

UNIVERSITETI EUROPIAN I TIRANËS
FAKULTETI I EKONOMISË
DEPARTAMENTI I EKONOMISË
DHE ZHVILLIMIT TË QËNDRUESHËM

Temë Disertacioni

Në kërkim të gradës shkencore “Doktor”

ANALIZË
MBI FUNKSIONIMIN DHE
PROBLEMATIKËN E KANALIT TË NORMËS SË
INTERESIT NË SHQIPËRI, GJATË PERIUDHËS
2002-2013

Punoi:

Ilda Malile

Udhëheqës Shkencor:

Prof. Dr. Adrian Civici

Tiranë, Prill 2015

DEKLARATË AUTENTICITETI

Në zbatim të VKM nr. 593, dt.18.08.2011 “Për disa ndryshime dhe shtesa në Vendimin nr. 864, dt.05.12.2007 të Këshillit të Ministrave “Për hapjen e programeve të studimeve të doktoraturës në institucionet publike të arsimit të lartë dhe përcaktimin e kushteve që duhet të plotësojë kandidati për marrjen e diplomës për gradën shkencore “Doktor” të ndryshuar, si dhe në urdhërin e Ministrit të Arsimit dhe Shkencës, nr. 105, dt.23.03.2012 “Për miratimin e rregullores për Etikën në veprimtarinë kërkimore dhe botuese”:

Deklaroj me përgjegjësi të plotë personale që punimi i paraqitur në kërkim të marrjes së gradës shkencore “Doktor” është plotësisht autentik. Çdo material i marrë nga burime të treta është referuar sipas rregullave në fuqi.

Abstrakt

Qëllimi i këtij materiali është të investigojë përçimin e normës së interesit bazë tek normat e interesit të tregut ndërbankar, primar dhe atij me pakicë, duke përdorur të dhëna me frekuencë mujore për periudhën 2002M01: 2013M03. Një kuptim më i mirë dhe i plotë mbi procesin e përçimit të normës së interesit është i rëndësishëm për një bankë qendrore, sepse magnituda dhe shpejtësia e tij do të përcaktojë efikasitetin e transmissimit të politikës monetare në Shqipëri. Në të njëjtën kohë, materiali synon të vlerësojë karakteristikat lineare dhe asimetrike të përçimit të normës së interesit. Më konkretisht, studimi synon të investigojë nëse ky përçim ndryshon ndaj ndryshimeve pozitive apo negative, dhe ndaj ndryshimeve të mëdha apo të vogla në normën bazë ose në normat e tregut ndërbankar dhe primar. Gjithashtu, materiali synon të studiojë empirikisht nëse karakteristikat e përçimit të normës bazë së interesit kanë ndryshuar me kohën, duke e përsëritur analizën empirike në tre periudha: 2002m01: 2013m03 (gjithë periudha); 2002m01: 2008m12 (periudha para krizës) dhe 2009m01: 2013m03 (periudha pas krizës). Studimi gjen se norma bazë është e kointegruar kryesisht me normat e interesit të tregut primar dhe ndërbankar, ndërsa me normat e interesit të tregut me pakicë norma bazë rezulton të jetë më pak e kointegruar. Çdo ndryshim në normën e interesit të tregut ndërbankar dhe primar rezulton të përçohet më shpejt tek norma e interesit të depozitave se sa tek ato të kredisë. Një gjetje tjetër e studimit është se kriza financiare rezulton të ketë ndikuar në përçimin e normës së interesit. Analiza empirike tregoi se normat e interesit të tregut ndërbankar, primar dhe atij me pakicë reagojnë më fort ndaj një politike monetare ekspansioniste sesa ndaj një politike monetare shtrënguese, duke vërtetuar hipotezën e asimetrisë në përçimin e normës së interesit.

Abstract

The aim of this study is to estimate the interest rate pass through from the monetary policy rate to interbank, primary and retail interest rates, utilizing data at monthly frequency for the period 2002M01: 2013M03. A better and thorough understanding of the process of interest rate pass-through is very important for a central bank, given that its magnitude and speed defines the efficiency of monetary policy transmission in Albania. Also, the study aims to investigate the linear and asymmetric characteristics of interest rate pass-through. More specifically, the study seeks to estimate whether such pass-through differs between positive or negative changes, and between big or small changes in money market or retail market interest rates. Finally, the material tries to empirically study whether the characteristics of interest rate pass-through have changed over time by conducting the empirical analysis over three periods: 2002m01: 2013m03 (whole period); 2002m01: 2008m12 (pre-crisis period) and 2009m01: 2013m03 (after-crisis period).

The study finds that base rate of monetary policy is cointegrated mainly with interbank and primary market rates, and less cointegrated with retail market rates. Any change in interbank or primary market rate is found to be faster transmitted to deposit rates rather than to loans rates. Another finding of the study is that the financial crisis had an impact on the interest rate pass-through. Also, the empirical study shows that the interest rates of the interbank, primary and retail rates are more responsive to a contractionary monetary policy rather than to an expansionary one, thus supporting the asymmetry hypothesis of the interest rate pass-through.

Realizimi i këtij punimi doktore është fryt i një pune kërkimore dhe shkencore disa vjeçare ku kanë dhënë kontribut disa profesorë të shquar të ekonomisë shqiptare me të cilët kam patur rast dhe fat të konsultohem. Në mënyrë të veçantë do të përmend personat të cilët më kanë ndihmuar në kristalizimin e këtij punimi shkencor.

Mbi të gjitha do të falenderoja udhëheqësin tim Prof. Dr. Adrian Civici, i cili më ka inkurajuar dhe mbështetur në mënyrë të vazhdueshme përgjatë gjithë procesit të krijimit dhe studimit të këtij punimi duke më përcjellë mendime kritike dhe profesionale.

Një falenderim i veçantë shkon për dy profesorë të shquar, të cilët më drejtuan në fillimet e vështira të këtij studimi doktoral. Një falenderim mirënjohës për Prof. Dr. Luljeta Minxhozi dhe PhD. Arjan Kadareja, të cilët kontribuan në qartësimin e punimit duke përmendur autorët kryesorë dhe debatet e nxehta të ditëve të sotme.

Nuk mund të lë pa falenderuar dy persona mjaft të rëndësishëm në jetën time, të cilët në mënyrën e tyre më kanë mbështetur moralisht në realizimin e këtij punimi të gjatë shkencor. Ai është babai im, i cili e ka pritur me shumë dëshirë fillimin e kësaj pune dhe më ka nxitur emocionalisht dhe profesionalisht si edhe vajza ime, e cila ka sakrifikuar mungesën time për një kohë relativisht të gjatë.

Hyrja

✚ Motivimi dhe objektivat	1
✚ Historiku i politikës monetare.....	4
✚ Një vështrim i përgjithshëm mbi sistemin financiar dhe ekonominë shqiptare	6
✚ Organizimi i punimit	15

Kapitulli I

1. Këndvështrim teorik mbi kanalet e transmetimit të politikës monetare

1.1 Literatura teorike.....	17
1.1.1 Kanalet e mekanizmit të transmetimit të politikës monetare.....	17
1.1.2 Përçimi i normës së interesit	23
1.2 Literatura empirike.....	34
1.2.1 Ekonomitë e zhvilluara.....	34
1.2.2 Ekonomitë në zhvillim.....	47
1.3 Literatura empirike mbi mekanizmin e transmetimit të politikës monetare në rastin e Shqipërisë	52

Kapitulli II

2. Metodologjia dhe rezultatet

2.1 Përçimi nga norma bazë e interesit tek normat e interesit të tregut me pakicë në një kuadër dy-hapësh	58
2.1.1 Të dhënat.....	58
2.1.2 Shtrimi i modelit VECM dhe testet diagnostike.....	69
2.1.3 Rezultatet.....	75
2.2 A(Simetria) e përçimit të normës së interesit.....	82
2.2.1 Metodologjia.....	82
2.2.2 Rezultatet.....	83

2.3	Jo(lineariteti) i përçimit të normës së interesit.....	91
2.3.1	Metodologjia.....	91
2.3.2	Rezultatet.....	92

Kapitulli III

3. Analizë krahasuese mbi përçimin e normës së interesit: Shqipëria krahasuar me Evropën Qendrore, Lindore dhe Jug-lindore

3.1	Qëllimi i analizës krahasuese	102
3.2	Përshkrimi i të dhënave, metodologjia dhe rezultatet empirike.....	105
3.3.	Konkluzione dhe fusha të tjera për hulumtim.....	111

Kapitulli IV

4. Debatet kryesore të politikës monetare në ditët e sotme

4.1	Teoritë konvencionale dhe jokonvencionale	116
4.2	Inflacioni dhe deflacioni.....	125
4.3	Stabiliteti i çmimeve vs. stabiliteti financiar.....	136

Kapitulli V

5. Konkluzione dhe fusha të tjera për hulumtim

5.1	Konkluzione.....	149
5.2	Fusha të tjera për hulumtim.....	151
	Referencat.....	153
	Shtojca.....	170

Lista e Tabelave

Tabela 1	Lista e institucioneve të licensuara nga Banka e Shqipërisë ndër vite
Tabela 2	Pesha e segmenteve të sistemit financiar ndaj PBB-së ndër vite, në %
Tabela 3	Simbolika e treguesve të përdorur në studim
Tabela 4	Rezultatet e korrelacionit ndërmjet serive të normave të interesit
Tabela 5	Faza e parë e përçimit të normës së interesit
Tabela 6	Përçimi indirekt i normës së interesit (<i>overarching</i>)
Tabela 7	Faza e dytë e përçimit të normës së interesit
Tabela 8	Asimetria e përçimit të normës së interesit (faza e dytë e përçimit), gjithë periudha
Tabela 9	Asimetria e përçimit të normës së interesit (faza e parë e përçimit dhe përçimi indirekt), periudha para krizës
Tabela 10	Asimetria e përçimit të normës së interesit (faza e dytë e përçimit), periudha para krizës
Tabela 11	Asimetria e përçimit të normës së interesit (faza e parë e përçimit dhe përçimi indirekt), periudha pas krizës
Tabela 12	Asimetria e përçimit të normës së interesit (faza e dytë e përçimit), periudha pas krizës
Tabela 13	Lineariteti i përçimit të normës së interesit (faza e parë e përçimit dhe përçimi indirekt), gjithë periudha
Tabela 14	Lineariteti i përçimit të normës së interesit (faza e dytë e përçimit), gjithë periudha

Tabela 15	Lineariteti i përçimit të normës së interesit (faza e parë e përçimit dhe përçimi indirekt), periudha para krizës
Tabela 16	Lineariteti i përçimit të normës së interesit (faza e dytë e përçimit), periudha para krizës
Tabela 17	Lineariteti i përçimit të normës së interesit (faza e parë e përçimit dhe përçimi indirekt), periudha pas krizës
Tabela 18	Lineariteti i përçimit të normës së interesit (faza e dytë e përçimit), periudha pas krizës

Lista e Grafikëve

Grafik 1	Ecuria e kreditimit të sektorit bankar, 2002- 2012
Grafik 2	Ecuria e kreditimit sipas monedhës, 2001- 2012
Grafik 3	Ecuria e depozitave sipas subjektit
Grafik 4	Ecuria e depozitave sipas monedhës
Grafik 5	Ecuria e kredive me probleme
Grafik 6	Ecuria e treguesve kryesorë makroekonomikë
Grafik 7	Ecuria e normave të interesit në Shqipëri (repo ndaj normave të interesit të tregut ndërbankar dhe primar dhe normave të tregut me pakicë- kredi dhe depozita
Grafik 8	Ecuria e normave të interesit në Shqipëri (normat e tregut ndërbankar dhe primar ndaj normave të tregut me pakicë- kredi)
Grafik 9	Ecuria e normave të interesit në Shqipëri (normat e tregut ndërbankar dhe primar ndaj normave të tregut me pakicë- depozita)

Lista e Shkurtimeve

VECM	Vector Error Correction Mechanism (Mekanizmi i Korrigjimit të Gabimit të Vektorëve)
FMN	Fondi Monetar Ndërkombëtar
BB	Banka Botërore
MF	Ministria e Financave
BSH	Banka e Shqipërisë
CEE	Central Eastern Europe
EQL	Evropa Qendrore Lindore
EJL	Evropa Juglindore
VAR	Vector Auto Regressive
OLS	Ordinary Least of Square (Metoda e zakonshme e Katrorëve më të Vegjël)
INSTAT	Instituti i Statistikave Kombëtare
SVAR	Structural Vector Auto Regressive
PBB	Prodhim i Brendshëm Bruto
REPO	Norma e marrëveshjes (të anasjelltë) të riblerjes
SHBA	Shtetet e Bashkuara të Amerikës

Motivimi dhe objektivat

Përpara krizës financiare globale, roli i politikës monetare me qëllim stabilizimin e ekonomisë ishte targetimi i inflacionit. Duke filluar nga mesi i viteve '90, bankat qendrore nëpër botë adoptuan regjimin e targetimit të inflacionit. Por pas krizës financiare globale, lindën diskutime të shumta se injorimi i trajtimit të fluskave të aseteve përpara 2008-ës ishte pjesërisht shkak i krizës financiare globale (Frankel, 2012). Propozimet dhe debatet kanë qenë nga më të ndryshmet, sikurse ishte targetimi i PBB-së nominale, ndërkohë që disa banka qendrore e ndryshuan objektivin e tyre të targetimit të inflacionit.

Megjithatë, edhe pse shumë banka qendrore nëpër botë po e zgjerojnë mandatin e tyre duke patur si objektiv stabilitetin financiar, targetimi i inflacionit nuk është lënë mënjanë. Disa banka dominuese vazhdojnë të caktojnë si objektiv inflacionin e tyre, si psh Banka Federale e SH.B.A-së, e cila e ka formalizuar objektivin e inflacionit në 2 % në fillim të 2012, apo Banka e Japonisë e cila e formalizoi këtë objektiv në fillim të 2013-ës. Me fjalë të tjera, edhe pse ekonomistë të njohur e kanë kundërshtuar targetimin e inflacionit, ajo vazhdon të jetë kryefjala e shumë bankave qendrore. Ky qëndrim reflekton besimin e fituar të efektiviteti i inflacionit të targetuar duke u bazuar në suksesin që ka ky instrument në kontrollin e inflacionit. Këto modele ekonomike supozojnë se efektiviteti i politikës monetare varet nga besueshmëria e bankës qendrore dhe aftësia e saj për të ndikuar pritshmëritë (Mishkin, 1998).

Ky besim në targetimin e inflacionit është befasues pasi empirikisht, studimet e fundit (Boivin et al, 2010) kanë gjetur evidencë se politika monetare nuk ka efekt pozitiv në treguesit si papunësia dhe inflacioni, duke filluar nga mesi i viteve '80. Rënia e efektivitetit të politikës monetare, e matur me ndikimin e ndryshimit të normës bazë të interesit në papunësi dhe inflacion, i atribuohen një inflacioni të ankoruar dhe pritshmërive të prodhimit. Inflacioni reagon më pak ndaj ndryshimeve në papunësinë ciklike, ndërkohë që pritshmëritë e inflacionit mbeten të mirë-ankoruara ndaj objektivit të inflacionit të bankës

qendrore, duke përfshirë recesionet e thella siç janë krizat financiare globale (FMN, 2013). Në mënyrë paradoksale, ndërkohë që aftësia e politikave monetare për të ndikuar pritshmëritë me anë të ndryshimit të normës bazë ka rënë, edhe ndikimi i saj në ekonomi ka ardhur duke rënë.

Një studim i kryer në vitin 2013 nga Fondi Monetar Ndërkombëtar ka ilustruar se inflacioni mbetet në nivelin 2% përgjatë gjithë ciklit të biznesit në SH.B.A dhe nuk i përgjigjet shumë ndryshimeve ndaj prodhimit potencial. Çmimet janë rritur me të njëjtin nivel sikurse përpara krizës globale, përveç rënieve të mëdha në prodhim. Kjo shpjegon pse ekspansioni i madh i politikës monetare në një nivel të paprecedent nuk ka patur ndonjë ndikim të madh në inflacion apo prodhim. Literatura ka identifikuar dy kanale kryesore për të shpjeguar këtë fenomen: (i) transformimi strukturor i ekonomisë, veçanërisht ndryshimet institucionale në tregun e kredisë; dhe (ii) ndryshimet në mënyrën sesi politika monetare ndikon në pritshmëritë e agjentëve ekonomikë (Boivin et al, 2010).

Disa ekonomistë argumentojnë se ndryshimet institucionale në tregun e kredisë shpjegojnë dobësimin e efektivitetit të politikës monetare. Ky argument qëndron në faktin se përgjatë dy dekadave të fundit kufizimet rregullatore ishin të papërfillshme dhe tregu i kredisë ishte liberalizuar. Forma të reja të kredidhënies i mundësuan institucioneve të tjera financiare të jepnin kredi. Kjo rezultoi në rritje të nivelit të kredidhënies për një pjesë të popullsisë të cilët nuk përmbushnin kriterin e të ardhurave për të marrë kredi. Këto ndryshime priteshin në parim, me qëllim rritjen e efikasitetit të politikës monetare, por duheshin shoqëruar me rritjen e kontrollit të kanalit të kredisë për individë.

Gjithashtu, rritja e nivelit të pritshmërisë se politika monetare do të mund t'i përgjigjej devijimeve të prodhimit real nga ai potencial apo devijimeve nga objektivi i inflacionit çoi në një stabilitet të kanalit të pritshmërive për të ardhurat dhe inflacionin dhe si pasojë në rritje të stabilitetit të shpenzimeve dhe nivelit të inflacionit (Boivin et al., 2010). Kjo si rezultat çon në dobësimin e efektivitetit të kanalit të normës së interesit.

Të gjitha studimet dhe punimet më të fundit ekonomike lidhen me krizën. Kjo pasi kriza identifikoi problemet e të gjitha teorive të ngritura dhe të zbatuara ndër vite dhe dekada të tëra. Kriza e fundit financiare është një fenomen monetar si pjesa më e madhe e krizave të ndodhura veçanërisht në shekullin e fundit. Atë çka politika fiskale përpiket të ndërtojë për

vite të tëra, një politikë monetare e pakujdesshme mund ta kthejë një vend, një kontinent, apo të gjithë botën ekonomikisht vite pas. Kjo është arsyeja përse studimi i politikës monetare është bërë gjithmonë e më i rëndësishëm. Studimi i mekanizmit të transmetimit të politikave monetare ka shumë rëndësi për ekonomistët dhe në veçanti për bankierët e bankave qendrore. Rëndësi të veçantë ka njohja e madhësisë, drejtimit dhe intervalit kohor të efekteve të politikës monetare me qëllim hartimin dhe zbatimin e politikave të qëndrueshme monetare. Mishkin (1996) e përmbledh mekanizmin e transmetimit të politikave monetare duke përmendur kanalet kryesore si: kanali i normës së interesit, kanali i çmimit të aseteve (kursi i këmbimit, çmimet e aseteve të strehimit) dhe kanali i kredisë (huadhënies bankare dhe bilancit të pagesave). Sikurse argumenton Mishkin (1996), studimi i mekanizmit të politikës monetare i ndihmon politikëbërësit të kuptojnë më mirë këto politika dhe të shmangin gabimet e së shkuarës.

Sikurse është provuar teorikisht dhe empirikisht, politika monetare transmetohet shumë, deri në plotësisht, në vendet e zhvilluara, ndërkohë që ajo nuk transmetohet apo transmetohet me vështirësi në vendet e pazhvilluara apo në zhvillim. Në rastin e Shqipërisë, janë kryer një sërë studimesh mbi mekanizmin e transmetimit të politikës monetare. Kështu, Kolasi et al. (2010) duke përdorur përjasjen e SVAR-it, vlerëson rëndësinë dhe efektin e kanaleve të ndryshme të mekanizmit të transmetimit monetar kryesisht në treguesit e ekonomisë reale. Në vlerësimin e kanalit të normës së interesit në rastin e Shqipërisë, Kolasi et al. (2010) vlerëson ndikimin e një ndryshimi të normës së politikës monetare në agregatin M3, inflacion, kursin e këmbimit dhe PBB-në. Gjithashtu, Vika (2007) përpaket të gjejë evidencë empirike mbi kanalin e kredisë të transmetimit të politikës monetare në Shqipëri, duke përdorur të dhëna individuale të 12 bankave tregtare. Megjithatë, këto studime nuk kanë marrë parasysh fazën e parë të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare i cili konsiston në përcimin e normës bazë tek normat e interesit të tregut ndërbankar, primar dhe tregut me pakicë. Sipas njohurive të mia më të mira, nuk ka ndonjë punim të mëparshëm mbi përcimin e normës bazë të interesit në rastin e Shqipërisë. Studimi i përcimit të normës së interesit është i rëndësishëm së veçantë sepse madhësia dhe shpejtësia e këtij përcimi përcakton efikasitetin e mekanizmit të transmetimit. Në këto kushte, ky studim plotëson boshllëkun në literaturën ekzistuese në lidhje me

mekanizmin e transmetimit të politikave monetare në Shqipëri. Një tjetër qëllim i këtij studimi është studimi i asimetrisë dhe linearitetit të përcimit të normës së interesit. Më konkretisht, ky studim synon t'i përgjigjet pyetjeve: “A shkakton një ndryshim pozitiv apo negativ në normën bazë të interesit një reagim simetrik tek normat e tjera të interesit? A shkakton një ndryshim të madh apo të vogël në normën bazë të interesit një reagim linear tek normat e tjera të interesit?”

