashtu në stimujt e bankave, duke modifikuar potencialisht mënyrën se si normat e interesit ndikojnë në ekonomi. Politika monetare, nga ana tjetër, ndikon në masën në të cilën politika makroprudenciale ndikon në ekonominë reale. Duke ndryshuar stimujt për marrjen e rrezikut të bankave, rregullimet në normat e interesit mund të ndryshojnë edhe qëndrimin optimal të politikës makroprudenciale.

Cozzi *et al.* (2020) tregojnë se nivelet e larta të kërkesave për kapital dhe një sistem financiar me më pak levë financiare e bëjnë ekonominë më pak reaguese ndaj politikës monetare. Rezultatet e tyre sugjerojnë gjithashtu se politika makroprudenciale kundërciklike ka të ngjarë të ketë implikime të rëndësishme në nivelet e duhura të normave nominale të interesit gjatë ciklit ekonomik dhe financiar. Për shembull, gjatë lulëzimit, masat makroprudenciale kufizojnë kreditimin dhe freskojnë ekonominë, duke nënkuptuar norma më të ulëta interesi (më pak nevojë për politikë monetare të shtrënguar) krahasuar me një botë pa rregullim makroprudencial. Duke ekzaminuar ndërhyrjen e politikave makroprudenciale në ekonominë me norma të ulëta interesi, Van der Ghote (2020) zbulon se politika shtrënguese makroprudenciale ul normën reale natyrore, e cila është norma ekuilibër pa rrezikuar objektivin e inflacionit dhe duke zbutur rrezikun e stabilitetit financiar. Ky rezultat tregon për një komplementaritet ndërmjet stabilitetit financiar dhe stabilizimit makroekonomik. Në të kundërt, nëse politika makroprudenciale është akomoduese, lehtësimi i politikës monetare mund të ketë një efekt më të fortë në huadhënien bankare dhe marrjen e rrezikut.

Politika monetare mund të ndikojë gjithashtu në efektivitetin e politikës makroprudenciale. Mendicino *et al.* (2020) argumentojnë se ndërsa kërkesat më të larta për kapital forcojnë sigurinë e bankave dhe janë të dobishme në afat të gjatë, ato kanë kosto afatshkurtra pasi ulin ofertën e kredisë dhe kërkesën agregate. Në këtë rast, shtrirja e akomodimit të politikës monetare është e rëndësishme për të zbutur kostot e politikës më të shtrënguar makroprudenciale. Nën një qëndrim akomodues të politikës monetare, kërkesat për kapital mund të shtrëngohen më tej, me efekte negative

afatshkurtra të kufizuara për ekonominë. Megjithatë, nëse akomodimi është i kufizuar, kostot afatshkurtra të politikës më të shtrënguar makroprudenciale mund të jenë të rëndësishme. Literatura gjithashtu dokumenton ekzistencën e plotësimeve midis politikës monetare dhe politikës makroprudenciale në ecurinë e kredisë bankare, siç vërehet nga Altavilla *et al.*, 2020. Politika monetare dhe politika makroprudenciale mund të mbështesin njëra-tjetrën kur ndikojnë kërkesën agregate në të njëjtin drejtim, duke synuar arritjen e stabilitetit të çmimeve dhe atë financiar të evidentuar nga Kim dhe Mehrotra, 2018; dhe Rubio dhe Yao, 2020. Këto rezultate dhe konkluzione janë trajtuar në kapitujt paraardhës, por e reja e studimeve të mësipërme është se ato e studiojnë marrëdhënien ndërmjet dy politikave jo nga këndvështrimi i një ekonomie të vetme, por duke studiuar një panel vendesh. Kjo qasje arrin të japë një pamje më të plotë, jo vetëm sepse rrit numrin e observimeve, por edhe për faktin se sjell dimensione të reja që lidhen me karakteristikat e veçanta të ekonomive apo grupeve të ekonomive. Rrjedhimisht, këto studime po zënë një vend domethënës në literaturën relevante së fundmi, duke përfshirë në analizë më shumë se një ekonomi. Për shembull, Choi dhe Cook (2018) vlerësojnë politikën monetare përmes vlerësimit të rregullit të Taylor-it për një bashkësi vendesh dhe gjejnë komplementaritet ndërmjet politikës makroprudenciale dhe objektivave të politikës monetare në shumicën e vendeve të TIsë, pasi shtrëngimi (lehtësimi) makroprudencial tenton të ndodhë për të kontrolluar rritjen e tepruar të kredisë kur inflacioni është nën objektiv (kredia tepër e kufizuar kur inflacioni është mbi objektiv).

Megjithatë, ka raste të rëndësishme që kërkojnë më shumë koordinim të politikave për të adresuar konfliktet ndërmjet qëllimeve të politikave. Gambacorta dhe Shin (2018) zbulojnë se bankat me kapital më të lartë janë më pak të prekura nga politika monetare më e shtrënguar, duke sugjeruar disa tensione midis kapitalit më të lartë për shëndetin e bankave dhe efektivitetit të politikës monetare më të shtrënguar në kontrollin e rritjes së kredisë. Garcia dhe Levieuge (2022) analizojnë kushtet që mund të çojnë në konflikte midis politikës monetare dhe politikës makroprudenciale duke përdorur Rregullin e Taylor-it në një model DGSE. Ata tregojnë se rritja e luhatshmërisë së inflacionit dhe/ose një hendek më i madh i prodhimit mund të ndodhë kur politika makroprudenciale, veçanërisht CCyB, dhe politika monetare lëvizin në drejtime të kundërta në përgjigje të një goditjeje pozitive të investimeve. Megjithatë, ata tregojnë se rritja e koordinimit të politikave, veçanërisht duke i bërë bankat qendrore të reagojnë

më fort ndaj hendekut të prodhimit, mund ta lehtësojë konfliktin. Silvo (2019) arrin në të njëjtin konkluzion duke përdorur një panel të dhënash në nivel bankar për 45 ekonomi të zhvilluara dhe në zhvillim me regjime të ndryshme monetare. Rezultatet sugjerojnë se regjimi i inflacionit të shënjestruar mund të rrisë efektivitetin e instrumenteve të politikës makroprudenciale. Autorët e lidhin këtë me kredibilitetin e regjimit të inflacionit të shënjestruar sepse ky ul paqartësinë mbi çmimet dhe orientimin e politikës monetare. Fazio *et al.*, 2018; dhe Louati dhe Boujelbene, 2020 arrijnë në të njëjtin konkluzion.

Një tjetër studim që fokusohet në një grup vendesh në zhvillim vjen nga Coman dhe Lloyd (2022). Duke përdorur një panel vendesh në zhvillim dhe metodën e projeksioneve lokale, autorët përpiqen të kuptojnë nëse regjimi i kursit të këmbimit të luhatshëm përkundrejt atij fiks luan një rol vendimtar në përcimin e goditjeve të politikës monetare në ekonomitë e zhvilluara. Fokusi në regjimin e kursit të këmbimit shpjegohet me efektet që kursi i këmbimit nën regjime të ndryshme (të luhatshëm përkundrejt atij fiks) e ndikon ekonominë në sektorin real përmes kanalit të axhustimit të çmimeve, por njëkohësisht edhe në sektorin financiar përmes ndikimit që borxhi i denominuar në valutë të huaj ka mbi situatën financiare të sektorit privat dhe të atij bankar.

Konkluzionet tregojnë se ndikimi i politikës monetare të SHBA-së në ekonomitë në zhvillim varet nga karakteristikat rajonale dhe strukturat financiare të brendshme, por këto efekte nuk dallojnë ndjeshëm në varësi të kursit të këmbimit. Autorët konkludojnë se nuk ka dallime të mëdha në mënyrën sesi politikat rregulluese amortizojnë goditjet e jashtme mes vendeve me regjim të kursit të këmbimit fiks dhe atyre me kurs të lirë. Megjithatë, duke marrë shkas nga avantazhet e analizës në kapitullin e dytë, është evidente se metoda e vektorëve autoregresivë është më e përshtatshme për studimin e efekteve të ndërsjella. Kjo evidentohet edhe nga një grup studimesh, të cilat e analizojnë panelin nga këndvështrimi i VAR. Këto studime përshkruhen në vijim.

Diskutimi në vijim ofron një përmbledhje gjithëpërfshirëse të literaturës që studion efektivitetin e politikave monetare e makroprudenciale, dhe ndërveprimin kompleks midis tyre, stabilitetit financiar dhe rritjes ekonomike brenda një kuadri me disa vende me metodologjinë VAR.

Bochmann *et al.* (2023) trajton ndërveprimin midis politikës monetare, stabilitetit financiar dhe ekonomisë reale në Eurozonë. Duke përdorur një model kuantil me vektorë autoregresivë, studimi analizon ndikimin e politikave monetare konvencionale dhe jokonvencionale në variabla si: PBB-ja reale, inflacioni, brishtësitë financiare dhe stresi financiar sistemik. Duke vlerësuar funksionet e reagimit të impulsit nëpërmjet simulimit dhe projeksioneve lokale, studimi kap asimetritë e mundshme në ndërveprimet midis aktivitetit ekonomik, variablave të stabilitetit financiar dhe politikës monetare në të gjithë shpërndarjen e variablave. Gjetjet theksojnë se akumulimi i brishtësive financiare fillimisht shoqërohet me stres të ulët financiar, duke u rigjallëruar në periudhën afatmesme dhe duke dëmtuar rritjen ekonomike. Ndërsa politika monetare më e shtrënguar konvencionale redukton presionet inflacioniste, ajo rrit stresin financiar. Anasjelltas, politika monetare jokonvencionale rezulton të jetë po aq efektive në uljen e inflacionit, por me më pak efekte negative në rritjen ekonomike dhe stresin financiar. Politika monetare jokonvencionale më e shtrënguar gjithashtu shfaq një efekt frenues në akumulimin e brishtësive financiare. Studimi përfundon duke paraqitur analiza kundërfaktuale që hedhin dritë mbi kompromiset me të cilat përballet politika monetare në ndjekjen e stabilitetit të çmimeve. Gjatë krizës financiare globale, studimi zbulon një dilemë me të cilën përballet banka qendrore: shtrëngim i politikës monetare për të stabilizuar inflacionin në 2% apo lehtësim i saj për të trajtuar stresin financiar dhe për të parandaluar situata ekstreme të pakëndshme që potencialisht mund të cenojnë stabilitetin dhe performancën ekonomike.

Ciccarelli *et al.* (2013) hulumton ndikimin e brishtësive financiare në mekanizmin e transmetimit të politikës monetare në Eurozonë gjatë krizës financiare deri në fund të vitit 2011. Duke përdorur të dhëna të detajuara mbi kushtet dhe standardet e kreditimit, studimi zbulon një mekanizëm të transmetimit monetar heterogjen dhe të ndryshueshëm në kohë, ndikuar nga brishtësia financiare e qeverive, bankave, firmave dhe familjeve. Analiza tregon se ndikimi i politikës monetare në prodhimin agregat është më i fortë gjatë krizës financiare, veçanërisht në vendet që përballen me vështirësi financiare sovraane në rritje. Ky përforcim operon kryesisht nëpërmjet kanalit të kredisë, duke përfshirë si kanalën e bilancit të kredisë bankare, ashtu edhe atë jofinanciar të huamarrësit. Rezultatet sugjerojnë se masat standarde të politikës monetare, të tilla si politika e alokimit të plotë të BQE-së dhe rritja e ofrimit të rifinancimit afatgjatë, zbutin pjesërisht efektet e kanalit të huadhënies bankare, duke siguruar likuiditet të bollshëm për të reduktuar kufizimet e financimit të bankave. Megjithatë, studimi zbulon se ndikimi i pengesave dhe kufizimeve në aksesin në kredi me të cilat përballen huamarrësit, mbetet i

rëndësishëm deri në fund të vitit 2011, veçanërisht në vendet që përballen me më shumë vështirësi dhe kryesisht te firmat e vogla që përballen me përkeqësim të vlerës neto dhe kushteve të rrezikut. Studimi thekson nevojën për veprime plotësuese, të synuara veçanërisht në rritjen e kredisë për firmat e vogla, për të lehtësuar çështjet e aksesit në kredi. Hulumtimi kontribuon duke trajtuar heterogjenitetin në dimensione të ndryshme, duke përfshirë ndryshimet përgjatë kohës, ndryshimet në efekt midis vendeve nën stres financiar dhe variacionet në transmetim përmes kanaleve të ndryshme të kredisë. Duke përdorur një model VAR për një panel prej 12 vendesh të zonës së euros, studimi përfshin masa jo standarde të politikës monetare dhe identifikon kanalin e kredisë përmes përgjigjeve nga Anketa e Kreditimit Bankar (BLS). Analiza nënvizon rëndësinë e politikave të synuara për të mbështetur firmat e vogla dhe për të zbutur ndikimin e brishtësive financiare në ekonominë reale nëpërmjet ofrimit të rritur të kredisë.

Nier *et al.* (2012) fokusohet në vlerësimin e ndikimit të mjeteve të ndryshme të politikës makroprudenciale, duke përfshirë kërkesat për kapital (CR), kufijtë në raportet e kredisë ndaj vlerës (LTV), kufijtë në raportet e borxhit ndaj të ardhurave (DTI) dhe rezervës së detyrueshme (RR) në rritjen e prodhimit. Studimi ndërton variabla indeks për çdo instrument makroprudencial, duke kapur efektet gjysmë-sasiore¹⁹ dhe efektet mesatare²⁰ të trajtimit. Studimi përdor një regresion të panelit dinamik me efekte fikse sipas kohës dhe sipas vendeve, si dhe variabla kontrolli për normat e politikës monetare, ciklet e kredisë dhe ciklet ekonomike. Rezultatet sugjerojnë se kufizimet në raportet e LTV-së kanë një ndikim të rëndësishëm në rritjen e prodhimit, potencialisht përmes një efekti negativ në investimet në sektorin e ndërtimit. Veçanërisht për ekonomitë e tregjeve në zhvillim (EMEs), një raport më i lartë i LTV shoqërohet me investime më të ulëta në ndërtim. Megjithatë, ka pak evidenca të një efekti të drejtpërdrejtë në prodhim për mjete të tjera makroprudenciale, të tilla si kërkesat për kapital, kufizimet në raportin DTI dhe RR; gjetjet tregojnë se këto mjete mund të kenë efekte më të dobëta në prodhim krahasuar me raportin LTV. Studimi sugjeron se mjetet e politikës makroprudenciale mund të kenë aftësinë për të synuar komponentë specifike të kërkesës së brendshme, ndryshe nga politika monetare, e cila ka një ndikim më të kufizuar në rritjen e prodhimit agregat. Studimi pranon mundësinë që efektet të jenë shumë të vogla për të qenë statistikisht të rëndësishme në analizën e panelit. Hulumtimi thekson gjithashtu ndikimin statistikisht të fortë të ndryshimit të normës së politikës në rritjen e prodhimit, duke theksuar se

¹⁹ "Efektet gjysmë sasiore" i referohen një vlerësimi që merr në konsideratë ndikimin cilësor ose pjesërisht sasiar të mjeteve të politikës makroprudenciale. Ai përfshin analizimin e efekteve të këtyre mjeteve në ekonomi, duke marrë parasysh aspektet e matshme dhe të pamatshme.

²⁰ Efektet mesatare përfaqësojnë një masë sasiore të efektit mesatar të mjeteve të politikës makroprudenciale, në prodhimin ekonomik.

ndërsa disa mjete makroprudenciale mund të ndikojnë në sektorë të veçantë të ekonomisë, efekti i përgjithshëm në rritjen e prodhimit agregat është më i kufizuar.

Duke përdorur një model VAR me të dhëna panel vlerësuar me metodën e përgjithësuar të momenteve (GMM), Kim *et al.* (2011) eksplorojnë dinamikën komplekse të prociklikalitetit financiar brenda kuadrit të një politike monetare të orientuar nga norma e interesit në 14 vende me shënjestrim të inflacionit dhe një kurs këmbimi të ndryshueshëm, që përfshin vitet 2002 deri në 2009. Analiza empirike eksploron efektet e rritjes së detyrimeve jobazë²¹ në rritjen e aktiveve bazë²², rritjen e bazës monetare dhe rritjen e agregatit monetar M2, ku variablat e kontrollit përfshijnë normat afatshkurtra të interesit dhe diferencat afatgjata midis normave të interesit afatgjata dhe atyre afatshkurtra. Gjetjet empirike sugjerojnë se në kuadrin aktual të politikës monetare të orientuar nga normat e interesit, e cila ka bërë politikën monetare dhe politikën makroprudenciale të pandashme, është e nevojshme që banka qendrore të konsiderojë endogjenitetin e çmimeve të aktiveve dhe ciklet e kredisë në formulimin e politikës monetare. Studimi fokusohet në mënyrën se si të përcaktojë normën e politikës duke marrë parasysh efektet e saj në prociklikalitetin financiar dhe thekson nevojën për një set mjetesh më të pasura për ta përballuar këtë sfidë. Gjithashtu, vërehet nevoja e një monitorimi të kujdesshëm të shumëllojshëm të të dhënave dhe variablave që tregojnë statusin e ndërmjetësve financiarë dhe tregjeve financiare. Studimi gjithashtu adreson çështjen e identifikimit të goditjeve të mundshme të kredisë dhe thekson sfidat e njohura në këtë proces, duke nënvizuar rëndësinë e transparencës për të ruajtur besueshmërinë e bankës qendrore, duke mbajtur parasysh ndërveprimin e ndërlikuar midis politikës monetare, kushteve financiare dhe stabilitetit makroekonomik.

Beppler *et al.* (2023) përdorin një qasje të panelit dinamik, duke shfrytëzuar vlerësuesin e sistemit GMM, për të studiuar efektivitetin e masave makroprudenciale dhe ndërveprimin e tyre me politikën monetare. Ai përpiket të analizojë konflikte dhe asimetri të mundshme në ndikimin në sjelljen e ndërmarrjes së rrezikut nga ana e bankave dhe në stabilitetin sistematik midis kushteve të ndryshme ekonomike. Analiza fokusohet në 37 vende gjatë periudhës 2011-2021 dhe përdor katër indekse makroprudenciale që përfaqësojnë grupe të veçanta instrumentesh. Studimi përfshin gjithashtu një variabël binar për të vlerësuar ndikimin e pandemisë Covid-19 dhe efekte fikse sipas vendeve individuale. Variablat e konsideruar në analizën empirike përfshijnë tregues kyç që pasqyrojnë kuadrin makroekonomik dhe financiar të një vendi. Këto variabla përfshijnë normën e rritjes së PBB-së nominale dhe hendekun e prodhimit, inflacionin, normat e interesit për kreditë për korporatat jofinanciare, të dhënat për

²¹ Detyrimet jobazë përfshijnë obligacionet, detyrimet ndaj institucioneve të tjera bankare, detyrimet e huaja etj.

²² Aktivët bazë përfshijnë kreditë bankare.

nivelin e përqendrimit në sektorin bankar dhe madhësinë e sektorit bankar, llogaritur përmes totalit të aktiveve të bankave individuale, aktivet likuide, llogaritur si raport i shumës së aktiveve likuide me shumën e aktiveve totale të bankave individuale, raporti i depozitave, llogaritur si raport i depozitave totale ndaj aktiveve totale dhe raporti i kostos si raport i shpenzimeve të interesit ndaj të ardhurave nga interesi.

Apostolakis dhe Papadopoulos (2019) studiojnë ndërveprimin midis stresit makrofinanciar dhe variablave të ndryshëm makroekonomikë në 19 vende të përparuara nga viti 1999 deri në 2016, duke përdorur një qasje panel me vektorë autoregresivë (PVAR). Studimi zbulon gjetje të rëndësishme: një goditje pozitive ndaj stresit financiar rezulton se ushtron efekte negative në treguesit kryesorë makroekonomikë, duke përfshirë rritjen, inflacionin, çmimet e banesave dhe deficitin qeveritar. Veçanërisht, rritja e inflacionit dhe e çmimeve të banesave kontribuojnë në rritjen e stresit financiar, ndërsa goditjet pozitive ekonomike ose zgjerimet e deficitit nuk ndikojnë në stresin financiar. Zbërthimi i variancës dhe analizat e shkakësisë së Granger mbështesin këto rezultate, duke treguar se rritja ekonomike, deficitit shtetëror, çmimet e banesave dhe inflacioni përbëjnë së bashku rreth 30% të ndryshimit të stresit financiar. Studimi nënvizon rëndësinë e monitorimit të rreziqeve që lidhen me fluskat e mundshme në tregun e banesave për shëndetin e sistemit financiar. Implikimet nxjerrin në pah rëndësinë e stabilitetit financiar brenda politikës makroprudenciale dhe kuadrit rregullator. Studimi mbështet zhvillimin e kuadrit rregullator dhe mjeteve të monitorimit makroprudencial për të vlerësuar stabilitetin financiar, duke theksuar nevojën që politikëbërësit dhe bankierët qendrorë t'i integrojnë këto konsiderata në proceset e tyre vendimmarrëse.

Bruno *et al.* (2015) paraqesin një analizë të plotë krahasuese të efektivitetit të politikave makroprudenciale në një grup prej 12 ekonomish të Azi-Paqësorit përgjatë periudhës 2004-2013. Duke përdorur analizën e regresionit me panel, studimi gjen se politikat e menaxhimit të flukseve të kapitalit ndaj sektorit bankar dhe ndaj tregut të obligacioneve shfaqin efektivitet në ngadalësimin e flukseve hyrëse në sektorin bankar dhe në tregun e obligacioneve. Për më tepër, studimi thellohet në ndërveprimin midis politikës monetare dhe masave makroprudenciale, duke nënvizuar suksesin e tyre të rritur kur përforcojnë në mënyrë sinergjike njëra-tjetrën, veçanërisht në kontekstin e një shtrëngimi monetar.

Në konkluzion, struktura e panelit është më e përshtatshme për analizën e fenomenit. Për më tepër, strukturat makroekonomike që marrin parasysh lidhjet endogjene që ekzistojnë ndërmjet variablave makroekonomikë e politikave që i administrojnë ato, përfitojnë nga përdorimi i metodologjisë VAR, e cila konsideron endogjenitetin midis variablave në model, të cilat nuk merren parasysh nga metodat tradicionale të të dhënave panel. Duke marrë shkas nga kjo kritikë, Canova e Ciccarelli (2013) përshkruajnë dhe rekomandojnë aplikimin e metodologjisë VAR në vlerësimet panel për rastin e studimeve me karakter makroekonomik, siç e tregon edhe diskutimi i literaturës më lart dhe vlefshmëria e rezultateve të tyre empirike, të cilat dokumentojnë ndërveprimin e politikave.

3.2.1 A mund të themi të njëjtën gjë për vendet e Ballkanit Perëndimor?

Ashtu sikurse të gjitha ekonomitë e vendeve në zhvillim, të cilat diskutohen në seksionin e literaturës më lart, vendet e Ballkanit Perëndimor janë përballur dhe kanë kaluar shumë sfida gjatë dy dekadave të fundit dhe i kanë përballuar ato duke realizuar rritje ekonomike dhe stabilitet financiar.

Gjashtë vendet kanë regjime monetare të ndryshme. Dy prej tyre, Kosova dhe Mali i Zi, janë adoptues të njëanshëm të euros, prandaj nuk kanë një politikë monetare të pavarur. Objektivi parësor i bankës qendrore në këto dy vende është ruajtja e stabilitetit financiar. Tre vende, Serbia, Shqipëria dhe Maqedonia e Veriut, kanë monedhën e tyre dhe politikën e tyre monetare të pavarur, me inflacionin e shënjestruar si politikë dhe objektivi parësor të bankës qendrore stabilitetin e çmimeve. Ndërkohë, Bosnje-Hercegovina ka adoptuar regjimin e bordit të monedhës me objektivi kryesor të bankës qendrore stabilitetin monetar/financiar. Ndryshimet në këto regjime vijnë jo vetëm në terma të objektivave, por edhe të instrumenteve të politikës monetare dhe makroprudenciale. Ato shfaqen qartë në Tabelën 2. Këto ndryshime kanë luajtur natyrshëm një rol përcaktues në përçimin e goditjeve në ekonominë reale dhe në sistemin financiar, dhe gjithashtu në menaxhimin dhe zbutjen e efekteve të tyre në ekonomi përmes politikave të bankës qendrore. Me fjalë të tjera, këto sisteme monetare të ndryshme përjetojnë ndryshe të njëjtat goditje, pra një goditje e njëjtë mund të shfaqet në tregues dhe në forma të ndryshme dhe rrjedhimisht mund të kërkojë përgjigje të ndryshme. Siç është shpjeguar edhe më lart gjatë shtrimit të problematikës, këto karakteristika mund të luajnë një rol vendimtar në kapacitetin e bankës qendrore për të formuluar, zbatuar dhe koordinuar politikat monetare dhe makroprudenciale dhe për të arritur objektivin e dëshiruar përmes këtij koordinimi.

Për të mundësuar këtë vlerësim empirik, testimi i hipotezës bazohet në aplikimin e një modeli panel të vektorëve autoregresivë sipas Ciccarelli, Maddaloni dhe Peydro (2012). Ky model përdor një variant të përshtatur të modelit të Panel VAR, siç është përshkruar dhe diskutuar nga

Canova dhe Ciccarelli (2009), që mundëson testimin e heterogjenitetit midis ekonomive dhe autokorrelacionin statik midis tyre. Për një diskutim të plotë e të detajuar të modeleve PVAR dhe avantazheve përkatëse, lexuesi mund t'i referohet Kapetanios *et al.* (2020). Siç shpjegohet nga këta autorë, përzgjedhja e modelit dhe përshtatshmëria e tij përcaktohen nga karakteristikat themelore të zhvillimit ekonomik dhe financiar të rajonit WB6, si dhe menaxhimit të fenomeneve ekonomike, institucionale, ligjore, politike dhe sociale të ekonomive në rajon. Për të kuptuar më shumë, do të vijojmë me një përshkrim të shkurtër të këtyre karakteristikave rajonale dhe do të tregojmë se çfarë kufizimesh prezantojnë, për të kaluar nga puna e Canova në 2009 tek ajo e Ciccarelli në 2013.

3.3 Diskutimi i regjimeve monetare në vendet e Ballkanit Perëndimor

Në vijim, jepet një përshkrim i përgjithshëm i zhvillimeve ekonomike dhe i karakteristikave të përgjithshme të ekonomive në rajonin e Ballkanit Perëndimor. Studimi ndalet në diskutimin e këtyre fenomeneve pasi përveç interesit ose kuriozitetit të përgjithshëm për t'u njohur me këto ekonomi dhe regjimet e tyre monetare, karakteristikat e tyre luajnë një rol të rëndësishëm në përcaktimin e karakteristikave të modelit empirik dhe në identifikimin e saktë të formës funksionale të panelit. Rrjedhimisht, njohja e këtyre ekonomive është thelbësore për vlerësimin e saktë të hipotezës dhe të rezultateve, si dhe për nxjerrjen e konkluzioneve.