Historiku i politikës monetare

Banka e Shqipërisë (BSH) është institucioni i mandatuar me ligj për të siguruar stabilitetin e çmimeve në vendin tonë, e cila në terma sasiorë përkthehet në mbajtjen e normës vjetore të inflacionit në vlerën 3% me tolerancë +/- 1 %. Ky specifikim synon të orientojë pritshmëritë e publikut mbi inflacionin dhe të forcojë angazhimin e BSH-së në arritjen e këtij objekti¹. Sipas “Dokumentit të Politikës Monetare 2012- 2014”, norma bazë që përcjell sinjalet e politikës monetare është *repo*- norma që aplikohet në marrëveshjet e riblerjes me maturim shtatë ditë, në ankandet e rregullta të Bankës së Shqipërisë, që zhvillohen çdo javë. Kjo normë përcakton nivelin maksimal për marrëveshjet e riblerjes ose nivelin minimal për marrëveshjet e anasjellta të riblerjes për ankandet me shumë çmime. Marrëveshjet (e anasjelltë) të riblerjes me maturim shtatë ditë përbëjnë instrumentin kryesor të Bankës së Shqipërisë për implementimin e politikës monetare. Vendimi për nivelin e kësaj norme interesi përcaktohet nga Këshilli Mbikëqyrës i Bankës së Shqipërisë dhe reflekton qëndrimin apo orientimin e politikës monetare, duke shërbyer si sistem referimi në përcaktimin e normave të tjera të interesit.

Gjatë viteve '90 me mbështetjen e Fondit Monetar Ndërkombëtar, Banka e Shqipërisë adoptoi regjimin e shenjëstrimit monetar, e cila në koordinim me reformat strukturore të ndërmarra gjatë asaj periudhe kontribuoi në nivele të qëndrueshme dhe të ulta të inflacionit. Sipas Themeli (2012), regjimi monetar pranon se ekspansioni monetar është faktori kyç për

¹ Dokumenti i Politikës Monetare për 2009-2011,
http://www.bankofalbania.org/web/Monetary_Policy_Document_for_2012

inflacionin në periudhën afatmesme dhe afatgjatë. Në kushtet e një llogarie kapitale të liberalizuar, Banka e Shqipërisë nuk mund të ndjekë njëkohësisht stabilitetin e çmimeve dhe kursin e këmbimit, ashtu siç sugjeron dhe Kritika e Trinitetit të Pamundur. Rrjedhimisht, Banka e Shqipërisë ndoqi një regjim fleksibël të kursit të këmbimit. Banka e Shqipërisë caktoi si objektiv të ndërmjetëm rritjen e parasë së gjerë. Në këtë mënyrë, reagimi i politikës monetare bazohej në teorinë sasiore të parasë dhe në synimet për inflacionin, rritjen e PBB-së dhe në vlerësimet për shpejtësinë e qarkullimit të parasë. Regjimi i shenjëstrimit monetar dha rezultate të mira, por lidhja ndërmjet objektivit të ndërmjetëm dhe inflacionit nuk rezultoi i qëndrueshëm dhe nuk ishte mjaftueshëm transparente për t'ia komunikuar publikut. Gjithashtu, në afatin e gjatë inflacioni rezultoi të jetë një fenomen monetar ndërsa në afatin e shkurtër, studime të Bankës së Shqipërisë treguan se ka shumë tregues të tjerë që mund të ndikojnë dinamikën afatshkurtër (dhe afatmesme) të inflacionit. Kështu, në vitin 2003 u hodh për herë të parë ideja e adoptimit të regjimit të shenjëstrimit eksplicit të inflacionit, ndërkohë që në vitin 2005 u bënë përpjekjet e para serioze.

Në këtë vit, Banka e Shqipërisë hartoi një plan veprimi afatmesëm që do të mundësonte kalimin drejt regjimit të shenjëstrimit të inflacionit dhe përfundimisht në vitin 2008, Banka e Shqipërisë shpalli strategjinë e re të politikës monetare (që është regjimi aktual). Gjatë periudhës 2004- 2008, përpjekjet u fokusuan në përmirësimin e aftësive teknike, përgatitjen e analizave krahasimore dhe empirike dhe në përmirësimin e komunikimit me publikun. Ky regjim i ri vazhdoi të ruante angazhimin për ruatjen e inflacionit rreth 3%, por e zgjeroi horizontin e politikës monetare në tre vjet, dhe konsideroi normën e pritur të inflacionit si faktor vendimtar në vendimet e politikës monetare. Agregatët monetarë vazhduan të luajnë një rol informues për presionet inflacioniste edhe në këtë regjim, veçanërisht në periudha afatgjata.

Themeli (2012) ofron një përshkrim të detajuar të instrumenteve kryesorë të përdorur nga Banka e Shqipërisë në implementimin e politikës monetare, të cilat kanë evoluar dhe ndryshuar në linjë me zhvillimin e institucionit. Norma bazë e politikës monetare (repo) u përdor fillimisht në gjysmën e dytë të vitit 2000 (më konkretisht në muajin korrik). Para kësaj periudhe, instrumentat kryesorë të përdorur nga Banka e Shqipërisë ishin: kufi mbi

normën minimale të interesit të depozitave; kufi mbi totalin e kredisë ndaj ekonomisë; apo kërkesa për rezervë të detyrueshme për bankat tregtare. Aktualisht, instrumentat e Bankës së Shqipërisë² përveç atij kryesor, konsistojnë në operacionet rregulluese, të cilat synojnë të rregullojnë luhatjet e papritura në treg; operacionet strukturore të tregut të hapur (shitblerjet me të drejta të plota) të cilat synojnë të rregullojnë strukturën e likuiditetit të sistemit bankar; lehtësirat e përhershme (depozita njëditore dhe kredia njëditore), të cilat janë në dispozicion të bankave të nivelit të dytë për investimin/ huamarrjen e likuiditetit të sistemit bankar duke përcaktuar korridorin ku mund të luhaten interesat e tregut ndërbankar; dhe minimumi i rezervës.

Një vështrim i përgjithshëm mbi sistemin financiar dhe ekonominë shqiptare

Banka qendrore moderne në Shqipëri i ka fillimet e veta në vitin 1992, kur u krijua një sistem bankar dynivelor dhe kur Banka e Shqipërisë u shpall banka qendrore e vendit. Sipas Vika (2007), gjatë viteve '90, sektori bankar i Shqipërisë është karakterizuar nga një proces i vazhdueshëm konsolidimi, por i ngadaltë dhe i vështirë. Një prej problemeve kryesore me të cilin u përball sektori bankar ishte krijimi i firmave piramidale, të cilat me përqindjet e larta të interesit që ofronin kishin zëvendësuar të ardhurat e gjeneruara nga depozitat e vendosura në bankat e nivelit të dytë. Fenomeni i firmave piramidale bashkë me përqëndrimin e ndërmjetësimit financiar (kredi dhe depozita) në tre bankat me kapital shtetëror kishin deformuar efektivitetin e politikës monetare. Konsolidimi i sektorit bankar mori zhvillim pas privatizimit gradual të bankave shtetërore dhe rënies së firmave piramidale.

Ashtu siç tregon tabela 1 dhe 2 , sistemi financiar shqiptar dominohet nga sektori bankar, aktivet e të cilit si përqindje ndaj PBB-së janë rritur ndjeshëm nga niveli prej 60.40% në

² Një përshkrim më i detajuar i instrumenteve gjendet në faqen e Bankës së Shqipërisë http://www.bankofalbania.org/web/Kuadri_operacional

vitin 2006 në vlerën 87.90% në vitin 2012³, ndonëse numri i tyre ka qëndruar i pandryshuar. Ndërkohë, aktivet e institucioneve të tjera financiare jobanka dhe shoqëritë e kursim kreditit dhe unionet e tyre janë rritur ndjeshëm si numër nga viti 2000 deri në vitin 2012 (me rreth 322 institucione), por pesha e aktiveve të tyre ndaj PBB-së qëndron në nivele mjaft të ulta, mesatarisht rreth 2%. Sistemi bankar shqiptar para viteve '00 karakterizohej nga një proces i vështirë dhe i ngadaltë i konsolidimit të sektorit bankar, i cili përballëj me probleme të ndryshme, si: prezenca e bankave me kapital shtetëror të cilat rezultonin me humbje operationale për shkak të cilësisë jo të mirë të kredive apo përqindjet shumë të larta të interesit të ofruara nga “firmat piramidale” të cilat tejkalonin të ardhurat nga interesat që përftoheshin në depozitat e vendosura në sistemin bankar duke rrezikuar kështu efektivitetin e politikës monetare. Pas rënies së firmave piramidale dhe pas privatizimit të bankave shtetërore, sistemi bankar filloi të konsolidohej dhe të zgjerohej me hapa të kujdesshme, për të marr një hov të vrullshëm pas vitit 2003, siç mbështetet dhe nga ecuria e kreditimit në grafikun 1. Në vitet 2003 dhe 2004, stoku i kredisë totale është rritur mesatarisht me 34% për t’u ndjekur nga një rritje e theksuar me 82% në vitin 2005, duke arritur kështu dhe pikën maksimale historike. Pas vitit 2005, kreditimi ka vazhduar të rritet me ritme të kënaqshme, deri në vitin 2008. Pesha e kredisë akorduar sektorit privat ka përbërë pjesën më të madhe të stokut të kredisë në të gjithë periudhën, por ajo që vihet re është rritja e peshës së kredisë akorduar individëve nga 18.4% në vitin 2002 në nivelin prej 25.8% në vitin 2012. Stoku i kredisë totale pas vitit 2008 ka shënuar rënie të ndjeshme duke arritur minimumin e vet në vitin 2012, me një rënie vjetore prej 2%.

³ Për periudhën para vitit 2006, nuk gjendej informacion i publikuar për peshën e segmenteve të sistemit financiar ndaj PBB-së.

Tabela 1: Lista e institucioneve të licensuara nga Banka e Shqipërisë ndër vite

Viti	Bankat dhe degët e bankave të huaja	Institucionet financiare jobanka	Zyra të këmbimeve valutore	Shoqëri të kursim-kreditit	Unione të shoqërive të kursim-kreditit
2000	13	2	19		
2001	13	4	38		
2002	14	5	58	113	2
2003	15	7	58	131	2
2004	16	7	54	130	2
2005	17	7	58	131	2
2006	17	6	60	125	2
2007	16	6	112	130	2
2008	16	7	189	133	2
2009	16	13	221	135	2
2010	16	17	284	126	2
2011	16	19	301	126	2
2012	16	21	322	126	2

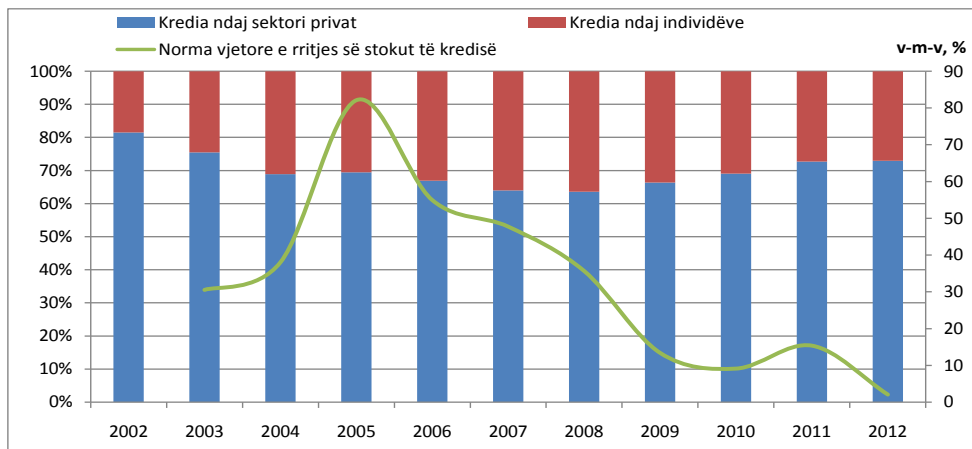
Burimi: Raporti Vjetor i Mbikëqyrjes për vitin 2003 dhe 2012

Tabela 2: Pesha e segmenteve të sistemit financiar ndaj PBB-së ndër vite, në %

Viti	Sistemi bankar	Institucione financiare jobanka	Shoqëri të kursim-kreditit dhe unionet e tyre	Shoqëri sigurimi	Fondet e pensionit	Fonde investimi
2000						
2001						
2002						
2003						
2004						
2005	60.40	1.32	0.46	1.24		
2006	69.60	1.52	0.52	1.29		
2007	75.90	1.48	0.60	1.36		
2008	76.70	1.70	0.70	1.40	-	-
2009	77.50	2.20	0.80	1.50	0.01	-
2010	80.90	2.70	0.80	1.40	0.01	-
2011	84.70	2.50	0.70	1.50	0.01	-
2012	87.90	2.60	0.70	1.50	0.02	1.10

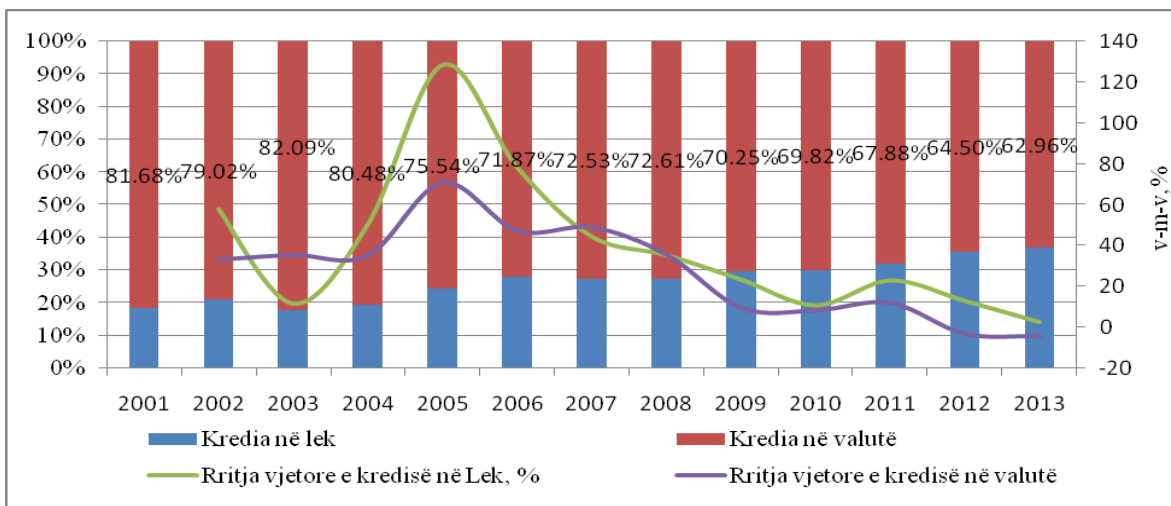
Burimi: Raportet Vjetore të Stabilitetit Financiar, 2012-6M

Grafik 1. Ecuria e kreditimit të sektorit bankar, 2002- 2012



Burimi: Banka e Shqipërisë, Statistika Monetare dhe Bankare

Grafik 2. Ecuria e kreditimit sipas monedhës, 2001- 2012



Burimi: Banka e Shqipërisë, Statistika Monetare dhe Bankare

Ecuria e tepricës së kredisë kategorizuar sipas monedhës në të cilën është akorduar, ka ndryshime të lehta nga ecuria e kredisë totale. Grafiku 2 tregon se kredia në valutë zë pjesën më të madhe të kredisë totale, ndonëse kjo përpjesë ka rënë nga 82.68% në vitin 2001 në 63% në fund të vitit 2013. Të dyja llojet e kredisë, në Lek dhe në valutë kanë regjistruar norma më të ulta rritjeje që prej vitit 2008, për të arritur minimumin e tyre në

vitin 2013, duke regjistruar vlerat 2.41% dhe -4.18% në terma vjetorë për kredinë akorduar në Lek dhe valutë, respektivisht. Rritja e shpejtë e kreditimit gjatë viteve 2004- 2008 i atribuohet kryesisht performancës së kënaqshme të aktivitetit ekonomik të vendit, siç tregon dhe studimi i Dushku (2010), sipas të cilës ka një lidhje të dyanshme ndërmjet rritjes ekonomike dhe zhvillimit financiar. Kjo rritje e e shpejtë e kredisë në vitet 2004-2008 vjen gjithashtu edhe si rrjedhojë e një baze të ulët fillestare të kredidhënies. Kalluci (2012) jep një përshkrim të detajuar të faktorëve që mund të kenë shkaktuar rritjen e shpejtë të kreditimit deri në vitin 2008, dhe arsyet që mund të kenë sjellë ngadalësimin e aktivitetit kreditues. Sipas Kalluci (2012), faktorët e rritjes së shpejtë të kredisë në vitet 2004- 2008 janë edhe të kërkesës dhe të ofertës: thellimi i ndërmjetësimit financiar; procesi i konvergjencës; efekti pasuror si rrjedhojë e rritjes së shpejtë të çmimeve të pasurive të paluajtshme; rritja e punësimit dhe e pritshmërive për të ardhura më të larta; rritja e parasë së gjerë (agregati M3), rritja e depozitave (rritja e burimeve të financimit të bankave); konsolidimi fiskal; dhe qëndrueshmëria e kursit të këmbimit. Kjo e fundit iu ofroi siguri huamarrësve dhe i nxiti ata të merrnin kredi në valuta të huaja.

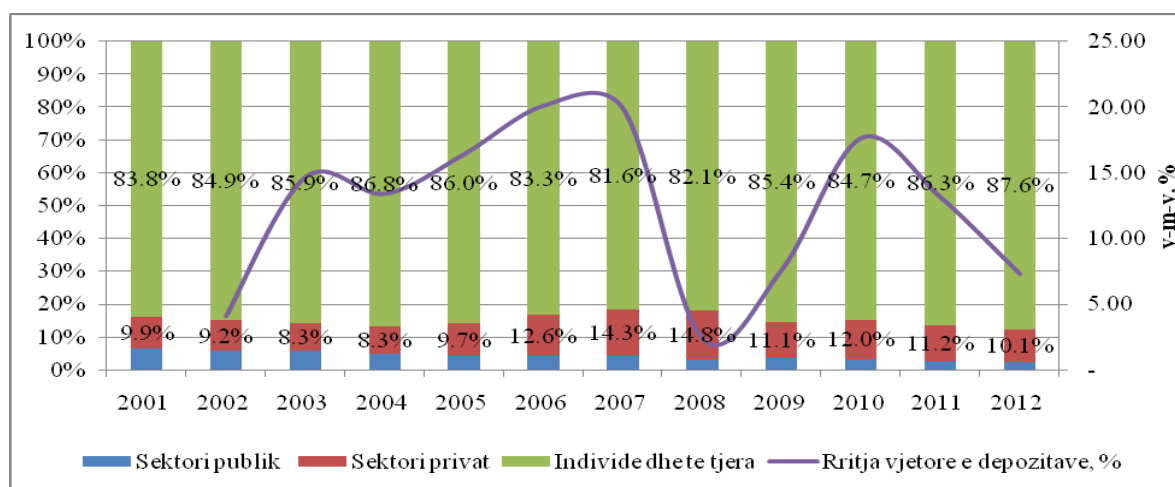
Pas vitit 2008, si përgjigje ndaj krizës globale që goditi institucionet financiare në mbarë botën, depozituesit shqiptarë filluan tërheqjen e depozitave duke reduktuar kështu burimet e financimit të bankave për të mbështetur aktivitetin e tyre kreditues. Gjithashtu, ngadalësimi i rritjes ekonomike pas vitit 2008 përkeqësoi aftësinë paguese të huamarrësve duke i bërë bankat të ngurrnin në dhënien e kredisë. Një shpjegim i mundshëm në ngadalësimin e kreditimit pas kësaj periudhe ishte se kreditimi mund t'i ishte afruar potencialit të tij, dhe normalisht do të ndiqej nga një ngadalësim gradual.