Performanca ekonomike e vendeve të rajonit të Ballkanit Perëndimor (WB6), që janë fokusi i këtij kapitulli, në dy dekadat e fundit reflekton, së pari, ndryshimet institucionale që shënojnë mbylljen e periudhës së konflikteve dhe orientimin drejt proceseve integruese evropiane dhe bashkëpunimit rajonal. Këto zhvillime kanë rezultuar në përmirësimin e përgjithshëm të kuadrit institucional, ligjor, ekonomik dhe financiar, si dhe në një klimë biznesi më të favorshme në përgjithësi, duke mundësuar një stabilitet ekonomik dhe financiar relativisht të admirueshëm në rajon. Megjithatë, ecuria ekonomike e rajonit gjatë kësaj periudhe reflekton më së pari dhe mbi të gjitha goditjet me të cilat është përballur ekonomia globale, duke përfshirë krizën financiare globale, krizën evropiane të borxhit, politikat monetare të aplikuara në ekonomitë e zhvilluara në përgjigje të këtyre krizave, pandeminë COVID-19 dhe goditjet e shkaktuara prej saj, si dhe luftën në Ukrainë; dhe së dyti, sinkronizimin individual të ekonomive të rajonit me ekonominë e BE-së. Në përgjithësi, raportet dhe analizat për ecurinë ekonomike dhe financiare të vendeve të rajonit të WB6, nga FMN, Banka Botërore, BERZH, etj., konkludojnë se rajoni i ka përballuar këto kriza dhe goditje përmes një politike aktive dhe të përgjegjshme. Narrativa e përgjithshme e këtyre analizave nga institucionet e mësipërme shpjegon se duke filluar nga mesi i viteve 2000, nën ndikimin e politikave ekspansioniste të ekonomive amerikane dhe

evropiane dhe ritmit të shpejtë të ndërmjetësimit financiar, vendet e rajonit përjetuan rritje të shpejtë ekonomike dhe presione inflacioniste. Krizat që pasuan shkaktuan një rënie të potencialit të rritjes ekonomike, zhvlerësim të monedhës në vendet me kurs të lirë të këmbimit si Shqipëria dhe Serbia, dhe më pas një inflacion të ulët nën objektiv, por të qëndrueshëm. Në aspektin e sistemit financiar, periudha u dallua për ngadalësimin e rritjes së kredisë dhe rritjen e kredive me probleme, që ishin faktori kryesor pas përkeqësimit të shëndetit financiar të sistemit bankar. Vendet i rezistuan aplikimit të politikave të balancës dhe i adresuan me kujdes çështjet e stabilitetit të çmimeve dhe atij financiar, duke targetuar politikën e tyre monetare dhe makroprudenciale për të adresuar fenomenet që shkaktuan këto probleme, si p.sh. euroizimi i lartë, forcimi i shpejtë i monedhës vendase, kredia e keqe, konsolidimi i sistemit bankar, etj.; dhe në raste të veçanta kanë punuar ngushtësisht me partnerët institucionalë ndërkombëtarë për të parandaluar problematikat e *deleveraging* dhe për të reduktuar prezencën e grupeve financiare evropiane në rajon, si në rastin e Viena Initiative I dhe II ose lidhjen e marrëveshjeve SWAP me Bankën Qendrore Evropiane, etj. Për më shumë mbi këto ngjarje, mund të referoheni për përshkrimin e detajuar dhe analizën e këtyre zhvillimeve në rastin e Shqipërisë nga Sejko (2021).

Cikli i rritjes së stabilizuar dhe inflacionit nën objektiv u mbyll nga goditja e shkaktuar prej pandemisë së Covid-19. Si rrjedhojë, të gjitha vendet e rajonit përjetuan rënien e aktivitetit gjatë 2020 dhe rritjen e çmimeve të energjisë dhe produkteve ushqimore në fund të vitit 2021 dhe më tej, si rezultat i luftës në Ukrainë. Megjithatë, aktiviteti ekonomik u rikuperua shpejt dhe në fund të vitit 2022 të gjitha vendet e tejkaluan nivelin e PBB-së të parapandemisë. Inflacioni arriti nivelin maksimal gjatë vitit 2022 dhe më pas presionet inflacioniste u zbutën edhe nën efektin e politikave monetare shtrënguese (në ato vende të cilat kanë një politikë monetare të pavarur).

Pavarësisht goditjeve të mësipërme dhe volatilitetit në treguesit makroekonomikë, sistemi financiar ka shfaqur një qëndrueshmëri të admirueshme. Sipas WESTERN BALKANS REGULAR ECONOMIC REPORT NO.23, kjo i dedikohet kryesisht faktit se pavarësisht të gjitha vështirësive dhe goditjeve negative, rritja e kredisë mbetet e kënaqshme dhe kreditë e këqija kanë ardhur vazhdimisht në rënie, ndërkohë që përfitueshmëria e sistemit u rikthye në nivelet e parapandemisë, ndërsa shtesat e kapitalit mbetën të paprekura.

Megjithatë, pavarësisht këtyre përshkrimeve pozitive, rajoni perceptohet si një bashkësi ekonomish me kapacitete të pashfrytëzuara plotësisht. Në këtë kontekst, Sanfey dhe Jovanović (2019) shprehen se rajoni konsiderohet si "një mundësi e humbur", pasi problemet e zhvillimit institucional dhe kufizimet e lëvizjes së lirë të faktorëve pengojnë materializimin e përfitimeve dhe rritjen e eficiencës. Fatmirësisht, pas krizave të fundit prej pothuajse dy dekadash, zgjidhja

është fokusuar në integrimin e rajonit dhe përfshirjen e tij në strukturën politike, institucionale, ekonomike dhe financiare evropiane, si dhe në institucionet financiare ndërkombëtare. Analizat e këtyre institucioneve vërejnë se ekonomitë e rajonit vuajnë nga një sërë problematikash të ngjashme që lidhen me zbatimin e ligjit, korrupsionin dhe besueshmërinë e institucioneve, qasjen në financime për ndërmarrjet e vogla dhe të mesme që përbëjnë pjesën më të madhe të sektorit privat, etj. Për më shumë detaje, shiko Sanfey dhe Jovanović (2019). Megjithatë, përtej këtyre problematikave institucionale, një pjesë e rëndësishme e problemeve kushtëzohen nga madhësia e vogël e ekonomive, eficientia e ulët në prodhim dhe shfrytëzimi i kapaciteteve, mungesa e koordinimit dhe bashkëpunimit, fragmentimi i tregjeve të punës dhe kapitalit, apo pengesat e tjera që ekzistojnë në bashkëpunim. Bashkëpunimi dhe integrimi ekonomik më i mirë i WB6 do të sillte përfitimet që rrjedhin nga eficientia ekonomike e përqendrimit, specializimit, lëvizjes së lirë të faktorëve të prodhimit dhe kapitalit njerëzor, dhe krijimit të klasterave brenda një ekonomie më të madhe. Nëse këto ndryshime nuk materializohen, përfitimet nga integrimi mbeten të kufizuara. Për këto arsye, ekonomitë e rajonit jo vetëm që janë të paintegruara, por njëkohësisht ato ushtrojnë pak ndikim te njëra-tjetra, që do të thotë se ndërveprimi ose goditjet individuale nuk janë të autokorreluara dhe nuk përçohen nga njëra ekonomi në tjetrën.

BE është partneri kryesor tregtar dhe financiar i të gjitha vendeve të rajonit. Për më tepër, procesi i anëtarësimit evropian është një faktor kyç në përparimin e reformave dhe zhvillimeve ekonomike, financiare dhe institucionale në ekonomitë e rajonit. Zhvillimet në BE janë një nga forcat dhe goditjet më të fuqishme e të njëkohshme në ekonomitë e WB6, duke i ndikuar njëherësh gjithë ekonomitë e rajonit.

Siç është përmendur më lart, 6 ekonomitë e rajonit të Ballkanit Perëndimor janë në ndjekje të një modeli zhvillimi që synon integrimin në hapësirën ekonomike evropiane si pjesë e saj, përmes integritit rajonal. Në konkluzion, ky model zhvillimi synon të anashkalojë kufizimet e përmendura dhe që lidhen drejtpërdrejt me kapacitetin e ekonomive tona për të gjeneruar konkurrueshmëri dhe efikasitet që të bëjnë të mundur tërheqjen e investimeve të huaja dhe rritjen e prodhimit dhe të konvergjencës me ekonominë e Eurozonës. Konsensusi i përgjithshëm politik, institucional dhe ekonomik në Bruksel është që kjo të arrihet në kuadrin e një hapësire ekonomike rajonale të vendeve të Ballkanit Perëndimor. Si rrjedhojë e këtij vendimi, vendet e rajonit janë angazhuar në një sërë procesesh të integritit të formësuar në kuadrin e CEFTA, Këshillit Rajonal të Bashkëpunimit, Procesit të Berlinit etj. Qëllimi i këtij procesi është të mbështesë integrimin rajonal, i cili përmes lëvizjes së lirë të njerëzve, mallrave, shërbimeve, kapitaleve dhe ideve do të mundësojë krijimin e një hapësire të përbashkët ekonomike. Kjo hapësirë do të rrisë madhësinë relative të rajonit, duke nxitur një zhvillim të bazuar në klastera të prodhimit industrial, bujqësor dhe financiar, në tregun e unifikuar të punës dhe atë të kapitalit,

si dhe strategjitë e koordinuara të zhvillimit të infrastrukturës dhe teknologjisë digjitale në rajon (Banka Botërore, 2019).

Pavarësisht përmasave të vogla në kuptimin gjeografik, ekonomik e financiar, rajoni ka një larmishmëri të admirueshme në drejtim të sistemeve monetare dhe përqasjes ndaj regjimit të kursit të këmbimit. Konkretisht, në 6 vende kemi 4 rregullime të ndryshme monetare, të prezantuara hollësisht në Tabelën 3.0.1.

Tabela 3.0.1 Natyra e regjimeve monetare në WB6

Vendi	Regjimi valutor	Objekti vi parësor	Regjimi i politikës monetare	Objektivi i ndërmjetë m	Instrumenti i politikës monetare	Mandati i stabilitet it financiar	Instrumentet makroprudencia le
Shqipëria	Fleksibël	Stabilitet i i çmimeve	Shënjestri mi inflacionit	Inflacioni i pritur	Norma e politikës monetare Operacionet në treg të hapur Lehtësirat e përhershme Rezerva e detyrueshme	Po	Po
Serbia	Fleksibël i menaxhu ar	Stabilitet i i çmimeve	Shënjestri mi inflacionit	Inflacioni i pritur	Norma e politikës monetare Operacionet në treg të hapur Lehtësirat e përhershme Rezerva e detyrueshme	Po	Po

Maqedonia	Fleksibël i menaxhu ar	Stabilitet i çmimeve	Shënjestri i inflationit	Kursi i nominal i këmbimit	Operacionet në treg të hapur Rezerva e detyrueshme Lehtësirat e përhershme	Po	Po
Bosnje- Hercegovina	Bord monedhe	Stabilitet i monetar	Bord monedhe	Rezerva e detyrueshme	Rezerva e detyrueshme	Po	Po
Mali i Zi	Euroizim i njëanshëm	Stabilitet i financiar	Euro		Operacionet në treg të hapur Operacionet e kredisë Rezerva e detyrueshme	Po	Po
Kosova	Euroizim i njëanshëm	Stabilitet i financiar	Euro		Rezerva e detyrueshme Kufizime mbi kreditinë agregate Rregulloret Makroprudencia le	Po	Po

3.3.1 Pak histori mbi natyrën e regjimeve monetare në vendet e WB6

Në kontekstin e përgjithshëm teorik, zgjedhja e regjimit monetar nisët nga karakteristikat ekonomike e financiare të vendit. Zgjedhja e regjimit monetar dhe atij të kursit të këmbimit ndikon stabilitetin makroekonomik, të çmimeve, konkurrueshmërinë dhe efektshmërinë e politikës monetare. Marrëveshjet e bordit të monedhave sigurojnë stabilitetin e kursit të këmbimit, por kufizojnë pavarësinë dhe fleksibilitetin e politikës monetare në reagimin ndaj kushteve ekonomike vendase.

Kurset e fiksuara zgjidhen sepse ato përgjithësisht ofrojnë stabilitet, veçanërisht në vendet ku banka qendrore, politika monetare dhe monedha kombëtare nuk gëzojnë besueshmërinë e publikut. Për të rivendosur këtë besueshmëri, mund të adoptohet kursi i fiksur i këmbimit. Në këtë rast, politika monetare njehsohet me politikën monetare të vendit me të cilin është fiksur kursi i këmbimit, ndërsa vlera e monedhës kombëtare mbetet e pandryshuar, duke kontrolluar gjithashtu inflacionin në vend. Suksesi kërkon që ekonomia t'u nënshtrohet zhvillimeve të sektorit të jashtëm dhe të përshtatet për të garantuar mbajtjen e kursit të pandryshuar (të

fiksuar). Megjithatë, këto regjime, përveç faktit se banka qendrore humbet pavarësinë e politikës monetare dhe kontrollin e kërkesës agregate përmes saj, kanë edhe problematika të tjera që lidhen me vulnerabilitetin ndaj goditjeve spekulative dhe kërkojnë sasi të konsiderueshme të rezervave valutore për këtë qëllim. Këto kufizime janë prezente në politikën e ushtruar nga bankat qendrore në tre vendet e rajonit, ku është bërë një adoptim i njëanshëm i euros, si në Kosovë dhe Malin e Zi, apo edhe në rastin e adoptimit të regjimit të bordit të monedhës, pavarësisht faktit se zgjedhja mbart më shumë konsiderata të karakterit politik dhe institucional në momentin e krijimit të shteteve si pasojë e shpërbërjes ose shpëputjes nga ish-Jugosllavia, sesa konsiderata të stabilitetit monetar. Kjo zgjedhje është e justifikuar nga qëllimet institucionale dhe ndryshon nga problematikat e besueshmërisë ndaj monedhës apo autoriteteve, të cilat duke qenë pjesë e memories kolektive shoqërore mund të ndikojnë në vlerësimin dhe interpretimin e rezultateve të ushtrimit empirik. Kjo nënkupton që nëse bankat qendrore në këto tre ekonomi do të synonin të ndërmerrnin politika monetare, ajo nuk do të nxiste skepticizmin apo kundërreagimin publik. Dhe konkretisht, siç shihet nga Tabela 1, tre bankat qendrore të përmendura më lart kanë një bashkësi instrumentesh si: rezervat e detyrueshme apo kontrolli mbi aktivitetin e kredisë, të cilat janë njëkohësisht instrumente direkte të kontrollit monetar. Të menduara në këtë formë, këto instrumente mund të përdoren për të rritur ose për të ulur madhësinë e shumëzuesit të parasë, duke i dhënë mundësi për të ushtruar një lloj politike monetare ose një politikë monetare të reduktuar për të kontrolluar sadopak rritjen e parasë së gjerë në ekonomi, pavarësisht faktit se nuk kanë kontroll të drejtpërdrejtë mbi bazën monetare.

Në anën tjetër, kemi tre ekonomi të tjera që kanë një kurs fleksibël ose të menaxhuar të këmbimit. Kjo u jep më shumë fleksibilitet autoriteteve monetare, pra bankës qendrore, për të menaxhuar kushtet monetare dhe ekonomike përmes politikës monetare. Rrjedhimisht, banka qendrore ka pavarësi në vendimmarrje dhe e ushtron atë përmes ndryshimeve të normës së interesit. Pavarësisht ndryshimeve në objektivat e ndërmjetëm që do të diskutohen më gjerë në vijim, këto tre ekonomi kanë si objektiv kryesor stabilitetin e çmimeve dhe e ushtrojnë politikën monetare përmes normës së interesit duke aplikuar edhe ndërhyrjet në kursin e këmbimit. Situata është pak e ndryshme në rastin e Maqedonisë së Veriut, e cila reagon ndaj ndryshimeve në kursin e këmbimit përmes ndryshimeve të normës së interesit. Por, objektivi primar dhe instrumenti kryesor i politikës monetare, sikurse edhe kuadri i përgjithshëm praktik, të shtyjnë të mendosh se rasti i Maqedonisë së Veriut është më afër dhe mjaftueshëm i ngjashëm (nga këndvështrimi i hipotezës së këtij studimi) me rastin e Shqipërisë dhe të Serbisë. Pavarësia e politikës monetare është metri kryesor që tregon se këto tre ekonomi janë mjaftueshëm të ngjashme për t'u veçuar nga tre ekonomitë e tjera të rajonit dhe për t'u përfshirë në një grup.

Në mbyllje të këtij diskutimi për rajonin e Ballkanit Perëndimor, mund t'i përmbledhim konkluzionet si më poshtë, ku theksohen çështjet kryesore që na ndihmojnë dhe informojnë vendimmarrjen për identifikimin e saktë të metodologjisë empirike për testimin e hipotezës së studimit.

Përshkrimi i mësipërm tregon se ekonomitë e rajonit, duke mos pasur tregje të integruara të produkteve dhe të faktorëve të prodhimit, nuk kanë ndikim domethënës të njëkohshëm te njëra-tjetra, si në kuptim të aktivitetit në ekonominë reale, ashtu edhe në atë financiar, ashtu edhe në drejtim të politikave apo vendimmarrjes ekonomike dhe financiare. Ekonomitë e WB6 nuk janë thellësisht të lidhura me njëra-tjetrën në kuptimin që një goditje, qoftë kjo në ekonominë reale, financiare apo ndryshim në politikëbërje, në njërën nga ekonomitë nuk transmetohet menjëherë dhe mjaftueshëm në ekonomitë e tjera të rajonit.

Ecuria e ngjashme në tregues të rëndësishëm makroekonomikë dhe financiarë, e vërejtur në analizën e situatës ekonomike të rajonit më lart, i detyrohet së pari dhe mbi të gjitha ekspozimit ndaj të njëjtave goditje të jashtme, si në sektorin e ekonomisë reale, ashtu edhe në sektorin financiar. Kryesisht, ato reflektojnë ngjarjet dominuese të tregjeve ndërkombëtare dhe veçanërisht ato të Eurozonës, që është edhe partneri kryesor tregtar i rajonit. Rrjedhimisht, edhe autokorrelacioni i vërejtur në goditje reflekton kryesisht goditjet e jashtme që prekin njëkohësisht dhe njësoj secilën prej ekonomive. Ky korrelacion/autokorrelacion në goditje ka formë në ndërveprimin statik dhe jo në atë dinamik ndërmjet ekonomive të rajonit. Kjo karakteristikë dominuese është vendimtare në përzgjedhjen e modelit empirik, sikurse do të bëhet e qartë në vijim gjatë diskutimit të metodologjisë. Në konkluzion, ekonomitë tona të WB6 janë të ndikuara dhe të varura nga zhvillimet dhe ngjarjet domethënëse në Eurozonë, por nuk kanë ndërvarësi dhe ndërveprim me njëra-tjetrën në mënyrë që goditjet në një ekonomi të ndikojnë në një ose disa nga ekonomitë e tjera, në këto kushte specifike dhe për vet faktin se ne duam të investigojmë heterogjenitetin ndërmjet ekonomive të rajonit, duke kufizuar formën e përgjithshme të panelit VAR dhe duke përcaktuar identifikimin e goditjeve të njëkohshme në matricën e gabimeve.

Një konkluzion tjetër shumë i rëndësishëm që del nga analiza më lart është se ekonomitë ndahen pothuajse qartësisht në dy grupe të ndryshme për nga këndvështrimi i regjimit monetar e përmes këtij dallimi, nga këndvështrimi i objektivave dhe instrumenteve të administrimit monetar e makroprudencial.

Në grupin e parë hyjnë Shqipëria, Serbia dhe Maqedonia e Veriut. Këto ekonomi megjithëse kanë regjime të ndryshme të kursit të këmbimit dhe regjime të ndryshme monetare, identifikojnë si objektiv parësor stabilitetin e çmimeve, kanë adoptuar regjim të njëjtë monetar (inflacionin e shënjestruar) dhe e realizojnë këtë përmes politikës monetare të bazuar në

ndryshimin e normës bazë të interesit.²³ Gjithashtu të tre ekonomitë e njohin dhe kanë zgjedhur stabilitetin financiar si objektivin e dytë të rëndësishëm dhe e realizojnë këtë përmes politikës makroprudenciale.

Në grupin e dytë përfshihen Kosova, Mali i Zi dhe Bosnje-Hercegovina duke marrë parasysh faktin se këto ekonomi kanë përvetësuar në mënyrë të njëanshme euron ose e kanë “lidhur” monedhën me euron. Në konceptin teorik, edhe në rastin kur kanë një monedhë kombëtare sikurse Bosnja, banka qendrore në këto ekonomi, nuk mund të ushtrojë politikë monetare të pavarur. Rrjedhimisht, objektivi i parë e i drejtpërdrejtë i bankës qendrore është ruajtja e stabilitetit financiar. Instrumenti kryesor është politika makroprudenciale. Megjithatë, këto ekonomi kanë mundësi praktike të ushtrojnë një politikë monetare të kufizuar. Kjo mundësohet përmes kufijve të kreditit apo rezervave të detyrueshme, të cilat janë njëkohësisht instrumente direkte të kontrollit monetar. Ndryshimi i këtyre instrumenteve mund të përdoret për të ndikuar qarkullimin monetar në funksion të kontrollit të kërkesës agregate, investimeve dhe punësimit.

3.4 Modeli i panelit me vektorë autoregresivë (PVAR)

Siç e përmendëm në hyrje të këtij kapitulli, metodologjia e përzgjedhur për hulumtimin empirik të hipotezës tonë bazë mbështetet në një model të shumëfishtë të një paneli dinamik. Kjo përjasje është zhvilluar e prezantuar nga Ciccarelli, Maddaloni, Peydró (2013), referuar me CMP nga këtu e në vazhdim. Në vijim, kjo metodë është përshtatur në kuadër të karakteristikave themelore sipas metodologjisë së modelit të Vektorëve Autoregresivë me të dhëna në Panel (PVAR). Kjo përjasje bazohet në studimin e Canova e Ciccarelli (2013), përmes së cilës identifikohen edhe karakteristikat e veçanta që e konvertojnë këtë model sipas elementeve të përcaktuara nga CMP (2013). Ky model, pra PVAR, është shumë i përshtatshëm në kuadrin e vlerësimit empirik të njëkohshëm dhe atij që përfshin seritë kohore të lidhura me tregues të ndryshëm makroekonomikë dhe financiarë për një grup të dhënë ekonomish.

Analiza empirike fillon me diskutimin e modelit PVAR sipas Canova e Ciccarelli (2013), i cili përfshin seritë kohore makroekonomike dhe financiare të të gjashtë ekonomive të Ballkanit Perëndimor. Në këtë rast, përjasja PVAR ka si përparësi ruajtjen e të njëjtës strukturë sikurse ofrohet përmes përjasjes së thjeshtë të një modeli VAR të zakonshëm. Kjo nënkupton se treguesit e përfshirë në model trajtohen si endogjenë dhe të ndërvlarur nga njëri-tjetri, ashtu sikurse përshkruhet në Kapitullin 2. Megjithatë, në rastin e PVAR, struktura e modelit

²³ Natyrisht regjimet e ndryshme të kursit të këmbimit bëjnë që objektivi i ndërmjetëm në rastin e Maqedonisë së Veriut të jetë kursi i këmbimit dhe jo norma e prituri e inflacionit.

pasurohet duke shtuar në të edhe dimensionin hapësinor të të dhënave (duke pasur parasysh me këtë, bashkimin e ekonomive të ndryshme në një databazë unike).²⁴ Kjo nënkupton rritjen e numrit të marrëdhënieve ndërvepruese në model. Konkretisht, në rastin e një paneli, secili nga treguesit e varur të secilës ekonomi varet nga sjellja autoregresive e tij, pra zhvillimet e mëparshme të lidhura me të, dhe njëkohësisht edhe nga dinamika e kaluar e treguesve të tjerë të gjithë ekonomive të përfshira në model. Kjo rrjedhimisht rrit numrin e parametrave për t'u vlerësuar dhe rrjedhimisht imponon/kërkon "kufizime" shtesë për përlllogaritjen e treguesve të modelit. Canova e Ciccarelli (2013) e përshkruajnë modelin PVAR sipas specifikimit në ekuacionin 1, si më poshtë:

$$Y_{it} = A_i + B_i(L)Y_{it} + u_{it} \quad \text{me } u_t = [u_{1t}, u_{2t}, \dots, u_{Nt}]' \sim iid(0, \Sigma);_i \quad (1)$$

Ku, Y_{it} përfaqëson vektorin e variablove endogjenë në model që përfshin praktikisht të gjithë treguesit e tjerë për çdo periudhë t për secilën ekonomi i ; A_i është vektori i efekteve fikse ose ndryshe i koeficienteve individualisht të dallueshme për secilën ekonomi; $B_i(L)$ përfaqëson matricën e koeficienteve (elasticiteteve për të gjithë strukturën e vonësve kohore L për çdo vend; Ω_i përfaqëson matricën e ndërveprimeve të njëkohshme (brenda të njëjtës periudhë) ndërmjet ekonomive të përfshira në model, të goditjeve strukturore ε_{it} , që supozohet se janë reciprokisht të palidhura/të pakorreluara dhe për më tepër kanë pritje zero dhe matricë variancë-kovariancë njësi I , (me fjalë të tjera matricë, diagonalja e së cilës i ka elementet 1).

Së pari, forma funksionale e paraqitur në Ekuacionin 1 nënkupton se në grupin e ekuacioneve të çdo vendi i përfshihen jo vetëm vlerat e shkuara të variablove për vendin i , por edhe vlerat e shkuara të variablove për vendin j , ku i është e ndryshme nga j . Canova e Ciccarelli (2013) e quajnë këtë "ndërvarësia dinamike". Së dyti, u_{it} janë të korreluara përgjatë dimensionit hapësinor, që këta autorë e përkufizojnë si "ndërvarësia statike", dhe për të cilën gjithashtu përfshirja e të njëjtave variabla për çdo vend duhet të shkaktojë kufizime në matricën e kovariancës së gabimeve ε_{it} ; dhe së treti, koeficienti, elasticitetet e vlerësuar dhe matrica e goditjeve ε_{1it} mund të jetë specifike për çdo njësi të dimensionit hapësinor (me fjalë të tjera për çdo vend), që përcaktohet nga autorët si heterogjeniteti ndërmjet vendeve. Me këtë informacion, në rastin e modelit tonë me 6 vende, 6 variabla dhe një vonës kohore, modeli panel VAR merr formën e mëposhtme:

$$y_{1t} = A_1 + B_{11}y_{1t-1} + B_{12}y_{2t-1} + \dots + B_{16}y_{6t-1} + u_{1t} \quad I.I$$

²⁴ Termi origjinal në literaturë njihet si "Cross-section".

$$y_{2t} = A_2 + B_{21}y_{1t-1} + B_{22}y_{2t-1} + \dots + B_{26}y_{6t-1} + u_{2t} \quad 1.2$$

.