Kalluci (2012) duke përdorur një model ekonometrik të përdorur në studimin e Coudert dhe Pouvelle (2010), investigon nëse ecuria e kreditimit ishte një sjellje normale (pra bazohej në fundamentet ekonomike) apo nëse ishte ndonjë devijim nga ekuilibri afatgjatë. Sipas Kalluci (2012), ekonomia e Shqipërisë rezulton të mos ketë përjetuar situata të bumit të kreditimit, dhe rritja e shpejtë e kredisë në periudhën 2004-2008 ishte kryesisht si rrjedhojë e mungesës së mëparshme të mundësive të huamarrësve për të investuar.

Grafikët 3 dhe 4 tregojnë ecurinë e stokut të depozitave sipas subjektit dhe sipas monedhës në të cilën janë denominuar. Ecuria e depozitave ka shënuar rritje të shpejtë nga një normë

vjetore rritjeje me 4% në vitin 2002 në rreth 20% në vitin 2007. Ndërsa në vitin 2008, me fillimin e shfaqjes së efekteve të krizës globale financiare pati një rënie drastike të depozitave, duke regjistruar rritje me 2.4% si rezultat i tërheqjes së depozitave në kushtet e panikut. Me rritjen e sigurimit të depozitave⁴, depozitat iu rikthyen trendit të mëparshëm duke shënuar mesatarisht një normë vjetore rritjeje prej 11.5% për periudhën 2009- 2012. Në vitin 2013, depozitat shënuan sërish rënie të theksuar, duke u rritur vetëm me 3.42% krahasuar me një vit më parë. Siç tregon grafiku 3, pjesa më e madhe e depozitave të vendosura në bankat e nivelit të dytë janë ato të individëve duke përbërë rreth 85% të totalit, ndërkohë që depozitat e sektorit privat përbëjnë rreth 11% të totalit.

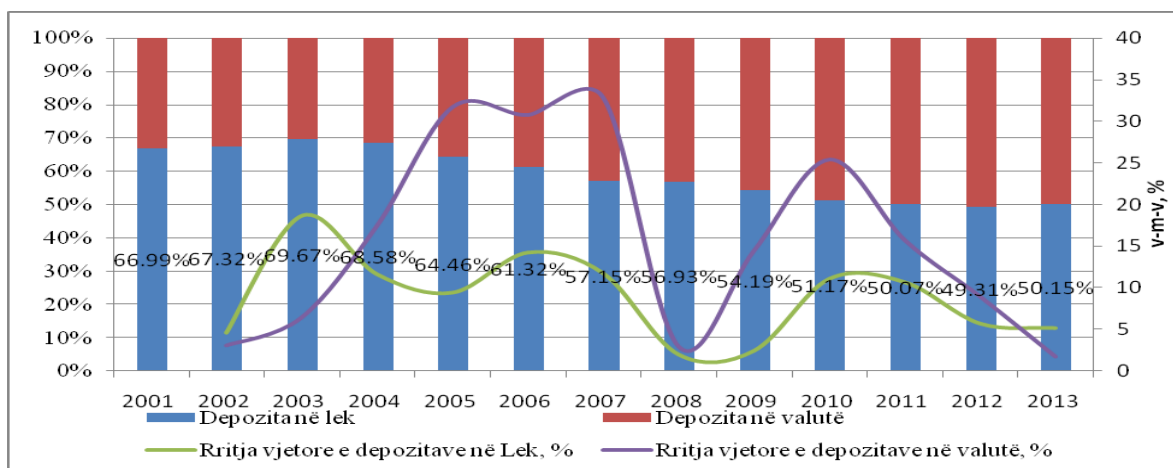
Grafik 3. Ecuria e depozitave sipas subjektit



Burimi: Banka e Shqipërisë, Statistika Monetare dhe Bankare

⁴ Për më tepër referohu: “Për disa ndryshime dhe shtesa në ligjin nr. 8873, datë 29.3.2002 “Për Sigurimin e Depozitave”, e cila është e disponueshme tek <http://www.dia.org.al/dia/web/ligjisigurim.shtml>

Grafik 4. Ecuria e depozitave sipas monedhës

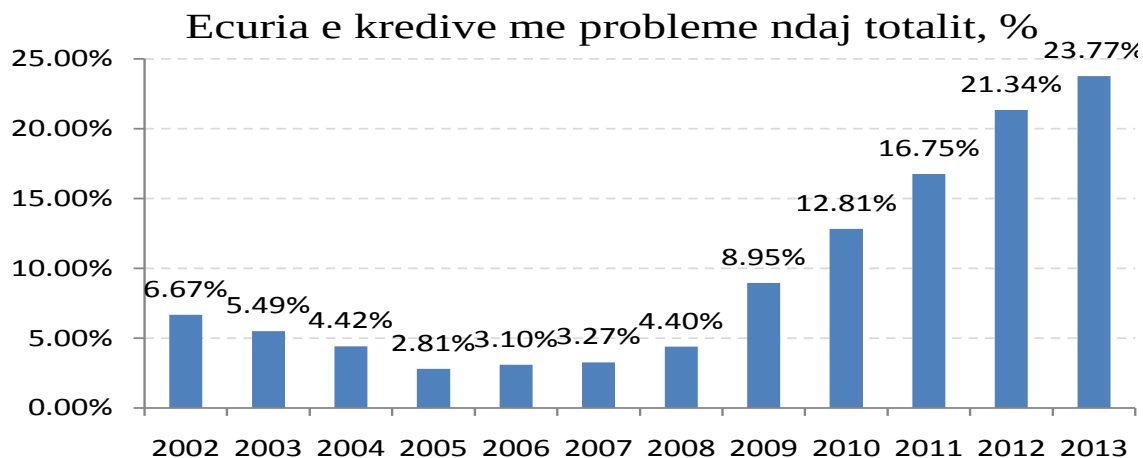


Burimi: Banka e Shqipërisë, Statistika Monetare dhe Bankare

Sipas monedhës në të cilën janë të denominuara depozitat, Grafiku 4 tregon se depozitat në Lek deri në 2008 kanë përbërë pjesën më të madhe të totalit të depozitave, rreth [67%-56%], ndërsa në periudhën pas vitit 2008, depozitat në valutë dhe në lek zënë peshë pothuajse të njëjtë në totalin e depozitave.

Ecuria e kredive me probleme si përqindje ndaj totalit ka shënuar rritje të ndjeshme pas vitit 2008. Kështu, në periudhën 2002- 2008, kredia me probleme përbënte rreth 4.31% të tepricës së kredisë, ndërsa pas vitit 2008 ky raport u përkeqësua ndjeshëm, duke arritur në nivelin 23.77% në vitin 2013. Ky përkeqësim i cilësisë së kredisë në vitet e fundit, sipas vrojtimeve të Bankës së Shqipërisë, cilësohet si një prej faktorëve që bankat tregtare në Shqipëri kanë vazhduar t'i mbajnë kushtet e kredidhënies të shtrënguara (mbajta e normave të larta të interesit, rritja e kërkesës për kolateral, rritja e komisioneve, rritja e maturitetit maksimal të kredisë, etj.).

Grafik 5. Ecuria e kredive me probleme



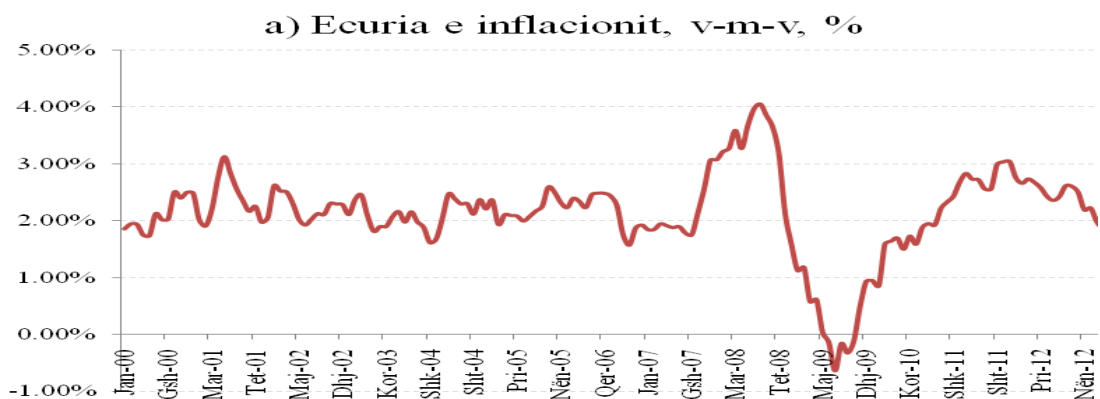
Burimi: Banka e Shqipërisë

Grafiku 6 paraqet ecurinë e tre treguesve kryesorë makroekonomikë: PBB-ja reale, inflacioni dhe kursi nominal efektiv i këmbimit. Në fillim të viteve 2000, Banka e Shqipërisë vendosi të fokusohet më pak në agregatët monetarë dhe të fillonte zbatimin e kornizave më bashkëkohore. Sikurse tregohet edhe në grafik, ecuria e inflacionit është karakterizuar nga një rritje e shpejtë në janar të vitit 2002, e cila u shkaktua kryesisht si rezultat i ndërprerjeve në sektorin e energjisë. Ashtu siç sugjerojnë edhe tekstet standarte makroekonomike, mungesa e energjisë elektrike konsiderohet si një goditje e ofertës, e cila shkakton rritje të presioneve inflacioniste. Që prej asaj periudhe, inflacioni është luhatur brenda kufijve të caktuar nga Banka e Shqipërisë, në intervalin 2- 4%, dhe rrallë herë ka kaluar mbi apo nën këto kufij. Devijimi më i madh është vënë re në fillim të vitit 2012, kur inflacioni shënoi një rënie të ndjeshme, duke shënuar vlerën 0.6%. Kjo erdhi kryesisht si rezultat i ngadalësimit të ndjeshëm në aktivitetin ekonomik. Megjithatë, kjo zgjati shumë pak dhe inflacioni u kthye përsëri në nivelet e pranueshme. Kjo ecuri e inflacionit mung të jetë tregues jo vetëm i performancës së Bankës së Shqipërisë por edhe i një periudhe ekonomike relativisht të qëndrueshme. Mund të gjykohet se BSH-ja ka bërë një punë të lavdërueshme nën regjimin e ri të inflacionit të targetuar për përmbushjen e mandatit të saj.

Ecuria e PBB-së reale është pothuajse e ngjashme me atë të inflacionit. Prej vitit 2000, PBB-ja luhet rreth vlerës 6% për pjesën më të madhe të periudhës, dhe veçanërisht në gjysmën e dytë të dekadës. PBB-ja reale në Shqipëri shënon një ecuri të lehtë rritëse në fillim të vitit 2008, si rezultat i investimeve më të larta publike, dhe më pas ngadalësohet me fillimin e shfaqjes së efekteve të krizës globale financiare, e cila u kanalizua në ekonominë shqiptare nëpërmjet disa kanaleve: ngadalësimi i prurjeve valutore (remitancat apo investimet e huaja direkte) si rezultat i përkeqësimit të kushteve makroekonomike në ekonominë e huaj; dhe ngadalësimi i kreditimit si pasojë e politikave të bankave mëmë (bankat greke).

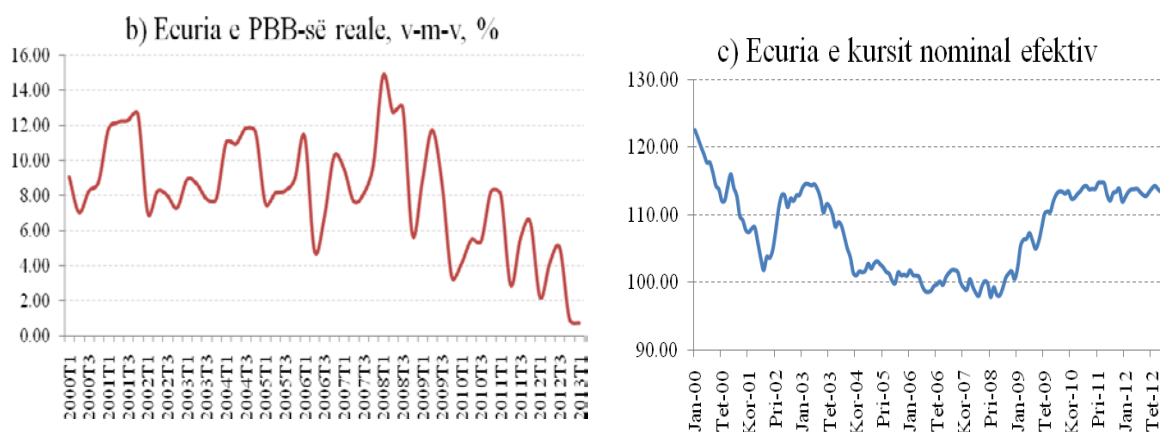
Kemi zgjedhur të shfaqim ecurinë e kursit nominal të këmbimit, i cili krahason vlerën e monedhës vendase ndaj një shporte të monedhave të huaja, që përfaqësojnë partnerët tregtarë kryesorë të Shqipërisë. Krahasuar me pjesën e parë të dekadës, në vitet e fundit, kursi nominal efektiv i këmbimit ka shënuar një nënçmim me rreth 15%. Pjesa më e madhe e këtij nënçmimi ndodhi gjatë kulmit të krizës globale financiare, 2008-2010, kur leku humbi rreth 10% të vlerës. Prej asaj kohe, vihet re një qëndrueshmëri në ecurinë e kursit nominal efektiv. Vlen të theksohet se ky nënçmim ishte i zakonshëm edhe për vendet e tjera në zhvillim gjatë krizës, veçanërisht në Evropën Lindore, ku monedhat e tjera u nënçmuan me rreth 40%. Disa nga shkaqet ishin largimi i likuiditetit në drejtim të vendeve të cilat konsiderohen si më të sigurta dhe reduktimi i dërgesave të emigrantëve si pasojë e përkeqësimit të aktivitetit ekonomik dhe tregut të punës në vendet pritëse.

Grafik 6. Ecuria e treguesve kryesorë makroekonomikë



Organizimi i punimit

Ky studim është organizuar si vijon. Seksioni i dytë i këtij kapitulli ofron një vështrim të përgjithshëm rreth sistemit financiar dhe ekonominë shqiptare gjatë periudhës 2001- 2013. Kapitulli i parë ofron një përmbledhje të detajuar të literaturës teorike dhe empirike të përçimit të normës së interesit, duke dalluar ndërmjet vendeve të zhvilluara dhe atyre në zhvillim.



Kapitulli i dytë trajton përfaqshen metodologjike të trajtuar të ndjekur për investigimin e përçimit të normës bazë së interesit, duke u fokusuar në modelin ekonometrik, të dhënat e përdorura, dhe rezultatet e përftuara mbi shpejtësinë dhe madhësinë e përçimit afatshkurtër/afatgjatë të normës së interesit, dhe mbi karakteristikat asimetrike apo lineare të këtij përçimi. Kapitulli i tretë bën një analizë krahasimore të përçimit të normës së interesit ndërmjet Shqipërisë dhe vendeve të Evropës Qendrore, Lindore, dhe Jug-lindore. Kapitulli i katërt trajton debatet kryesore të politikës monetare duke u fokusuar në tre drejtime kryesore: teoritë konvencionale dhe jokonvencionale; inflacioni dhe deflacioni; dhe stabiliteti i çmimeve vs. stabilitetit financiar. Dhe së fundmi, kapitulli i pestë trajton konkluzionet e këtij studimi doktrature, identifikon implikimet e politikës monetare dhe çështjet që kanë nevojë për hulumtim të mëtejshëm.

Kapitulli I

1. Këndvështrim teorik mbi kanalet e transmetimit të politikës monetare

Organizimi i kapitullit

Ky kapitull përmbledh literaturën teorike dhe empirike të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare, duke u fokusuar në përcimin e normës së interesit si përcaktues kryesor i efektivitetit dhe suksesit të politikës monetare. Ky kapitull është i ndarë në dy nën-kapituj: literatura teorike dhe literatura empirike. Pjesa e parë e literaturës teorike trajton kanalet kryesore të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare, siç janë: kanali i normës së interesit, kanali i kredisë bankare, kanali i bilancit, kanali i çmimeve të aseteve (teoria q e Tobin dhe kanali i pasurisë), kanali i kursit të këmbimit dhe kanali i pritshmërive. Në pjesën e dytë të literaturës teorike theksohen faktorët, të cituar gjerësisht në literaturë, të cilët kontribuojnë në axhustimin jo të plotë të normave të interesit të tregut me pakicë ndaj çdo ndryshimi në normën bazë, duke diskutuar tiparet asimetrike dhe jolineare të këtij axhustimi. Nën-kapitulli i dytë ofron një përmbledhje të gjerë të literaturës empirike në lidhje me ekonominë e zhvilluara dhe në zhvillim, dhe së fundmi me rastin e Shqipërisë. Kjo e fundit përfshin vetëm literaturën empirike në lidhje me mekanizmin e transmetimit të politikës monetare, në mungesë të studimeve që lidhen me përcimin e normës së interesit.

1.1 Literatura teorike

1.1.1 Kanalet e mekanizmit të transmetimit të politikës monetare

Banka Qendrore apo autoriteti monetar i një vendi është institucioni i mandatuar me ligj për të drejtuar politikën monetare të atij vendi me anë të instrumentave direkt dhe indirekt për realizimin e objektivave të caktuara, të cilat mund të ndryshojnë nga vendi në vend, si psh: stabiliteti i çmimeve, ruajtja e stabilitetit ekonomik, kontrolli i nivelit të punësimit apo një kombinim objektivash. Instrumenti kyç i përdorur nga pjesa më e madhe e bankave qendrore është norma zyrtare e interesit afatshkurtër. Ky term përdoret me terminologji të ndryshme në vende të ndryshme: *discount rate*, norma e politikës monetare, norma bazë,

norma e marrëveshjeve të riblerjes (*repo*), norma kyçe (*key rate*), apo norma e interesit të fondeve federale (*federal funds rate*). Bankat qendrore kur rrisin normën bazë synojnë që një ndryshim i tillë do të përçohet tek normat e tjera të sistemit bankar, të cilat më tej priten të ndikojnë sjelljen e konsumit dhe investimeve private për firmat dhe individët. Nëse një ndryshim i tillë nuk është i mirëmenduar dhe i studiuar me kujdes, mund të krijojë pasoja të rënda për ekonominë. Sipas Taylor (1995), procesi me anë të të cilit vendimet e politikës monetare transmetohen në ndryshimin e normës së inflacionit dhe të treguesve të tjerë realë njihet si mekanizmi i transmetimit të politikës monetare (MTPM).

Studimi i mekanizmit të transmetimit të politikës monetare ka shumë rëndësi për ekonomistët dhe në mënyrë të veçantë për bankierët qendrorë. Njohja e shpejtësisë, drejtimit dhe shtrirjes kohore të efekteve të politikës monetare është thelbësore për hartimin dhe transmetimin e politikës monetare. Një studim kyç mbi këtë temë është ai i Mishkin (1996), i cili përmbledh mekanizmin e transmetimit të politikës monetare, duke përmendur kanalet kryesore të tij: kanali i normës së interesit, kanali i çmimeve të aseteve (kursin e këmbimit, çmimet e kapitalit, çmimet e banesave dhe kredisë) dhe kanalin e kredisë (kredia bankare dhe e bilancit). Sipas Mishkin (1996), studimi i mekanizmit të transmetimit monetar i ndihmon politikëbërësit të kuptojnë më mirë politikat e tyre dhe i ndihmon ata sesi të menaxhojnë politikën monetare duke shmangur gabimet e kaluara. Disa nga kanalet kryesore të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare, të cilat janë më shumë të cituara në literaturë, përmbledhen si më poshtë.