.

.

$$y_{6t} = A_6 + B_{61}y_{1t-1} + B_{62}y_{2t-1} + \dots + B_{66}y_{6t-1} + u_{6t} \quad 1.6$$

Ku,

$$u_{it} = \Omega_i \varepsilon_{it} \text{ dhe } E(u_{1t} u'_{1t}) \equiv \Sigma_u = \begin{pmatrix} \sigma_{11} & \dots & \sigma_{16} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ \sigma_{16} & \dots & \sigma_{66} \end{pmatrix}$$

Ku, matricat σ_{ij} për i dhe j nga 1 në 6, janë matrica 6x6 me një strukturë të përcaktuar, meqë kemi të njëjtit tregues për çdo njësi me të dhëna panel (me fjalë të tjera për çdo vend). Në këtë kornizë të përmbledhur në ekuacionet më lart (1.1 – 1.6), matricat $B_{i-i+n,j}$, ku $n = 1 - 6$, janë $\neq 0$ të paktën për ndonjë, nenkupton ndërveprimin dinamik në model. Në anën tjetër, $\sigma_{ij} \neq 0$ dhe $i \neq j$) nënkupton ndërveprimin statik; dhe $A_{ij} \neq A_{i+1,j}$ për $j \neq i, i + 1$ përfaqëson heterogjenitetin e të dhënave në dimensionin hapësinor.

Këto karakteristika të përshkruara më lart nuk janë detyruesisht të pranishme në të gjitha rastet. Për shembull, në rastet kur ekonomitë nuk janë të ndërlidhura me njëra-tjetrën, ndërveprimi dinamik nuk është i nevojshëm në modelin e shtruar. Në këtë rast, modeli do të kërkonte përfshirjen vetëm të ndërvlerësive statike të shfaqur në strukturën e gabimit ose e thënë ndryshe goditjet strukturore do të ishin të korreluara përgjatë të gjitha vendeve i. Në fjalët e autorëve, Canova e Ciccarelli (2013), “...kur analizohet transmetimi i goditjeve përgjatë tregjeve financiare të vendeve të ndryshme, ndërveprimi statik është zakonisht i mjaftueshëm nëse të dhënat janë me frekuencë mujore ose tremujore...”. Ky përshkrim i ngjason shumë atij të diskutuar në këtë kapitull për vendet e WB6, siç është shpjeguar më lart.²⁵ Këta autorë (Canova e Ciccarelli (2013)) shprehen se modeli merr formë në një bashkim të VAR të ekonomive individuale. Në këtë rast, autorët sugjerojnë se metoda e vlerësimit të bashkuar me efekte fikse²⁶ (për të kapur heterogjenitetin specifik dhe të pandryshueshëm për tregues ose vend apo çdo njësi) është metoda klasike për vlerësimin e parametrave të modelit.

²⁵ Canova e Ciccarelli (2013), pp. 9

²⁶ Nga anglishtja Pooled Estimation with Fixed Effects.

Përzgjedhja e modelit të mësipërm për hulumtimin empirik justifikohet prej natyrës së hipotezës së shtruar për studim dhe karakteristikave thelbësore të sjelljes dhe ndërveprimit të ekonomive të rajonit. Modeli lejon gjithashtu identifikimin e thjeshtë dhe të saktë të strukturës së VAR dhe çështjeve të tjera të vlerësimit empirik, të cilat do të diskutohen në vijim ku motivojmë të dhënat e përdorura në analizën VAR, skemat e identifikimit dhe çështjet e vlerësimit.

3.5 Të dhënat dhe metodologjia e analizës empirike

3.5.1 Përshkrimi i të dhënave të përdorura për analizë

Ky studim përdor të dhëna tremujore për periudhën T1 2010 – T4 2022. Baza e të dhënave përfshin informacione nga të dhënat makrofinanciare dhe ato të lidhura me vendimmarrjen e bankës qendrore në një total prej 288 vëzhgimesh. Këto të dhëna, pra treguesit e përdorur për analizën empirike, ndahen në tre kategori. Në kategorinë e parë futen të gjithë treguesit makroekonomikë, të tillë si prodhimi (PBB), niveli i përgjithshëm i çmimeve (CMIMI), dhe kursi i këmbimit i monedhës vendase ndaj monedhave të huaja (EX). PBB përfaqëson nivelin real të PBB-së së çdo vendi dhe pasqyron ecurinë ekonomike të tyre. Niveli më i lartë i tij nënkupton një performancë më të lartë ekonomike (ose prodhimi). CMIMI përfaqëson nivelin e përgjithshëm të çmimeve dhe si pasojë vlerat më të larta të tij nënkuptojnë rritjen e tyre, ose nivel më të lartë inflacioni. Ky tregues është gjeneruar si diferenca e vlerës logaritmike të IÇK-së të shumëzuar me 4, duke na dhënë në këtë nivelin e normës së inflacionit e vjetorizuar për secilin vend. Në kategorinë e dytë përfshihen të dhënat financiare, brenda së cilës renditet treguesi i stabilitetit bankar (BSI) dhe lidhet ngushtësisht me kushtet specifike të sistemit bankar. Ky është një variabël i përbërë, siç shpjegohet më lart, i ndërtuar bazuar në qasjen e entropisë. Ai pasqyron bashkëlëvizjen e një grupi të gjerë treguesish të vëzhgueshëm me informacion mbi kushtet e bilancit të sistemit bankar. Për këtë arsye, ai referohet si variabla që lidhen veçanërisht me faktorë specifikë të bankës dhe është vlerësuar individualisht për çdo vend. Më pas, të dhënat e përdorura në secilin rast agregohen në një tregues të vetëm mesatar të ponderuar. Vlerat më të larta të BSI nënkuptojnë se sistemi bankar bëhet më i shëndetshëm.

Së fundi, trajtojmë treguesit e lidhur me instrumentet e politikës monetare (PM) e asaj makroprudenciale (PMP) të bankës qendrore. Treguesi i parë është një ndërthurje midis instrumenteve indirekte (të tërthorta) dhe instrumentit direkt që mund të përdoret nga banka qendrore me qëllim arritjen e objektivave kryesorë, siç është edhe arritja dhe ruajtja e stabilitetit

të çmimeve. Kapja e efekteve që lidhen me instrumentin indirekt të politikës monetare është aktualizuar përmes treguesit të normës bazë të interesit të bankës qendrore. Për vendet të cilat zbatojnë regjimin e politikës monetare si përmes operacioneve në treg të hapur, të tilla si Shqipëria, Serbia dhe Maqedonia e Veriut, është përdorur norma bazë e interesit e deflatuar në terma realë përmes IÇK-së së vendeve respektive. Për vendet e tjera, Kosova, Mali i Zi dhe Bosnje-Hercegovina, që zbatojnë regjime të ndryshme, të tilla si bord monedhe dhe/apo përdorin monedhën Euro, përcimi i sinjaleve që lidhen me politikën monetare është supozuar se kapet më mirë përmes normës bazë të Bankës Qendrore Evropiane, Eonia. Ky tregues është kthyer në terma realë përmes deflatimit me normën e IÇK-së të vendeve respektive. Në anën tjetër, këto vende (Kosova, Mali i Zi, dhe Bosnje-Hercegovina) mund të zbatojnë pjesërisht një politikë monetare individuale përmes instrumenteve direkte, siç është p.sh. kufizimet mbi rritjen e kredisë. Rrjedhimisht, është supozuar se politika monetare identifikohet përmes një treguesi sintetik, i cili përcaktohet si një kompozitë e normës reale EONIA dhe diferencës së raportit të kredisë aktuale ndaj PBB-së me mesataren e vet historike. Të dy këta tregues janë përfshirë në modelin empirik si shumatore e thjeshtë aritmetike, me qëllim që treguesi të reflektojë edhe karakteristika individuale të secilës ekonomie. Në anën tjetër, PMP përfaqëson një tregues që merr tri vlera (-1, 0, 1), i cili është interpoluar nga një seri me frekuencë të lartë (muajore) në një seri me frekuencë më të ulët (tremujore) si mesatare lëvizëse e tre muajve. Më pas, ky tregues është transformuar si shuma e vlerës paraprake dhe asaj aktuale, dhe duke i shtuar asaj në periudhat në vijim vlerën e re të tij. Kjo përqasje bazohet në supozimin se efektet e politikës makroprudenciale të bankës qendrore përçohen dhe e shtrojnë efektin e tyre në kohë.

Kjo bashkësi të dhënash është konvertuar në seri kohore të përdorshme për analizën empirike përmes një procesi me tre hapa. Së pari, secila prej serive është normalizuar fillimisht me një variancë të barabartë me 1 dhe një mesatare prej 0²⁷. Pastaj, secili prej tyre është transformuar në një shkallë që i merr vlerat në intervalin [0, 1], duke marrë parasysh se këto janë të gjitha të shprehura në shkallë të ndryshme. Kjo është një teknikë e rëndësishme e njohur në statistikë dhe përgjithësisht kryhet për të siguruar që të dhënat të jenë konsistente dhe të kenë përmbajtje dhe format të njëjtë. Së fundi, të gjithë variablat janë transformuar në indeks, duke marrë si vit bazë performancën mesatare gjatë periudhës së shembullit, 2010 - 2022, dhe duke e shumëzuar me 100. Kjo është gjithashtu një qasje e njohur në statistikë dhe aplikohet për të përmirësuar cilësinë e të dhënave dhe menaxhimin e vlerave që mungojnë, si dhe marrëdhënieve midis variablave të ndryshëm. Kjo qasje lehtëson gjithashtu veprimet dhe transformimet midis variablave të shprehur në njësi të ndryshme. Së fundi, të dhënat janë transformuar në logaritëm.

²⁷ Formula e përdorur në këtë rast është: $Z_t = \frac{(X_t - \bar{X}_t)}{\delta}$, ku X përfaqëson të dhënat aktuale; $\bar{X}$ është mesatarja dhe δ është devijimi standard përgjatë periudhës në shqyrtim.

Të dhënat e mësipërme janë marrë nga disa burime, siç shpjegohet në vijim. Të dhënat për nivelin e prodhimit real, PBB-së tremujore, IÇK-së, dhe të atyre të lidhura me stabilitetin bankar janë marrë nga organizata ndërkombëtare, përfshirë FMN-në dhe Bankën Botërore. Në rastin e Serbisë, të dhënat për stabilitetin bankar janë marrë nga Banka Qendrore e Serbisë. Norma bazë e interesit dhe IÇK-të e vendeve respektive janë marrë nga bankat qendrore të këtyre vendeve. Norma EONIA dhe IÇK për Eurozonën është marrë nga Banka Qendrore Evropiane. Kursi i këmbimit është marrë nga Databaza e FMN-së mbi Statistikat Financiare Ndërkombëtare (IFS). Për një përshkrim më të detajuar, referoju Tabelës 1 në Shtojcë.

3.5.2 Ndërtimi i treguesit të shëndetit financiar

Ndryshe nga të dhënat e tjera, treguesi i stabilitetit financiar, siç pranohet nga Boudebbous and Chichti (2013), është i vështirë të përcaktohet dhe matet.²⁸ Në rastin tonë, vlerësimi i tij bazohet në metodologjinë e propozuar nga Fondi Monetar Ndërkombëtar dhe prezantohet në Manualin e Llogaritjes së Treguesve të Shëndetit Financiar (2006). Ky kuadër²⁹ mbështetet në nevojën për të sinkronizuar të dhënat nga zhvillimet në bilancet e bankave, të cilat do të ofronin në mënyrë të qartë një pamje të përmbledhur të aspekteve të ndryshme të riskut financiar, veçanërisht atyre që lidhen me rrezikun e kapitalit dhe likuiditetit, sikurse dhe rrezikut të kredisë, rrezikut të tregut dhe rrezikut të qeverisjes së korporatave.

Për këtë arsye, informacioni i përdorur për të vlerësuar metrikën tonë të stabilitetit përfshin një grup prej 12 indikatorësh të parazgjedhur. Çdo indikator ofron informacion për periudhën dhe është i lidhur në mënyrë të pavarur me të tjerët, siç paraqitet në Tabelën 2 më poshtë, treguesit kategorizohen në lidhje me informacionin mbi mjaftueshmërinë e kapitalit, cilësinë e aktiveve, performancën e menaxhimit dhe të ardhurave, likuiditetin dhe ndjeshmërinë ndaj rreziqeve të tregut. Ky kuadër njihet si qasja CAMELS. Metoda për t'i transformuar ata në një metrikë stabiliteti sintetike të vetme ndjek një proces që kalon në tre hapa. Së pari, të gjitha grupet e indikatorëve standardizohen dhe normalizohen në një shkallë të përbashkët për të siguruar që të dhënat janë konsistente, të krahasueshme dhe të kuptueshme. Në mesin e shumë llojeve të metodave të normalizimit, një qasje minimum-maksimum është pranuar sipas sugjerimeve të

²⁸ Kjo ndodh kryesisht, siç deklarojnë autorët, për shkak të zhvillimeve të shpejta në këtë sektor, që gjithashtu është pjesë e ndryshimeve të vazhdueshme të mjedisit financiar dhe bankar për shkak të rregullimit, lidhjeve dhe inovacioneve në tregjet financiare, që e bën vlerësimin e periudhave të karakterizuara nga paqëndrueshmëri edhe më të vështirë.

²⁹ Kjo qasje është përdorur më parë në analizën empirike nga Shijaku (2017), dhe Shijaku (2018) në rastin e Shqipërisë.

Khalid *et al.* (2020), e cila është e thjeshtë dhe e përdorur gjerësisht. Sipas kësaj qasjeje, ky grup indikatorësh ndahen në dy grupe, të cilat janë pozitive dhe negative. Grupi i parë përfaqëson indikatorët, vlerat rritëse të të cilëve paraqesin një performancë më të mirë lidhur me zhvillimet në stabilitetin bankar dhe konkretisht: majftueshmërinë e kapitalit, likuiditetin, aktivet e bankave dhe përfitueshmërinë e bankave. Ky grup indikatorësh standardizohet duke përdorur Ekuacionin (2). Grupi i dytë përfaqëson indikatorë të caktuar, vlera e kundërt e të cilëve paraqet një performancë më të mirë të stabilitetit dhe për këtë arsye normalizohen duke përdorur Ekuacionin (3), sikurse shpjegohet më poshtë:

$$\begin{array}{l} \text{Efekte} \\ \text{pozitive} \end{array} \quad \tilde{x}_i = \frac{X_i - \min(X_i)}{\max(X_i) - \min(X_i)} \quad (2)$$

$$\begin{array}{l} \text{Efekte} \\ \text{negative} \end{array} \quad \tilde{x}_i = 1 - \frac{X_i - \min(X_i)}{\max(X_i) - \min(X_i)} \quad (3)$$

Ku, X_i është vlera e të dhënave; $\min X_i$ është vlera minimale e vërejtur e treguesit X_i ; dhe $\max X_i$ është vlera maksimale e vërejtur e treguesit; dhe $\tilde{x}_i$ është rezultati i trajtimit pa dimensione pas standardizimit (normalizimit). Në hapin e dytë, çdo tregues i standardizuar, i cili do të përdoret pastaj në procesin e agregimit, transformohet në një set variablash duke marrë një vlerë në segmentin $[0, 1]$ duke përdorur qasjen e transformimit eksponencial, $x_i^* = 1 / (1 + \exp(-\tilde{x}_i))$. Pastaj, vlerat e standardizuara të përcaktuara të çdo indikatorit përdoren për të agreguar këtë tërësi informacioni në një tregues gjithëpërfshirës të vetëm, i cili transformohet në një barometër stabiliteti duke përdorur një qasje të mesatares së thjeshtë, ku $\tilde{x}_i^*$ është mesatarja e thjeshtë e transformuar eksponenciale e vlerave të normalizuara të çdo treguesi. Dhe vetëm pas këtij transformimi, treguesi i ri i vlerësuar, transformohet pastaj në një indeks duke përdorur formulën (4) si vijon:

$$FSI_t^* = \frac{\tilde{x}_{i,t}^*}{\tilde{x}_{i,t}^* \text{average}} * 100 \quad (4)$$

Kjo qasje përdoret për të vlerësuar gjendjen e stabilitetit për çdo vend të përdorur në analizën tonë empirike, ku sa më e lartë të jetë vlera e këtij treguesi sintetik, aq më e mirë do të jetë performanca në lidhje me stabilitetin, dhe anasjelltas.

Tabela 3.0.2 Informacioni i përdorur për të ndërtuar indeksin e stabilitetit bankar

	Kategoria	Treguesi	Simboli	Shenja
1.	Kapitali	Mjaftueshmëria e kapitalit	X ₁	+
		Aktivet totale të bankës	X ₂	+
2.	Cilësia e aktiveve	Kreditë me probleme / Kredi totale	X ₃	-
		Kreditë me probleme / Aktive totale	X ₄	-
3.	Menaxhimi	Shpenzimet e personelit ndaj shpenzimeve jo nga interesi	X ₅	-
		Shpenzimet jo nga interesi ndaj të ardhurave bruto	X ₆	-
4.	Përfitueshmëria	Kthimi mbi kapitalin	X ₇	+
		Kthimi nga Aktivët	X ₈	+
		Marzhi i interesit / Të ardhurat bruto	X ₉	+
5.	Likuiditeti	Aktive likuide / Aktive totale	X ₁₀	+
		Aktive likuide / Detyrime afatshkurtra	X ₁₁	+
6.	Ndjeshmëria ndaj rreziqeve të tregut	Pozicioni i hapur neto në monedhë të huaj/ Kapitali gjithsej	X ₁₂	-

Burimi: IFS, Bankat Qendrore Kombëtare.

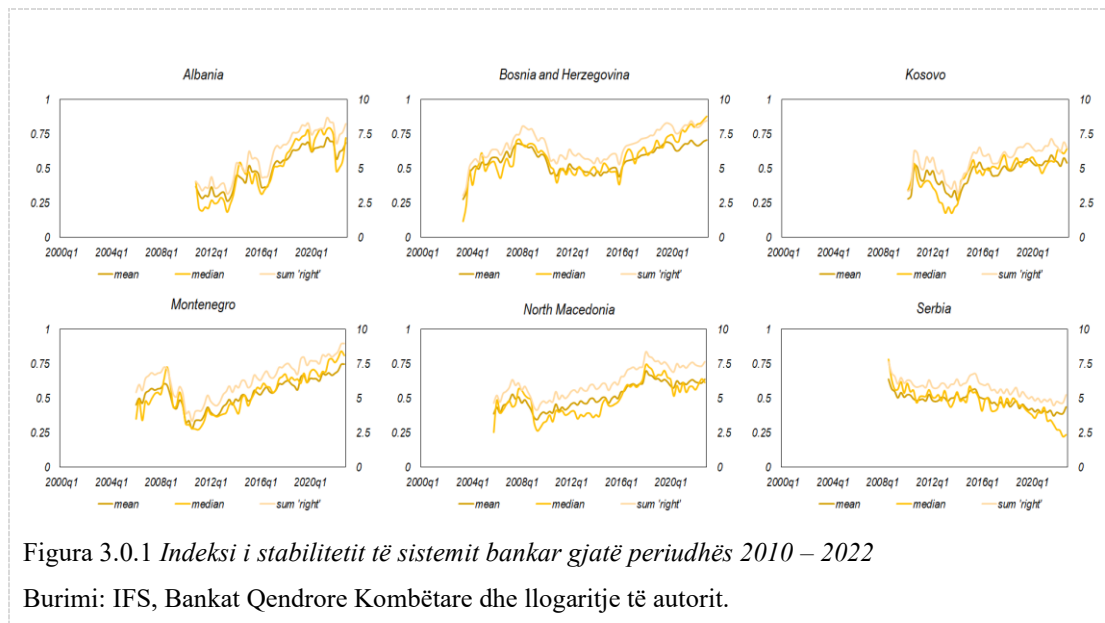
Kjo ofron disa përparësi. Së pari, çdo tregues pasqyron në mënyrë efektive strukturën financiare dhe rreziqet që has sektori në operacionet e përditshme. Vlen të përmendet veçanërisht përzgjedhja e variablave, e udhëhequr nga rekomandimet e BQE (2007), e cila ndryshon nga Shijaku (2014) dhe pasqyron me saktësi peizazhin financiar të vendeve të Ballkanit Perëndimor, ku ndërmjetësimi bankar ka një rëndësi më të madhe se financimi i tregut. Kjo e bën atë një indeks sintetik të përbërë konciz dhe të besueshëm.

Së dyti, metodologjia e vlerësimit mbështetet në një numër të menaxhueshëm treguesish përfaqësues, duke siguruar që Indeksi i Stabilitetit Financiar (FSI) të mbetet konciz dhe i besueshëm. Për më tepër, këta tregues bazohen në të dhënat e serive kohore, duke siguruar vazhdimësi dhe krahasueshmëri ndërmjet vendeve dhe periudhave kohore.

Së treti, treguesit e zgjedhur janë të matshëm, të qëndrueshëm dhe përfitojnë nga disponueshmëria dhe besueshmëria e të dhënave.

Së fundi, indeksi i stabilitetit nuk shndërrohet në një tregues binar të krizës. Ky vendim rrjedh nga dy arsye kryesore: së pari, vendet e Ballkanit Perëndimor nuk kanë përjetuar kriza të

rëndësishme financiare, bankare ose valutore gjatë periudhës së studimit, që e bën një qasje binare të papërshtatshme për vlerësimin e modelit. Së dyti, qasjet binare mbështeten në teknikat e pragut ose sistemet e paralajmërimit të hershëm, të cilat mund të prodhojnë sinjale false dhe janë të ndjeshme ndaj metodologjisë së përdorur për të përcaktuar nivelet e pragut.³⁰ FSI që rezultojnë për çdo vend është një masë relative, ku një rritje tregon rrezik më të ulët krahasuar me periudhat e tjera në atë dimension.



3.5.3 Modeli dhe skema e identifikimit

Vektorët Y , siç janë përshkruar në ekuacionin 1, përfshijnë në total 6 variabla për secilën nga ekonomitë e rajonit, të cilat përmbledhin dhe përshkruajnë variablat makroekonomikë, ato të shëndetit financiar dhe instrumentet e politikës monetare e asaj makroprudenciale. Kombinimi i variablave makro me ata financiarë në modelet VAR është një instrument standard për të vlerësuar dhe përshkruar ndërveprimin ekonomik të vërejtur në DGP (procesin e gjenerimit të të dhënave) dhe për të identifikuar efektin e goditjeve të politikës monetare mbi politikat e stabilitetit financiar dhe anasjelltas, si dhe efektin e të dyjave së bashku në ekonomi. Kapitulli përpaket t'i identifikojë këto goditje duke u bazuar në literaturën ekzistuese, sikurse Ciccarelli e Maddaloni (2013), identifikimi i goditjeve dhe ortogonalizimi i sistemit bazohet në dekompozimin Choleski të matricës së gabimeve, duke marrë parasysh renditjen specifike të variablave për të reflektuar radhën e efekteve në ekonomi.

³⁰ Termat origjinalë në literaturë janë: threshold models dhe early warning indicators.

Kjo renditje bazohet, së pari, në faktin se politikëbërësit vëzhgojnë zhvillimet aktuale të ekonomisë reale (si përafrimet indirekte të aktivitetit ekonomik), çmimet e konsumit dhe të prodhimit, situatën e tregjeve financiare dhe zhvillimet e kursit të këmbimit në momentin e vendimmarrjes për normën e interesit dhe politikën makroprudenciale. Rrjedhimisht, është e natyrshme të supozohet se këta variabla nuk reagojnë ndaj një goditjeje të politikës monetare në të njëjtën periudhë. Por, siç pranohet gjerësisht veprojnë me vonesë kohore ndaj ndryshimit të politikës monetare. Si rrjedhim, norma e politikës renditet pas variablave makroekonomikë.

Si përfundim, skema e identifikimit Choleski, e cila është përcaktuar në renditjen e variablave në matricën u_i , përfshin renditjen në vijim: në vend të parë renditet PBB, në vend të dytë inflacioni, në vend të tretë norma bazë e politikës monetare, në vend të katërt kursi i këmbimit, i cili vendoset pas normës bazë për shkak se bankat qendrore të Shqipërisë dhe Serbisë nuk përgjigjen ndaj ndryshimeve në kursin e këmbimit përmes normës së interesit, por përmes ndërhyrjeve në tregun e këmbimit valutor, në vend të pestë shëndeti financiar. Në fund, renditet treguesi i politikës makroprudenciale. Rëndësia e kursit të këmbimit në vendin e katërt, mund të mos përputhet plotësisht në rastin e Maqedonisë së Veriut, e cila ka kursin e këmbimit si një objektiv të ndërmjetëm të politikës monetare. Megjithatë, në këtë studim, duke qenë pjesë e panelit, kemi ruajtur të njëjtin specifikim edhe në rastin e Maqedonisë. Fakti që politikëbërësit i konsiderojnë zhvillimet e tregut të këmbimit valutor si të rëndësishme për shëndetin e sistemit bankar dhe vendimmarrjen e politikave makroprudenciale, është një arsye e plotë dhe e mjaftueshme për të justifikuar vendimmarrjen dhe mënyrën e renditjes së variablave edhe në rastin e Maqedonisë së Veriut.

Rëndësia në fund e politikës makroprudenciale justifikohet me faktin se stabiliteti financiar është tradicionalisht një objektiv dytësor i bankës qendrore, madje edhe në rastin kur nuk ka politikë monetare dhe ai është objektiv parësor sikurse është rasti i Kosovës apo i Malit të Zi. Edhe në këtë rast, aktiviteti ekonomik dhe kërkesa agregate janë përcaktues të rëndësishëm si të aktivitetit ekonomik, ashtu edhe të shëndetit bankar e të sistemit financiar, rrjedhimisht aktiviteti ekonomik dhe çmimet, kërkesa dhe oferta agregate dhe qëndrimi ndaj tyre janë pjesë e rëndësishme e vendimmarrjes së bankës qendrore. Rrjedhimisht dhe instrumentet indirekte për kontrollin e këtyre mund të renditen para politikës makroprudenciale. Kjo ka kuptim për faktin se në rastin e vendeve me politikë të varur monetare, variabli i përafruar për politikën monetare, si p.sh. norma EONIA, ndryshon në mënyrë të pavarur dhe para politikës makroprudenciale të Bankës Qendrore.

Në përgjithësi, renditja unike e variablave, veçanërisht e variablave të politikës monetare dhe kursit të këmbimit, është e vështirë për një bashkësi të vogël, por kaq të ndryshme, siç janë vendet e WB6. Kjo për shkak të natyrës dhe karakterit të regjimeve monetare të adoptuara nga

këto ekonomi. Prandaj, për të bërë një vlerësim më të saktë të hipotezës dhe për të provuar fortësinë e rezultateve, është bërë ndarja e vendeve në dy grupe, sikurse shpjegohet në vijim.

Nisur nga fakti që ekonomitë nuk janë të integruara, ka kuptim të supozohet se korrelacioni mes vendeve është i ulët ose zero si midis vendeve, ashtu edhe midis dy grupeve me kurs fiks ose të njëanshëm, apo me kurs të lirë ose të menaxhuar, sikurse në rastin e CMP (2013). Në këtë mënyrë, modeli nuk ka në fokus lidhjet dhe transmetimin e goditjeve midis vendeve, por krahasimin e efektit dhe transmetimit të së njëjtës goditje në secilën ekonomi. Rrjedhimisht, ne vlerësojmë ekuacionin (5) në vijim:

$$Y_{it} = A_i + B_i(L)Y_{it} + \Omega_i \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Ku, Y_{it} është një vektor variablash endogjenë që përmban prodhimin, çmimet, instrumentin e politikës monetare, kursin e këmbimit, indeksin e shëndetit bankar dhe instrumentin e politikës makroprudenciale.

A_i është një vektor me efekte fikse; $B_i(L)$ është një matricë polinomiale e pjerrësive në operatorin e vonesave kohore L ; Ω_i është matrica e ndikimeve të njëkohshme e goditjeve strukturore të pakorreluar ε_{it} që kanë mesatare zero dhe matricë njësi të variancë-kovariancës.

Në vijim, diskutojmë dhe përshkruajmë të dhënat e përdorura në analizën PVAR, skemën e identifikimit dhe çështje që lidhen me vlerësimin e modelit.

3.5.4 Rezultatet e analizës empirike

Ky seksion paraqet rezultatet kryesore të vlerësimit empirik sipas metodologjisë së përshkruar në seksionin 5. Rezultatet ofrojnë njohuri të rëndësishme në lidhje me dinamikën dhe qëndrueshmërinë në seritë kohore ekonomike. Ne përputhje me standardet më të mira të analizës empirike, ushtrimi është paraprirë nga analiza e serive kohore mbi vetitë e stacionaritetit duke përdorur testet diagnostike të analizës sipas metodës të testit të “Rrënjës së Njesisë”. Siç është shpjeguar edhe në kapitujt e mëparshëm, seritë e përdorura në analizën VAR duhet të jenë stacionare për të arritur vlerësim kuptimplotë të modelit dhe interpretimin e saktë të rezultateve empirike. Testimi i hipotezës së stacionaritetit është bazuar në testet specifike që aplikohen për të dhënat në panel, midis të cilëve përmendim Levin, Lin & Chu, Breitung, Im,

Pesaran dhe Shin, ADF dhe PP, kombinimi i rezultateve të të cilëve na ndihmon të dallojmë midis serive që rezultojnë stacionare dhe atyre që kanë një rrënjë njësi, si dhe ato për të cilat testet nuk janë mjaftueshëm informuese për të siguruar nëse janë stacionare apo të integruara të ndonjë rendi.

Ky grup rezultatesh prezantohet në Tabelën 2 në Shtojcë. Nga analizimi i tyre, mbështetur në vlerën kritike për rëndësinë statistikore të testeve, rezultatet e testeve nuk e hedhin poshtë hipotezën zero mbi jostacionaritetin. Seritë rezultojnë të integruara të rendit të parë pra $I(1)$. Ky tipar rezulton i vërtetë për të gjithë variablat sipas të dy testeve, me përjashtim të treguesit të çmimeve, të cilët rezultojnë stacionarë. Testet e stacionaritetit mbi diferencën e parë rezultojnë $I(0)$ për të gjithë variablat. Rrjedhimisht, treguesit e tjerë përveç atij të inflacionit janë përfshirë në vlerësim në diferencën e tyre të parë. Kjo do të thotë se regresioni ynë PVAR është vlerësuar në diferencë të parë.

Këtyre rezultateve i bashkëlidhet edhe tërësia e gjetjeve të tjera të lidhura ngushtë me kriteret për zbatimin e saktë të metodës empirike, të tilla si përzgjedhja e numrit të vonesave kohore (p) të modelit VAR, pasi të gjitha konkluzionet në këtë model varen nga specifikimi i saktë i modelit. Kjo analizë bazohet në rezultatet e vlerësimit sipas testit statistikor që lidhet me kriteret e informacionit, sugjerojnë një numër vonesash kohore të gjatë rreth dy vjet (8 tremujorë). Ndërkohë që “Schwarz-it” dhe HQ sugjerojnë një numër më të vogël vonesash, 1-4 tremujorë. Rezultatet e kësaj analize pasqyrohen në Tabelën 3 në Shtojcë. Të dhënat sipas kriterit të informacionit të “Schwarz-it” dhe HQ që sugjerojnë një model me respektivisht një (1) dhe katër vonesa kohore, nuk mbështeten si përzgjedhje nga rezultatet e përfuara në vijim të zbatimit të testeve të tjera diagnostike. Prandaj, duke e përshtatur modelin vlerësues me informacionin e dhënë nga testet diagnostike, përfshirë testin LM të korrelacionit Serial të VAR, normalitetit dhe stabilitetit dhe stacionaritetit të mbetjeve (gabimit), është vendosur që numri i vonesave kohore për vlerësimin e modelit të optimizohet në 8 vonesa kohore. Ky nivel i vonesave kohore rezulton se përputhet mjaft mirë me kushtin e modelit PVAR në lidhje me eliminimin e korrelimit, normalitetin dhe qëndrueshmërinë e mbetjeve. Rezultatet e këtyre testeve raportohen në figurën [1] deri në [4] dhe tregojnë se asnjë rrënjë nuk shtrihet jashtë rrethit njësi në këtë strukturë vonese.

Më pas, bëhet vlerësimi i modelit PVAR sipas specifikimit të ekuacionit (5) më lart. Siç është traditë në metodologjinë VAR, interpretimi i rezultateve bazohet në analizën e funksioneve të përgjigjes së impulsit (IRF)-ve, të cilat paraqiten në Figurën 1A në Shtojcë. Identifikimi është bazuar në dekompozimin Cholesky, nisur nga supozimi se nuk ka ndërveprim dinamik ndërmjet vendeve në panel sikurse sugjeron CMP (2011). Në lidhje me leximin e rezultateve, theksojmë se figura në blu të çelur paraqet madhësinë e reagimit të akumuluar në kohë të variablit të

interesit në përgjigje të një goditjeje prej 1 devijimi standard në variablat e modelit. Pjesa e hijëzuar me gri në të dy anët e funksionit të reagimit paraqet intervalin e besimit në nivelin 95%. Siç raportohet në boshtin horizontal, IRF-të paraqesin sjelljen e variablave për 10 periudha (tremujorë). Madhësia e reagimit mund të lexohet në boshtin vertikal të secilit grafik. Fillimisht, në Figurën 2 paraqiten rezultatet e vlerësimit të modelit PVAR për të gjashta vendet. Interpretimi i grafikëve na tregon një panoramë shumë informuese si për kahun e reagimit të secilit tregues, ashtu edhe për magnitudën dhe rëndësinë e këtij reagimi. Në përgjithësi, vërehet se rezultatet janë në përputhje me pritshmëritë e përgjithshme sipas teorisë ekonomike. Përgjithësisht vërejmë që çmimet dhe PBB-ja reagojnë në mënyrën e pritur nga politika monetare, dhe gjithashtu kjo e fundit i përgjigjet zhvillimeve në ekonominë reale sipas pritshmërive³¹. Treguesit e shëndetit financiar dhe politika makroprudenciale kanë sjelljen e pritshme, pavarësisht se rezultatet shfaqen statistikisht të parëndësishme. Kjo është deri diku e pranueshme sepse siç është theksuar edhe nga vetë bankat qendrore, politika makroprudenciale gjatë periudhës së marrë në shqyrtim është përdorur gjithashtu si një instrument për të adresuar jo vetëm problematikat e stabilitetit financiar, por edhe shqetësimet e ekonomisë reale të shkaktuara nga mosfunksionimi i mekanizmit të transmetimit të politikës monetare, si dhe goditjet e shkaktuara nga kriza e borxhit evropian dhe pasojat e saj në rajon, pandemia, lufta në Ukrainë etj. Gjithashtu, vërejmë se politikat monetare e makroprudenciale nuk fokusohen tek miradministrimi i kursit të këmbimit ashtu siç edhe përcaktohet nga vetë bankat qendrore. Kjo duket në faktin se reagimi i kursit ndaj të dyjave është statistikisht i parëndësishëm. Me këtë konkluzion për vlefshmërinë e modelit, jemi të lirë të fokusohemi te diskutimi i hipotezës kryesore të studimit që është ndërveprimi midis dy politikave.

Le të fokusohemi në fillim te reagimi i politikës monetare ndaj një goditjeje në politikën makroprudenciale. IRF-ja tregon se një goditje pozitive e PMP-së që nënkupton shtrëngim të politikës makroprudenciale të bankës qendrore, do të shkaktonte gjithashtu një shtrëngim të politikës monetare. Politika monetare reagon në të njëjtin kah me politikën makroprudenciale, për të zbutur efektin e politikës makroprudenciale në ndërmjetësimin financiar. Intuita pas këtij konkluzioni mund të shpjegohet me faktin se shtrëngimi i politikës makroprudenciale ndikon ofertën, duke e reduktuar atë; ndërkohë që shtrëngimi i politikës monetare ndikon kërkesën e kredisë në të njëjtën mënyrë. Kjo bën që kushtet e kredisë (çmimi i kredisë) të mos ndryshojnë. Anasjelltas, për të njëjtën goditje pozitive në politikën monetare, pra shtrëngim, sjell një reagim pozitiv të PMP-së. Kjo nënkupton se banka qendrore rrit prudencën në tregun financiar në përgjigje të një shtrëngimi të politikës monetare. Ky zhvillim duket konsistent me historinë e

³¹ Lexuesi duhet të mbajë parasysh që norma e interesit është shprehur në terma realë, rrjedhimisht në periudhën e parë mbart efektin e inflacionit dhe më pas reflekton sjelljen shtrënguese të politikës monetare në përgjigje të kësaj goditjeje inflacioniste.

treguar nga IRF-të. Fillimisht, vërejmë se politika makroprudenciale shkakton një ulje të inflacionit që do të thotë se shtrëngimi i saj bëhet në mbështetje të objektivit të politikës monetare. Me fjalë të tjera, politika makroprudenciale bëhet bashkëplotësuese e politikës monetare, gjë që konfirmon edhe komentit e bërë më lart mbi përdorimin e politikës makroprudenciale në funksion të ekonomisë reale.

Megjithatë, duke u mbështetur në magnitudën e reagimit, vërehet se reagimi më i fortë përçohet në rastin e PM-së si përgjigje ndaj goditjeve që merr PMP-ja, sesa anasjelltas. Në rastin e parë, rezultatet tregojnë se efekti i goditjeve që prekin PMP-në materializohet në rreth 0.194 pp dhe shtrihet në një horizont prej rreth 7 periudhash. Në rastin tjetër, përçimi i efekteve si pasojë e goditjeve që prekin PM-në nuk e kalon reagimin prej 0.07 pp të PMP-së deri në fund të periudhës së 10. Kjo nënkupton se reagimi i politikës monetare shtrënguese ndaj goditjeve të politikës makroprudenciale (PMP) të bankës qendrore është relativisht më i shpejtë dhe pothuajse dyfish më i madh sesa reagimi i PMP-së ndaj goditjeve që merr PM. Në të dyja rastet, reagimi është pozitiv dhe vetëm reagimi i PM ndaj PMP-së rezulton qartësisht se është i rëndësishëm nga pikëpamja statistikore. Në përfundim, rezultatet tregojnë se persistenca e reagimit ndaj goditjeve, si në rastin e PM-së dhe asaj të PMP-së, mbetet relativisht e ulët. Kjo nënkupton se vijimësia që përcakton dinamikat për secilën politikë është më tepër funksion i zhvillimeve të momentit të lidhur me faktorët e tjerë, sesa me episodet e kaluara të lidhura me sjelljen në vetvete ose atë autoregresive.

Rezultatet e tjera të gjetura tregojnë se aktiviteti ekonomik (PBB-së) dhe presionet inflacioniste (CMIME) reagojnë në kahe të ndryshme ndaj goditjeve të politikës makroprudenciale të bankës qendrore dhe politikës monetare shtrënguese. Në rastin e PBB-së, reagimi i saj është pozitiv pavarësisht nëse vjen si rezultat i goditjeve të politikës makroprudenciale apo asaj të politikës monetare. Reagimi ndaj goditjeve të lidhura me politikën makroprudenciale vërehet se është statistikisht i rëndësishëm, ndryshe nga rasti tjetër ku intervalet e besimit presin boshtin horizontal. Megjithatë, në të dyja rastet, magnituda e reagimit është përafërsisht e njëjtë. Fillimisht nuk reagon dhe më pas përçimi i goditjeve merr vlera më të mëdha pas periudhës së parë duke u materializuar rreth 0.1 pp (ose 10%) pas 10 periudhash. Në rastin tjetër, reagimi i çmimeve (pra CMIMI) është negativ pavarësisht origjinës së goditjes. Kjo nënkupton se presionet inflacioniste zbuten në vijim të politikës makroprudenciale apo asaj shtrënguese. Gjithsesi, nisur nga magnituda e reagimit, ashtu si në rastin e PBB-së, ky reagim është mjaft i ulët në fillim dhe merr vlerë pas periudhës së parë dhe që në të dyja rastet, përfshirë edhe atë të PBB-së, lidhet me karakteristikat e treguesve makroekonomikë (të ngadaltë). Rezultatet dëshmojnë gjithashtu se edhe në rastin e nivelit të çmimeve, reagimi i tyre është relativisht më domethënës dhe statistikisht më i rëndësishëm ndaj goditjeve që merr politika

makroprudenciale e bankës qendrore. Ky konkluzion e mbështet faktin që politika PMP shkon në mbështetje të politikës monetare.

Në fund, rezultatet dëshmojnë se stabiliteti bankar (BSI) reagon relativisht pak ndaj goditjeve pozitive të PMP-së dhe/ose PM-së, dhe ndonëse ky efekt vjen duke u rritur në periudhat në vijim drejt një prirjeje reaguese me magnitudë pozitive, mbetet gjatë gjithë kohës statistikisht i parëndësishëm. Ngjashëm edhe dinamika e kursit të këmbimit nuk reagon në mënyrë të rëndësishme ndaj goditjeve të mundshme që prekin dinamikën e PM-së dhe PMP-së. Në secilin rast, magnituda e reagimit është relativisht e ulët dhe boshti horizontal i X-ve bie brenda intervaleve të besimit. Kjo nënkupton se politika makroprudenciale dhe ajo monetare nuk ndikojnë kursin e këmbimit në rastin e vendeve të Ballkanit Perëndimor.

Variabli binar i përdorur për të vlerësuar heterogjenitetin ndërmjet dy grupeve të ekonomive, me dhe pa politikë monetare të pavarur, nuk jep shumë informacion mbi heterogjenitetin ndërmjet tyre. Megjithatë, për të hulumtuar më tej këtë hipotezë, ne kemi vlerësuar të njëjtin model për secilin grup më vete.

Rezultatet kryesore sikurse më lart, janë paraqitur dhe diskutuar me anë të IRF-ve, duke i krahasuar ato për secilin grup. Hipoteza bazë mbi heterogjenitetin bazohet në supozimin se ekzistenca e një politike monetare të pavarur e ndryshon ndërveprimin e saj me politiken makroprudenciale. Rrjedhimisht, paneli i mëparshëm është ndarë dy nënpanele me nga tre vende secili. Për pasojë, edhe numri i vëzhgimeve rezulton më i vogël. Nëngrupi i parë përfshin të dhënat që lidhen me ekonomitë e vendeve me politikë monetare të pavarur, konkretisht Shqipëria, Serbia dhe Maqedonia e Veriut. Ky kampion identifikohet si rasti “me PM” ose “të pavarur”. Në grupin e dytë përfshihen të dhënat që lidhen me Bosnje-Hercegovinën, Malin e Zi dhe Kosovën. Ky grupim identifikohet si rasti “pa PM” ose “pa pavarësi”. Në të dyja rastet, të dhënat dhe seritë kohore të përdorura u analizuan sipas kritereve të përmendura më lart dhe në vijim është harmonizuar edhe përshtatja e tyre në model sipas asaj të paraqitur në ekuacionin 5. Këto rezultate përfshijnë analizën e “testit të rrënjës njësi” dhe testeve të tjera diagnostike, të cilat dëshmojnë se karakteristikat e treguesve të përdorur janë relativisht të njëjtë. Për pasojë edhe transformimi i tyre dhe përfshirja në ekuacionin vlerësues në model apo elemente të tjera të mos ndryshojnë nga përjasja e ndjekur në modelin (kampionin) bazë. Kjo nënkupton se edhe në rastin e secilit nënkampion PVAR është vlerësuar në nivel për të njëjtin horizont kohor T1 2010 – T4 2022.

Rezultatet e IRF-ve për secilin rast paraqiten në Figurat 2 dhe 3 më poshtë. Ashtu si më parë, gjetjet e secilit kampion (apo nënkampion) analizohen përmes të njëjtit skenar sikurse në panelin origjinal.

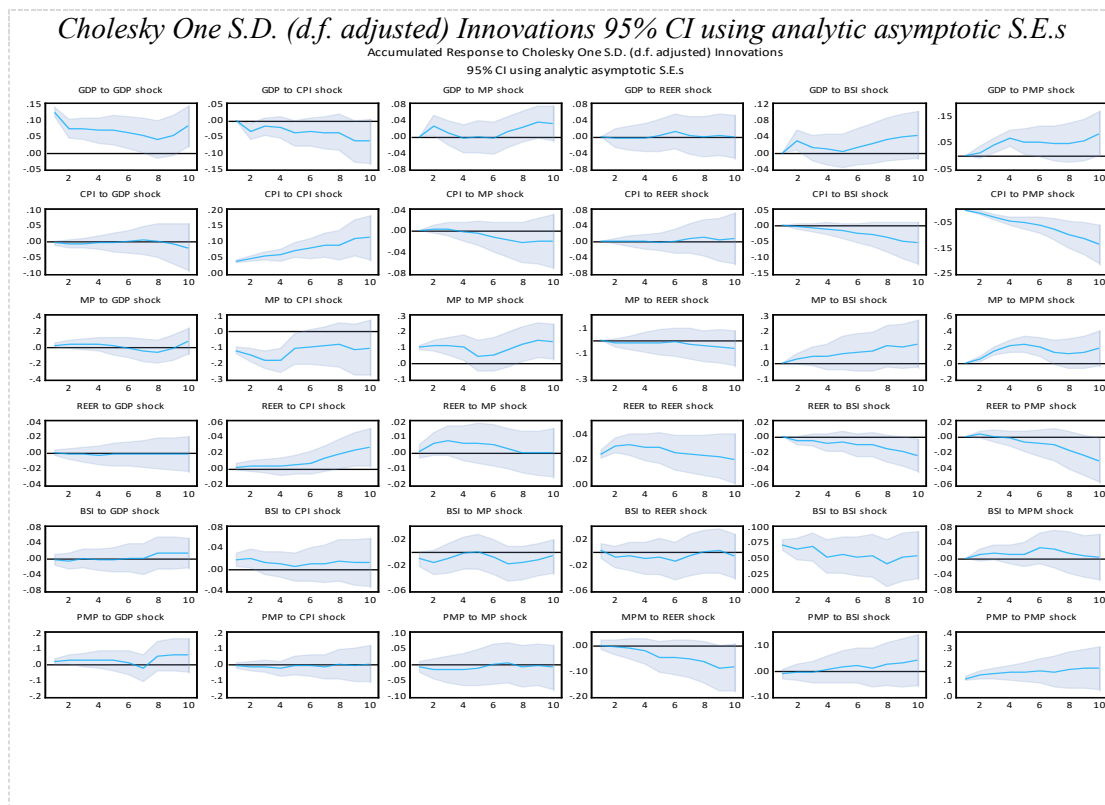


Figura 3.0.2 Përgjigjja e akumuluar në rastin e vendeve me politikë monetare të pavarur (Shqipëria, Maqedonia e Veriut dhe Serbia).

Burimi: Llogaritje të autorit.

Në përgjithësi, mund të konkludohet se reagimet e variablave mbeten të njëjta me ato të vërejtura në vlerësimin fillestar. Të dy modelet e vlerësuara paraqesin një sjellje të arsyeshme dhe në përputhje me pritjet teorike në përgjithësi. Reagimet mbeten të ngjashme, por me disa ndryshime të cilat duket se lidhen në mënyrë të pashmangshme me regjimin monetar dhe objektivat e instrumentet e ndryshme të zbatimit të politikave ekonomike e financiare të lidhura me bankën qendrore. Konkretisht, vërehet se reagimi i PBB-së ndaj goditjeve të politikës monetare është më i ngadaltë dhe më pak i theksuar në vendet që përdorin bord monedhe ose euroizim të njëanshëm. Ky reagim i ngadaltë mund t'i atribuohet kufizimeve që rrjedhin nga këto regjime fikse të kursit të këmbimit, të cilat kufizojnë fleksibilitetin e politikës monetare. Në sisteme të tilla, aftësia e bankës qendrore për të rregulluar në mënyrë të pavarur normat e interesit dhe për të zbatuar masat e politikës monetare është e kufizuar, për rrjedhojë mekanizmi i transmetimit të politikës monetare në ekonominë reale është më i ngadaltë, duke sjellë një ndikim të vonuar dhe të ulët në PBB. Pra, mungesa e pavarësisë në politikën monetare ngadalëson aftësinë e bankës qendrore për t'iu përgjigjur luhatjeve ekonomike, duke rezultuar në

një ndikim më pak të menjëhershëm dhe më të fuqishëm në dinamikën e PBB-së krahasuar me vendet me pavarësi të politikës monetare.

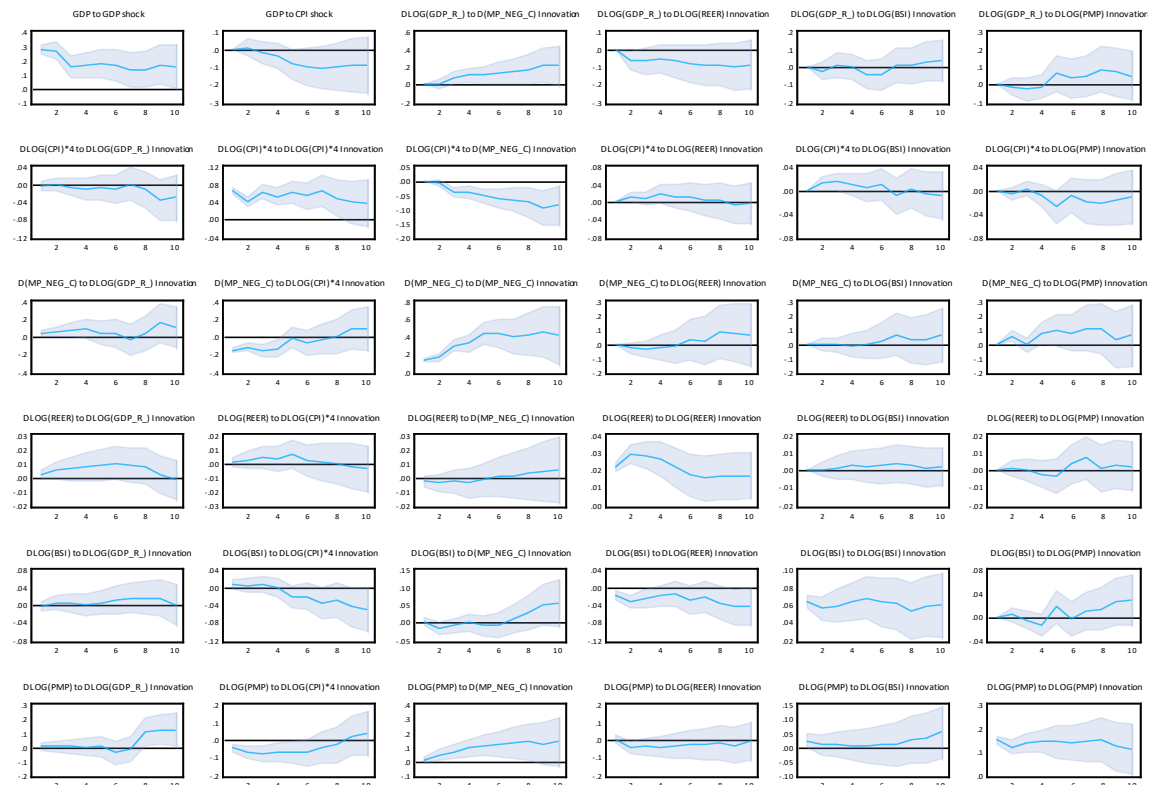


Figura 3.3 Përgjigjja e akumuluar në rastin e vendeve pa politikë monetare (Bosnje-Hercegovina, Kosova dhe Mali i Zi)

Burimi: Llogaritje të autorit.

Diferencat ndërmjet dy grup-vendeve theksohen më shumë në rastin e inflacionit. Lidhur me grupin e dytë që nuk ka politikë monetare të pavarur, vërehet se çmimet, ashtu siç pritet, shfaqin një reagim negativ ndaj shtrëngimit të politikës monetare, pra ndaj rritjes së normës bazë në Eurozonë. Ndërkohë që për vendet e grupit të parë dokumentohet një rënie e lehtë në inflacion, por që nuk rezulton statistikisht e rëndësishme. Ky është një rezultat i ngjashëm me *"the price puzzle"* tradicional të modeleve VAR. Megjithatë, është shumë interesant që shtrëngimi i politikës makroprudenciale shkakton një rënie të inflacionit në këto vende (me politikë monetare të pavarura), gjë që nuk vërehet në ekonomitë e grupit të dytë, pasi përgjigjja e çmimeve ndaj shtrëngimit të politikës makroprudenciale rezulton e parëndësishme statistikisht. I njëjti konkluzion vërehet edhe lidhur me përgjigjen e PBB-së ndaj shtrëngimit të politikës makroprudenciale. Kjo e fundit duket se shkakton një efekt pozitiv në rritjen e PBB-së pas 4 tremujorëve në vendet e grupit të parë.