- Kanali tradicional i normës së interesit

Rëndësia e kanalit të normës së interesit ka marrë rëndësi me adoptimin e regjimit të inflacionit të shenjëstruar në kuadrin e politikës monetare, ku norma e interesit është instrumenti kryesor. Në këto kushte, sektori bankar dhe norma e interesit luajnë një rol mjaft të rëndësishëm në përcaktimin sesi ndryshimet në politikën monetare ndikojnë ekonominë reale. Faza e parë e transmetimit të politikës monetare fillon në sistemin bankar me një ndryshim në ofertën e rezervave bankare nga banka qendrore me synim ndikimin e normës së interesit afatshkurtër. Këto ndryshime në normën e interesit afatshkurtër

përçohen në normat e interesit afatgjatë të cilat më tej ndikojnë sjelljen e bizneseve dhe konsumatorëve.

Norma e interesit është kanali kryesor i mekanizmit të transmetimit të politikës monetare dhe bazohet në modelin Keynesian IS-LM. Duke iu referuar teorive standarde makroekonomike, një shtrëngim i politikës monetare mund të shkaktojë një rritje në normën reale të interesit për shkak të marrëdhënies negative midis ofertës monetare dhe normës së interesit, dhe si pasojë shtrenjtimin e kostove të financimit për individët dhe bizneset. Si pasojë, kjo çon në ngadalësimin e investimeve dhe prodhimit total.

Një çështje kryesore e theksuar nga Mishkin (1996) është se vendimi për konsum dhe investime ndikohet më shumë nga norma reale e interesit sesa nga norma nominale. Gjithashtu, normat e interesit afatgjatë janë përcaktues më të mirë të konsumit dhe investimeve sesa normat e interesit afatshkurtër. Kështu, bankat qendrore kur ndryshojnë normën zyrtare të interesit afatshkurtër supozojnë se ky ndryshim përçohet në normën e interesit afatgjatë. Kjo ndodh në kushtet e ngurtësisë së çmimeve dhe në një botë me pritshmëri racionale, ku një lehtësim i politikës monetare do të çojë në rënien e normave të interesit afat-shkurtër dhe normave nominale të interesit. Përçimi i normave të interesit afat-shkurtër tek ato afat-gjata mbështetet në hipotezën e pritshmërive të strukturës së normave të interesit, sipas së cilës normat e interesit afatgjatë përfaqësojnë pritshmëritë e tregut për normat afatshkurtra plus një konstante të primit të riskut.

Por ka edhe një këndvështrim tjetër mjaft interesant nga Modigliani (1970), i cili argumenton në favor të hipotezës së ciklit të jetës. Sipas tij, individët kërkojnë fillimisht strehim dhe pastaj asete gjatë jetës së tyre, dhe i shesin ato kur dalin në pension. Të dyja sjelljet, ajo e kursimit dhe ajo e konsumit, ndjekin një rrugë të mirëpërcaktuar, e cila ndryshon me plakjen e tyre. Gjatë ciklit të jetës, borxhet fillimisht rriten dhe pastaj bien. Në këto kushte, pritet që individët e rinj, të cilët janë dhe debitorët tipikë, janë më të ndjeshëm ndaj ndryshimeve në normën e interesit- veçanërisht nëse normat e interesit mbi shtëpitë janë të ndryshueshme. Ndërsa individët e tjerë, të cilët nuk kanë nevojë të marrin hua dhe janë kreditorë, janë më pak të ndjeshëm ndaj këtij kanali. Rrjedhimisht, ato shoqëri të cilat janë të dominuara nga njerëz në moshë të re duhet të kenë tendencën të reagojnë ndaj ndryshimeve në normën e interesit duke supozuar që çdo gjë tjetër qëndron e pandryshuar,

dhe politika monetare duhet të jetë më efektive duke marrë parasysh zbutjet e konsumit gjatë ciklit të jetës.

- Kanali i kredisë bankare

Ky kanal bazohet në rolin e rëndësishëm të bankave në ekonomi, në mënyrë të veçantë në ndërmjetësimin dhe përdorimin e kursimeve dhe kanalizimin e burimeve në sektorët produktivë të ekonomisë. Sipas Mishkin (1996), bankat kanë ekspertizën të menaxhojnë problemet që lidhen me asimetrinë e informacionit që lindin midis kredidhënësve dhe kredimarrësve, veçanërisht për ndërmarrjet e vogla dhe të mesme ku diferenca e informacionit është shumë e rëndësishme.

Gjithashtu, kanali i kredisë bankare bëhet më i rëndësishëm në rastin e ekonomive në zhvillim të cilat karakterizohen nga tregje financiare të pazhvilluara dhe mungesa e burimeve të tjera të financimit. Si rrjedhojë, investitorët e kanë të vështirë t'i zëvendësojnë kreditë bankare, e cila i detyron ata të ulin nivelin e shpenzimeve për investim. Sipas Mishkin (1996), një politikë monetare shtrënguese ul rezervat bankare e cila më tej ul nivelin e kredive bankare. Kjo rrit sasinë e kolateralit dhe ul nivelin e kredisë së disponueshme për firmat e vogla, duke shkaktuar një rënie në shpenzimet agregate në ekonomi.

- Kanali i bilancit

Sipas Mishkin (1996), kanali i bilancit merr rëndësi kur tregjet e kredisë karakterizohen nga prezenca e informacionit asimetrik. Një vlerë neto më e ulët e firmave pritet të rrisë problemin e dëmit moral pasi pronarët kanë një pjesë më të vogël kapitali aksioner në firmat e tyre dhe si rrjedhojë janë të gatshëm të ndërmarrin projekte me risk më të lartë. Këto projekte kanë probabilitet më të lartë që kredimarrësi mos t'i paguajë e cila çon në shtrëngim të kredidhënies dhe më tej në uljen e shpenzimeve për investime.

Politika monetare mund të ndikojë në bilancin e firmave në disa mënyra. Së pari, një politikë shtrënguese ul çmimet e aksioneve e cila çon në rënien e vlerës neto të firmave. Si

rrjedhojë, shpenzimet për investime do të bien për shkak se është rritur përzgjedhja e keqe (*adverse selection*) dhe problemet e dëmit moral. Së dyti, një politikë shtrënguese do të rrisë normën e interesit, e cila çon në përkeqësimin e bilancit të firmave, duke rritur kështu problemet e përzgjedhjes së keqe (*adverse selection*) dhe dëmit moral. Së treti, kanali i bilancit vepron me anë të ndikimit të politikës monetare në nivelin e përgjithshëm të çmimeve. Meqënëse pagesat e detyrimeve janë të fiksuara në terma nominalë, një rritje e paparashikuar në nivelin e çmimeve ul detyrimin e borxhit, duke ulur vlerën e detyrimeve të firmës në terma realë, por duke mos ulur vlerën reale të aseteve të firmës. Kështu, një rritje e paparashikuar në nivelin e çmimeve si pasojë e një ekspansioni monetar rrit vlerën reale neto e cila çon në uljen e problemeve të përzgjedhjes së keqe (*adverse selection*) dhe dëmit moral dhe si pasojë shkakton një rritje në nivelin e investimeve dhe prodhimit total.

- Kanali i çmimit të aseteve

Ekonomistët njohin dy kanale kryesore të çmimit të aseteve nëpërmjet të cilave transmetohet politika monetare: teoria q e Tobin dhe efekti i pasurisë mbi konsumin.

Teoria q e Tobin:

Ky kanal shpjegon sesi një goditje në politikën monetare transmetohet në ekonomi me anë të ndikimit të saj në vlerën e aksioneve. Sipas Tobin (1969), q përkufizohet si raporti i vlerës së tregut të firmave me koston e zëvendësimit të kapitalit. Sa më e lartë të jetë q (sa më e madhe vlera e tregut të firmave ndaj koston së zëvendësimit të koston së kapitalit), aq më të gatshme janë firmat për të blerë dhe për të bërë investime shtesë, duke qënë se fitimet e krijuara nga investime të tilla do të rrisin koston e aseteve të firmave.

Sipas Mishkin (1996), një politikë monetare ekspansioniste do të rrisë ofertën e parasë, duke e bërë publikun më të pasur, i cili do ta përdorë likuiditetin e tepërt për të blerë aksione, letra me vlerë në tregjet e kapitalit duke rritur portofolin e aksioneve. Kjo rrit kërkesën për aksione duke rritur edhe çmimin e tyre, si rrjedhojë duke e bërë investimin në aksione më tërheqëse. Modeli Keynesian thekson të njëjtin konkluzion. Një rënie e normave të interesit si pasojë e ekspansionit monetar i bën bonot e thesarit më pak tërheqëse krahasuar me aksionet, dhe si pasojë shkakton një rritje të çmimit të aksioneve.

Më tej, kjo rrit q -në, e cila përkthehet në rritjen e shpenzimeve për investime dhe prodhimin total.

Kanali i pasurisë:

Ky kanal funksionon me anë të ndikimit në konsum dhe rrjedh nga *Modeli i Ciklit të Jetës* e Modigliani (1971), sipas të cilit shpenzimet për konsum janë funksion i burimeve të akumuluar gjatë jetës. Këto burime konsistojnë në kapital njerëzor, kapital real dhe pasuri financiare. Sipas Mishkin (1996), një komponent i rëndësishëm i konsumit janë aksionet e zakonshme (*common stocks*). Kështu, kur çmimet e tyre rriten si pasojë e një politike monetare ekspansioniste, vlera financiare e pasurisë rritet, e cila çon në një rritje të burimeve të individit gjatë jetës, që më tej mund të jenë më të gatshëm të rrisin shpenzimet e tyre për konsum.

- Kanali i kursit të këmbimit

Transmetimi i politikës monetare me anë të kanalit të kursit të këmbimit varet nga lloji i regjimit të kursit të këmbimit. Për shembull, një kurs këmbimi fleksibël lehtëson transmetimin e goditjeve monetare në sektorin real krahasuar me një regjim fiks të kursit të këmbimit, duke qenë se në këtë të fundit bëhen axhustime në sektorin monetar për ta ruajtur fiks kursin e këmbimit. Kështu, një politikë monetare ekspansioniste (ulja e normës së interesit) çon në zhvlerësim të monedhës vendase duke rritur kështu eksportet neto dhe prodhimin total (Mishkin, 1996; Loayza dhe Hebbel, 2002).

- Kanali i pritshmërive

Kanali i pritshmërive bazohet në pritshmëritë publike në lidhje me drejtimin e politikës monetare dhe ndikimin e saj në inflacion, investime, nivelin e pagave dhe nivelin e rritjes ekonomike. Transmetimi i politikës monetare me anë të kanalit të pritshmërive është më i pasigurti në raport me të gjithë kanalet e tjerë sepse është e vështirë të masësh pritshmëritë dhe varet nga mënyra sesi i interpreton publiku ndryshimet në politikën monetare. Për

shembull, një ulje e normës bazë dërgon një sinjal për një rritje ekonomike në të ardhmen dhe nëse pritshmëritë e publikut janë të mirëformuara, kjo do të rrisë besimin e investorëve për të investuar dhe konsumuar, e cila çon në një rritje të prodhimit. Kanali i prishmërive i politikës monetare është një prej temave mbizotëruese në shumë banka qendrore, veçanërisht ndërmjet atyre që praktikojnë targetimin e inflacionit (Blinder, 1998; Bernanke, 2004; Svensson, 2004, dhe Woodford, 2005).

1.1.2 Përçimi i normës së interesit

Shpejtësia dhe madhësia me të cilën transmetohet politika monetare në ekonominë reale varet nga karakteristikat e përçimit të normës bazë të interesit tek normat e tjera të interesit të tregut ndërbankar, primar dhe atë me pakicë. Përçimi i normës së interesit mat shkallën dhe shpejtësinë me anë të të cilit ndryshimet në normën bazë transmetohen në normat e interesit të bankave tregtare, në periudhën afatshkurtër dhe atë afatgjatë.

Përçimi i normës së interesit ndahet në dy faza. Faza e parë konsiston në mënyrën se si goditjet në politikën monetare përçohen në afatshkurtra të tregut të parasë, ndërkohë faza e dytë konsiston në mënyrën sesi ndryshimet në normat e tregut të parasë përçohen tek normat e interesit të tregut me pakicë. Megjithatë, pjesa më e madhe e literaturës empirike fokusohet në fazën e dytë, me argumentin se norma bazë e politikës monetare është një mjet administrativ (e kontrolluar nga banka qendrore), dhe si rrjedhojë mund të mos reflektojë plotësisht zhvillimet e tregut. Gjithashtu, Egert et al. (2007) argumenton se faza e parë ndikohet shumë nga forma e kurbës së *yield*-ve. Një kurbë e qëndrueshme *yield*-esh kontribuon në një përçim proporcional nga norma bazë tek normat e tregut të parasë, ndërkohë që çdo kthesë në kurbën e *yield*-eve do të shtrembërojë përçimin.

Një përçim i plotë ndodh kur ndryshimet në normën bazë shkaktojnë një ndryshim një me një tek interesat e tregut me pakicë. Në rast se normat e interesit bankar nuk axhustohen një-me-një, thuhet se përçimi nuk është i plotë. Ngurtësia e normave të interesit në industrinë bankare ka dy kuptime të ndryshme (Cottarelli dhe Kourelis, 1994). Kuptimi i parë përdoret për të përshkruar natyrën joelastike të normave të interesit bankar ndaj

lëvizjeve në kërkesën për kredi bankare dhe depozita. Kuptimi i dytë lidhet me ndryshimet në normat e interesit të tregut të parasë, që do të thotë, bankat tregtare i axhustojnë normat e tyre të interesit vetëm në mënyrë marxhinale në periudhën afatshkurtër (ngurtësia afatshkurtër), dhe ndoshta edhe në periudhën afatgjatë (ngurtësia afatgjatë) në funksion të ndryshimit të normës bazë.

Janë bërë shumë kërkime për të kuptuar ngurtësinë e përçimit të normës së interesit, si: Stiglitz dhe Weiss (1981), Berger dhe Hannan (1989), Hannan dhe Berger (1991), Neumark dhe Sharp (1992) dhe Lowe dhe Rohling, (1992).

Ngurtësia e normës së interesit i referohet jo vetëm axhustimeve të pjesshme dhe të ngadalta të normave të interesit të tregut me pakicë ndaj çdo ndryshimi në normën bazë, por gjithashtu edhe karakteristikave të saj asimetrike dhe jolineare. Koncepti i *asimetrisë* i referohet reagimeve të ndryshme të normave të interesit në tregun me pakicë në varësi të faktit nëse ndryshimi i normës bazë është pozitiv apo negativ. Koncepti i *jolinearitetit* gjen përdorime të ndryshme. Kështu, në studimin e Beckmann et al (2013), jolineariteti i referohet ekzistencës së thyerjeve strukturore, siç janë krizat bankare të cilat ndikojnë në përçimin afatshkurtër dhe afatgjatë të normës bazë. Duke u mbështetur në databazën e Laeven dhe Valencia (2012)⁵, si edhe duke përdorur metodën e koeficientëve të luhatshëm me kohën, (VECM) Beckman et al(2013) gjen se në rastet e ekonomive në zhvillim, efienca e transmetimit monetar përmirësohet kur ndodh një krizë e rregullt bankare, e cila reflektohet në një përçim më të lartë të normës së interesit në periudhën afatgjatë. Në periudhën afat-shkurtër, krizat bankare nuk kanë rezultuar të kenë një ndikim të qartë në përçimin e normës së interesit. Megjithatë, është vërtetuar se përçimi afatshkurtër ndikohet më shumë pasi kriza ka përfunduar. Në lidhje me krizën e fundit financiare, transmetimi afatgjatë nuk është ndikuar shumë, përveç disa rasteve të veçanta. Një përkufizim i ngjashëm me linearitetin është bërë nga Durán-Viquez dhe Esquivel-Monge (2008). Ky studim synon të vlerësojë madhësinë dhe shpejtësinë e përçimit të normës së interesit në ekonominë e Kosta Rikës gjatë periudhës 1996-2007, duke kontrolluar nëse përçimi u rrit pas tetor 2006, kur Banka Qendrore e Kosta Rikës ndryshoi regjimin e kursit të këmbimit.

5 Baza e të dhënave të përdorura nga Laeven dhe Valencia (2013) identifikon episode të krizave bankare për disa vende në zhvillim dhe të zhvilluara.

Metodologjia e përdorur në këtë studim konsiston në VECM-në jolineare duke përdorur një variabël *dummy*, i cili synon të kapë periudhën e ndryshimit të regjimit të kursit të këmbimit. Variablit *dummy* i jepet vlera zero për periudhën para tetorit 2008 dhe i jepet vlera një për periudhën pas tetorit 2008. Nëse ky variabël *dummy* rezulton të jetë statistikisht i parëndësishëm, mund të konkludohet se përcimi i normës së interesit është konstant në të gjithë periudhën dhe se ndryshimi i regjimit të kursit të këmbimit nuk ka ndikuar këtë përcim. Ky përkufizim i linearitetit është aplikuar edhe tek Panagopoulos et al.(2010) të cilët ekzaminonë ekzistencën e konvergjencës së përcimit të normës së interesit (Homogjeniteti dhe Simetria) në Eurozonë para dhe gjatë krizës financiare. Analitikisht, ky studim përdor një përjasje të korrigjimit të gabimit simetrik dhe asimetrik mbi procesin e përcimit të normës së interesit. Kjo përjasje bazohet tek metodologjia LSE-Hendry GETS. Avantazhi kryesor i kësaj metodologjie është se jep dy shpejtësi të ndryshme axhustimi, që lidhen me ndryshimet pozitive dhe negative në treguesit e normave të interesit (të tregut me shumicë dhe me pakicë), dhe gjithashtu jep ngurtësitë afatshkurtra dhe aftagjata të cilat vlerësohen njëkohësisht. Struktura e këtij modeli lejon autorin të krijojë raportin e vet, të ngjashëm me atë të Scholnick (1996). Ky raport i “ri” i quajtur “Raport i Elasticitetit të Shpejtësisë së Axhustimit” mat kohën (numrin e javëve apo të muajve) që duhet për një ndryshim pozitiv apo negativ në normat e interesit të tregut me shumicë të përçohet tek normat e tregut me pakicë. Algjebrikisht, ky raport llogaritet duke pjestuar elasticitetet afatgjata (ngurtësitë) me koeficientët e shpejtësisë së axhustimit. Rezultatet tregojnë, dhe veçanërisht rezultatet në lidhje me tregjet e kredisë, së konvergjenca sfidohet. Para fillimit të krizës financiare, konvergjenca sfidohet nga mungesa e homogjenitetit, ndërsa gjatë krizës sfidohet për shkak të mungesës së simetrisë. Ky lloj informacioni (në terma sasiorë dhe cilësorë) mund të jetë i dobishëm për autoritetet rregulluese në përpjekjen e tyre për të monitoruar dhe për të forcuar efektivitetin e politikës monetare në Eurozonë.

Studime të tjera e përkufizojnë jolinearitetin si një marrëdhënie të ndryshueshme midis dy apo më shumë variablave në varësi të një pragu/kufiri. Një përkufizim i tillë për linearitetin përshtatet më mirë në studime që lidhen me ndikimin e borxhit publik në aktivitetin ekonomik. Kështu, Baum et al (2012), duke përdorur një metodologji që konsiston në

dynamic threshold panel, analizon ndikimin afatgjatë të borxhit publik në rritjen e PBB-së në 12 vende të Zonës Euro për periudhën 1990-2010. Një gjetje e rëndësishme e studimit është se borxhi publik ka një ndikim pozitiv dhe statistikisht të rëndësishëm në rritjen ekonomike për raporte të borxhit publik ndaj PBB-së deri në 67%. Kur borxhi publik në raport me PBB-në e kalon nivelin 95%, PBB-ja fillon të ketë një ndikim negativ në aktivitetin ekonomik. Një përkufizim i tretë për jolinearitetin e përçimit të normës së interesit, përdoret në zëvendësim të termit “asimetri”, si për shembull në studimin e Becker et al (2013). Këto studime përpiqen të kontrollojnë nëse norma e interesit (e tregut të parasë apo tregut me pakicë) reagojnë ndryshe në varësi të shenjës së ndryshimit të normës bazë (negative apo pozitive). Së fundmi, një përkufizim i katërt i jolinearitetit është përdorur në studimin e Tanku et al. (2007) i cili mat sesi reagon inflacioni nëse ndryshimet në kursin e këmbimit janë të një madhësie të madhe apo të vogël.

Lowe dhe Rohling (1992) propozojnë katër shpjegime teorike në lidhje me ngurtësinë e normave të interesit në tregun me pakicë në tregjet financiare: 1) niveli ekuilibër i kredisë dhe përzgjedhja e keqe (*adverse selection*); 2) kostot e ndryshimit/ zëvendësimit 3) ndarja e riskut; dhe 4) iracionaliteti i konsumatorit.

1) niveli ekuilibër i kredisë dhe përzgjedhja e keqe (*adverse selection*);

Përzgjedhja e keqe (*adverse selection*) është një ngjarje e zakonshme në tregjet financiare dhe ndodh kur një pjesëmarrës i tregut nuk mund të marrë informacion të saktë për të tjerët. Për shembull, firmat supozohet të kenë më shumë njohuri për rrezikun e projekteve të tyre të investimit ndërkohë që bankat nuk e kanë këtë informacion. Ky ndryshim në marrjen e informacionit krijon probleme të dëmit moral dhe përzgjedhjes së keqe (*adverse selection*). Si rrjedhojë, bankat nuk e rrisin domosdoshmërisht normën e interesit së kredisë në mënyrë proporcionale me ndryshimin në normën bazë, edhe nëse kostoja e financimit rritet, pasi normat e rritura mund të tërheqin kredimarrësit me risk. Megjithatë, nëse bankat i përgjigjen rritjes së kostove të financimit duke rritur normat e kredisë, kthimi i pritur në të gjitha projektet e investimit mund të shënojë rënie, pasi firmat dhe investitorët me

projekte të sigurta ka të ngjarë të jenë të parët që do të tërhiqen nga tregu. Kështu, përbërja e aplikantëve të cilët kërkojnë kredi ndryshon në të kundërt. Në vijim, ndërsa norma e kredisë rritet, sjellja e kredimarrësve mund të ndryshojë, duke i detyruar ata të drejtohen në projekte më të rrezikshme, duke rritur kështu mundësinë e dështimit në pagesat e kredisë (rritet dëmi moral). Nëse mundësia e dështimit është mjaftueshëm e lartë, atëherë të ardhurat e pritshme të bankës do të bien si pasojë e rritjes së normave të kredisë. Të përballur me një dilemë të tillë, bankat zgjedhin të mos rrisin normat e tyre edhe nëse kostot e financimit janë rritur, por mund të preferojnë t'i caktojnë normat e kredisë nën normën që sjell tregun në ekuilibër. Në këtë rast, normat e interesit të kredive ngurojnë të rriten.

2) Kostot e ndryshimit/zëvendësimit

Kostot e ndryshimit/ zëvendësimit janë kostot që krijohen nga konsumatorët si pasojë e lëvizjes nga një prodhues, firmë apo produkt tek një tjetër. Këto kosto përfshijnë shpenzimet e lëvizjes, kostot e kërkimit, riskun financiar, riskun psikologjik dhe atë social. Nëse këto kosto janë të larta, konsumatorët do të preferojnë të qëndrojnë me ofruesin ekzistues. Meqënëse bankat janë të interesuara për profilin e riskut të çdo kredimarrësi, ato investojnë para dhe kohë për të gjetur informacion të mjaftueshëm për profilin e çdo kredimarrësi. Duke qënë se ka kosto për mbledhjen e informacionit mbi profilin e riskut të kredimarrësve, bankat i'a kalojnë këto kosto kredimarrësve në formën e kostove shtesë. Lowe dhe Rohling (1992) gjejnë se duke marrë parasysh këta faktorë, kredimarrësit nuk do të preferonin të bënin ndryshime pasi banka ka të gjithë dokumentat e nevojshme gjatë aplikimit të parë të kredisë dhe të marrësh një kredi të dytë do të jetë më e lehtë sesa të aplikosh për kredi në një bankë të re. Në këtë rast thuhet se norma e interesit të kredisë do të ngurojë të ulet.

3) Ndarja e rrezikut

Teoria e ndarjes së riskut përshkruan ngurtësinë e normës së interesit të kredisë në rastet kur kredimarrësi është më pak i prirur ndaj riskut sesa aksionerët e bankës. Në

këtë rast, kredimarrësi dhe banka mund të përfitojnë nga një marrëveshje apo kontratë e nënkuptuar në lidhje me sasinë që do të ishin të gatshëm të shkëmbejnë, dhe nivelin e çmimeve dhe kushteve për realizimin e kësaj marrëveshje në të ardhmen. Një marrëveshje e tillë është e ngjashme me një kontratë sigurimi ku kredimarrësi i cili është jo i prirur ndaj riskut i paguan një prim sigurimi bankës (neutral ndaj riskut) për një pagesë interesi të qëndrueshme. Kështu, banka do të caktojë një normë interesi e cila është më e ulët se kostoja marxhinale e financimit dhe më tej do të kompensohet për riskun shtesë duke marrë një normë mesatare më të lartë sesa ajo e caktuar për kredimarrësit neutral ndaj riskut (Lowe dhe Rohling, 1992). Kredimarrësit e trajtojnë ndryshimin e normës së interesit midis huamarrësve të prirur ndaj riskut dhe atyre neutral si një prim sigurimi duke qenë se kredimarrësve nuk u pëlqen ta ndërrojnë bankën për shkak të kostove të ndryshimit/zëvendësimit. Gjithashtu, një marrëveshje e tillë midis bankave dhe kredimarrësve është tipike në sektorin bankar, ku bankat synojnë të ndërtojnë dhe mbajnë marrëdhënie të ngushta me klientët dhe huamarrësit afatgjatë, të cilët kanë mundësi të përfitojnë një normë interesi të qëndrueshme në të ardhmen (Fried dhe Howitt, 1980).

4) Iracionaliteti i klientëve

Ausubel (1991) argumenton se ekziston një grup klientësh të cilët marrin kredi në shuma të konsiderueshme në mënyrë të përsëritur me pretendimin se do ta paguanjnë këtë shumë të madhe me kartë krediti para afatit të caktuar por dështojnë të bëjnë pagesën e plotë. Ky grup klientësh është i predispozuar të paguajë norma të larta interesi. Në këto kushte, këta klientë nuk janë të ndjeshëm ndaj ndryshimeve të normave të interesit dhe rrjedhimisht është mjaft i preferuar nga bankat. Si rezultat, normat e interesit të kartave të kreditit ngurren të ulen (Lowe dhe Rohling, 1992).

Në vijim të faktorëve të lartëpërmendur të cilët mund të shtrembërojnë përcimin e normës së interesit, Cottarelli dhe Kourelis (1994) gjen se ky përcim varet shumë nga parametrat

strukturorë të sistemit financiar. Disa nga këto parametra strukturorë janë: shkalla e konkurrencës; përqëndrimi bankar në tregjet financiare; struktura e pronësisë së tregjeve financiare; dhe niveli i zhvillimit dhe hapjes së tregjeve financiare, etj.

- Shkalla e konkurrencës dhe përqëndrimi bankar

Konkurrenca midis bankave nevojitet për një transmetim efektiv të politikës monetare, pasi ajo redukton sjelljen jo-maksimizim fitimi të bankave dhe si pasojë çon në transmetimin efektiv të politikës monetare. Cottarelli dhe Kourelis (1994) argumentojnë se kërkesa për kredi është më pak elastike në ato tregje ku ka më pak konkurrencë, më shumë pengesa për hyrje në treg apo nuk ka burime të tjera financimi. Si rrjedhojë, normat e kredisë mund të reagojnë më ngadalë ndaj ndryshimeve të normave të tregut të parasë në periudhën afatshkurtër. Nga ana tjetër, përqëndrimi i lartë bankar ul përçimin e normave të interesit pasi bankat synojnë të kenë sjellje oligopolistike, duke i bërë normat e interesit të axhustohen në mënyrë asimetrike.

Përshtatja asimetrike e normave të tregut me pakicë mund të shpjegohet më mirë me hipotezën e *marrëveshjeve të fshehta të vendosjes së çmimit* dhe hipotezën e *reagimit të klientëve* (Hannan dhe Berger, 1991; Scholnick, 1996). Hipoteza e *marrëveshjeve të fshehta të vendosjes së çmimit* argumenton se normat e depozitave do të ngurojnë të rriten në rastin e uljes së normës bazë, pasi një rritje e depozitave përbën kosto për bankat në formën e një pagese të rritur ndaj depozituesve. Ndërkohë normat e kredisë shfaqin një ngurtësi më të madhe për t'u ulur si reagim ndaj uljes së normës bazë, sepse një ulje në normën e kredisë redukton marxhin e fitimit të bankave. Në të kundërt, *hipoteza e reagimit të konsumatorit* argumenton se norma e depozitave do të jetë e ngurtë në rënie në rast të një rritjeje të normës bazë si pasojë e frikës se konsumatorët do t'i tërheqin apo transferojnë depozitat e tyre në institucione financiare jo-bankare. Nga ana tjetër, normat e kredisë do të shfaqin një ngurtësi më të madhe për rritje, për shkak të reagimit negativ të konsumatorit sic është moshlyerja në pagesat e kredisë. Megjithatë, sipas Cottarelli dhe Kourelis (1994), përqëndrimi bankar mund të mos jetë një mënyrë e mirë për nivelin aktual të konkurrencës pasi firmat në një treg të përqëndruar mund të sillen në mënyrë konkurruese nëse ka kërcënime për hyrje të reja.

- Struktura e pronësisë së bankave

Struktura e pronësisë e sektorit bankar në një ekonomi luan një rol të rëndësishëm në transmetimin e politikës monetare pasi ajo ndikon në ngurtësinë e normave të interesit. Në ekonominë ku bankat shtetërore dominojnë tregjet financiare, normat e interesit axhustohen me një vonesë në kohë si pasojë e presioneve politike apo inefiçencës. Kjo ndodh pasi bankat shtetërore veprojnë në interes të publikut dhe nuk janë të fokusuara në maksimizimin e fitimit. Kur bankat shfaqin sjellje të maksimizimit të fitimit, ato priten të axhustojnë në kohë ndryshimin e normave të interesit në raport me çdo ndryshim të normës bazë, dhe inefiçenca në treg penalizohet nga forcat e tregut. Por kur forcat e tregut janë të dobëta, siç janë barrierat në hyrje, mungesa e konkurrencës nga ndërmjetësit jobankar apo kufizimet në flukset ndërkombëtare të kapitalit, inefiçenca nuk mund të penalizohet dhe normat e interesit do të jenë të ngurta (Cottarelli dhe Kourelis, 1994, Aziakpono dhe Wilson, 2010).

- Shkalla e hapjes dhe zhvillimit të tregut financiar

Integrimi ndërkufitar financiar në rritje dhe inovacionet në tregjet financiare, siç janë instrumentat derivativë kanë patur një ndikim të rëndësishëm në mënyrën sesi janë transmetuar impluset e politikës monetare në ekonomi.

Transmetimi i goditjeve të politikës monetare me anë të kanalit të normës së interesit pritet të jetë i ngadaltë kur tregjet e bonove janë të pazhvilluara dhe bankat janë ndërmjetësit e kredive afatshkurtra dhe fondeve të akorduara në monedhë të huaj. Si të tilla, kredimarrësit nuk kanë burim tjetër financimi dhe elasticiteti i kërkesës për kredi është joelastike. Nga ana tjetër, një treg i zhvilluar i bonove, i tregut të parasë, sigurimi i borxhit të korporatave dhe tregjeve të kapitalit sipërmarrës së bashku me hapjen ndaj tregjeve ndërkombëtare të kapitalit do të rezultojnë në një transmetim më të shpejtë për ato produkte bankare të cilat konkurojnë në mënyrë të drejtëpërdrejtë me këto tregje. Kjo tregon se ekzistenca e zëvendësuesve të afërt për depozitat dhe kreditë bankare do t'i bëjnë bankat t'a ruajnë mundësinë për të mos humbur sasi të mëdha të depozitave dhe të kredive të individëve dhe firmave për faktin se normat e tyre nuk janë konkurruese. Kështu, elasticiteti i depozitave

dhe kredive do të jetë më elastik në tregjet e zhvilluara financiare. Aziakpono dhe Wilson (2010) argumentojnë se kur sistemet financiare janë mjaftueshëm të hapura dhe bankat mundësojnë burime të ndryshme financimi, mbështetja e bankave në instrumentet lehtësuese nga Banka Qendrore do të ulet. Në këto kushte, një sistem i hapur financiar mund të reagojë ndaj ndryshimeve të normës bazë më ngadalë sesa kur tregu financiar nuk është i hapur.

- Kostot e Menusë

Sipas Rotemberg dhe Saloner (1987), kostot e menusë përfshijnë kostot që lidhen me listën e çmimeve të reja që ndryshojnë dhe qarkullojnë me printimin, lajmërimin, kostot administrative dhe komunikimin e ndryshimit të tyre në degë të tjera, në kushtet kur një firmë ka rrjet të gjerë. Në të njëjtën kohë, kostot e menusë përfshijnë kostot e hutimit apo çorientimit të klienteve me ndryshimet e shpeshta të çmimeve. Për këtë arsye, kostot e menusë parashikojnë që firmat do t'i axhustojnë çmimet e tyre vetëm në kushtet e një goditje nominale të kërkesës vetëm atëhere kur përfitimet e gjeneruara nga përshtatja e çmimeve janë më të mëdha se kostot e të qëndruarit jashtë ekuilibrit. Gjithashtu, meqënëse përshtatja është e kushtueshme në kohë, firmat shumë shpesh nuk preferojnë të ndryshojnë vazhdimisht çmimet e tyre sepse kjo mund të ketë ndikim negativ në ofrimin e një shërbimi të kënaqshëm ndaj klientëve, veçanërisht nëse ky ndryshim konsiderohet si i përkohshëm (Madsen dhe Yang, 1998:196).

- Likuiditeti shtesë i sistemit bankar

Mbajtja e likuiditetit të tepërt të sektorit bankar mund të ketë efekte jo të favorshme në aftësinë e politikës monetare për të ndikuar kërkesën agregate. Për shembull, nëse bankat mbajnë rezerva të tepërta pranë bankës qendrore mbi limitin e kërkuar, çdo përpjekje nga autoritetet monetare për të rritur likuiditetin me anë të një politike monetare ekspansioniste ka shumë të ngjarë të rezultojë joefektive. Kështu, likuiditeti shtesë i sektorit bankar ngadalëson transmetimin e goditjeve të politikës monetare të cilat çojnë në ngadalësim të përçimit të normës së interesit.

- Regjimi i politikës monetare

Regjimi i politikës monetare luan një rol të rëndësishëm në shkallën dhe shpejtësinë e axhustimit të normave të interesit të bankave tregtare ndaj një ndryshimi në normën bazë të interesit. Për shembull, sipas një regjimi të politikës monetare të kontrollit të drejtpërdrejt, normat e interesit synojnë të jenë të ngurta duke qenë se axhustimet në normat zyrtare mund të jenë të motivuara nga arsye politike (Aziakpono dhe Wilson, 2010). Në kushtet e një regjimi të liberalizuar të politikës monetare ku normat e interesit dhe kreditë përcaktohen nga forcat e tregut, bankat do të axhustohen më shpejt ndaj ndryshimeve në normën bazë pasi mosaxhustimi do të penalizohet nga forcat e tregut. Gjithashtu, regjimi i politikës monetare i cili mbështetet më shumë në transparencë dhe rritjen e përgjegjësisë ulin luhatjet e normave të interesit pasi tregu mund të parashikojë lehtësisht drejtimin e politikës monetare, duke çuar kështu në një shkallë më të lartë të përçimit të normës së interesit.

- Luhatja e tregut të parasë, inflacioni dhe kushtet makroekonomike

Situata makroekonomike ndikon mënyrën sesi bankat përshtasin normat e tyre të interesit ndaj një ndryshimi në normën bazë. Bankat e kanë më të lehtë të transmetojnë ndryshimet e normës bazë te normat e kredisë dhe depozitave në kushte të favorshme ekonomike. Në kushtet e rritjes së lartë ekonomike, kërkesa për hua është më e madhe dhe bankat janë më të predispozuar për ta kufizuar dhënien e kredisë duke rritur normat e interesit. Gjithashtu, agjentët ekonomikë janë në pozicion më të mirë financiar dhe është më e thjeshtë për firmat që të përshtasin çmimet e tyre. Pra, në përgjithësi çmimet përshtaten më shpesh dhe më plotësisht në gjithë ekonominë, dhe në sektorin bankar në veçanti.

Gjithashtu gjatë periudhave me inflacion të lartë bankat rrisin normat e interesit në raport me rritjen e normave bazë pasi çmimet në treg do të ndryshojnë më shpesh në një mjedis me inflacion të lartë sesa në një periudhë me inflacion të ulët (Egert dhe MacDonald, 2009).

- Pritshmëritë e pjesëmarrësve të tregut

Pritshmëritë e tregut gjithashtu luajnë një rol të rëndësishëm në reagimin e normave të interesit ndaj normës bazë të politikës monetare. Becker et al. (2010) gjen se disa banka presin për axhustimin e normave të tyre të interesit që të akumulohen ndryshimet e vogla ose kur ndodh një ndryshim i madh në normën bazë. Kur menaxherët e një banke, të cilët janë përgjegjës për vendosjen e normave të interesit presin norma të larta në të ardhmen për shkak të një reagimi agresiv të bankës qendrore, ata mund të presin pak para se të rrisin normat e interesit të depozitave; ndërsa kur presin norma të ulta ata mund të presin pak para se të ulin normat e interesit të kredisë.

- Pavarësia e bankës qendrore

Forcimi i pavarësisë së bankës qendrore forcon përçimin e normës së interesit bazë sepse i jep autonomi bankës qendrore në ndërmarrjen e vendimeve të politikës monetare dhe në nxitjen e funksionit të vet sinjalizues për pjesëmarrësit e tregut. Në vendet në zhvillim, të dyja, pavarësia de jure dhe de facto janë të rëndësishme në rritjen e efektivitetit të bankës qendrore (Cukierman, Webb dhe Neyapti, 1992). Pavarësia përfshin lirinë për të vendosur normën e politikës monetare pa ndërhyrjen e qeverisë. Përmirësimi i pavarësisë së bankës qendrore përkthehet në rritjen e pavarësisë së këshillit mbikëqyrës së bankës qendrore, limitimi i bankës qendrore në kreditimin e qeverisë, në rritjen e pavarësisë financiare dhe në rritjen e përgjegjshmërisë së saj nëpërmjet komunikimit të qëllimeve dhe politikave të veta. Kjo e fundit është shumë e rëndësishme në përçimin më të mirë dhe të shpejtë të veprimeve të politikës monetare në tregjet financiare dhe në ekonomi.

- Politika fiskale

Ngjashëm me faktorin e lartpërmendur, eliminimi i dominancës fiskale nxit përçimin sepse nuk e kufizon politikën monetare ndaj objektivave të politikës fiskale dhe forcon pavarësinë e bankës qendrore, sipas një studimi të FMN-së (2010). Huadhënia direkte e bankës

qendrore ndaj qeverisë e rrezikon bilancin e bankës qendrore dhe kufizon aftësinë e bankës qendrore për të sinjalizuar ndryshimet në qëndrimin e politikës monetare duke rritur normat e interesit dhe duke kryer operacione të tregut të hapur (Laurens, 2005). Defiçite fiskale të larta gjithashtu mund të rrisin normat e interesit duke rritur primin e rrezikut, duke ndërhyrë kështu në përcimin e normës bazë të politikës monetare tek normat e tregut të parasë (ndërbankar dhe primar).

Është e rëndësishme të theksohet që faktorët e lartpërmendur nuk janë të vetmit që ndikojnë në ngurtësinë e reagimit të normave të interesit të tregut me pakicë apo ndërbankar ndaj normës bazë. Ka dhe përcaktues apo teori të tjera që mund të shpjegojnë këtë ngurtësi, të cilët mund të ndryshojnë ndërmjet vendeve të ndryshme dhe me kohën, veçanërisht me zhvillimin e tregjeve financiare.