Kursi i këmbimit në vendet e grupit të parë (në kushtet e një politike të pavarur) zhvlerësohet nga një goditje pozitive në inflacion, ndërkohë që shtrëngimi i politikës monetare shkakton një forcim të monedhës vendase. Është mjaft interesante të vërehet se përmirësimi i treguesit të shëndetit bankar dhe shtrëngimi i politikës makroprudenciale shoqërohet gjithashtu me forcimin e monedhës vendase. Të dyja goditjet më sipër shoqërohen me vlerësim të kursit të këmbimit; megjithatë, ky efekt bëhet statistikisht i rëndësishëm pas një periudhe relativisht të gjatë, prej rreth 8 tremujorësh. Në vendet e grupit të dytë, ky efekt nuk vërehet, pasi kursi i këmbimit nuk reagon ndaj asnjërës prej politikave.

Ashtu si variablat e tjerë, edhe treguesi i shëndetit bankar tregon sjellje të ndryshme në të dy grupet e ekonomive të marra në shqyrtim. Vërehet se BSI reagon pozitivisht ndaj një goditjeje në inflacion në vendet e grupit të parë, ndërkohë që evidentohet një përkeqësim i shëndetit bankar ndaj zhvlerësimit në vendet e grupit që nuk ka politikë monetare të pavarur. Pavarësisht nga këto ndryshime, BSI reagon njësoj ndaj shtrëngimit të politikës monetare në të dy grupet, duke u përkeqësuar në periudhën pas goditjes. Megjithatë, ky reagim është i vogël dhe pothuajse statistikisht i rëndësishëm.

Së fundi, në raport me politikat që janë edhe fokusi i studimit, vërehet se politika monetare reagon ndaj inflacionit në të dy grupet. Megjithatë, kjo përgjigje merr kuptim vetëm në vendet e grupit të parë që kanë politikë monetare të pavarur, në të cilat norma bazë reagon në kahun e duhur si ndaj goditjeve pozitive në kërkesën agregate (PBB), ashtu edhe në çmime. Megjithatë, reagimi vjen pas një periudhe relativisht të gjatë që reflektohet në trendin rritës të normës së interesit, që është në përputhje me një politikë monetare shtrënguese pas 4 tremujorësh. Për lexuesin, nuk duhet harruar se rënia e treguesit të politikës monetare në periudhën e parë pas rritjes së inflacionit reflekton faktin se ushtrimi empirik përfshin normën reale të interesit. Gjithashtu, përmirësimi i treguesit të shëndetit bankar sjell lehtësimin e politikës monetare. Ky është një rezultat interesant, por gjithsesi nuk rezulton statistikisht i rëndësishëm. Më e rëndësishmja është rezultati që tregon se në vendet me politikë monetare të pavarur, ajo (politika monetare) reagon pozitivisht ndaj një shtrëngimi të politikës makroprudenciale. Shtrëngimi i politikës monetare në përgjigje të shtrëngimit të politikës makroprudenciale është dëshmi e koordinimit të politikave në ekonomitë e grupit të parë. Reagimi i politikës monetare në vendet e grupit të dytë është pothuajse inekzistent (është më i vogël dhe shumë afatshkurtër, zgjat vetëm një tremujor). Ky është një

rezultat i natyrshëm pasi politika monetare e këtyre vendeve përcaktohet në Eurozonë, ndërsa roli i instrumenteve direkte të kontrollit monetar mbetet i kufizuar.

Në lidhje me politikën makroprudenciale, kjo ka një sjellje të kundërt nga politika monetare. Rezultatet tregojnë se në vendet e grupit të dytë, pra në kushte të mungesës së një politike monetare të pavarur, politika makroprudenciale është shumë e ndjeshme dhe reagon ndaj zhvillimeve në aktivitetin ekonomik dhe në çmime. Një goditje pozitive në PBB shkakton shtrëngimin e politikës makroprudenciale pas një periudhe 2-vjeçare. Nga ana tjetër, inflacioni shoqërohet me një lehtësim të politikës makroprudenciale, sikurse ndodh në rastin e zhvlerësimit të kursit të këmbimit (megjithëse në një masë më të vogël dhe të kufizuar në kohë). Këto reagime mund të shpjegohen me goditjet negative që vijnë nga krahu i ofertës dhe nevojën për t'i akomoduar ato në mungesë të politikës monetare të pavarur. Reagimi i rritur i politikës makroprudenciale ndaj PBB-së dhe inflacionit në vendet me borde valutore dhe euroizim të njëanshëm mund të shpjegohet nga mundësitë e tyre të kufizuara për të administruar ekonominë përmes politikës monetare. Të përballura me kufizime në politikën monetare, këto vende e kanë të nevojshme një mbështetje më të theksuar në masat makroprudenciale për të menaxhuar stabilitetin financiar dhe ekonominë reale. Gjithashtu, ekonomitë me bord valutor ose euroizim të njëanshëm shpesh mbështeten dhe janë mjaft të ekspozuara nga goditjet në sektorin e jashtëm të ekonomisë, përveçse politikës monetare të vendeve të tjera. Euroizimi i njëanshëm bën që kursi i këmbimit të mos e kryejë rolin e amortizuesit në raport me çmimet dhe kostot e brendshme. Si rezultat, politikat makroprudenciale mund të kenë nevojë të jenë më reaktive ndaj goditjeve të jashtme, përfshirë ato që rrjedhin nga ndryshimet në politikat monetare të vendeve të tjera.

Megjithatë, rezultati më i rëndësishëm për vendet e grupit të dytë është fakti se politika makroprudenciale reagon fuqishëm ndaj goditjeve në politikën monetare. Konkretisht, shtrëngimi i politikës monetare shoqërohet (koordinohet) me shtrëngimin e politikës makroprudenciale. Ky fenomen nuk vërehet në vendet me politikë monetare të pavarur. Reagimi më i fortë i politikës makroprudenciale ndaj goditjeve të politikës monetare në ekonomitë pa pavarësi të politikës monetare mund t'u atribuohet disa faktorëve. Në këto ekonomi, bankat qendrore kanë më pak mjete për të ndikuar drejtpërdrejt në ekonomi nëpërmjet normave të interesit ose rregullimeve të ofertës monetare. Në vend

të kësaj, masat makroprudenciale bëhen vendimtare për menaxhimin e stabilitetit financiar dhe adresimin e rreziqeve sistematike.

Ndërlidhja e politikave në ekonomi të tilla do të thotë që politika makroprudenciale është e ndërthurur ngushtë me masa të tjera ekonomike, duke përfshirë politikat fiskale dhe marrëveshjet valutore. Prandaj, kur ndodhin goditje të politikës monetare, masat makroprudenciale mund të kenë nevojë të përgjigjen më me forcë për të kundërshtuar çdo efekt negativ në stabilitetin financiar. Kjo mund të shpjegohet nga një sërë faktorësh, duke përfshirë ndikimin e përcaktuesve të tjerë përtej instrumenteve të PMP-së mbi stabilitetin bankar, të tillë si shëndeti i përgjithshëm i ekonomisë, goditjet e jashtme, reagimi i kursit të këmbimit, kolineariteti i goditjeve në sektorin real dhe shëndeti bankar si: kriza e borxhit sovran në Eurozonë, pandemia dhe lufta Ukrainë-Rusi, si dhe fakti se politikat makroprudenciale janë përdorur edhe në funksion të arritjes së objektivit primar të bankës, atë të stabilitetit të çmimeve. Të gjitha këto mund të zbehin ndikimin e drejtpërdrejtë të politikave monetare dhe makroprudenciale në stabilitetin bankar.

Në lidhje me treguesit tonë të interesit, PMP dhe PM, rezulton se lidhja midis tyre është e njëjtë sikurse edhe në panelin origjinal, pra pozitive. Kjo nënkupton se goditja që merr njëri tregues shoqërohet me një reagim pozitiv të treguesit tjetër. Megjithatë, rezultatet tregojnë se magnituda e këtij reagimi është e ndryshme në varësi të kampionit. Në njërën anë, për çdo goditje që merr PMP-ja, PM reagon relativisht në një masë më të madhe në rastin e vendeve me politikë monetare të pavarur. Ky reagim rezulton se është gjithashtu i rëndësishëm nga pikëpamja statistikore, të paktën deri në 6 periudha pas goditjes. Në anën tjetër, rezulton se PMP-ja reagon më fort dhe në mënyrë më të rëndësishme ndaj goditjeve pozitive që merr PM në rastin e vendeve pa një politikë të pavarur, rezultate këto në përputhje me pritshmëritë.

Rezultatet e tjera kryesore tregojnë se kahu i reagimit të PBB-së ndaj goditjeve të lidhura me PMP-në është pozitiv. Megjithatë, magnituda e këtij reagimi rezulton më e fortë dhe e rëndësishme në rastin e vendeve me PM të pavarur. Edhe reagimi ndaj goditjeve të lidhura me PM-në rezultojnë se përçohen më shpejt, në masë më të madhe dhe të rëndësishme në rastin e këtyre vendeve. Nga ana tjetër, lidhja midis goditjeve që merr PM-ja dhe PMP-ja dhe reagimit të nivelit të çmimeve (CMIMI) ndaj këtyre goditjeve rezulton ashtu si më parë e tërthortë në secilin rast. Megjithatë, efekti është

më domethënës sërish në rastin e vendeve me PM të pavarur. Edhe rëndësia statistikore mbetet më e lartë në këtë rast. Në fund, rezultatet e tjera të mbetura tregojnë se BSI dhe EX, si tregues të stabilitetit bankar dhe çmimit të monedhës vendase ndaj asaj të huaj, nuk reagojnë në mënyrë të rëndësishme ndaj goditjeve të lidhura me PM-në dhe PMP-në. Edhe madhësia e reagimit të tyre në secilin rast nuk rezulton relativisht e lartë, duke konfirmuar në këtë mënyrë faktin se dinamika e tyre është pasojë e faktorëve të tjerë përcaktues.

3.6 Konkluzione dhe komente përmbyllëse

Ky kapitull ka për qëllim të studiojë nëse ndryshimi i regjimit monetar sjell një ndryshim në koordinimin e politikave makroprudenciale me ato monetare. Hipoteza kryesore e studimit është se ndryshimi i sistemit monetar shkakton heterogjenitet në përgjigjen e ekonomive dhe në zbatimin e politikave monetare dhe atyre makroprudenciale.

Për të testuar këtë hipotezë dhe për t'i dhënë përgjigje pyetjes themelore, studimi bazohet në përvojën e vendeve të WB6, të cilat paraqesin një mjedis shumë të mirë për të testuar hipotezën e studimit. Ato janë 6 ekonomi në zhvillim me një stad të ngjashëm zhvillimi ekonomik dhe institucional që ndajnë partnerë ekonomikë të njëjtë, siç është BE-ja. Të gjitha ekonomitë janë në procesin e anëtarësimit në BE dhe kjo i ndikon fuqishëm zhvillimet e tyre institucionale, ekonomike dhe financiare. Pavarësisht këtyre ngjashmërive, ekonomitë e rajonit kanë dy karakteristika të veçanta:

Së pari, ndahen në dy grupe kryesore: ato që kanë monedhën e tyre dhe ushtrojnë një politikë monetare të pavarur dhe grupi i ekonomive që nuk kanë politikë monetare pasi kanë adoptuar në mënyrë të njëanshme euron ose kanë ndjekur regjimin monetar të bordit të monedhës të lidhur me euron. Ky kuadër përbën një mundësi të mirë për të hulumtuar hipotezën bazë të studimit.

Së dyti, përtej të gjitha ngjashmërive në stadin e zhvillimit dhe faktit që drejtohen nga të njëjtat trende ekonomike, institucionale, politike dhe sociale, dhe pavarësisht partneritetit të përbashkët me BE-në, ekonomitë e rajonit nuk janë të integruara me njëra-tjetrën në aspektin ekonomik, tregtar dhe atë financiar. Rrjedhimisht, edhe

ndërveprimi dhe përçimi i goditjeve ndërmjet ekonomive është i ulët, pavarësisht se të gjitha përjetojnë njësoj dhe njëkohësisht goditjet që vijnë nga Eurozona.

Këto dy karakteristika të veçanta mundësojnë përdorimin e një modeli vlerësimi Panel VAR pa ndërveprim dinamik në linjë me Ciccarelli *et al.* (2013). Kjo metodologji ka avantazhin se i trajton të gjithë variablat si endogjenë. Vlefshmëria e të dhënave për këto ekonomi siguron ndërtimin e një paneli me të dhëna të mjaftueshme për të mundësuar hulumtimin empirik.

Bazuar në këtë metodologji dhe në treguesit e huazuar nga burime institucionale dhe përllogaritjet e autorit, punimi vlerëson tre modele të ndryshme empirike. Studimi fillon me investigimin në grup të 6 vendeve dhe më pas, duke synuar të testojë për ekzistencë të heterogjenitetit, vlerëson dy modele të veçanta për vendet me politika monetare të pavarura dhe ato pa politika monetare.

Rezultatet e studimit tregojnë se për ekonomitë e vogla të hapura në zhvillim, siç janë vendet e WB6, politikat monetare dhe makroprudenciale luajnë një rol të rëndësishëm në miradministrimin e ekonomive për arritjen e stabilitetit të çmimeve dhe atë financiar. Gjithashtu, fakti se të dy politikat përdorin të njëjtat kanale transmetimi bën që ato të jenë të ndërlidhura dhe të ndikojnë njëra-tjetrën. Prandaj, koordinimi i politikave merr një rëndësi të veçantë dhe duhet të mbahet parasysh nga bankat qendrore të rajonit. Pavarësisht kësaj, duhet të mbahet parasysh se sistemi apo regjimi monetar luan një rol të rëndësishëm në ndërveprimin dhe specifikat e koordinimit apo përçimit të të dy politikave në ekonomi. Rezultatet e marra nga vlerësimi i dy modeleve të veçanta tregojnë se natyra e regjimit monetar luan një rol përcaktues në sjelljen dhe përçimin e goditjeve dhe zbatimin e politikave monetare e makroprudenciale në ekonomi. Përtej interesit akademik, rezultatet e paraqitura kanë implikime të rëndësishme për politikëbërjen, dhe rrjedhimisht, këto ndryshime duhet të mbahen parasysh nga bankat qendrore për të garantuar një vendimmarrje më efikase dhe të suksesshme. Konkretisht, konkluzionet e vlerësimit tregojnë se në rastin e ekonomive me politika monetare të pavarura, vërehet një reagim i rëndësishëm i politikës monetare në përgjigje të ndryshimeve në politikën makroprudenciale. Në përgjithësi, kjo tregon se politika monetare koordinohet dhe merr në konsideratë vendimmarrjen e politikës makroprudenciale. Nga ana tjetër, kjo e fundit ka një ndikim domethënës në PBB dhe veçanërisht në çmime, që janë edhe objektivi kryesor i politikës monetare.

Rrjedhimisht, është e natyrshme dhe fitimprurëse për bankat qendrore që të koordinojnë politikat monetare me ato makroprudenciale për arritjen e objektivave të çmimeve dhe kontrollin e kërkesës agregate. Kështu në vendet me politika monetare të pavarura, politika makroprudenciale mund të koordinohet me atë monetare në funksion të arritjes së objektivit primar pa shkaktuar problematika, pasi të dy politikat shkojnë në të njëjtin drejtim.

Në dallim nga sa më lart, politikat makroprudenciale nuk shkaktojnë reagime në qëndrimin e politikës monetare në vendet e grupit të dytë, ku politika makroprudenciale reagon ndaj zhvillimeve në treguesit e ekonomisë reale. Ky është një konkluzion i natyrshëm pasi në mungesë të politikës monetare, këto vende përpiqen të bëjnë sa më shumë të jetë e mundur për administrimin e ekonomisë duke u mbështetur në politikën makroprudenciale. Kjo e fundit përpiket të plotësojë mungesën e politikës monetare, ndryshe nga vendet e grupit të parë ku ajo ndikon dhe koordinohet me sjelljen e politikës monetare.

Më e rëndësishmja, politika makroprudenciale në vendet e këtij grupi shfaq një reagim të drejtpërdrejtë (d.m.th. në të njëjtin drejtim) ndaj goditjeve në politikën monetare. Kjo përgjithësisht nënkupton se politika makroprudenciale në këto vende ndjek dhe përshtatet me vendimmarrjen e BQE-së. Interpretimi për këtë fenomen është se shtrëngimi i normës së interesit në Eurozonë do të shtrëngojë kushtet monetare edhe në këto ekonomi, prandaj bankat qendrore veprojnë duke e shtrënguar politikën makroprudenciale për të ruajtur sistemin nga efektet negative dhe për të penguar përçimin e tyre në stabilitetin financiar.

Si përfundim, koordinimi i politikave është një instrument i rëndësishëm, madje i domosdoshëm për administrimin e rreziqeve dhe përballimin e goditjeve nga ekonomia e jashtme dhe e brendshme. Ky konkluzion mbetet i vërtetë pavarësisht nga lloji i regjimit monetar. Këto konkluzione tregojnë se pavarësisht nga ndryshimet e vërejtura, politika makroprudenciale është një instrument i rëndësishëm për bankën qendrore dhe se natyra e regjimit luan një rol përcaktues për objektivin, natyrën dhe drejtimin e koordinimit të politikave.

Së fundi, dua të theksoj se pavarësisht hulumtimit të hollësishëm dhe të plotë të hipotezës për metodologjinë dhe specifikimin e modelit ekonometrik, rezultatet tregojnë se ka ende “enigma”, të cilat nuk shpjegohen ashtu siç pritet nga teoria

ekonomike. Kjo lidhet jo vetëm me stadin e zhvillimit ekonomik të vendeve tona, por mbi të gjitha me faktin se seritë kohore të vlefshme mbulojnë një periudhë relativisht të shkurtër dhe të ngarkuar me ngjarje e goditje ekzogjene që "deformojnë" marrëdhëniet ekonomike në variablat e marrë në shqyrtim. Gjithashtu, edhe ndryshimet e regjimeve brenda grupeve, për shembull, specifikat e regjimit monetar të Maqedonisë së Veriut në grupin e parë dhe ato të Bosnjës në grupin e dytë, mund të evidentohen më mirë në dizenjimin e eksperimentit kur më shumë të dhëna të bëhen të vlefshme. Rrjedhimisht, hulumtimi i mëtejshëm, kur të ketë më shumë të dhëna në dispozicion, do të mundësojë specifikime më të detajuara të modelit dhe do të ndihmojë në të kuptuarit më të mirë e më të plotë të fenomenit. Kjo mbetet për hulumtim në të ardhmen.

KAPITULLI 4: PËRFUNDIMET / REKOMANDIMET

Që prej tranzicionit të viteve '90, ekonomia shqiptare është zhvilluar si një ekonomi e vogël dhe e hapur, e lidhur ngushtë me Eurozonën përmes flukseve të kapitalit, remitancape dhe kreditimit, veçanërisht atij në valutë. Ky model zhvillimi ka nxitur dhe mundësuar rritjen ekonomike dhe konvergjencën me ekonomitë e zhvilluara të eurozonës por njëkohësisht ka nxitur Euroizimin, ka rritur varësinë ndaj goditjeve të sektorit të jashtëm dhe kane prekur treguesit e stabiliteti financiar. Të marra së bashku, këto zhvillime kanë potencialin të dëmtojnë efikasitetin e politikës monetare dhe stabilitetin e çmimeve në ekonomi. KFG-ja dhe një sërë goditjesh të tjera negative që pasuan atë kanë ekspozuar këtë dobësi strukturore të sistemit, duke treguar se PM-ja, megjithëse thelbësore për stabilitetin e çmimeve, e vetme nuk është e mjaftueshme për të garantuar stabilitet financiar. Për më tepër, shtrëngimi i normave të interesit mund të rrisë rrezikun bankar përmes përkeqësimit të treguesve të shëndetit bankar e të sektorit privat, duke cënuar stabilitetin financiar të ekonomisë dhe duke goditur besueshmërinë e bankës qendrore. Kjo solli në qendër të vëmendjes nevojën për hartimin dhe zbatimin e politikave makroprudenciale që parandalojnë rreziqet sistemike dhe rrisin qendrueshmërinë e sistemit financiar ndaj goditjeve.

Në këtë kuadër, materiali analizon hartimin dhe zbatimin e PM dhe PMP për arritjen e stabilitetit të çmimeve e atij financiar dhe duke u ndalur specifikisht në koordinimin e këtyre politikave në funksion të arritjes së objektivave të bankës qendrore në një ekonomi të vogël të hapur në zhvillim. Konkretisht studimi analizon rolin e Bankës së Shqipërisë për arritjen dhe garantimin e stabilitetit makro financiar në ekonominë shqiptare përmes koordinimit të politikës monetare me atë makroprudenciale. Megjithëse studimet dhe analizat e mëparshme makroekonomike e financiare sugjerojnë se PM-ja ka marrë parasysh shëndetin bankar në vendimmarrjen e vet dhe njëkohësisht është ndihmuar nga aplikimi i masave makroprudenciale, të cilat kane synuar rritjen e efikasitetit të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare, ato (analizat) kanë qenë të kufizuara. Kjo për arsye se mungesa e një treguesi sasior për përshkrimin e politikave makroprudenciale e ka penguar përfshirjen e saj (politikës makroprudenciale) në vlerësimet empirike duke lënë një boshllëk në literaturë. Rrjedhimisht, vlerësimet empirike të hipotezës se ndërveprimi ndërmjet politikave dhe vlerësimi i efekteve të ndërsjellta nuk ka mundur të realizohet në një qasje të integruar

monetare-financiare. Përkundrazi, ato janë realizuar përmes treguesve të tërthortë e të veçuar të shëndetit bankar. Këto boshllëqe adresohen në këtë punim përmes një vlerësimi empirik të ndikimeve të politikës monetare dhe makroprudenciale mbi stabilitetin e çmimeve dhe stabilitetin financiar, duke prezantuar një tregues të ri sasior për politikën makroprudenciale dhe duke përdorur atë në analizën empirike të bazuar në modelet SVAR dhe SVECM së bashku me instrumentin e politikës monetare dhe një bashkësi treguesish të rëndësishëm makroekonomike të shëndetit bankar. Analiza zgjerohet gjithashtu në nivel rajonal (BP6), ku vlerësohet se si regjimet monetare formësojnë koordinimin dhe transmetimin e dy politikave, përmes vlerësimit të një modelit panel VAR (PVAR). Kjo qasje ndihmon të kuptohet sesi karakteristikat strukturore dhe institucionale të vendeve ndikojnë në efektivitetin e kombinimit të politikës monetare dhe asaj makroprudenciale.

Gjetjet empirike tregojnë se PM-ja në Shqipëri vijon të funksionojë në mënyrë efektive, duke prodhuar një ndikim të qartë në ekonominë reale. Rritja e normës bazë ngadalëson aktivitetin ekonomik dhe përshpejton rregullimin e çmimeve, duke reduktuar presionet inflacioniste, një sinjal se mekanizmat e transmetimit mbeten funksionalë pavarësisht euroizimit të lartë dhe sfidave të mjedisit të jashtëm. Paralelisht, politika makroprudenciale ushtron një efekt stabilizues të rëndësishëm. Shtrëngimi i saj ngadalëson kreditimin dhe aktivitetin ekonomik në afat të shkurtër, duke ulur njëkohësisht presionin mbi çmimet dhe rritur qëndrueshmërinë e sektorit bankar. Në këtë mënyrë ajo (PMP), mbështet e plotëson rolin e PM-së në stabilizimin e kërkesës agregate.

Këto rezultate e vënë theksin te nevoja për koordinim të kujdesshëm midis politikës monetare dhe asaj makroprudenciale. Edhe pse ato synojnë objektiva të ndryshëm, respektivisht stabilitetin e çmimeve dhe stabilitetin financiar, efektet e tyre janë të ndërlidhura, duke konfirmuar se një shtrëngim i njëkohshëm rrezikon të prodhojë efekte pro-ciklike më të forta, ndërsa koordinimi i balancuar siguron bashkërendim të plotësimi mes dy politikave dhe redukton rreziqet nga kundërveprimi dhe goditjet e raundit të dytë.

Zgjerimi i analizës në vendet e BP6-së tregon se regjimi monetar është përcaktues për efektivitetin dhe ndërveprimin e politikave. Vendet me politike monetare të pavarura, si

Shqipëria dhe Serbia, kanë fleksibilitet më të madh për të krijuar sinergji midis politikës monetare dhe asaj makroprudenciale, duke përdorur një gamë më të gjerë instrumentesh për të amortizuar goditjet dhe për të forcuar stabilitetin makrofinanciar. Në të kundërt, vendet me regjim joautonom, si Kosova, Mali i Zi dhe Bosnje Hercegovina, mbështeten kryesisht në masa makroprudenciale të harmonizuara me BQE-në. Kjo rrit koherencën ndërkufitare, por kufizon aftësinë për të reaguar shpejt ndaj goditjeve të brendshme. Në këtë këndvështrim Shqipëria, e cila ndan sfida të ngjashme me vendet e rajonit por ruan pavarësinë e politikës monetare, ka mundësi të zhvillojë një kornizë të integruar politikash, duke rritur efektivitetin stabilizues të sistemit makrofinanciar.

Në përfundim, rezultatet nënvizojnë se suksesi në ruajtjen e stabilitetit makroekonomik dhe financiar në ekonomitë e vogla dhe të hapura nuk varet vetëm nga forca individuale e instrumenteve të politikave, por sidomos nga mënyra se si ato bashkërendohen. Shqipëria dhe vendet e BP-së ofrojnë një shembull domethënës se si regjimi monetar dhe struktura institucionale formësojnë efektivitetin e politikave. Studimi nxjerr në pah nevojën për forcimin e politikës makroprudenciale, rritjen e kapaciteteve institucionale për koordinimin e saj me politiken monetare, e anasjelltas, dhe krijimin e mekanizmave formalë të bashkërendimit ndërmjet këtyre politikave. Së bashku këto përbejnë një hap thelbësor për arritjen objektivit të inflacionit, garantimin e stabiliteti makroekonomik e financiar dhe rritjen e rezistencës së sistemit bankar dhe ekonomisë në tërësi ndaj goditjeve të papritura.

Shtojcë A

Tabela 1A: Statistika përshkruese të ndryshoreve të modelit

	D(LOG(GDP))	REPO	D(LOG(CPI))	D(LOG(ALL_EUR))	D(PMP)	D(BSI)
Mean	0.008760	3.441558	0.006349	-0.002246	0.181818	-0.000126
Median	0.009999	3.750000	0.003006	-0.002221	0.000000	-0.004244
Maximum	0.090049	8.000000	0.038331	0.042665	3.000000	0.058035
Minimum	-0.063997	0.500000	-0.018886	-0.043698	-1.000000	-0.056109
Std. Dev.	0.029540	2.207750	0.015257	0.013727	0.663469	0.026604
Skewness	-0.069200	0.074622	0.332520	0.162854	2.235192	0.290561
Kurtosis	3.054930	1.544709	1.864868	5.574476	10.28084	2.744323
Jarque-Bera	0.071136	6.866300	5.552995	21.60496	234.1920	1.293198
Probability	0.965057	0.032285	0.062256	0.000020	0.000000	0.523824
Sum	0.674516	265.0000	0.488855	-0.172973	14.00000	-0.009691
Sum Sq. Dev.	0.066318	370.4360	0.017692	0.014322	33.45455	0.053793
Observations	77	77	77	77	77	77

Figura 1A. Ecuria përgjatë kohës e ndryshoreve të modelit

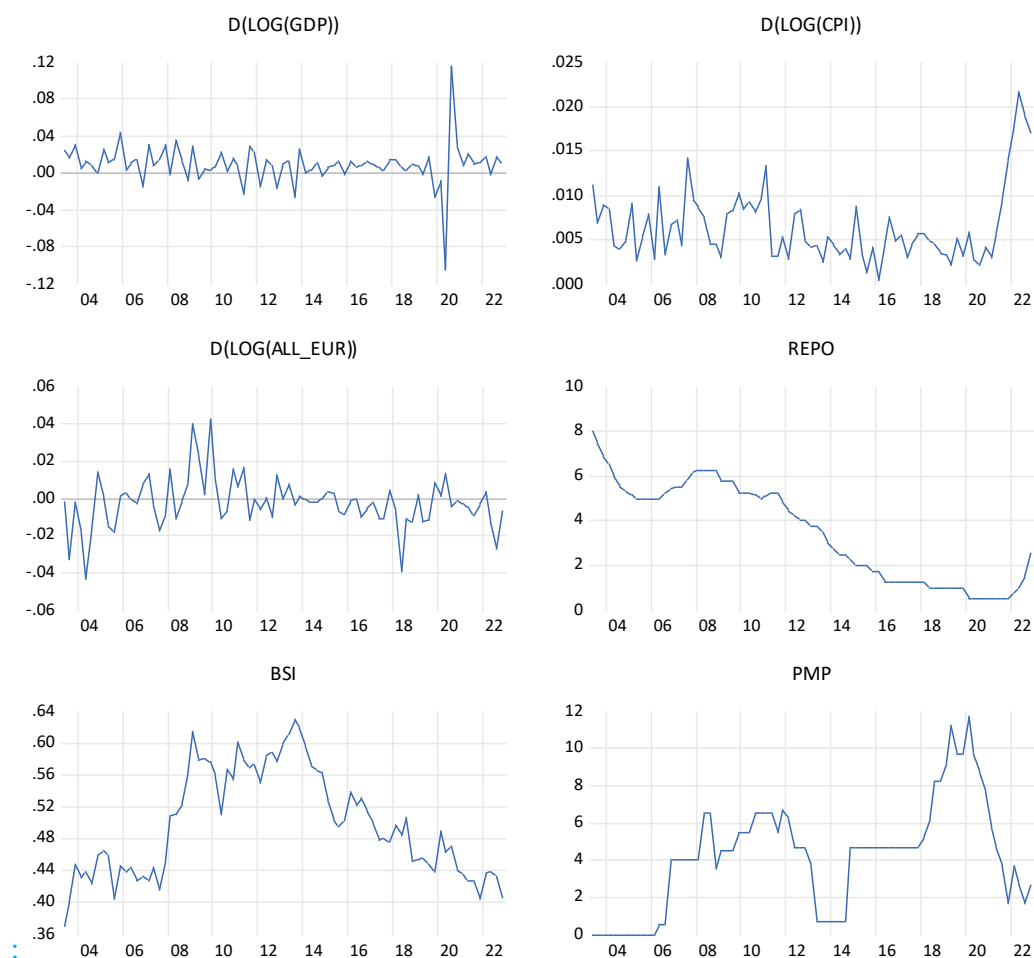


Tabela 2A Rezultatet e testeve të stacionaritetit për të gjitha seritë e përfshira në model

Treguesi	Emërtimi	Nivel		Diferencë e parë	
		ADF	PP	ADF	PP
PBB-ja reale	gdp	0.895	0.896	0.0001***	0.0001***
IÇK	cpi	0.708	0.744	0.000***	0.000***
Norma e politikës monetare	repo	0.962	0.859	0.012**	0.007***
Kursi i këmbimit lek/euro	all_eur	0.722	0.736	0.000***	0.000***
Indeksi i shëndetit bankar	bsi	0.426	0.500	0.0001***	0.0001***
Indeksi i masave makroprudenciale	pmp	0.296	0.207	0.000***	0.000***

Shënim: *** tregon rëndësi statistikore në nivelin e rëndësisë 1%; ** rëndësi në 5%, ndërsa * rëndësi në nivelin 10%, duke nënkuptuar që seria korresponduese është stacionare në nivelin përkatës të rëndësisë.

Tabela 3A Kriteret e informacionit për përzgjedhjen e numrit optimal të vonesave kohore të modelit

Lag	AIC	SC	HQ
0	-14.33346	-14.13275	-14.25427
1	-21.56343	-20.15844	-21.00907
2	-24.35619	-21.74692*	-23.32667*
3	-24.21216	-20.39862	-22.70747
4	-24.99822*	-19.98040	-23.01837

Tabela 4A: Modeli i vlerësuar VAR

Vector Autoregression Estimates

Sample (adjusted): 2003Q4 2022Q4

Included observations: 73 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	D(LOG(GDP))	REPO	D(LOG(CPI))	D(LOG(ALL_EU R))	D(PMP)	D(BSI)
D(LOG(GDP(-1)))	-0.392364 (0.12875) [-3.04738]	2.030906 (1.01765) [1.99569]	-0.013053 (0.04999) [-0.26113]	-0.079486 (0.05398) [-1.47254]	-0.878828 (3.29295) [-0.26688]	-0.052441 (0.11710) [-0.44784]
D(LOG(GDP(-2)))	-0.204188	0.497113	-0.038729	-0.070026	3.669232	-0.083258

	(0.12768) [-1.59924]	(1.00914) [0.49261]	(0.04957) [-0.78134]	(0.05353) [-1.30821]	(3.26543) [1.12366]	(0.11612) [-0.71699]
REPO(-1)	0.004714 (0.01614) [0.29198]	1.581958 (0.12760) [12.3977]	0.011167 (0.00627) [1.78171]	0.006341 (0.00677) [0.93687]	0.038962 (0.41290) [0.09436]	0.029337 (0.01468) [1.99802]
REPO(-2)	-0.001953 (0.01581) [-0.12353]	-0.598814 (0.12493) [-4.79318]	-0.010600 (0.00614) [-1.72741]	-0.005029 (0.00663) [-0.75889]	-0.084535 (0.40425) [-0.20911]	-0.025396 (0.01438) [-1.76658]
D(LOG(CPI(-1)))	0.613937 (0.24424) [2.51370]	2.222259 (1.93039) [1.15119]	-0.093530 (0.09482) [-0.98641]	-0.310792 (0.10239) [-3.03528]	4.188891 (6.24645) [0.67060]	-0.185902 (0.22213) [-0.83692]
D(LOG(CPI(-2)))	0.263388 (0.26988) [0.97596]	1.419296 (2.13305) [0.66538]	-0.714109 (0.10477) [-6.81577]	-0.313313 (0.11314) [-2.76919]	-3.328442 (6.90221) [-0.48223]	-0.142875 (0.24545) [-0.58210]
D(LOG(ALL_EUR(-1)))	-0.191561 (0.28876) [-0.66338]	0.853014 (2.28233) [0.37375]	0.076748 (0.11211) [0.68461]	0.287534 (0.12106) [2.37512]	0.992300 (7.38524) [0.13436]	-0.032752 (0.26262) [-0.12471]
D(LOG(ALL_EUR(-2)))	0.044379 (0.28881) [0.15366]	-1.965039 (2.28272) [-0.86083]	-0.186799 (0.11212) [-1.66599]	0.145643 (0.12108) [1.20285]	0.727460 (7.38653) [0.09848]	-0.475762 (0.26267) [-1.81126]
D(PMP(-1))	3.31E-05 (0.00507) [0.00653]	0.021667 (0.04004) [0.54108]	-0.000682 (0.00197) [-0.34660]	-0.000107 (0.00212) [-0.05016]	0.059743 (0.12957) [0.46107]	-0.005096 (0.00461) [-1.10602]
D(PMP(-2))	0.006822 (0.00507) [1.34498]	0.018239 (0.04009) [0.45497]	-0.001847 (0.00197) [-0.93779]	0.000300 (0.00213) [0.14093]	-0.042173 (0.12972) [-0.32511]	-0.001267 (0.00461) [-0.27461]
D(BSI(-1))	-0.205886 (0.14524) [-1.41758]	-0.709571 (1.14793) [-0.61813]	-0.036086 (0.05638) [-0.64000]	0.066928 (0.06089) [1.09918]	-6.020342 (3.71451) [-1.62077]	-0.229459 (0.13209) [-1.73714]
D(BSI(-2))	-0.137160 (0.14374) [-0.95425]	1.633556 (1.13606) [1.43792]	0.079578 (0.05580) [1.42607]	-0.059972 (0.06026) [-0.99523]	-3.641793 (3.67611) [-0.99067]	0.058398 (0.13072) [0.44672]
C	-0.001880 (0.00757) [-0.24829]	-0.005209 (0.05985) [-0.08703]	0.011288 (0.00294) [3.83964]	0.000387 (0.00317) [0.12184]	0.327485 (0.19368) [1.69089]	-0.007425 (0.00689) [-1.07812]
R-squared	0.285491	0.991679	0.605337	0.420221	0.136718	0.253692
Adj. R-squared	0.142590	0.990015	0.526404	0.304265	-0.035938	0.104430
Sum sq. resids	0.043969	2.746749	0.006627	0.007728	28.76028	0.036369
S.E. equation	0.027071	0.213961	0.010510	0.011349	0.692342	0.024620
F-statistic	1.997815	595.8777	7.669029	3.623978	0.791853	1.699647
Log likelihood	167.0550	16.13900	236.1254	230.5151	-69.58407	173.9817
Akaike AIC	-4.220684	-0.086000	-6.113023	-5.959318	2.262577	-4.410459
Schwarz SC	-3.812794	0.321890	-5.705133	-5.551428	2.670467	-4.002569
Mean dependent	0.008327	3.299041	0.006593	-0.001810	0.191781	-5.03E-05
S.D. dependent	0.029235	2.141171	0.015271	0.013606	0.680227	0.026016
Determinant resid covariance (dof adj.)		9.12E-17				
Determinant resid covariance		2.81E-17				
Log likelihood		769.5225				
Akaike information criterion		-18.94582				

Tabela 5A Testi i stabilitetit të modelit VAR

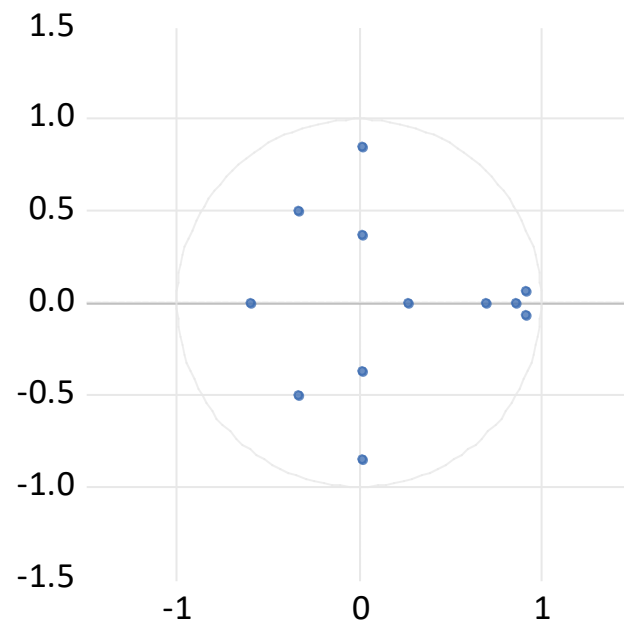


Tabela 6A Testi i autokorrelacionit

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
Sample: 2000Q1 2022Q4
Included observations: 71

Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	39.85793	36	0.3025	1.120136	(36, 200.4)	0.3060
2	39.05516	36	0.3342	1.095489	(36, 200.4)	0.3378
3	68.94865	36	0.0008	2.077560	(36, 200.4)	0.0008

Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	39.85793	36	0.3025	1.120136	(36, 200.4)	0.3060

2	79.00153	72	0.2674	1.109707	(72, 218.0)	0.2818
3	168.1215	108	0.0002	1.749986	(108, 196.3)	0.0004

*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.

Tabela 7A Testi i homoskedasticitetit

VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)

Sample: 2000Q1 2022Q4

Included observations: 71

Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
590.7953	567	0.2368

Tabela 8A Testi i normalitetit

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

Null Hypothesis: Residuals are multivariate normal

Sample: 2003Q1 2022Q4

Included observations: 69

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.*
1	-0.197113	0.446818	1	0.5039
2	0.092417	0.098221	1	0.7540
3	-0.376335	1.628723	1	0.2019
4	0.062538	0.044976	1	0.8320
5	-0.230338	0.610142	1	0.4347
6	0.472466	2.567080	1	0.1091
Joint		5.395960	6	0.4941

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	3.559862	0.901154	1	0.3425
2	2.055650	2.563914	1	0.1093
3	3.468028	0.629769	1	0.4274
4	3.176435	0.089497	1	0.7648
5	2.871192	0.047701	1	0.8271
6	4.669495	8.013242	1	0.0046
Joint		12.24528	6	0.0567

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	1.347972	2	0.5097
2	2.662135	2	0.2642
3	2.258492	2	0.3233
4	0.134473	2	0.9350
5	0.657842	2	0.7197
6	10.58032	2	0.0050

Joint	17.64124	12	0.1270
-------	----------	----	--------

*Approximate p-values do not account for coefficient estimation

Figura 2A. Funksionet e reagimit të impulsit të modelit VAR

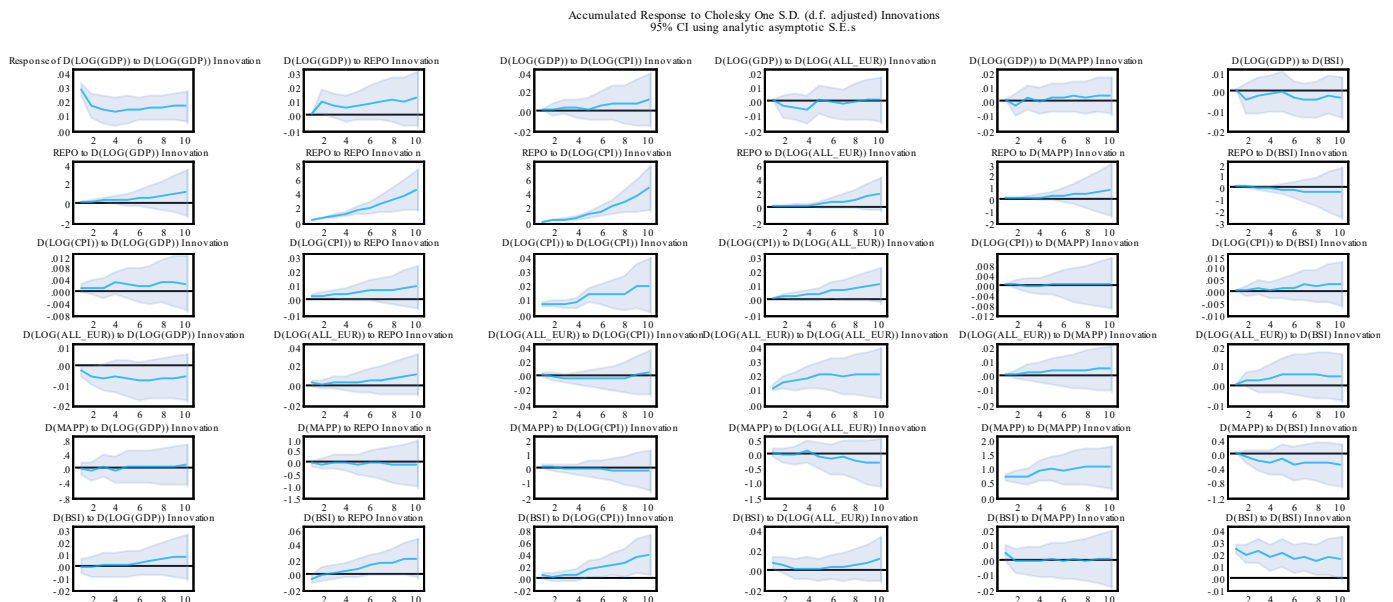


Tabela 9A Testi i kointegrimit Johansen

Sample (adjusted): 2003Q3 2022Q4
Included observations: 78 after adjustments
Lags interval (in first differences): 1 to 1
Endogenous variables: L_GDP L_CPI_3 REPO BSI MAPP

Deterministic Case

Descriptions:

- Case 1: No deterministic terms.
- Case 2: Cointegrating relationship includes a constant
- Case 3 (Johansen-Hendry-Juselius): Cointegrating relationship includes a constant. Short-run dynamics include a constant.
- Case 3: Short-run dynamics include a constant.
- Case 4 (Johansen-Hendry-Juselius): Cointegrating relationship includes a constant and trend. Short-run dynamics include a constant.
- Case 4: Cointegrating relationship includes a trend. Short-run dynamics include a constant.
- Case 5 (Johansen-Hendry-Juselius): Both the cointegrating relationship and short-run dynamics include a constant and trend.
- Case 5: Short-run dynamics include a constant and trend.

Rank Selection
by Test and
Deterministic
Case

Test Type	Deterministic Case							
	Case 1	Case 2	Case 3 JHJ	Case 3	Case 4 JHJ	Case 4	Case 5 JHJ	Case 5
Trace	1	2	2	2	2	2	1	1
Max-Eigen	2	2	2	2	2	2	2	2

Note: Rank selected at 0.05 level using critical values from MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Information
Criteria
by Rank
and
Deterministic
Case

Rank	Deterministic Case							
	Case 1	Case 2	Case 3 JHJ	Case 3	Case 4 JHJ	Case 4	Case 5 JHJ	Case 5
Log Likelihood								
0	479.4248	479.4248	494.2903	494.2903	494.2903	494.2903	503.0221	503.0221
1	499.4532	499.8020	513.6254	513.6254	524.2247	524.2247	532.6784	532.6784
2	510.1995	518.7845	526.2108	526.2108	540.9385	540.9385	549.3628	549.3628
3	513.8533	529.3217	531.4962	531.4962	552.7994	552.7994	556.1401	556.1401
4	516.2716	532.9386	535.1000	535.1000	557.4697	557.4697	560.2207	560.2207
Akaike Information Criteria								
0	-12.292	-12.292	-12.674	-12.674	-12.674	-12.67411	-12.89800	-12.89800
1	-12.678	-12.661	-13.041	-13.041	-13.287	-13.28781	-13.53022	-13.53022
2	-12.825	-12.994	-13.236	-13.236	-13.562	-13.56252	-13.82982	-13.82982
3	-12.891	-13.110	-13.243	-13.243	-13.712	-13.71281	-13.87539	-13.87539
4	-12.724	-13.041	-13.207	-13.207	-13.678	-13.67871	-13.85181	-13.85181
Schwarz Information Criteria								
0	-12.292	-12.292	-12.674	-12.67411	-12.67411	-12.67411	-12.89800	-12.89800
1	-12.527	-12.480	-12.890	-12.89061	-13.10653	-13.10653	-13.37914	-13.37914
2	-12.523	-12.631	-12.934	-12.93403	-13.19995	-13.19995	-13.52767	-13.52767
3	-12.537	-12.666	-12.990	-12.99028	-13.26895	-13.26895	-13.54217	-13.54217
4	-12.120	-12.324	-12.603	-12.60341	-12.95357	-12.95357	-13.24753	-13.24753

Tabela 10A Modeli i vlerësuar SVAR

Structural VAR Estimates
Date: 01/10/24 Time: 15:37
Sample (adjusted): 2003Q4 2022Q4
Included observations: 71 after adjustments
Estimation method: Maximum likelihood via Newton-Raphson (analytic derivatives)
Convergence achieved after 40 iterations
Structural VAR is just-identified

Model: $e = Su$ where $E[uu'] = I$

S =

C(1)	C(7)	C(8)	C(13)	0	C(18)
C(2)	4.31 * C(7)	C(9)	-0.522 * C...	C(14)	C(19)
C(3)	-19.6 * C(7)	C(10)	14 * C(13)	C(15)	0
C(4)	-1.55 * C(7)	C(11)	-7 * C(13)	C(16)	C(20)
C(5)	119 * C(7)	C(12)	-28.3 * C(13)	C(17)	C(21)
C(6)	1.83 * C(7)	-1.33 * C(8...	1.08 * C(13)	1.13 * C(1...	-1.33 * C(...

including the restriction(s)

@F(1, 2) = 0
@F(1, 3) = 0
@F(1, 4) = 0
@F(1, 5) = 0
@F(1, 6) = 0
@F(2, 4) = 0
@F(3, 2) = 0
@F(4, 2) = 0
@F(5, 2) = 0
@F(6, 2) = 0
@F(3, 4) = 0
@F(5, 4) = 0
@F(6, 4) = 0
@S(3, 6) = 0
@S(1, 5) = 0

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(1)	0.012072	0.002068	5.836934	0.0000
C(2)	-0.002367	0.001133	-2.089807	0.0366
C(3)	-0.089403	0.023061	-3.876769	0.0001
C(4)	0.007075	0.002541	2.784089	0.0054
C(5)	0.450540	0.132280	3.405954	0.0007
C(6)	0.001365	0.001245	1.096787	0.2727
C(7)	0.001964	0.000165	11.91637	0.0000
C(8)	0.008612	0.600878	0.014332	0.9886
C(9)	0.003156	1.013621	0.003113	0.9975
C(10)	0.175500	12.24490	0.014332	0.9886
C(11)	0.000696	5.587942	0.000125	0.9999
C(12)	-0.043455	599.4783	-7.25E-05	0.9999
C(13)	-0.002407	0.000202	-11.91637	0.0000
C(14)	-0.001430	1.264125	-0.001132	0.9991
C(15)	0.018849	114.0078	0.000165	0.9999
C(16)	-0.009171	3.896200	-0.002354	0.9981
C(17)	0.880772	226.0734	0.003896	0.9969
C(18)	-0.012126	0.426761	-0.028413	0.9773
C(19)	-0.001703	0.816335	-0.002086	0.9983
C(20)	0.007465	4.265937	0.001750	0.9986
C(21)	0.551180	408.5226	0.001349	0.9989

Log likelihood 716.3270

Estimated S matrix:

0.012072	0.001964	0.008612	-0.002407	0.000000	-0.012126
-0.002367	0.008473	0.003156	0.001256	-0.001430	-0.001703
-0.089403	-0.038431	0.175500	-0.033617	0.018849	0.000000
0.007075	-0.003051	0.000696	0.016849	-0.009171	0.007465
0.450540	0.234073	-0.043455	0.068044	0.880772	0.551180
0.001365	0.003591	0.001814	-0.002591	-0.006023	0.007061

Estimated F matrix:

0.082998	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
-0.005466	0.005926	-0.007728	0.000000	-0.013490	0.003989
3.654634	0.000000	-1.027355	0.000000	1.153143	1.535699
0.063626	0.000000	-0.073847	0.048892	-0.006477	0.028024
11.93221	0.000000	6.250716	0.000000	6.988590	3.290319
0.097652	0.000000	0.028562	0.000000	-0.047947	0.057569

Shtojcë B.

Vendimet e Bankës së Shqipërisë për masat makroprudenciale

1. VENDIM datë: 7.2004 “Për miratimin e rregullores “Për administrimin e rrezikut të kredisë”.”

Shtesat në këtë rregullim janë bërë përmes udhëzimeve/rekomandimeve për bankat ose klientët përkatësisht në datat 10 qershor 2006; 27 dhjetor 2006; 30 prill 2008. Hyn në fuqi pjesa kryesore e rregullimit.

VENDIM datë: 27.12.2006 , PËR DISA NDRYSHIME NË RREGULLOREN “PËR ADMINISTRIMIN E RREZIKUT TË KREDISË”, miratuar me vendimin nr.52, date 14.07.2004 të Këshillit Mbikëqyrës të Bankës së Shqipërisë.

a. (Për peshat më të larta të rrezikut)

Bankat që po zgjerohin portofolin e tyre të kredive më shpejt se kufijtë e përcaktuar (nga pikëpamja e zgjerimit vjetor të portofolit të kredive, por edhe në lidhje me peshën e portofolit të kredive në totalin e aktiveve të bankës), u kërkua të përdornin faktorin e rrezikut 150% për llogaritjen e kapitalit të peshuar me rrezik. Prandaj, atyre u nevojitej më shumë kapital për të mbuluar zgjerimin e bilancit. Meqenëse shumica e zgjerimit po ndodhte përmes kredive në valutë të huaj, kjo masë kishte për qëllim t'i shkurajonte bankat nga dhënia e kredive në valutë të huaj.

b. “Për kufizime në raportin e kredisë ndaj vlerës (LTV)”

Si pjesë e masave të tyre për rrezikun e kredisë, bankave iu kërkua të përdorin dhe të mbajnë raportin e LTV-së deri në 70%.

c. “Për kufizime në raportin e pagesës për të ardhurat”

Si pjesë e masave të tyre për rrezikun e kredisë, bankave iu kërkua të përdorin dhe të mbajnë raportin e pagesës për të ardhurat (e disponueshme) deri në 25%.

2. VENDIM datë: 30.4.2008 PËR MIRATIMIN E RREGULLORES “PËR ADMINISTRIMIN E RREZIKUT NGA EKSPOZIMET E MËDHA TË BANKAVE”

U vendosën kufizime sasiore për kredinë në monedhë të huaj. Gjithashtu, në ndryshimet rregullative të miratuara në prill 2008, u vendosën kufizime sasiore për kreditimin bankar në monedhë të huaj për kreditë e pambuluara (në total, deri në 400% të kapitalit rregullator). Çdo shumë mbi këtë limit do të hiqej nga kapitali rregullator, për qëllime të llogaritjes së kapitalit të peshuar me rrezik.