1.2 Literatura empirike

1.2.1 Ekonomitë e zhvilluara

Cottarelli dhe Kourelis (1994) kanë studiuar shkallën e ngurtësisë në reagimin e normës së interesit së kredisë ndaj normave të tregut të parasë si edhe kanë kontrolluar efektin e faktorëve që lidhen me tiparet strukturore të sistemit financiar. Analiza është kryer për 31 vende, të cilat janë ndarë në mënyrë të njëjtë midis vendeve të zhvilluara dhe atyre në zhvillim. Modeli në shumë raste është kufizuar në dy vite, maksimumi, dhe seritë kohore të normave të interesit janë shprehur në bazë mujore. Në këtë studim, termi ngurtësi i referohet ndryshimeve më të vogla në normën e interesit të tregut me pakicë, në periudhën afatshkurtër dhe mundësisht në periudhën afatgjatë, ndaj një ndryshimi në normën e tregut të parasë. Arsyeja e përdorimit të normës së interesit në tregun e parasë si një instrument afatshkurtër financiar është se ato nuk kontrollohen në mënyrë administrative nga banka, dhe ka pak të ngjarë të jenë subjekt i presioneve politike apo i

formave të tjera manipulimi. Normat e interesit të tregut të parasë i referohen kryesisht normave të bonove të thesarit apo atyre ndërbankare. Normat bankare në këtë studim i referohen tre tipeve të normave të kredisë: norma e interesit së kredisë akorduar huamarrësve të preferuar (me vlerësim të lartë), norma e interesit së kredisë akorduar huamarrësve jo të preferuar, dhe norma mesatare e kredisë bankare. Faktorët e përzgjedhur për të përfaqësuar strukturën financiare janë: shkalla e zhvillimit të tregjeve të parasë dhe atyre financiare; shkalla e konkurrencës brenda sistemit bankar dhe ndërmjet bankave dhe ndërmjetësuesve të tjerë financiarë; ekzistenca e kufizimeve në lëvizjen e kapitalit; dhe struktura e pronësisë së ndërmjetësuesve financiarë. Cottarelli dhe Kourelis (1994) sygjeron një listë të gjatë të treguesve përfaqësues për të paraqitur secilin prej katër tipareve të lartpërmendura për strukturën financiare, siç janë paraqitur në tabelën më poshtë, të shoqëruara me shenjë përkatese në kllapa:

Treguesit përfaqësues për përfaqësimin e tipareve strukturore të sistemit financiar

1) Konkurrenca brenda sistemit bankar	a) Shkalla e përqëndrimit të sistemit bankar: pjesa e tregut e pesë bankave më të mëdha (-) ; b) Numri i degëve të bankave për 100, 000 banorë (+)
2) Shkalla e zhvillimit të tregut të parasë dhe hapja e ekonomisë	a) Komponenti rastësor në seritë kohore të normave të interesit të tregut të parasë (gabimi standard i shprehur si përqindje e vlerës mesatare të normës së tregut të parasë gjeneruar nga modeli ARIMA, për modelimin e secilës prej serive kohore (-) ; b) Madhësia e tregut për instrumentët financiarë afatshkurtër dhënë nga vetë firmat (+)
3) Pronësia e sistemit bankar	a) Numri i pesë bankave më të mëdha të cilat janë publike (-)
4) Shkalla e zhvillimit e sistemit financiar	a) PBB-ja për frymë (+); b) Përqindja e agregatit monetar M2 në raport me PBB-në (+); c) përqindja e parasë së gjerë M3 me paranë e ngushtë (+)

Duke përdorur një procedurë vlerësimi me dy hapa, Cottarelli dhe Kourelis (1994) gjejnë se transmetimi afatgjatë nga norma e interesit të tregut të parasë në normën e kredisë është pothuajse një me një (me multiplikatorin afatgjatë mesatarisht të vlerësuar rreth 0.97; ndërkohë që në periudhën afatshkurtër shkalla e ngurtësisë është e lartë, me multiplikatorin afatshkurtër të vlerësuar rreth 1/3 e multiplikatorit afatgjatë). Një observim interesant i Cottarelli dhe Kourelis (1994) është se ka shumë ndryshim në vlerat mesatare të koeficientëve afatshkurtër dhe atyre afatgjatë. Kështu, gabimi standard për multiplikatorin afatshkurtër dhe afatgjatë është rreth 80% dhe 50%, respektivisht, e cila tregon se vendet ndryshojnë më shumë në periudhën afatshkurtër sesa në periudhën afatgjatë. Ky rezultat thekson faktin se ndryshimet afatshkurtra janë të forta si pasojë e kostove të axhustimit apo inefiçencave, sesa për shkak të ndryshimeve afatgjata në elasticitetin e kredisë. Gjithashtu, Cottarelli dhe Kourelis (1994) gjejnë evidencë që përcimi nga norma e tregut të parasë tek norma e kredisë varet nga lloji i kësaj të fundit. Kështu, përcimi është më i shpejtë tek norma e interesit së kredisë akorduar huamarrësve të preferuar (*prime posted rates*) sesa tek normat e interesit së kredisë akorduar huamarrësve jo të preferuar (*posted nonprime rates*). Së fundi, studimi gjen se ngurtësia e normës së kredisë ndikohet në mënyrë të konsiderueshme nga struktura e sistemit financiar.

Efekti i konkurrencës brenda sistemit bankar në përcimin e normës së interesit është investiguar edhe në studime të tjera. Në një treg konkurues, bankat mund të jenë të interesuara të rrisin pjesën e tyre të tregut dhe të mos humbasin klientët e tyre duke vendosur norma interesi të favorshme dhe duke dhënë hua huamarrësve me më pak rrezik. Një nivel i lartë i konkurrencës ndërmjet bankave rezulton të shkaktojë një përcim më të shpejtë të normës së interesit (Gropp et al., 2007). Gambacorta dhe Ianotti (2007) duke investiguar sjelljen e normave të interesit në Itali, gjejnë se kur Ligji i Konsoliduar, i cili nxiste konkurrencën, u prezantua për herë të parë në Itali në vitin 1993, shpejtësia e përcimit të normës së interesit u rrit, dhe për më tepër, asimetritë në lidhje me regjimin e politikës monetare u zbehën. Sipas “hipotezës së performancës së strukturës”, niveli i përqëndrimit është i lidhur në mënyrë inverse me shkallën e konkurrencës, sepse niveli i lartë i përqëndrimit nxit firmat të bëjnë marrëveshje me njëra tjetrën.

Një aspekt tjetër interesant, që lidhet me nivelin e konkurrencës, është lloji i klientëve të bankës. Mund të bëhet dallim ndërmjet klientëve të sofistikuar dhe atyre të pasofistikuar (Gorton et al., 1995). Të parët i njohin të gjitha normat e interesit, ndërsa të dytët kanë njohuri vetëm për normat aktuale dhe të mëparshme të normave të interesit në bankën e tyre. Sa më të pasofistikuar të jenë klientët në treg, aq më asimetrike është sjellja e bankave, dhe aq më pak presion kanë bankat për të qenë konkurruese. Mund të pritet që ka më shumë klientë të pasofistikuar për depozitat dhe huatë afatshkurtra sesa për instrumentat afatgjata, sepse ata zakonisht kanë të bëjnë me shuma më të vogla parash. Çuditërisht, një person mund të jetë në të njëjtën kohë i pasofistikuar për depozitat afatshkurtra dhe i sofistikuar për kreditë hipotekore.

Një studim tjetër mbi përcimin nga normat e interesit të tregut të parasë tek normat e interesit të tregut me pakicë (kredi dhe depozita), me fokus të veçantë në tiparet strukturore të sistemit financiar si përcaktues potencialë të një përcimi të tillë është ai i Mojon (2000). Studimi përdor të dhëna të tregut me pakicë (25 norma interesi të kredisë akorduar bizneseve të reja dhe 17 norma interesi të depozitave marrë nga bizneset e reja) të gjashtë vendeve më të mëdha të Zonës Euro: Belgjika, Spanja, Holanda, Italia, dhe Franca). Mojon (2002) studion përcimin në dy cikle të ndryshme të normës së interesit (nga 1979 deri 1998; dhe nga 1988 deri 1998), dhe gjithashtu për nën-periudha gjatë të cilave normat e interesit janë rritur apo ulur. Metodologjia e përdorur, sikurse në shumë studime të bëra mbi përcimin e normës së interesit, konsiston në metodën e korrigjimit të gabimit. Rezultatet e koeficientëve të përcimit janë shumë të ngjashëm me ato të marra në studimin e Cottarelli dhe Kourelis (1994). Një gjetje e studimit është se normat e kredisë afatshkurtër axhustohen më shpejt ndaj ndryshimeve në normën e tregut të parasë krahasuar me normat e interesit të kredisë hipotekore dhe për investime dhe normat e interesit të depozitave. Kur merret parasysh e gjithë periudha (1979 – 1998), elasticiteti i normës së kredisë afat-shkurtër ndaj një goditje në normën e tregut të parasë është rreth 0.73 në një periudhë tre-mujore; ndërkohë që reagimi i normës së kredisë hipotekore dhe asaj të depozitave vlerësohet të jetë 0.31 dhe 0.27, respektivisht. Një gjetje tjetër e studimit, e cila është disi tipike në literaturën mbi përcaktimin e normës së interesit të bankave, është se përcimi në normën e interesit të kredisë është më i lartë kur norma e tregut të parasë rritet sesa kur ulet, dhe anasjelltas për

normën e interesit të depozitave. Mojon (2006) i'a atribuon këtë asimetri sjelljes së bankave për të maksimizuar të ardhurat, dhe shkallës së konkurrencës midis bankave. Ashtu si në studimin e Cottarelli dhe Kourelis (1994), Mojon (2000) gjen se përçimi ka shumë variacion midis vendeve të ndryshme, dhe përpiket të studiojë përcaktuesit e këtij heterogjeniteti duke analizuar disa tipare të strukturës institucionale dhe financiare.

Roelands (2012), duke përdorur të dhënat e normave të interesit për bankat mëmë të Shteteve të Bashkuara për periudhën 2001T1-2012T1, gjen evidencë për asimetri për përçimin e normave të interesit, e cila i atribuohet rregullave bankare në lidhje me kërkesat e kapitalit dhe likuiditetit. Në mënyrë më specifike, Roelands (2012) gjen se bankat me kufizime likuiditeti dhe kapitali reagojnë më pak ndaj një ulje në normën e politikës monetare, dhe normat e tyre të interesit të kredisë janë më të ndjeshme ndaj zhvillimeve në krahun e kërkesës.

Sander dhe Kleimeier (2004) synon të unifikojë kërkimin empirik mbi përçimin e normës së interesit në Eurozonë. Në krahasim me studimet e mëparshme, Sander dhe Kleimeier (2004) ndjekin dy metoda të ndryshme: “përqasja e politikës monetare” dhe “përqasja e kostos së fondeve”. Në metodën e parë, norma e interesit një-ditore është zgjedhur për të përfaqësuar qëndrimin e politikës monetare; ndërsa metoda e dytë përzgjedh normën e interesit të tregut të parasë me korelacionin më të lartë me normën respektive të kredisë apo normën e depozitave. Bazuar në këtë metodë, u studiua përçimi midis normës së interesit 10-vjeçar të tregut të parasë dhe normës së kredisë hipotekore; normës 12-mujore të tregut të parasë dhe normës së kredisë konsumatore; normës 6-mujore të tregut të parasë dhe normës afatmesme dhe afatgjatë akorduar bizneseve; midis normës së tregut 1-mujor të tregut të parasë dhe normës afatshkurtër të depozitave; dhe midis normës 3-mujore të tregut të parasë me normat e interesit të depozitave me afat dhe llogarive të kursimit. Një tjetër kontribut i këtij studimi është matja e thyerjeve strukturore në mënyrë endogjene në vend të marrjes së datave të këtyre thyerjeve si të mirëqena. Metodologjia e përdorur konsiston në Mekanizmin e Korrigjimit të Vektorit të Gabimit dhe metodave kointegruese që lejojnë axhustimet asimetrike dhe kufitare (*threshold*). Studimi gjen se përqasja e politikës monetare dhe ajo e kostos së fondeve japin rezultate të ndryshme nga njëra tjetra, rrjedhimisht është e rëndësishme të bëhet dallimi midis këtyre dy përqasjeve. Gjithashtu,

Sander dhe Kleimeier (2004) gjejnë evidencë në mbështetje të ngurtësisë afatshkurtër, të shtrëngimit afat-shkurtër, e cila tregon për tregje konkurruese joperfekte. Së fundi, përçimi është bërë më i shpejtë në përgjigje ndaj impulseve të politikës monetare por jo ndaj ndryshimeve të kostove të fondeve.

Një studim i ngjashëm me studimet e lartpërmendura është ai i De Bondt (2002), i cili vlerëson përçimin e normës së interesit në Zonën Euro bazuar në Mekanizmin e Korrigjimit të Vektorit të Gabimit. Një kontribut i këtij studimi (ashtu si në studimin e Sander dhe Kleimeier, 2004) është se kosto marxhinale e çmimeve të instrumentave bankarë mund të kapet duke axhustuar maturimin e normave të interesit të tregut të parasë me ato të tregut me pakicë. Studimi gjen se përçimi i menjëhershëm nga normat e interesit të tregut të parasë tek norma e interesit të tregut bankar me pakicë është në linjë me rezultatet e studimeve të mëparshme, vlerësim maksimal rreth 50% - brenda një muaji. Përçimi afatgjatë rezulton të jetë më i lartë, me përjashtim të normave një-ditore dhe tre-mujore të depozitave (vlerësuar rreth 40%). Studimi gjen evidencë për ekzistencën e lidhjes afatgjate kointegruese ndërmjet normës së interesit të tregut të parasë dhe të tregut me pakicë. Kjo gjithashtu konfirmohet nga teste të tjera që konsistojnë në reagime të impulseve të VAR. Në vijim, De Bondt (2002) verifikon nëse përçimi i normës së interesit midis normave të tregut të parasë ka ndryshuar me kohën, duke e ndarë periudhën në dy nënperiudha: 1996M01 – 1998M12 dhe 1999M01- 2001M05. Periudha e dytë korrespondon me periudhën pas adoptimit të monedhës së Euro-s. Rezultatet e nënperiudhave tregojnë se reagimi i normës së interesit të tregut me pakicë është më i lartë dhe më i shpejtë pas hyrjes së monedhës Euro.

Një çështje me fokus të veçantë në kërkimin në Zonën Euro është variacioni në përçimin e normës së interesit midis segmenteve të ndryshme të tregut. Kështu, De Graeve et al. (2004) analizon përçimin e normës së interesit në tregun bankar të Belgjikës duke përdorur të dhëna të disagreguara të bankave individuale për një sërë normash interesi të kredive dhe depozitave gjatë periudhës janar 1993 – dhjetor 2000. Të dhënat e disagreguara lejojnë kontrollin e shkallës dhe shpejtësisë së përçimit në nivel mikro, dhe gjithashtu identifikimin e përcaktuesve të këtij përçimi-specifik për çdo bankë. Gjithashtu, De Graeve et al. (2004) përdorin të dhëna mbi një gamë të gjerë të produkteve të kredisë dhe depozitave, duke

përfshirë pothuajse të gjithë spektrin e bankingut me pakicë. Kjo është mjaft e rëndësishme pasi jep një pamje të plotë sesi ndryshon përcimi i normës së interesit midis produkteve të ndryshme. Një përfundim mjaft i rëndësishëm i këtij studimi është se ekziston heterogjenitet i mjaftueshëm në përcaktimin e çmimeve midis bankave. Në periudhën afatshkurtër, sikurse edhe në studime të tjera të ngjashme, përcaktimi i çmimeve të bankave ka rezultuar të jetë shumë i ngurtë. Midis produkteve të ndryshme të kredive dhe depozitave, kreditë akorduar bizneseve kanë patur një çmim më konkurrues se kreditë akorduar konsumatorëve. Në krahun e kredidhënies, De Graeve et al. (2004) zbulon se maturitetet afatshkurtra të ofruara nga bankat ndryshojnë ngadalë dhe mbeten konstant në intervale kohore të ndryshme; ndërkohë që normat afatgjata të kredisë reagojnë në mënyrë më të theksuar ndaj ndryshimeve të normave të interesit të tregut të parasë.

Një tjetër studim i rëndësishëm mbi përcimin e normës së interesit nga norma bazë te norma e interesit të bankave (të tregut me pakicë) në Zonën Euro është studimi i Sorensen dhe Werner (2006). Ky studim sjell një risi në literaturën e gjerë të përcimit të normës së interesit e cila lidhet me të dhënat e përdorura në analizat empirike. Sorensen dhe Werner (2006) përdorin statistikave të normave të interesit të harmonizuara të BQE-së në vend të statistikave kombëtare të paharmonizuara të normave të interesit që janë përdorur në studime të mëparshme. Disavantazhi i përdorimit të statistikave të paharmonizuara është se ato bazohen në përkufizime dhe klasifikime të ndryshme të këtyre vendeve dhe si rrjedhojë ky heterogjenitet i të dhënave mund të ndikojë në rezultatet e transmetimit. Kjo bën që konkluzionet e heterogjenitetit midis vendeve mund të jenë si pasojë e përdorimit të statistikave specifike të vendeve të studiuara sesa vetë specifike të vendeve të marra në studim. Gjithashtu, një kontribut mjaft i rëndësishëm i studimit është ndërtimi i serive kohore prapa në kohë për të përfshirë periudhën janar 1999 - dhjetor 2002 dhe periudhën janar 2003 - qershor 2004. Në çiftimin e normave të tregut të parasë me ato të tregut me pakicë, u përdor metoda “kostoja e fondeve sipas Sander dhe Kleimeier (2004). Kontributi i tretë i Sorensen dhe Werner (2006) lidhet me metodologjinë e përdorur, e cila konsiston në modelin e korrigjimit të gabimit, duke marrë parasysh korrelacionet ndërsektoriale. Studimi konkludon se ka një shkallë të lartë heterogjeniteti në përcimin nga normat e tregut të parasë tek normat e interesit të bankave në Zonën Euro, për sa i përket multiplikatorëve

afatgjatë dhe koeficientëve të shpejtësisë së axhustimit. Kjo nuk tregon se tregu bankar Evropian është veçanërisht joefiçent. Në të kundërt, ekzistenca e marrëdhënieve kointegruese midis normave të interesit bankar me normat korresponduese të tregut të parasë pothuajse për të gjitha kategoritë dhe vendet tregon se normat bankare të interesit reagojnë në mënyrë domethënëse ndaj mospërputhjeve me normat e tregut të parasë dhe rrjedhimisht axhustohen drejt ekuilibrit.

Clinton dhe Howard (1994) investigojnë aspektet e normës së interesit në mekanizmin e transmisionit të instrumenteve të politikës monetare në Kanada, duke u fokusuar në stabilitetin e lidhjeve ndërmjet disa normave kyçe të interesit dhe instrumentave të politikës monetare. Për të përcaktuar se cilat zhvendosje mund të ndodhin në vitet e fundit, ata përshkruajnë lëvizjet në diferencat e normave të interesit, aplikojmë testet e kointegritimit dhe vlerësojnë modelet e korigjimit të gabimeve. Studimi gjen se lidhjet ndërmjet instrumentave të politikës dhe normave të tregut të parasë dhe lidhjet ndërmjet normave të tregut të parasë dhe normave të administruara kanë qenë relativisht të qëndrueshme. Në raste të veçanta, Banka ka patur vështirësi në mbajtjen e normave afatshkurtra të interesit në intervalin e preferuar gjatë periudhave të luhatshmërive të mëdha të tregut. Një arsye për këtë ka qenë ekzistenca e vazhdueshme e kërkesës apo kufizimit për disa banka për mbajtjen e një sasive të konsiderueshme të depozitave në Bankën e Kanadasë. Kjo do të shuhej me përfundimin e tranzicionit drejt kërkesave për rezerva zero në mes të viteve 1994. Një gjetje tjetër e studimit është se normat e huadhënies të bankave kanë reaguar shumë shpejtë ndaj uljeve në normat e tregut të parasë gjatë tre viteve të fundit, dhe hendeuku i ndërmjetësimit për kredinë akorduar bizneseve – që është norma e huadhënies minus koston e fondeve afatshkurtra – ka qenë në periudha të caktuara në nivele jashtëzakonisht të ulta. Kjo bie në kundërshtim me situatën në Shtetet e Bashkuara. *Yield*-et e bonove të thesarit janë ulur më ngadalë së normat afatshkurtra, dhe diferenca ndërmjet normave afatgjata dhe atyre afatshkurtra ka qenë mbi 3% për një periudhë të gjatë kohe. Ndërsa kjo është tipike në këtë fazë të ciklit të normave të interesit dhe gjithashtu është në linjë me diferencën e normave të interesit në Shtetet e Bashkuara, mund të tregojë që kredibiliteti i objektivit të qëndrueshmërisë së inflacionit po merr kohë për t'u krijuar plotësisht pavarësisht normave të ulta të inflacionit. Duke qenë se ka patur një histori të

gjatë të normave të inflacionit të cilat janë luhatur rreth të njëjtit nivel ose pak më lartë se ato në Shtetet e Bashkuara, mbajtësit e titujve primarë mund të kërkojnë një premium në kthimin normal të obligacioneve qeveritare të Kanadasë, që është më i lartë se yield-i nominal në bonot e Shteteve të Bashkuara. Deficitet e mëdha buxhetore dhe pasiguritë politike në Kanada kanë kontribuar në nivelin e lartë të normave afatgjata të interesit. Në vitet e fundit, diferencat (*spreads*) ndërmjet normave të kredive hipotekore dhe normave të depozitave afatgjata në institucionet huadhënëse janë rritur nga viti 1983 deri në mesin e viteve 1990. Kjo i atribuohet kryesisht rritjes së luhatshmërisë së normave të interesit, gjë e cila i ka ekspozuar huamarrësit ndaj rritjes së riskut. Kur luhatshmëria e normave të interesit ishte në kulmin e vet, gjatë viteve 1981-82, diferencat (*spreads*) ishin shumë më të mëdha se sa janë aktualisht. Gjithashtu, institucionet i kanë ofruar gjithnjë e më shumë klientëve të tyre norma interesi, që janë më të favorshme se normat fillestare të kuotura (*posted*), dhe opsione më të mira parapagimi të cilat mund të jenë të kushtueshme kur normat e interesit shënojnë rënie.