3. VENDIM datë: 30.4.2008 “Për peshat më të larta të rrezikut”

Përveç masave të sipërpërmendura, në ndryshimet rregullatore të miratuara më 30 prill 2008, bankave iu kërkua të përdornin një koeficient rreziku prej 150% për kreditë në valutë të huaj për kreditë e pambuluara gjatë llogaritjes së kapitalit të peshuar me rrezik.

4. VENDIM datë: 7.10.2008, Masa të tjera

- U mor vendimi për zvogëlimin e ekspozimit të bankave shqiptare ndaj grupimeve të huaja bankare deri në 10% të kapitalit të tyre rregullator. Vazhdon të jetë në fuqi.
- U vendosën kërkesa për raportime më të shpeshta nga bankat, në veçanti për situatat e tyre të likuiditetit.
- U vendosën kërkesa për analizat "*ad hoc*" mbi ndikimin e krizave ndërkombëtare në sektorin bankar në Shqipëri, duke përfshirë teste më të zgjeruara stresi dhe analiza të skenarëve.
- U nis një proces rivlerësimi i procedurave të brendshme për menaxhimin e krizave. Komiteti Këshillimor për Stabilitetin Financiar ka qenë instrumental në mbështetjen e këtyre përpjekjeve.
- U vendosën kërkesa për komunikim më të fortë me bankat.
- U vendosën kërkesa për komunikim më të fortë me publikun.
- U vendos dhënia më e mirë e informacionit të rëndësishëm me autoritetet publike të tjera në vend. Bazuar në këtë, komunikimi ndërinstitucional dhe përgatitja për menaxhimin e krizave janë përmirësuar me krijimin e Grupit Këshillimor të Stabilitetit Financiar, nga shkurti i vitit 2012.
- U vendos rritja e komunikimit me autoritetet e huaja mbikëqyrëse, në veçanti ato në Austri, Greqi dhe Itali.

5. VENDIM datë: 29.10.2008 Zgjerimi i grupit të garancive të pranueshme: përfshirja e bonove dhe obligacioneve të qeverisë si garanci.

Më parë, lejoheshin vetëm bonot e thesarit. Përveç kësaj, u fut një normë maksimale e pjesëmarrjes për bankat individuale, në ofertat e tyre për injeksione të likuiditetit të bankës qendrore.

6. VENDIM datë: 11.2008 “Për sigurimin e likuiditetit në monedhën vendase”

U ndryshua forma e ankandëve për injektim likuiditeti në marrëveshjet e ndërsjella të *repo*-s, për përfshirjen e furnizimit me likuiditet me normë të fiksuar në monedhë vendase (sasia e likuiditetit përcaktohej sipas nevojave të bankave). U hoq në janar 2010.

7. VENDIM datë: 11.12.2008 “Për lehtësimin e kërkesave mbi rezervën bankare”

Bankat u lejuan të përdorin 40% të rezervave të tyre të detyrueshme në monedhë vendase gjatë periudhës së mirëmbajtjes, për të menaxhuar më mirë situatën e tyre të likuiditetit.

8. VENDIM datë: 24.12.2008 “Për sigurimin e likuiditetit në monedhën vendase”

Ulja e normës së interesit për kreditë njëditore nga "norma e rishitjes + 175 pikë bazë" në "normën e rishitjes + 75 pikë bazë", për të bërë më të lehtë për bankat të marrin likuiditet me kosto më të ulët. Vendimi u kthye më 30 qershor 2010. Likuiditeti është

siguruar me një afat më të gjatë se 1 javë, me synimin për të arritur 50% të injeksionit të likuiditetit me transaksione mujore dhe 3-mujore.

9. VENDIM datë: 25.03.2009 “Për kufizime në shpërndarjen e fitimeve”

U vendos t’u ndalohej bankave shpërndarja e fitimeve të realizuara në vitin 2008 dhe gjatë vitit 2009 (vendim i shfuqizuar në shkurt 2010).

10. VENDIM datë: 3.2009 “Për ndryshime në kuadrin e sigurimit të depozitave”

U vendos rritja e sigurimit të plotë të depozitave në nivelin 2.5 milion lekë (rreth 20 mijë euro).

11. VENDIM datë: 10.2009 “Kërkesa të veçanta për likuiditet në monedhë të huaj”

Zbatimi i një raporti likuiditeti të përgjithshëm të detyrueshëm (aktive likuide ndaj totalit të aktiveve 20%), si pjesë e një rivlerësimi të karakteristikave të aktiveve likuide, me qëllim ngushtimin e përkufizimit të aktiveve likuide, duke përfshirë kompozimin e tyre valutor. Por, nuk u vendos një limit specifik për raportin e likuiditetit në monedhë të huaj.

12. VENDIM datë: 2011 “Për kërkesat për kapital”

U shtuan kërkesa më të larta për kapitalin minimal (15% të normës së Aftësisë së Kapitalit dhe të normave të likuiditetit) për 3 degë të bankave greke.

13. VENDIM datë: 26.10.2011 “Për kërkesat për likuiditet”

Rregullorja "Për Menaxhimin e Rrezikut të Likuiditetit" u ndryshua për të rritur kërkesën minimale të përgjithshme për Raportin e Likuiditetit ndaj Aktiveve (LAR) në 25%, duke futur një kërkesë minimale të veçantë të LAR prej 20% për monedhën vendase dhe të huaj.

14. VENDIM datë: 17.11.2011 “Për ndryshimet ligjore”

U aprovuan ndryshimet në Ligjin Bankar për të lejuar, midis të tjerash:

- Transformimin e degëve të bankave të huaja në filiale;
- Prezantimin e bankës "urë" si një institucion që mund të përdoret për të pranuar pasuritë dhe kreditë e bankave të caktuara.

15. VENDIM datë: 13.3.2012 “Për sigurimin e likuiditetit në monedhën e huaj”

Rregullorja "Për mbështetjen e likuiditetit", e cila parashikon kredi në monedhë vendase dhe në monedhë të huaj, për një bankë në nevojë për likuiditet. Lloji i garancisë është zgjeruar për të përfshirë jo vetëm letrat me vlerë të qeverisë shqiptare, por edhe depozitat e përshtatshme në monedhë të huaj. Sasia e kredisë varet nga sasia e garancisë së përshtatshme dhe mund të rishikohet pas një periudhe fillestare prej 3 muajsh.

16. VENDIM datë: 4.2012 “Për sigurimin e likuiditetit në monedhën vendase”

Për të ndikuar në alokimin e likuiditetit në tregun e brendshëm të bankave, Banka e Shqipërisë ka injektuar likuiditet përmes blerjes së drejtpërdrejtë të letrave me vlerë të qeverisë në bankat e nivelit të dytë.

17. VENDIM datë: 16.5.2012 “Për lehtësimin e kufizimeve mbi rezervat bankare”

Rezervat e kërkuara në monedhë vendase mund të depozitohen në Bankën e Shqipërisë, në para fizike. Kjo masë u mor për të përmbushur nevojat e bankave për uljen e aktiveve të tyre të peshuara me rrezik pa i detyruar ato të ndalojnë kreditimin për ekonominë.

18. VENDIM datë: 7.2012 “Për ndryshime në kuadrin e sigurimit të depozitave”

Përfshirja e institucioneve jobanka para-depozituese në skemën e sigurimit të depozitave; përmirësimi i qasjes në likuiditet nga Agjencia e Sigurimit të Depozitave (ASD) në rast nevojë; e drejta e ASD-së për të kërkuar një kontribut të menjëhershëm nga bankat për të siguruar kompensimin e depozituesve.

19. VENDIM datë: 12.2012 “Për ndryshimin në strukturën e sigurimit të depozitave”

U arrit një marrëveshje mes Ministrisë së Financave, Bankës së Shqipërisë dhe ASD, për të rritur shumën e fondeve të nevojshme nga ASD në çdo proces të ardhshëm të kompensimit të depozitave të siguruara.

20. VENDIM datë: 27.3.2013 “Për kërkesat për likuiditet”

Ndryshimi i rregullores uli kërkesën minimale të përgjithshme të LAR (raporti i likuiditetit ndaj aktiveve) dhe kërkesën minimale të veçantë të LAR me 5 pikë përqindje (në 20% dhe 15%, përkatësisht), kur risku zvogëlohej.

21. VENDIM datë: 5.2013 “Për ndryshimin e peshave të rrezikut”

Nën një ritëm të ngadalësuar të rritjes së kredisë dhe për ta ristimuluar atë, peshat e rrezikut u ndryshuan si vijon: Nën zero (nga një mesatar i 100%) për një rritje vjetore të kredisë midis 4 dhe 10%, deri në fund të vitit 2014; deri në 100% (nga një mesatar i 20%) për çdo vendosje shtesë të bankave me institucione të huaja.

22. VENDIM datë: 5.2013 “Për masat për ristrukturimin e kredive”

Për të stimuluar ristrukturimin e kredive në fazën fillestare dhe për të penguar kreditë normale të kthehen në kredi me performancë jo të mirë, u krijua një nënkategori e re për të reflektuar kreditë e ristrukturuara standarde (dy kategoritë e para). Sasia e provigjioneve të kërkuara për kreditë në këtë nënkategori është 10% (nga 20% në kategorinë e parë të kredive me performancë jo të mirë). Gjithashtu, u shkurtua koha e nevojshme për një kredi me performancë jo të mirë që është ristrukturuar, për të kthyer në statusin "me performancë" nga 9 muaj në 6 muaj.

23. VENDIM datë: 11.2016: Ligji 133/2016 “Për ndërhyrjen e jashtëzakonshme në banka, në Republikën e Shqipërisë”

Ligji paraqet një përafrim të gjerë të Direktivës së Bashkimit Evropian për Rimartjen dhe Rishikimin e Bankave.

24. VENDIM datë: 18.4.2017 “Për ndryshimet ligjore”

Strategjia për deeuroizimin u miratua si një Memorandum i Mbyllur midis Qeverisë Shqiptare (përfaqësuar nga Ministria e Financave), Bankës së Shqipërisë dhe Autoritetit të Mbikëqyrjes Financiare (AMF). Palët u pajtuan të prezantojnë masa në fushat e tyre të kompetencës, për të shtyrë gradualisht drejt reduktimit të përdorimit të valutës së huaj në sistemin financiar dhe ekonominë shqiptare.

25. VENDIM datë: 3.5.2017 “Për kërkesat për kapital”

Me vendimin nr. 26, Këshilli Mbikëqyrës miratoi udhëzuesin e ICAAP, i cili ka për qëllim të përcaktojë kërkesat për bankat në hartimin dhe zbatimin e Procesit të Vlerësimit të Aftësisë së Kapitalit të Brendshëm (ICAAP), si dhe pritshmëritë e mbikëqyrësit në strukturën dhe përmbajtjen e raportit të këtij procesi, i cili do të dorëzohet te Banka e Shqipërisë. ICAAP, i realizuar në mënyrë të pavarur nga banka, do të sigurojë vlerësimin e niveleve aktuale dhe të ardhshme të aftësisë së kapitalit, bazuar në profilin e rrezikut dhe strategjitë e saj.

26. VENDIM datë: 2.8.2017 “Për ndryshimet ligjore”

U miratua Strategjia për Politikën Makroprudenciale (Vendimi 38 i Këshillit Mbikëqyrës), e cila siguron informacion mbi rolin dhe strukturat e Bankës së Shqipërisë në zbatimin e Politikës Makroprudenciale. Përveç kësaj, ajo përcakton edhe objektivat ndërmjetës, treguesit e rrezikut dhe instrumentet e mundshme makroprudenciale për të adresuar rreziqet sistematike.

27. VENDIM datë: 7.2.2018 “Për kërkesat për likuiditet”

Ndryshimi, i cili u prezantua si pjesë e paketës së deeuroizimit, pati efektin e rritjes së kërkesës minimale të LAR në monedhë të huaj në 20% të detyrimeve afatshkurtra (nga 15%). Për aktivet likuide në lekë, kërkesa minimale e LAR u mbajt në 15%. LAR-i përgjithësisht gjithashtu u mbajt në 20%.

28. VENDIM datë: 7.2.2018 “Për kërkesat e rezervave”

Vendimi i Këshillit Mbikëqyrës nr. 13 (në fuqi që nga qershori 2018). Si pjesë e strategjisë së deeuroizimit, Banka e Shqipërisë miratoi disa ndryshime rregullatore që do të lejonin:

- zvogëlimin e normës së rezervës së detyrueshme (RRR) në depozitat në lekë me afat deri në një vit: (nga 10%) në 7.5%; futjen e RRR në depozitat në lekë me afat prej një deri në dy vjet: 5%.
- Rritjen e raportit të RRR-së në depozitat në valutë të huaj: (nga 10%) në 12.5%; futjen e një RRR-i marxhinal në depozitat në valutë të huaj që tejkalojnë 50% të depozitave totale: 20%.

29. VENDIM Nr.41 datë: 2019 “Për caktimin e shtesave makroprudenciale të kapitalit”

Në lidhje me nivelet e shtesave të kapitalit sipas rregullores 41/2019, bankat filluan të raportojnë nga fundi i marsit 2020, dhe kanë vazhduar ta bëjnë në interval tremujor. Deri tani, duke marrë parasysh se:

- bankat kanë përmbushur plotësisht kërkesat për shtesat e kapitalit;
- pritet të ketë më shumë informacion për H1-2021 për ndikimin e pandemisë në cilësinë e kredisë së bankave dhe nivelet e kapitalit;
- ndryshimet në rregulloren 41/2019 "Për shtesat e kapitalit makroprudencial" nuk u vlerësuan si të nevojshme, por mund të konsiderohen më vonë.

30. VENDIM nr. 27, datë: 28.3.2019 "Për raportin e mbulimit me likuiditet".

Vendimi hyri në fuqi 15 ditë pas botimit në Fletoren Zyrtare. Rregullorja hyri në fuqi më 1 Mars 2020. Rregullorja ofron kuadrin e Nivelit të raportit të mbulimit me Likuiditeti (LCR). LCR është caktuar në një minimum prej 100% në total dhe në një minimum prej 80% për valutat e huaja të rëndësishme (çdo valutë e huaj ku aktivet në atë valutë përfaqësojnë më shumë se 5% të aktiveve totale të bankës). Raporti përfaqëson raportin e shtesave të Likuiditetit (aktivet Nivel 1 + Nivel 2) ndaj daljeve neto të likuiditetit gjatë një periudhe prej 30 ditësh. Në bazë individuale, bankat duhet të respektojnë nivelin minimal të LCR duke filluar nga 1 marsi 2020, me një periudhë kalimi për treguesin në valutë të huaj. Në bazë të konsoliduar, bankat duhet të respektojnë nivelin minimal të LCR (total dhe valutë e huaj) nga 1 Janari 2022.

31. VENDIM nr. 41 datë: 5.6.2019 “Për caktimin e shtesave makroprudenciale të kapitalit”

Rregullorja përmban rregullat për zbatimin e shtesave makroprudenciale të kapitalit shtesë kundërciklike të kapitalit, shtesave të kapitalit për bankat sistematikisht të rëndësishme dhe shtesave të rrezikut sistemik si instrumente të politikës makroprudenciale, gjatë disa viteve (nga marsi 2020 deri më 1 janar 2024). Pas rregullores, Guvernatori lëshoi Vendimin e parë më 28 qershor 2019, për të përcaktuar normën e shtesave kundërciklike të kapitalit për Shqipërinë, si dhe për të përcaktuar bankat sistematikisht të rëndësishme dhe normën e tyre të shtesave të kapitalit.

32. VENDIM Nr. 3368, datë: 28.06.2019 “Për caktimin e shtesave makroprudenciale të kapitalit”

1. Norma e shtesës kundërciklike të kapitalit (KUNC) për Shqipërinë është 0%.
2. Përcaktohen bankat me rëndësi sistemike (BARS) dhe shtesat përkatëse të kapitalit (SIST).
3. Shtesat makroprudenciale të kapitalit sipas pikave 1 dhe 2 të këtij vendimi, zbatohen së bashku me shtesën konservuese të kapitalit (KONS) sipas tabelës 2, të nenit 10, pika 1, të rregullores 41/2019.

4. Shtesat makroprudenciale të kapitalit, sipas pikës 3 të këtij vendimi, zbatohen dhe mbahen në nivel institucioni të veçantë (*solo basis*).

5. Bankat duhet të raportojnë shkallën e përmbushjes së shtesave makroprudenciale të kapitalit sipas paragrafit 3 të këtij vendimi, në datën 29 mars 2020.

33. VENDIM nr.51 datë: 3.7.2019 “Për masat për ristrukturimin e kredive”

Rregullorja siguron një platformë për komunikim midis bankave dhe kredimarrësve të këqinj, me qëllim lehtësimin e procesit të rishikimit / ristrukturimit të kredisë dhe, ku është e mundur, shmangien e procedurave të gjata gjyqësore dhe me kosto.

Vendimi nr. 52 gjithashtu u miratua për të ndryshuar rregulloren "Për menaxhimin e rrezikut të kredisë", duke ulur në 2 vjet (nga "3 vjet") kohën maksimale për një kredi të klasifikuar si "fikse".

34. VENDIM datë: 16.3.2020 “Për riskedulimin e kësteve të kredive”

Intervenimi i parë për bankat dhe institucionet e tjera financiare, ndodhi në mars 2020 (16.3.2020), bazuar në një urdhër të përbashkët të Bankës së Shqipërisë dhe qeverisë (17.3.2020 dhe i efektshëm menjëherë). Masat për riskedulimin e kësteve të kredisë hyjnë në fuqi në datën 13 mars 2020 dhe zgjasin deri në datën 31 maj 2020.

Masat rregullatore të intervenimit të dytë synonin pezullimin e kërkesave për klasifikimin dhe përgatitjen e kredive deri në fund të gushtit 2020, por edhe lehtësimin e klasifikimit dhe përgatitjes për kreditë e ristrukturuara mes 12 marsit dhe dhjetorit 2020.

35. VENDIM nr. 23, datë: 1.4.2020 “Për peshën e rrezikut”

Vendimi prezantoi një nen tranzitor në rregulloren "Për ekspozimet e mëdha", sipas të cilit ekspozimet e bankave në titujt e borxhit të Qeverisë në valutë të huaj, të lëshuar gjatë vitit 2020 dhe deri në maturitet, u përjashtuan për qëllime të llogaritjes së ekspozimit maksimal të lejuar. Efektivisht, kjo do të thotë zvogëlimin në 0% të koeficientit të rrezikut të përdorur për llogaritjen e ekspozimit të rrezikut në këto tituj borxhesh. Dy vendimet e Këshillit Mbikëqyrës të BSH-së, lidhur me ndarjen e fitimeve të bankave janë:

I pari, nr. 24, më 8.4.2020 (në fuqi menjëherë). Vendimi i parë (nr. 24) kërkonte që bankat të pezullojnë shpërndarjen e dividendëve deri në fund të qershorit 2020.

I dyti, nr. 40, më 1.7.2020 (në fuqi menjëherë). Vendimi i dytë (nr. 40) kërkonte që bankat të pezullojnë shpërndarjen e dividendëve deri në fund të vitit 2020.

36. VENDIM Nr. 63, datë: 4.11.2020 “Për raportin e levës financiare të bankave”

Kjo rregullore përcakton kriteret dhe rregullat për llogaritjen e raportit të levës financiare të bankave, si dhe të nivelit minimal të këtij raporti. Rregullorja vjen në

kuadër të përafrimit të mëtejshëm të kërkesave të Bankës së Shqipërisë me kërkesat e Bazel III mbi raportin e levës financiare dhe të rregulloreve evropiane[1] mbi raportin e levës financiare, në përmbushje edhe të objektivave strategjike të Bankës së Shqipërisë dhe të angazhimeve të saj në kuadër të Marrëveshjes së Stabilizim-Asociimit dhe të hapave që do të ndërmerren për përputhshmërinë me *Acquis* të Bashkimit Evropian.

37. VENDIM Nr. 5958, datë: 29.12.2020 “Për caktimin e shtesës kundërciklike të kapitalit”

1. Norma e shtesës kundërciklike të kapitalit (KUNC) për Shqipërinë është 0 (zero) për qind.
2. Bankat duhet të raportojnë shkallën e përmbushjes së shtesës kundërciklike të kapitalit sipas paragrafit 1, duke filluar nga data 1 janar 2022.

38. VENDIM Nr. 4, datë: 13.1.2021 "Për ndalimin e shpërndarjes së fitimeve nga bankat".

Pezullohet shpërndarja nga ana e bankave të fitimit të vitit 2020 dhe të fitimit që do të realizohet gjatë vitit 2021, deri më datë 31 dhjetor 2021.

39. VENDIM Nr. 5, datë: 13.1.2021 "Për ndryshimin e rregullores 'Për menaxhimin e riskut kreditor të bankave dhe degëve të bankave të huaja'"

U miratua shtyrja në kohë e masave:

1. Shtyhen efektet e pikës a) të vendimit të Këshillit Mbikëqyrës nr. 33, datë 28.05.2020 për mënyrën e klasifikimit dhe provigjionimit të kredive të ristrukturuara deri në datën 31 mars 2021. Kështu kreditë e ristrukturuara deri më 31 mars 2021 mund të ruajnë të njëjtin klasifikim dhe provigjionim me ato para provigjionimit.

40. VENDIM Nr.1767, datë: 31.3.2021 “Për caktimin e shtesave makroprudenciale të kapitalit”

1. Norma e shtesës kundërciklike të kapitalit (KUNC) për Shqipërinë është 0 për qind, dhe do të përmbushet duke filluar nga data 31 mars 2022.
2. Përcaktohen bankat me rëndësi sistematike (BARS) dhe shtesat përkatëse të kapitalit (SIST).
3. Shtesat makroprudenciale të kapitalit sipas pikave 1 dhe 2 të këtij vendimi, zbatohen së bashku me shtesën konservuese të kapitalit (KONS) sipas tabelës 2, të nenit 10, pika 1, të rregullores 41/2019, ku vlera e KONS-it për të gjithë vitin 2022 është në nivelin 1.5 për qind.
4. Shtesat makroprudenciale të kapitalit, sipas pikës 3 të këtij vendimi, zbatohen dhe mbahen në nivel institucioni të veçantë (solo basis).

41. VENDIM Nr. 3089, datë: 30.06.2021 “Për caktimin e shtesës kundërciklike të kapitalit”

1. Norma e shtesës kundërciklike të kapitalit (KUNC) për Shqipërinë është 0 (zero) për qind.
2. Bankat duhet të raportojnë shkallën e përmbushjes së shtesës kundërciklike të kapitalit sipas paragrafit 1, duke filluar me datën 30 qershor 2022.

42. VENDIM Nr. 4217, datë: 30.9.2021 “Për caktimin e shtesës kundërciklike të kapitalit”

1. Norma e shtesës kundërciklike të kapitalit (KUNC) për Shqipërinë është 0 (zero) për qind.
2. Bankat duhet të raportojnë shkallën e përmbushjes së shtesës kundërciklike të kapitalit sipas paragrafit 1, duke filluar nga data 30 shtator 2022.

43. VENDIM nr. 54, datë: 9.11.2021 “Për ndryshimin e rregullores "Për përshtatshmërinë e nivelit të kapitalit””

Vendimi përcaktoi se bankat mund të aplikojnë një peshë rreziku prej 0% për ekspozimet në:

- Titujt e borxhit në monedhë të huaj të lëshuar nga Qeveria gjatë vitit 2021, deri në datën e tyre të përfundimit;
- Kreditë në monedhë të huaj të dhëna Operatorit të Shpërndarjes së Energjisë (OSHEE sh.a.) gjatë vitit 2021, kur janë plotësisht të garantuara nga Qeveria dhe deri në datën e tyre të përfundimit.

44. VENDIM Nr. 5822, datë: 30.12.2021 “Për caktimin e shtesës kundërciklike të kapitalit”

1. Norma e shtesës kundërciklike të kapitalit (KUNC) për Shqipërinë është 0 (zero) për qind.
2. Bankat duhet të raportojnë shkallën e përmbushjes së shtesës kundërciklike të kapitalit sipas paragrafit 1, duke filluar me datën 30 dhjetor 2022.

45. VENDIM Nr. 6, datë: 2.2.2022 “Për pezullimin e shpërndarjes së fitimit nga bankat”

Në bazë të këtij vendimi, pezullohet deri në fund të vitit 2022, shpërndarja nga ana e bankave, e fitimit të vitit 2021 dhe e fitimit që do të realizohet gjatë vitit 2022.

46. VENDIM Nr. 1403, datë: 31.3.2022 “Për caktimin e shtesave makroprudenciale të kapitalit”

1. Norma e shtesës kundërciklike të kapitalit (KUNC) për Shqipërinë është 0 për qind, dhe do të përmbushet duke filluar nga data 31 mars 2023.

2. Përcaktohen bankat me rëndësi sistemike (BARS) dhe shtesat përkatëse të kapitalit (SIST).

3. Shtesat makroprudenciale të kapitalit sipas pikave 1 dhe 2 të këtij vendimi, zbatohen së bashku me shtesën konservuese të kapitalit (KONS) sipas tabelës 2, të nenit 10, pika 1, të rregullores 41/2019, ku vlera e KONS-it për të gjithë vitin 2023 është në nivelin 2.0 për qind.

4. Shtesat makroprudenciale të kapitalit, sipas pikës 3 të këtij vendimi, zbatohen dhe mbahen në nivel institucioni të veçantë (solo basis).

47. VENDIM Nr. 2796, datë: 30.6.2022 “Për caktimin e shtesës kundërciklike të kapitalit”

1. Norma e shtesës kundërciklike të kapitalit (KUNC) për Shqipërinë është 0 (zero) për qind.

2. Bankat duhet të raportojnë shkallën e përmbushjes së shtesës kundërciklike të kapitalit sipas paragrafit 1, duke filluar me datën 30 qershor 2022

48. VENDIM Nr. 4221, datë: 30.09.2022 “Për caktimin e shtesës kundërciklike të kapitalit”

1. Norma e shtesës kundërciklike të kapitalit (KUNC) për Shqipërinë është 0 (zero) për qind.

2. Bankat duhet të raportojnë shkallën e përmbushjes së shtesës kundërciklike të kapitalit sipas paragrafit 1, duke filluar me datën 2 tetor 2023.