Një studim i kryer nga Banka e Austrisë (Egert et al., 2006) përpiqet të kuptojë përçimin e normës së interesit nga norma bazë tek norma e tregut të parasë dhe më tej tek normat e interesit të tregut me pakicë, në pesë vende të Evropës Qëndrore Lindore (Republika Çeke, Hungaria, Polonia, Sllovakia, dhe Sllovenia), duke përdorur përqasjen e Vektorit Autoregresiv. Autorët ofrojnë një analizë krahasuese duke përdorur të njëjtën analizë empirike në tre vende të zonës euro: Austria, Gjermania dhe Spanja. Gjithashtu, Egert et al.(2006) kontrollon nëse përçimi i normës së interesit ndryshon me kohën (duke e ndarë periudhën në nënperiudha) dhe nëse ndryshon sipas segmenteve të ndryshme të ekonomisë (individë ndaj sektorit jofinanciarë apo periudha afat-shkurtër ndaj periudhës afat-gjatë), dhe nëse ky transmetim është simetrik. Një gjetje e rëndësishme e këtij studimi është se nuk ka përçim midis normës bazë dhe normës afatgjatë së tregut të parasë për shkak të kurbës së paqëndrueshme së yield-eve në pesë vendet e Evropës Qendrore Lindore. Megjithatë ka prova në mbështetje të përçimit nga norma bazë te norma afat-gjatë e kredisë dhe depozitave. Autorët janë përballur me shumë sfida për të gjetur një marrëdhënie kointegruese solide duke e bërë të vështirë gjurmimin e të tërë mekanizmit të përçimit (me përjashtim të Republikës Çeke dhe Hungarisë).

Horváth et al (2004) analizon përçimin e normës së interesit në Hungari, me ndihmën e modeleve ECM dhe TAR, duke përdorur të dhëna të agreguara dhe në nivel banke. Sipas rezultateve të modelit linear ECM, tregu i kredive për korporatat, që është i karakterizuar nga konkurrencë e fortë, i axhuston çmimet e veta plotësisht dhe shpejt ndaj normave afatshkurtra të tregut të parasë. Axhustimi i normave të depozitave dhe normave të kredive akorduar individëve karakterizohet nga ngurtësia dhe moskompletimi. Ky studim analizon ekzistencën e jolineariteteve në vendosjen e çmimeve të bankave duke përdorur modele TAR. Rezultatet sugjerojnë se shpejtësia e axhustimit të normave të interesit të bankave varet nga masa e ndryshimit në normat e tregut të parasë, dhe distanca e normave të bankës nga niveli i tyre afatgjatë i ekuilibrit. Shenja e goditjeve të *yield*-eve dhe luhatshmëria e normave të tregut të parasë rezulton të mos ketë ndikim në shpejtësinë e axhustimit.

Lapinskas (2011) studion përçimin e normave të interesit ndërbankar dhe atyre me pakicë në rastin e Lituanisë. Metodot e përdorura në këtë studim përfshijnë një analizë sistemike të studimeve relevante, të të dhënave historike dhe testimit statistikor. Analiza është zgjeruar për të përfshirë tregues alternativë të lidhur me normat e interesit në mënyrë që të kontrollojë për konsistencën e përçimit të normave të interesit në Lituanë gjatë periudhës tetor 2004 – dhjetor 2010. Analiza e përçimit të normës së interesit nga normat e tregut ndërbankar tek normat e depozitave dhe kredive në tregun me pakicë tregon se ka tendencë të ngjashme me ato që gjenden në analizën e prezantuar në vendet e Europës Qendrore Lindore. Përçimi i normës së interesit është më i drejtpërdrejtë dhe më i fortë për depozitat e mbledhura nga korporatat jo-financiare dhe nga individët. Në të njëjtën kohë, përçimi i normës së interesit nga huatë akorduar korporatave luhetet diku midis. Ndarja e kampionit në dy nënperiudha identike tregon se lidhja ndërmjet normave të interesit ka ndryshuar me kohën, megjithatë rezultatet nuk janë shumë të qarta. Në disa raste, përçimi rritet (veçanërisht për normat e interesit të depozitave), ndërsa fortësia e lidhjes ndërmjet normave të interesit të tregut ndërbankar dhe normave të kredisë hipotekore akorduar individëve ka rënë ndjeshëm. Matjet e përfitimit alternativ kuantitativë për përcaktimin e nivelit të normave të interesit të bankave nuk tregojnë ndonjë rritje anormale. Të ardhurat neto nga instrumentat e lidhura me normat e interesit kanë shënuar rënie nga viti 2009, duke qenë kështu në linjë me uljen e aktivitetit të përgjithshëm financiar. Kostot shtesë

administrative janë rritur lehtësisht për huatë akorduar në monedhën lituaneze (litas) që prej tremujorit të fundit të vitit 2009. Pyetësi i huadhënies bankare, një burim alternativ i vlerësimit kuantitativ për kushtet e kredidhënies, tregon se duke filluar nga fundi i vitit 2007, bankat kanë shtrënguar ndjeshëm standardet e kredidhënies për të gjithë segmentet e huave, dhe kanë regjistruar një ulje të fortë në kërkesën për huatë. Rrjedhimisht, matjet kualitative të standardeve kredidhënese janë shtrënguar ndjeshëm edhe para rritjes së luhatshmërisë së normave të interesit dhe rritjes së depozitave. Një impakt i fortë negativ është ndjerë për shkak të pritshmërive optimiste të publikut, të cilat u plotësuan me reagimin shumë konfident që ekzistonte para shfaqjes së krizës globale financiare. Shtrëngimi i kushteve të kredidhënies nga bankat, të cilat ishin vënë re në fund të vitit 2007 patën një efekt të konsiderueshëm në kushtet e tregut të paqëndrueshëm dhe në ngadalësimin e rritjes ekonomike. Analiza e të dhënave të normave të interesit dhe rezultatet e vërtetimit të ndryshme tregojnë se bankat e ndryshuan vërtet politikën e tyre dhe e përshtatën atë me kushtet e reja që mbizotëronin në treg, por të dhënat mbi matjet alternative financiare nuk reflektojnë marzhet e mëdha apo një dislokacion të përcaktimit të normave të interesit në afatin e gjatë.

Një studim tjetër i cili analizon asimetritë e mundshme të përçimit të normës së interesit është ai i Sznajderska (2012). Me anë të një modeli *threshold autoregressive and momentum-threshold autoregressive*, Sznajderska (2012) analizon asimetritë e përçimit nga normat e tregut të parasë tek normat e tregut me pakicë gjatë periudhës 2004-2011 në Poloni. Gjithashtu, me anë të këtij modeli Sznajderska (2012) ekzaminon nëse normat e depozitave dhe kredive në bankat tregtare polake axhustohen në mënyrë asimetrike ndaj ndryshimeve në normat ndërbankare në periudhën afatshkurtër dhe afatgjatë. Një nga gjetjet e studimit është se bankat polake axhustojnë normat e interesit të kredive akorduar firmave dhe kredive akorduar për qëllime blerje shtepie, axhustohen më shpejt kur termi i korigjimit të gabimit është mbi vlerën *kufi*, si pasojë e konkurrencës për këto tipe kredish dhe si pasojë e problemit të përzgjedhjes së keqe (*adverse selection*). Një gjetje tjetër është se bankat në Poloni i axhustojnë më shpejt normat e kredisë akorduar pronarëve të vetëm dhe të kredive për qëllime konsumi, kur termi i korigjimit të gabimit është nën vlerën *kufi*. Sznajderska (2012) gjen prova jobindëse në lidhje me reagimin e normave të interesit të

bankave të marra në studim ndaj ndryshimeve pozitive apo negative të normave të tregut të parasë.

Përçimi i normës së interesit në Poloni ka qenë gjithashtu objekt i studimit Chmielewski (2003), i cili merr parasysh treguesit specifike të bankave. Ky studim gjen se bankat që janë më fitimprurëse i axhustojnë normat e kredisë dhe të depozitave afagjatë më shpejt. Ndërsa, bankat më pak fitimprurëse kanë tendencën të zgjerojnë diferencat e normave të interesit ndërmjet kredive dhe depozitave kur ndodh një ulje e normës së tregut ndërbankar. Autori sugjeron se kjo ndodh sepse ata duan të mbrojnë marzhin e tyre të interesit ose sepse strategjia e tyre e vendosjes së çmimit është më pak konkurruese. Për më shumë, bankat me cilësi të ulët të kredive janë më të dispozuara të ulin normat e interesit të huave akorduar korporatave më shpejt dhe më fortë, ndoshta për të tërhequr huamarrës më të sigurtë. Përsa i përket raportit të mjaftueshmërisë së kapitalit, bankat me raport më të ulët i axhustojnë më shpejt normat e huave, sepse zakonisht kanë asete më me risk.

Becker et al. (2010) analizojnë mekanizmin e transmissionit të normës së interesit në Mbretërinë e Bashkuar duke eksploruar përçimin nga norma bazë tek normat e tregut të parasë dhe të kredisë hipotekore. Asimetritë potenciale, për shkak të kushteve të tregut financiar dhe politikës monetare çojnë në përdorimin e një modeli jolinear *threshold* të korrigjimit të vektorit të gabimit, me testet e hipotezës që bazohen në procedurat e *bootstrapping*, duke marrë në konsideratë natyrën diskrete të ndryshimeve në normën bazë. Rezultatet empirike tregojnë prezencën e asimetrive të rëndësishme në të dyja hapat e procesit. Gjithashtu, studimi tregon që këto asimetri varen nga ndryshimet e kaluara në normat e tregut të parasë dhe nga fakti nëse motivohen nga ndryshimet në normën bazë. Analiza e funksioneve të reagimit të impulseve tregon se axhustimet ndryshojnë në terma të shenjës dhe të magnitudës së ndryshimeve të normës së interesit në një mënyrë që është konsistente me kushtet e tregut ndërbankar dhe të kredisë hipotekore gjatë periudhës së fundit. Gjithashtu, pritshmëritë e pjesëmarrësve të tregut mund të luajnë një rol të rëndësishëm. Becker et al (2010) tregojnë se disa banka mund të presin të axhustojnë normat e tyre derisa të akumulohen një seri ndryshimesh të vogla, ose kur ndodh një ndryshim i madh në normën e tregut ndërbankar. Kur menaxherët, përgjegjës për përcaktimin e çmimeve të normave të interesit, presin norma të larta interesi për shkak të

pritsshmërive të tyre për rritjen e normës bazë të bankës qendrore, mund të presin për rritjen e normës së depozitës ose në të kundërt, mund të presin për uljen e normave të kredisë kur presin për uljen e normës bazë.

Analizat fillestare për normat e kredisë hipotekore në Mbretërinë e Bashkuar janë realizuar nga Heffernan (1993), Hoffman and Mizen (2004), dhe Paisley (1994) në një kontekst linear. Megjithatë, të gjitha studimet e fundit e Heffernan (1997), Hoffman and Mizen (2004) dhe Fuertes et al. (2009) gjejnë asimetri të rëndësishme në përçimin nga norma bazë tek normat e tregut me pakicë. Heffernan (1993) gjejnë se normat e kredive hipotekore reagojnë më ngadalë kur norma bazë rritet sesa kur ulet. Në kontrast me këtë gjetje, duke përdorur një periudhë kohore më të vonshme dhe të dhëna të disagreguara, Fuertes et al. (2009) gjejnë reagime më të shpejta ndaj rritjeve në normën bazë. Gjithashtu, ky studim gjen evidencë në mbështetje të axhustimit më të shpejtë për ndryshime të mëdha në normën bazë, ndërsa Hofman and Mizen (2004) gjen axhustim më të shpejtë kur devijimi nga ekuilibri është duke u zgjeruar ose pritët të zgjerohet.

Një gjetje e përbashkët e studimeve të lartpërmendura, për Mbretërinë e Bashkuar dhe për vendet e tjera, është që përçimi nga normat bazë dhe ato të tregut ndërbankar është jo i plotë në afatin e gjatë, dhe rrjedhimisht normat e kredisë hipotekore nuk reflektojnë plotësisht efektet e politikës monetare të bankës qendrore. Megjithatë, asnjë prej këtyre studimeve nuk njohin dy hapat e përçimit të normës së interesit. I vetmi punim që njeh dhe investigon këto dy hapa është ai i de Bondt (2005), i cili gjen një përçim të plotë për hapin e parë, dhe një përçim jo të plotë për hapin e dytë.

Qëllimi për të studiuar nëse kriza finaciare globale ka ndikuar përçimin e normës së interesit ka qenë fokusi edhe i studimit të Illes and Lombardi (2013). Nxitur nga fakti që norma bazë e politikës monetare në ekonomitë e avancuara ka qenë në nivelet më të ulta historike dhe bankat qendore i janë drejtuar mjeteve kjo-konvencionale, Illes and Lombardi (2013) përpiqen të kuptojnë pse këto norma kaq të ulta nuk janë transmetuar tek normat e interesit të huave akorduar individëve dhe bizneseve. Në këtë kuadër, autorët investigojnë nëse përçimi i normës bazë të interesit tek normat e kredisë bankare është deformuar apo jo për shkak të recesionit global. Rezultatet e Illes and Lombardi (2013) tregojnë se hendeuku ndërmjet normës bazë të politikës monetare dhe normave të huave është shumë afër nivelit

të regjistruar në periudhën para krize në Shtetet e Bashkuara të Amerikës dhe në Gjermani, por është shumë i lartë në vendet periferike të Zonës Euro.

1.2.2 Ekonomitë në zhvillim

Një nga studimet e para që heton përçimin e normës së interesit në vendet në zhvillim është ai i Scholnick (1996), i cili është bazuar në kërkimet e bëra për vendet e zhvilluara, siç janë: Neumark dhe Sharpe (1992) dhe Hannan dhe Berger (1991). Scholnick (1996) investigon ngurtësinë e normave të interesit të tregut me pakicë ndaj ndryshimeve të normave të interesit në tregun e parasë për rastin e Singaporës dhe Malajzisë. Në atë kohë, hetimi i përçimit të normës së interesit ishte shumë i rëndësishëm për Singaporën dhe Malajzinë pasi këto vende ishin në proces të liberalizimit financiar. Të dhënat e përdorura në këtë studim janë marrë nga Statistikat Financiare Ndërkombëtare dhe përfshijnë periudhën 1983M01 – 1992M11 për Malajzinë, dhe periudhën 1983M01: 1994M04 për Singaporin. Normat e kredive dhe depozitave përfaqësohen nga normat e interesit afatshkurtër, ndërkohë që normat e tregut të parasë përfaqësohen nga normat me maturitet afatshkurtër. Gjithashtu, Scholnick (1996) synon të hetojë nëse përçimi i normës së interesit nga norma bazë në tregun e parasë është asimetrik apo jo; ose e thënë ndryshe, nëse ka diferencë në përçim në varësi të faktit nëse normat e interesit janë nën apo mbi nivelin ekuilibër. Për këtë arsye, është përdorur metodologjia asimetrike e korrigjimit të gabimit. Studimi konkludon se normat e depozitave në Malajzi tregojnë një sjellje asimetrike duke u axhustuar më shpejt në ulje sesa në rritje. I njëjti përfundim vlen edhe për rastin e Singaporës. Këto rezultate kundërshtojnë hipotezën e përbashkët se bankat veprojnë për të minimizuar përzgjedhjen e keqe (*adverse reaction*) kur ndryshojnë normat e interesit. Edhe pse normat e interesit të kredisë në Malajzi përcaktohet më shumë nga autoritetet monetare sesa nga vetë bankat, studimi gjen se vonesa kohore e axhustimit është më e ngadaltë kur norma e kredisë është mbi nivelin ekuilibër sesa kur norma e kredisë është nën nivelin ekuilibër. Kjo mund të tregojë pse autoritetet në periudhën afatshkurtër synojnë ta mbajnë normën e kredisë mbi nivelin ekuilibër dhe janë të ngadalta të axhustohen kur normat e interesit janë nën nivelin ekuilibër.

Sander dhe Kleimeier (2006) ndoqën metodën e përdorur më parë nga ata vetë në studimin e parë, Sander dhe Kleimeier (2004), me qëllim që të masnin reagimin e normave të interesit të bankave në Afrikën Jugore, Lesoto, Namibia, dhe Swaziland (Zona e Bashkimit Monetar) ndaj ndryshimeve në normën bazë të politikës monetare, dhe gjithashtu sesi reagojnë bankat kombëtare ndaj ndryshimeve të politikës monetare në Afrikën Jugore në Bashkimin Doganor të Afrikës Jugore gjatë periudhës 1991-2005. Për periudhën 1991-2005 janë përdorur katër seri kohore të normave të interesit me frekuencë mujore që përfshijnë: normat e kredisë dhe depozitave (tregu me pakicë); dhe normat e bonove të thesarit dhe normat e skontuara (qëndrimi i politikës monetare). Metodologjia e përdorur (si ajo e Sander dhe Kleimeier, 2004, me fokus në Zonën Euro) konsiston në metodologjinë e korrigjimit të gabimit, duke lejuar për pragje/kufi axhustimet asimetrike dhe ndryshimet strukturore në kohë. Në afatin e gjatë, studimi gjen një përçim të fortë si për normat e depozitave ashtu edhe për ato të kredisë dhe ky përçim është më eficient se përçimi në Bashkimin Monetar Evropian (Sander dhe Kleimeier, 2004). Një analizë krahasimore ndërmjet vendeve nuk gjen ndryshime të konsiderueshme ndërmjet vendeve, me përjashtim të normave të interesit së depozitave, me Afrikën e cila karakterizohet nga një përçim i plotë dhe në të kundërt me Namibian që karakterizohet nga magnitudë e ulët e përçimit. Në afatin e shkurtër, studimi gjen një përçim homogjen për normat e interesit së kredisë dhe më pak homogjen për normat e depozitave në vendet e Zonës së Bashkimit Monetar. Sipas standardeve ndërkombëtare, masa e përçimit konsiderohet e shpejtë në vendet e Zonës së Bashkimit Monetar. Përçimi tek normat e interesit së depozitave, edhe pse i shpejtë, rezulton të shfaqë shenja ngurtësie në periudhën afatshkurtër dhe afatgjatë, dhe axhustim asimetrik, si për shembul ngurrim për tu ulur. Një tjetër studim mbi përçimin e normës së interesit në Afrikën Jugore është ai i Banura (2011). Me përdorimin e teknikave të modelit të korrigjimit të gabimit simetrik dhe asimetrik në të dhëna mujore për periudhën 1980 deri në 2007, studimi gjen se magnituda dhe shpejtësia e përçimit varion midis normave të ndryshme. Kështu, përçim më të shpejtë kanë normat e kredisë, e ndjekur kjo nga normat e bonove të thesarit dhe normave të tregut të parasë, dhe më tej nga normat e depozitave të bankave tregtare dhe në fund nga *yield*-i i bonove qeveritare. Studimi gjen prova në

mbështetje të sjelljes bashkëpunuese për marrëveshje të fshehta të bankave në tregun e depozitave.