Lista e referencave

- [1] Adrian, T and H S Shin (2012): “Procyclical leverage and value-at-risk”, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, 338, Federal Reserve Bank, New York.
- [2] Adrian, T. (2007). “Measuring Risk in the Hedge Fund Sector”. *Current Issues in Economics and Finance*, XIII(3), fv. 1-7.
- [3] Adrian, T., Shin. H., (2009) “Money, Liquidity, and Monetary Policy”, *American Economic Review*, 99 (2): 600-605.DOI: 10.1257/aer.99.2.600
- [4] Adrian, T., Shin. H., (2010). “Financial Intermediaries and Monetary Economics”, Chapter 12 in *Handbook of Monetary Economics*, 2010, vol. 3, pp 601-650 from Elsevier
- [5] Aiyar, S, W Charles, C Calomiris and W Tomasz (2014): “Identifying channels of credit substitution when bank capital requirements are varied”, Bank of England Working Paper, no 485, January.
- [6] Albertazzi, U., Barbiero, F., Marques Ibanez, D., Popov, A., Rodriguez D’Acri, C., & Vlassopoulos, T. (2021). “Monetary policy and bank stability: the analytical toolbox reviewed”. Brussels: European Central Bank.
- [7] Allen, F and G Douglas (2000): “Bubbles and crises”, *Economic Journal*, vol 110, no 460, pp 236–55.
- [8] Altavilla, C., Laeven, L., & Peydró, J. L. (2020). “Monetary and Macroprudential Policy Complementarities: evidence from European credit registers”. ECB Working Paper No. 2504. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2504~2ea8ce96ed.en.pdf>.
- [9] Angelini, P., Neri, S., Panetta, F., (2011). “Monetary and macroprudential policies”, ECB Working Paper Series No 1449 / July 2012
- [10] Angeloni, I., Faia, E., & Lo Duca, M. (2010). “Monetary Policy and Risk Taking”. Brussel: Bruegel.
- [11] Apostolakis George & Athanasios P. Papadopoulos, 2019. "Financial Stability, Monetary Stability and Growth: a PVAR Analysis," *Open Economies Review*, Springer, vol. 30(1), pages 157-178, February.
- [12] Baillu, J., Meh, C., and Zhang, Y., (2012), “Macroprudential Rules and Monetary Policy When Financial Frictions Matter”, Bank of Canada Working Paper 12–06.
- [13] Bank of Albania (2023), <https://www.bankofalbania.org/>
- [14] Baxa, J., Horváth, R., & Vašíček, B. (2011). “Time-Varying Monetary Policy Rules and Financial Stress”. Institute of Information Theory and Automation Seminar (fv. 1-36). Prague: Academy of Sciences of the Czech Republic.
- [15] Bean, C, P Matthias, P Adrian, and T Taylor (2010): “Monetary policy after the fall”, Federal Reserve Bank of Kansas City in *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead: Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium*, Jackson Hole.
- [16] Beau, D., Clerc, L., Mojon, B., “Macro-Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy (July 1, 2012)”. Banque de France Working Paper No. 390, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2132404> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2132404>

- [17] Bernanke, B. (2018). "Financial panic and credit disruptions in the 2007-09 crisis". Gjetur në Brookings: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2018/09/13/financial-panic-and-credit-disruptions-in-the-2007-09-crisis/>
- [18] Bernanke, B., Gertler, M. and Gilchrist, S. (1996): "The financial accelerator and the flight to quality", *Review of Economics and Statistics*, vol 78, no 1.
- [19] Bhattacharya, S. (1982): "Aspects of monetary and banking theory and moral hazard", *Journal of Finance*, vol 37, pp 371–384.
- [20] Black, L. K., & Rosen, R. J. (2007). "How the Credit Channel Works: Differentiating the Bank Lending Channel and the Balance Sheet Channel". Federal Reserve System Conference on Bank Structure and Competition (fv. 1-49). Chicago IL: Federal Reserve Bank of Chicago.
- [21] Bochmann, P., Dieckelmann, D., Fahr, S., & Ruzicka, J. (2023). "Financial stability considerations in the conduct of monetary policy." ECB Working Paper Series No. 2870.
- [22] Bond, P., Edmans, A., & Goldstein, I. (2012). "The real effects of financial markets". Brussels: European Corporate Governance Institute.
- [23] Borio, C and Zhu, H. (2008): "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?", BIS Working Paper, no 268, December. 2008
- [24] Borio, C. (2010). "Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism". Basel: Bank for International Settlements.
- [25] Borio, C., & White, W. R. (2003). "Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes". Symposium on Monetary Policy and Uncertainty (fv. 131-211). Kansas City: Federal reserve Bank of Kansas City.
- [26] Borio, C., Lowe, Ph (2002). "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", BIS Working Papers No 114
- [27] Borio, C., Drehmann, M., (2009). "Assessing the Risk of Banking Crises" – Revisited (March 2, 2009). BIS Quarterly Review, March 2009, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1513316>
- [28] BQE (2000). "The two pillars of the ECB's monetary policy strategy". ECB Monthly Bulletin, fv. 37-48.
- [29] BQE, (2023). Transmission mechanism of monetary policy. Gjetur në European Central Bank | Eurosystem: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>
- [30] Braun, B. (2018). "Central Bank Planning: Unconventional Monetary Policy and the Price of Bending the Yield Curve". (J. Beckert, & R. Bronk, Red.) *Uncertain Futures: Imaginaries, Narratives, and Calculation in the Economy*, 194-216.
- [31] Brunnermeier, M.K., Eisenbach, Th., Sannikov, Y., (2013). "Macroeconomics with Financial Frictions: A Survey", National Bureau Of Economic Research, Working Paper 18102
- [32] Brunnermeier, M.K., Schnabel, I., (2016). "Bubbles and Central Banks: Historical Perspectives", Book Chapter of *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?*. Cambridge University Press

- [33] Bruno Valentina & Ilhyock Shim & Hyun Song Shin, 2015. "Comparative assessment of macroprudential policies," BIS Working Papers 502, Bank for International Settlements.
- [34] Bruno, V, and H S Shin (2012): "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy", 11th BIS Annual Conference, Bank for International Settlements, Basel.
- [35] BSH (2022), Raporti Vjetor, Banka e Shqipërisë
- [36] BSH, (2017) "Strategjia makroprudenciale e Bankës së Shqipërisë", Banka e Shqipërisë
- [37] BSH, (2019), Raporti Vjetor i Bankës së Shqipërisë, Banka e Shqipërisë
- [38] BSH, (2023), Raporti Tremujor i Politikës Monetare, Banka e Shqipërisë
- [39] BSH, (2024), Raporti i Politikës Monetare 2024/I, Banka e Shqipërisë
- [40] BSH, (2015) "Dokumenti i Politikës Monetare të Bankës së Shqipërisë", Banka e Shqipërisë
- [41] BSH, (2021). Strategjia afatmesme e zhvillimit të Bankës së Shqipërisë për periudhën 2022-2024, Banka e Shqipërisë.
- [42] Carare, A., & Tchaidze, R. (2005). The Use and Abuse of Taylor Rules: How Precisely Can We Estimate Them? Washington D.C.: International Monetary Fund.
- [43] Çeliku, E., & Hoxholli, R. (2008). Matje të reja të inflacionit bazë: përdorimi i tyre në parashikim dhe analizë, Seria e Materialeve të Diskutimit Banka e Shqipërisë, Tiranë, Mars 2008.
- [44] Choi, W. G., and D. Cook, (2018), "Policy Conflicts and Inflation Targeting: The Role of Credit Markets," IMF Working Paper, No. 18/72 (Washington D.C.: International Monetary Fund).
- [45] Ciccarelli, M, A Maddaloni, and J-L Peydró (2010): "Trusting the bankers, a new look at the credit channel of monetary policy", ECB Working Paper Series, no 1228, European Central Bank, Frankfurt.
- [46] Ciccarelli, M., Maddaloni, A., & Peydró, J. (2013). "Heterogeneous transmission mechanism: Monetary policy and financial fragility in the Euro area." ECB Working Paper Series No. 1527, March 2013.
- [47] Coman, A., Lloyd, S.P., (2022), "In the face of spillovers: Prudential policies in emerging economies", Journal of International Money and Finance, Vol. 122, Apr. 2022, 102554
- [48]
- [49] Cozzi, G., DarracqPariès, M., Karadi, P., Körner, J., Kok, C., Mazelis, F., Nikolov, K., Rancoita, E., Van der Ghote, A., and Weber, J. (2020), "Macroprudential policy measures: macroeconomic impact and interaction with monetary policy", ECB, Working Paper Series No 2376.
- [50] Crockett, A., (2006): Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability Remarks by Mr Andrew Crockett, General Manager of the Bank for International Settlements and Chairman of the Financial Stability Forum, before the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, held in Basel, 20-21 September 2000.

- [51] Darracq Paries, M., Kok, C. and Rancoita E. (2019). Macroprudential policy in a monetary union with cross-border banking. ECB Working Paper No. 2260. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2260~30decf9827.en.pdf>.
- [52] De Paoli, B., Paustian, M., (2013), “Coordinating Monetary and Macroprudential Policies”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 653
- [53] Del Negro, M and C Otrok (2007): “99 Luftballons: monetary policy and the house price boom across U.S. states”, *Journal of Monetary Economics*, vol 54, pp 1962–985.
- [54] Dell’Ariccia, G, L Laeven, and R Marquez (2015): “Bank leverage and monetary policy's risk-taking channel: evidence from the United States”, International Monetary Fund, mimeo.
- [55] Dell'Ariccia, G., Kadyrzhanova, D., Minoiu, C., Ratnovski. L. , (2017), “Bank Lending in the Knowledge Economy”, IMF Working Paper No. 2017/234
- [56] Dell'Ariccia, G., Laeven, L., & Suarez, G. (2013). Bank Leverage and Monetary Policy's Risk-Taking Channel: Evidence from the United States. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- [57] Dimova, D., Kongsamut, P., & Vandebussche, J. (2016). Macroprudential Policies in Southeastern Europe (IMF Working Paper No. 2016/029). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Macroprudential-Policies-in-Southeastern-Europe-43709>
- [58] Dupor, B. (2022). Examining Long and Variable Lags in Monetary Policy. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.
- [59] Dushku, E., (2010) “Financial developmmment and economic growth: The Albanian case”, Bank of Albania Working Paper
- [60] Dushku, E., Frashëri, A., (2018), “Provisioning of loan losses in the Albanian banking sector”, Bank of Albania Working Paper, 32(71).
- [61] Dushku, E., Kota, V., (2014) “The Financial Model for Albania: A panel data approach”, Bank of Albania Working Paper, 15(54).
- [62] Dushku, E., (2016). “Some Empirical Evidence of Loan Loss Provisions for Albanian Banks”, *Journal of Central Banking and Practice*, Vol. 2, pp. 157-173.
- [63] Fazio, D. M., T. C. Silva, B. M. Tabak, and D. O. Cajueiro, 2018, “Inflation Targeting and Financial Stability: Does the Quality of Institutions Matter?” *Economic Modelling*, Vol. 71 (April), pp. 1–15.
- [64] Ferguson Jr., R. W. (2002). Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective? Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems (fv. 1-13). Washington, D.C.,: International Monetary Fund 2002.
- [65] Ferguson Jr., R. W. (2005). Asset prices and monetary liquidity. Seventh Deutsche Bundesbank Spring Conference (fv. 1-9). Berlin: Deutsche Bundesbank.
- [66] Floro, D., and Van Roye, B. (2017). Threshold effects of financial stress on monetary policy rules: a panel data analysis. ECB Working Paper Series, fv. 1-42. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2042.en.pdf>

- [67] Gambacorta, L. (2009). Monetary policy and the risk-taking channel. *BIS Quarterly Review*, fv. 43-53, Dec. 2009
- [68] Gambacorta, L., and Marques-Ibanez, D. (2011). The bank lending channel; lessons from the crisis. Brussels: European Central Bank.
- [69] Gambacorta, L., and Van Rixtel, A. (2013). Structural bank regulation initiatives: approaches and implications. Monetary and Economic Department. Basel: Bank for International Settlements.
- [70] Gambacorta, L., and Shin, H. S., (2018), “Why Bank Capital Matters for Monetary Policy,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 35 (July), pp. 17–29.
- [71] Garcia Revelo, J. D., and Leveuge, G., 2022, “When Could Macroprudential and Monetary Policies Be in Conflict?” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 139 (June), 106484.
- [72] Gelain, P., Lansing, K., Mendicino, C., (2012). "House Prices, Credit Growth, and Excess Volatility: Implications for Monetary and Macroprudential Policy", *International Journal of Central Banking*, *International Journal of Central Banking*, vol. 9(2), pages 219-276, June.
- [73] Goodhart, C, Tsomocos, D., and Vardoulakis, A., (2009): "Foreclosures, monetary policy and financial stability," conference proceedings of the 10th International Academic Conference on Economic and Social Development, Moscow.
- [74] Gorton, G. (2009). Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007. *Financial Innovation and Crisis* (fv. 1-53). Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta.
- [75] Gruen, D., Romalis, J., & Chandra, N. (1997). The lags of monetary policy. Sydney: Reserve Bank of Australia.
- [76] Hahm, J H, F Mishkin, H S Shin, and K Shin (2012): “Macroprudential policies in open emerging economies,” NBER Working Paper Series 17780, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- [77] Hofmann, B., & Bogdanova, B. (2012). Taylor rules and monetary policy: a global “Great Deviation”? *BIS Quarterly Review*, fv. 37-49.
<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102554>
- [78] https://ideas.repec.org/a/kap/openec/v30y2019i1d10.1007_s11079-018-9507-y.html
- [79] Ibrahimi F. and Salko D., (2001), “Financial System in Albania”, Albania Between Domestic Reforms and European Integration, National Conference, BoA, 2001.
- [80] IFS, FMN (2023), *International Financial Statistics*, IMF, 2023.
- [81] Igan, D., Kirti, D., & Martinez Peria, S. (2020). The Disconnect between Financial Markets and the Real Economy. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- [82] Illing, G (2007): “Financial stability and monetary policy — a framework”, CESifo Working Paper, no 1971.
- [83] IMF (2023), “Macroprudential Policy and Bank Systemic Risk: Does Inflation Targeting Matter?” IMF Working Paper No. WP/2023/119
- [84] IMF, 2013a, The interaction of monetary and macroprudential policies, International Monetary Fund, Washington.

- [85] IMF, (2013b), The interaction of monetary and macroprudential policies—background paper, International Monetary Fund, Washington.
- [86] IMF, (2013c), Key aspects of macroprudential policies, International Monetary Fund, Washington.
- [87] IMF, (2023), “Macroprudential Policy and Bank Systemic Risk: Does Inflation Targeting Matter?” IMF Working Paper No. WP/2023/119
- [88] Ireland, P. N. (2005). The monetary transmission mechanism. Boston: Federal Reserve Bank of Boston. doi:No. 06-1
- [89] Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J.L., and Saurina, J., (2012): “Credit supply and monetary policy: identifying the bank-balance sheet channel with loan applications”, American Economic Review, vol 102 (5), pp 2301–2326.
- [90] Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J.L., and Saurina, J., (2014): “Hazardous times for monetary policy: what do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?” *Econometrica*, vol 82 (2), pp 463–505.
- [91] Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J.L., (2012) “Credit supply and monetary policy: Identifying the bank balance-sheet channel with loan applications”, *The American Economic Review*, August 2012
- [92] Jordà. O., Schularick, M., Taylor, AM., (2015) “Leveraged bubbles”. *Journal of Monetary Economics*, 2015- Elsevier.
- [93] Kalluci, I., (2011) “Analysis of the Albanian banking system in a risk-performance framework”, Bank of Albania, Working Paper 03(206)2011
- [94] Kannan, P., Rabanal, P., and Scott, A M., (2009), “Macroeconomic Patterns and Monetary Policy in the Run-Up to Asset Price Busts” (November 2009). IMF Working Paper No. 09/252, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1512257>
- [95] Kapetanios, G., Marcellino, M., Papailias, F., & Mazzi, G. L. (2020). New methods for timely estimates. *Statistical Working Papers*. Eurostat.
- [96] Karadi, P., & Nakov, A. (2020). Effectiveness and addictiveness of quantitative easing. *Journal of Monetary Economics*, Volume 117, January 2021, Pages 1096-1117.
- [97] Kim, K., Kim, B.K., & Park, H. (2011). "Monetary policy framework and financial procyclicality: international evidence." *BIS Papers* No. 60.
- [98] Kim, S and A Mehrotra (2018): “Effects of monetary and macroprudential policies – evidence from four inflation targeting economies”, *Journal of Money, Credit and Banking* 50(5), pp. 967–92.
- [99] Kota, V., Saqe, A., (2013) “Një indeks i rrezikut sistematik financiar për Shqipërinë”, Banka e Shqipërisë, Material Diskutimi 03(62) 2013.
- [100] Kota, V., Saqe, A., (2019) “A financial cycle for Albania”, Bank of Albania Working Paper, 41(80)2019
- [101] Krishnamurthy, A. (2009). How debt markets have malfunctioned in the crisis. NBER Working Paper No. 15542 November 2009.

- [102] Laeven, L., Maddaloni, A., and Mendicino, C., (2022), “Monetary Policy, Macroprudential Policy and Financial Stability”, ECB Working Paper No. 2022/2647, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4043288> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4043288>
- [103] Lambertini, L., Mendicino, C., and Punzi, M.T., (2011) “Leaning against boom–bust cycles in credit and housing prices”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2013, vol. 37, issue 8, 1500-1522
- [104] Louati, S., and Y. Boujelbene, (2020), “Inflation Targeting and Bank Risk: The Interacting Effect of Institutional Quality,” *Cogent Business & Management*, Vol. 7 (1), 1847889.
- [105] Mendicino, C., Nikolov, K., Rubio Ramirez, J., Suarez, J. & Supera, D. (2020a). “Twin Defaults and Bank Capital Requirements”. CEPR Discussion Paper 14330. ECB Working Paper No. 2414. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2414~7e78d5098c.en.pdf>
- [106] Mendicino, C., Nikolov, K., Suarez, J., & Supera, D. (2020b). Bank Capital in the Short and in the Long Run. *Journal of Monetary Economics*, 115, 64-79.
- [107] Merrouche, O, and E Nier (2010): “What caused the global financial crisis? – Evidence on the drivers of financial imbalances 1999–2007”, IMF Working Paper, no 10/265, International Monetary Fund, Washington.
- [108] Miteza, I., Tanku, A.; Vika, I., (2023) “Is the floating exchange rate a shock absorber in Albania?: Evidence from SVAR models”, *Economic change & restructuring – Dordrecht: Springer Science & Business Media B.V.*, ISSN 1574-0277, ZDB-ID 2232275-9. - Vol. 56.2023, 2, p. 1297-1326
- [109] Nier, E., Kang, H., Mancini, T., Hesse, H., Columba, F., Tchaidze, R., Vandenbussche, J. (2012). "The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies—Background Paper." IMF Working Paper. Approved By Jan Brockmeijer.
- [110] Ouliaris, S., Pagan, A. R., & Restrepo, J. (2018). *Quantitative Macroeconomic Modeling with Structural Vector Autoregressions: An EViews Implementation*.
- [111] Paligorova, T., & Sierra Jimenez, J. A. (2012). Monetary policy and the risk-Taking channel: Insights from the lending behaviour of banks. *Bank of Canada Review*, 23-30.
- [112] Papavangjeli dhe Leka (2016) “Përcaktuesit mikro dhe makroekonomikë të marzhit neto të interesave në sistemin bankar shqiptar 2002-2014,” *Banka e Shqipërisë, Material Studimor*, 2016.
- [113] Papavangjeli, M., Bode A. dhe Vorpsi B. (2017), “Ndikimi i politikës monetare te marzhi neto i interesave: Evidencë për Shqipërinë”, *Revista Ekonomike 6M-I 2017*.
- [114] Papavangjeli, M., Bode, A., & Vorpsi, B. (2024). “Monetary Policy and Bank Profitability: Unveiling Nonlinearities in an Era of Low Interest Rates and Flattening Yield Curves”. *Bank of Albania Working Paper Series*.
- [115] Pesaran, M. H., Y. Shin, and R. J. Smith (2001), Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics* 16: 289–326. <https://doi.org/10.1002/jae.616>.

- [116] Praet, P., (2018), "The interaction between monetary policy and macroprudential policy", at the Money, Macro and Finance Research Group Conference on the Resilience of the Global Financial Architecture, London, 27 September 2018
- [117] Rama, A., (2016), "Investigating financial development and economic growth nexus. A Southeastern Europe perspective", Bank of Albania Working Paper 21(601)2016
- [118] Rey, H (2013): "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, August. 2013.
- [119] Rubio, M and F Yao (2019): "Macroprudential policies in a low interest-rate environment", Journal of Money, Credit and Banking, 52: 1565-1591. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12662>
- [120] Rudebusch, G., & Williams, J. C. (2008). Forecasting Recessions: The Puzzle of the Enduring Power of the Yield Curve. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.
- [121] Sanfey, P., & Milatović, J. (2019). The Western Balkans Regional Economic Area: From Economic Cooperation to Economic Integration. In R. Osbald & W. Bartlett (Eds.), Societies and Political Orders in Transition (pp. 15-27). Springer. Retrieved from https://ideas.repec.org/h/spr/socchp/978-3-319-93665-9_2.html
- [122] Saxe, Arisa, Minka, Odeta, dhe Kota, Vasilika (2015). "Harta e stabilitetit financiar në Shqipëri", Revista Ekonomike 6M-1 2015, Banka e Shqipërisë.
- [123] Schnabel, I. (2021). Monetary policy and financial stability [Regjistruar nga European Central Bank]. [Speech]. Frankfurt am Main, Gjermani.
- [124] Schularick, M., Taylor, A.M., (2012). "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008". American Economic Review, 102 (2): 1029-61
- [125] Sejko, G. (2021). "Banka Qendrore dhe Politikat e Saj në Kohën e COVID-19: Sfidat për të Ardhmen". Banka e Shqipërisë.
- [126] Sejko, G., (2018). "Studime mbi sistemin bankar dhe zhvillimin ekonomik", Banka e Shqipërisë, Tiranë, 2018, ISBN 978-9928-262-11-0
- [127] Sejko, G., (2022). "Banka qendrore dhe politikat e saj në kohën e covid-19, sfidat për të ardhmen", Banka e Shqipërisë
- [128] Sejko, G., Dushku, E., (2018). "Rritja ekonomike në Shqipëri: Evidenca të reja", botuar në librin "Studime mbi sistemin bankar dhe zhvillimin ekonomik", ed. Sejko, G., Banka e Shqipërisë, Tiranë, 2018, ISBN 978-9928-262-11-0
- [129] Sejko, G., Dushku, E., 2018, "Rritja ekonomike në Shqipëri: Evidenca të reja, në studime mbi sistemin bankar dhe zhvillimin ekonomik", ed. Sejko, G., Banka e Shqipërisë, Tiranë, 2018, ISBN 978-9928-262-11-0
- [130] Sejko, G., Tanku, A., Dushku, E., dhe Ceca, K., (2018). "Efikasiteti i shpërndarjes së portofoleve të kredive bankare në Shqipëri", botuar në librin "Studime mbi sistemin bankar dhe zhvillimin ekonomik", ed. Sejko, G., Banka e Shqipërisë, Tiranë, 2018, ISBN 978-9928-262-11-0

- [131] Shijaku, G., (2015). “The macroeconomic pass-through effects of monetary policy through sign restrictions approach: in the case of Albania”, Graduate Institute of International and Development Studies International Economics Department, Working Paper N IHEIDWP11-2015.
- [132] Shijaku, G., (2016). “Banking stability and its determinants: a sensitivity analysis on methodological changes”, Bank of Albania, Economic Review, H1,2016
- [133] Shijaku, G., (2016). “Roli i parës si një shtyllë e rëndësishme për politikën monetare: rasti i Shqipërisë”. Material Studimor i Bankës së Shqipërisë.
- [134] Shijaku, G., (2017). “Bank prudential behaviour and bank stability: How far do they go?” Journal of Banking and Financial Economics, 2(8), 127–150.
- [135] Shijaku, G., (2017). “How does competition affect bank stability after the global crises in the case of the Albanian banking system?”, South-Eastern Europe Journal of Economics, 2, 175-208.
- [136] Shijaku, G., (2020). “Stabiliteti bankar dhe lidhja e tij me konkurrencën midis bankave pas krizës financiare globale. Dëshmi të reja nga sektori bankar shqiptar”, Banka e Shqipërisë, Material Studimor 40(79) 2019.
- [137] Shijaku, H., Ceca, K., (2012). “A model for the credit risk in Albania using banks’ panel data”, Bank of Albania, Discussion Paper.
- [138] Silvo, A., 2019, “The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies”, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 51 (June), pp. 859–94.
- [139] Smets, F., (2014). “Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? Intenational Journal of Central Banking, June 2014
- [140] Statistical Office of the Republic of Serbia (2023). <https://www.stat.gov.rs/en-us/>
- [141] Svensson, L. E. (2003). Monetary Policy and Real Stabilization. NBER Working Paper Series (fv. 1-43). Cambridge MA: National Bureau of Economic Research.
- [142] Svensson, L. E. (2018). Monetary policy and macroprudential policy: Different and separate? The Canadian Journal of Economics, 802-827.
- [143] Svensson, L. E. (2019). The relation between monetary policy and financial-stability policy. fv. 283-309.
- [144] Tressel, T, and Y Zhang (2016): “Effectiveness and channels of macroprudential instruments”, IMF Working Paper, no 16/4, International Monetary Fund, Washington.
- [145] Van der Ghote, A. (2021). Replication data for: Interactions and Coordination between Monetary and Macroprudential Policies. American Economic Association [publisher], Inter-university Consortium for Political and Social Research [distributor]. <https://doi.org/10.3886/E118645V1>.
- [146] Vika, I., (2009). “Roli i bankave në transmetimin e politikës monetare në Shqipëri”, Material Studimor i Bankës së Shqipërisë.
- [147] Vika, I., dhe Suljoti, E., (2018). “Një rishikim mbi kanalin e kredisë bankare në mekanizmin e transicionit në Shqipëri”, në botimin me titull “Studime mbi sistemin bankar

- dhe zhvillimin ekonomik”, Sejko, G., (2018), Banka e Shqipërisë 2018, ISBN 9-789928-262110.
- [148] Woodford, M., (2012). “Inflation targeting and financial stability”, NBER Working Paper 17967
- [149] World Bank. (2019). Fostering Infrastructure Sharing in the Western Balkans: Balkans Digital Highway Pre-feasibility Studies Summary. Report No: AUS0000775. Retrieved from: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/936201561361920622/pdf/Summary.pdf>
- [150] Yellen, J.L., (2014). “Monetary policy and financial stability”, Speech at At the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- [151] Yellen, J.L., (2015). “Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspectives. The New Normal Monetary Policy”, San Francisco CA: Federal Reserve Bank of San Francisco.
- [152] Alam, Z., Alter, A., Eiseman, J., Gelos, G., Kang, H., Narita, M., Nier, E., and Wang N., (2019), “Digging Deeper--Evidence on the Effects of Macroprudential Policies from a New Database,” IMF Working Paper 2019, No. 19/66.