Aydin (2007) ekzaminon përçimin e normës së interesit në Turqi nga norma e politikës monetare tek normat e interesit të kredive akorduar korporatave, dhe atyre akorduar për qëllime investimi, blerje shtëpi, *overdraft*, dhe për blerje makine, duke përdorur të dhëna mikro në nivel banke për ekonominë Turke gjatë periudhës 2001M07-2005:M09. Duke përdorur metodën e korrigjimit të gabimit, studimi gjen se përçimi është më i lartë për normat e interesit e të gjitha llojeve të kredisë, në kushtet e një tregu huash që funksionon mirë, veçanërisht në periudhën afatgjatë. Përçimi është gjetur të jetë më i lartë në normat e interesit të kredive akorduar për qëllime blerje shtëpie sesa tek normat e kredive akorduar korporatave, dhe pas bumit të kredisë axhustimi i normës së interesit të kredisë është i plotë për kreditë akorduar për qëllime *overdraft* dhe blerje makine. Aydin (2007) konkludon se banka qendrore ka ndikim në vendosjen e normave të interesit të bankave në një horizont kohor prej një tremujori, dhe rrjedhimisht instrumenti i saj – norma e politikës monetare – duhet të përdoret në kontrollin e kredisë që udhëhiqet nga kërkesa.

Përçimi i normës së interesit ka qënë një fushë e rëndësishme studimi edhe për ekonomitë BRIC (Brazil, Rusia, India, dhe Kina). Këto katër ekonomi konsiderohen si dominante ndërmjet ekonomive në zhvillim për sa i përket rritjes së prodhimit dhe numrit të popullsisë, dhe gjithashtu parashikohen t’ia kalojnë ekonomive më të zhvilluara në pak dekada. Karagiannis et al. (2009), i cili përdor një model të korrigjimit të gabimit, studion mënyrën sesi normat e interesit të tregut me shumicë përçohen tek normat e tregut bankar në afatin e shkurtër dhe afatgjatë, duke kontrolluar për hipotezën e asimetrisë gjatë periudhës 1998M03- 2007M07. Në pjesën më të madhe të studimeve, si për vendet e zhvilluara edhe për ato në zhvillim, përçimi i i normës së interesit karakterizohet nga ngurtësia dhe asimetria, dhe ka karakteristikat e veta në çdo vend. Në rastin e Rusisë dhe Indisë, studimi gjen prova në mbështetje të *Hipotezës së Reagimit të Konsumatorit* (Hannan and Berger, 1991); ndërkohë që në rastin e Brazilit studimi gjen se bankat janë të gatshme të transmetojnë çdo ndryshim në normat e interesit së tregut të parasë tek depozituesit – *Hipoteza e Marrëveshjes së Fshehtë* (siç është argumentuar nga Hannan dhe Berger, 1989; Hannan dhe Berger, 1991; dhe Neumark dhe Sharpe, 1992); dhe çdo ndryshim të normës së

bankës qendrore tek huamarrësit - *Hipotezës së Reagimit të Konsumatorit* (siç është argumentuar nga Hanan dhe Berger, 1991).

Kovanen (2011) studion përcimin e normës së interesit në Gana duke përdorur të dhëna kohore që mbulojnë periudhën 2005-2010. Bazuar në metodologjinë VECM, ky studim në mënyrë të veçantë synon të vlerësojë përcimin nga norma bazë e politikës monetare tek normat e tregut me shumicë (të përfaqësuara nga normat afatshkurtra ndërbankare dhe normat e interesit të bonove të thesarit) dhe përcimin tek normat e interesit të tregut me pakicë (normat e depozitave dhe kredisë). Metodologjia e përdorur na lejon të studiojmë dinamikën afatshkurtër dhe afatgjatë të përcimit të normës së interesit, me fokus të veçantë te asimetria e këtij përcimi. Një gjetje e rëndësishme e këtij studimi sugjeron se reagimi afatshkurtër i normave të interesit të bonove të thesarit dhe atyre ndër-bankare është mjaft i fortë, ndërkohë që në periudhën afatgjatë ky reagim është disi i ngadaltë. Gjithashtu, autori gjen se normat e interesit të kredisë axhustohen ndaj ndryshimeve të normave të tregut me shumicë, por ngadalë, kryesisht si pasojë e pasigurisë të politikave makroekonomike në të ardhmen, rritjes së riskut, siç sugjerohet nga rritja e nivelit të kredive të këqija.

Aleksić et al. (2008) investigon eficientësinë e politikës monetare në një ekonomi mjaft të dollarizuar, si Serbia. Rezultatet tregojnë që kanali i normës së interesit është i mjegulluar, dhe është i varur mbi shkallën e dollarizimit. Lëvizjet e normës së interesit janë kryesisht të përcaktuara nga lëvizjet në normën e interesit në Zonën Euro. Impakti i normës bazë i Bankës Qendrore të Serbisë mbi normat e interesit të kredive bëhet i rëndësishëm vetëm kur kontrollohet për nivelin e dollarizimit. Përcimi i normës bazë tek normat e interesit të sistemit bankar është i observueshëm atëhere kur dollarizimi i ekonomisë serbe bie nën nivelin 64.5%. Përcimi maksimal potencial nga norma bazë tek normat e interesit (në nivelet pothuajse zero të dollarizimit) është ndërmjet 0.169 dhe 0.82, në varësi të specifikimit të modelit.

Një studim i ngjashëm është ai i Apostoae⁶ i cili vlerëson përcimin nga norma bazë tek *yield*-i i bonove të thesarit dhe tek normat e interesit ndërbankar, në rastin e Rumanisë,

⁶ Përcimi i normës së interesit nga norma bazë në normat e interesit ndërbankar në sistemin financiar të Rumanisë.

duke ndarë periudhën e studimit në periudhën para dhe pas krize. Seritë kohore të përdorura janë me frekuencë mujore dhe mbulojnë periudhën 2003-2012. Studimi konkludon se gjatë periudhës para krize normat e interesit ndërbankar reagojnë me ngadalë ndaj çdo ndryshimi të normës bazë. Megjithatë, në periudhën pas krize ky përçim bëhet mjaft “agresiv” e cila reflektohet në reagimin e menjëhershëm të normave ndërbankare në periudhë afatshkurtër dhe me koeficient përçimi më të madh se 1 në periudhën afatgjatë. Autori i’a atribuon këtë mbireagim të normave të interesit ndërbankar ndaj një ndryshimi të normës bazë disa faktorëve, si: mungesë likuiditeti në tregun ndërbankar, shtrembërim pritshmëri të sistemit bankar në lidhje me sjelljen e politikës monetare, kufizimet në financime afatgjata, etj.

Një studim tjetër i rëndësishëm është ai i Tieman (2004), i cili fokusohet në kanalin e transmissioinit të normave të interesit për vendet që i përkasin Evropës Qendrore dhe Lindore, dhe përdor të dhëna me frekuencë mujore për periudhën 1995M01: 2004M02. Tieman (2004) arrin të hedhë poshtë hipotezën sipas së cilës përçimi i normave të interesit nga politika monetare tek normat e tjera të interesit luan një rol të vogël në Rumani krahasuar me rolin që luan në vendet e tjera në tranzicion. Investigimi në Bankën Nacionale të Rumanisë në lidhje me transmissioinin e ndryshimeve në normat e tregut ndërbankar tek normat e interesit të kredive dhe depozitave gjatë periudhës 2003M05: 2009M12, konfirmoi axhustimin e ngadaltë të përçimit në rastin e ekonomisë së Rumanisë.

Nga ana tjetër, literatura për ekonominë në zhvillim gjen se përçimi i normës së interesit është jo i plotë, por nuk gjen prova përfundimtare mbi asimetrinë e këtij përçimi. Jamilov dhe Égert (2013) investigojnë natyrën e përçimit të normës së interesit në pesë ekonomi Kaukaziane (Armeni, Azerbaxhan, Gjeorgji, Kazakistan, dhe Rusi), duke përdorur metodën ARDL me seri kohore mujore të normave të interesit. Jamilov dhe Égert (2013) përpiqet të gjejë një përgjigje pyetjeje majft relevante për temën e studimit tonë: A ka axhustim asimetrik në përçimin e normës bazë tek normat e interesit afatshkurtër dhe afatgjatë të tregut të parasë, dhe në përçimin indirekt – nga norma bazë tek normat e interesit të bankave (depozitë dhe kredi)- në ndonjë nga vendet e marra në studim? Është e rëndësishme të theksohet se metodologjia ARDL-së e përdorur nga Jamilov dhe Égert (2013) jep mundësi të studiohet asimetria e shpejtësisë së axhustimit, marrëdhënia afatgjatë

dhe dinamika afatshkurtër. Një gjetje e rëndësishme e Jamilov dhe Égert (2013) është se nuk ka ndryshim në reagimin e normave të tregut të parasë pavarësisht sjelljes së politikës monetare (shtrënguese apo ekspansioniste) për rastin e Armenisë, Azerbaxhanit dhe Rusisë. Në dy vendet e tjera, Gjeorgjia dhe Kazakistani, studimi gjen efekte të asimetrisë, edhe pse jo të rëndësishme statistikisht. Së fundmi, studimi gjen se asimetria është më e fortë në maturitetet afatgjata.

Në një studim të realizuar nga Egert and MacDonald (2006) mbi mekanizmin e transmissimit në ekonominë në tranzicion, janë arritur disa konkluzione. Së pari, në një kuadër të karakterizuar nga ngurtësia e çmimeve, një ndryshim në normat afatshkurtra nominale të interesit do të shkaktojë ndryshime në normat reale afat-shkurtra dhe afat-gjata. Së dyti, shpenzimet e investimeve për kompanitë dhe individët (në mallra dhe në strehim) janë të ndjeshme ndaj lëvizjeve në normat reale të interesit. Së treti, si rezultat i efektit të të ardhurave dhe i efektit të zëvendësimit, ndryshimet në normat reale të interesit shkaktojë ndryshime në të ardhurat e atyre që posedojnë asete të lidhura me normat e interesit dhe në raportin e konsumit ndaj kursimit. Dhe së katërti, reagimet ndaj impulseve nga politika monetare tek prodhimi real dhe inflacioni ndodhin me vonesa kohore të ndryshme dhe të paparashikueshme, që variojnë me kohën dhe ndërmjet vendeve.

1.3 Literatura empirike mbi mekanizmin e transmetimit të politikës monetare në rastin e Shqipërisë

Është provuar gjerësisht, teorikisht dhe empirikisht, se politika monetare ndikon ekonominë reale me anë të kanaleve të ndryshme, midis të cilëve më të rëndësishmet jani kanali i normës së interesit, kanali i kursit të këmbimit dhe kanali i kredisë. Në rastin e Shqipërisë, janë kryer disa studime të cilat përpiqen të investigojnë mekanizmin e transmetimit të politikës monetare, si: Kolasi et al.(2010), Tanku (2007), Vika (2007), Istrefi dhe Semi (2007), Dushku et al. (2006); Kota dhe Dushku (2007); Dushku dhe Kota (2011), etj. Këto studime përpiqen të vlerësojnë ndikimin e një ndryshimi të politikës monetare në agregatët

monetarë, inflacion, prodhimin e brendshëm bruto, hendekun e prodhimit; kursin e këmbimit, kredia ndaj sektorit privat, dhe në treguesit e tjerë ekonomik.

Kolasi et al. (2010) rivlerësoi mekanizmin e transmetimit të politikës monetare në Shqipëri duke përdorur përjasjen e Vektorit Autoregresiv, e cila më parë ishte studiuar nga Muço et al. (2003). Duke përdorur seri kohore më të gjata, Kolasi et al. (2010) gjen se ndikimi i rritjes së parasë mbi inflacionin është më i fortë se çdo efekt tjetër. Gjithashtu, studimi nuk gjen evidenca të forta për kanalin e kursit të këmbimit. Një rritje e normës bazë nuk rezulton të ketë ndonjë ndikim të rëndësishëm në PBB-në reale, ndërkohë që shkakton rënie statistikisht të rëndësishme në mbajtjen e parasë pas 5 tremujorësh, dhe shfaq presione rënëse në inflacion pas dy tremujorësh, edhe pse e kthen atë drejt nivelit origjinal pas 8-tremujorësh. Një zhvillim pozitiv i kursit të këmbimit është gjetur të shkaktojë presione rritëse mbi inflacion pas 4 tremujorësh, edhe pse një efekt i tillë nuk është statistikisht i rëndësishëm.

Një studim tjetër mbi mekanizmin e transmetimit të politikës monetare, por me fokus të veçantë në kanalin e kredisë bankare, është ai i Vikës (2007). Qëllimi i këtij studimi është të analizojë kanalin e kredisë bankare të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare në Shqipëri, duke përdorur të dhëna mbi 12 banka tregtare të cilat operojnë në Shqipëri. Fokusi kryesor i studimit është të kontrollojë nëse kredia në sektorin privat ndikohet nga ndryshimet në normën bazë të politikës monetare, gjatë periudhës 2004- 2006. Studimi gjen se sjellja e kredisë bankare ndikohet në mënyrë të moderuar nga vendimmarrja e politikës monetare. Megjithatë, rezultatet janë disi të paqarta kur merret parasysh likuiditeti dhe madhësia e bankës. Në ndryshim me atë që pritet dhe sugjerohet nga literatura, bankat e vogla janë më pak të ndjeshme ndaj ndryshimeve në normën bazë sesa bankat e mëdha. Nga ana tjetër, bankat me nivel të mjaftueshëm likuiditeti janë më pak të ndjeshme ndaj çdo ndryshimi të normës bazë, duke qenë në linjë me literaturën.

Një studim tjetër që lidhet me mekanizmin e transmetimit të politikës monetare në Shqipëri është ai i Tanku (2007), i cili studion përçimin e kursit të këmbimit tek inflacioni dhe rolin e kursit të këmbimit në zbatimin dhe drejtimin e politikës monetare. Studimi gjen një ndikim statistikisht të rëndësishëm të kursit të këmbimit mbi çmimet, veçanërisht në çmimet e të mirave të tregtueshme. Megjithatë, shkalla e përçimit varet nga periudha e

marrë në studim. Kështu, gjatë periudhave të karakterizuara nga inflacioni i ulët dhe i qëndrueshëm, përçimi nga kursi i këmbimit te inflacioni dobësohet. Gjithashtu, përçimi i kursit të këmbimit rezulton i parëndësishëm kur Banka e Shqipërisë zbaton regjimin e inflacionit të targetuar. Një studim i ngjashëm është ai i Istrefi dhe Semi (2007). Duke përdorur metodën VAR, Istrefi dhe Semi (2007) investigojnë magnitudën dhe shpejtësinë e përçimit të kursit të këmbimit te indeksi i çmimeve të konsumit. Autorët tregojnë se përçimi i kursit të këmbimit është i plotë brenda një viti kur merret në konsideratë periudha 1996-2006, ndërkohë që është i pjeshëm. Kjo sjellje ndodh kryesisht si pasojë e zhvillimeve të strukturës së tregut, qëndrueshmërisë së Lek-ut Shqiptar, mjedisit me inflacion të ulët, dhe rritjes së besimit te Banka e Shqipërisë. Ky studim ndihmon autoritetin monetar të jetë i kujdesshëm në zgjedhjen e politikave të duhura drejt zhvillimeve në kursin e këmbimit, pasi ekonomia dhe inflacioni mund të ndryshojnë me kohën.

Modeli makroekonomik i ekonomisë shqiptare, MEAM, i cili është i shpjeguar tërësisht në Dushku et al. (2006) dhe Kota dhe Dushku (2007), ofron një proces të plotë makroekonomik të transmetimit të politikës monetare në Shqipëri gjatë periudhës 1996-2006, dhe gjithashtu përfshin të gjitha lidhjet e ekonomisë. Sipas modelit makroekonomik, MEAM, një ndryshim në normën bazë të politikës monetare ndikon drejtpërdrejtë kursin e këmbimit. Kështu, një rritje e normës së interesit rrit kthimet e monedhës vendase përkundrejt monedhës së huaj. Kjo çon në një kërkesë më të madhe për monedhën vendase, dhe si rrjedhojë çon në mbiçmimin e saj. Një vlerësim i monedhës vendase Lek i bën çmimet e importit më të lira. Duke qenë se të mirat e importuara zënë një vend të rëndësishëm në shportën e konsumatorit mbi të cilën ndërtohet IÇK-ja (Indeksi i Çmimeve të Konsumit), një rënie në çmimet e importit do të reflektohet në një IÇK më të ulët dhe si rrjedhojë në presione disinflacioniste. Gjithashtu, një rënie e normës bazë ndiqet nga një rritje e nivelit të importeve dhe ulje e nivelit të eksporteve, duke qenë se të mirat vendase të përkthyer në monedhë të huaj bëhen më të shtrenjta. Në modelin makroekonomik, MEAM, një përkeqësim i tillë në bilancin tregtar reflektohet në ulje të kërkesës agregate, e cila ushtron presione rënëse mbi inflacionin. Kanali i dytë me anë të të cilit politika monetare transmeton ndikimin e saj janë investimet private, sipas modelit makroekonomik. Një rritje e normës bazë rrit koston e përdorimit të kapitalit, dhe si rrjedhojë ul kthimin

relativ të investimit. Si pasojë, ulja e investimeve private do të transmetohet në uljen e kërkesës agregate dhe uljen e presioneve të çmimeve. Gjithashtu, një kërkesë më e ulët agregate ndikon faktorët e prodhimit, duke ulur kërkesën për punë dhe kapital. Një rënie e kërkesës për punë çon në paga më të ulta e cila më tej transmetohet në një kosto më të ulët për punë dhe rënie të nivelit të çmimeve.⁷

Mekanizmi i transmetimit të politikës monetare në Shqipëri është adresuar dhe në modelin strukturor të ekonomisë shqiptare (Dushku dhe Kota, 2011). Ky model përdor teknika *Bayesian*, dhe synon të përshkruajë lidhjet midis normës bazë dhe treguesve të tjerë ekonomikë, si psh: prodhimi, inflacioni, kursi i këmbimit, dhe papunësia në një ekonomi të hapur të vogël, nën regjimin fleksibël të kursit të këmbimit. Modeli konsiston në pesë ekuacione: kërkesa agregate; kurba Phillips; pariteti i normës së interesit të pambuluar; rregulli i politikës monetare; dhe ligji Okun. Një aplikim mjaft i rëndësishëm i këtij modeli është se lejon analizimin e efekteve të ndryshimit të normës bazë tek treguesit e tjerë të përfshira në model, duke i shërbyer kështu vendimmarrjes së politikës monetare. Ndryshe nga makromodeli MEAM, ky model strukturor bën dallimin ndërmjet goditjeve të parashikuara dhe jo të parashikuara të politikës monetare dhe ndërmjet goditjeve të përkohshme me ato të përhershme. Goditja e parashikuar nënkupton një situatë në të cilën sjellja e politikës monetare pritej nga të gjithë agjentët ekonomikë, ndërsa një goditje e paparashikuar nënkupton një situatë në të cilën agjentët nuk mund të parashikojnë sjelljen e politikës monetare. Sipas Fisher (1992), ka vetëm një zgjidhje për sistemin në afatin e gjatë pavarësisht nëse goditja është e parashikuar apo e paparashikuar. I vetmi ndryshim është se ndikimi i një goditje të paparashikuar është më i fortë se sa në rastin kur goditja është e parashikuar. Gjithashtu, modeli GAP bën të mundur realizimin e goditjeve të përhershme dhe të përkohshme të politikës monetare. Bazuar në Wallis et al. (1986) arrijnë në përfundimin se dallimi midis ndryshimit të përhershëm dhe të përkohshëm të reagimit të politikës monetare kufizohet me periudhën që pason tërheqjen e ndryshimit të përkohshëm. Kështu, modelet me vështrim nga e kaluara reagojnë në të njëjtën mënyrë ndaj goditjeve të

⁷ Informacion i mëtejshëm mbi elasticitetin e tregueve të ndryshëm ndaj një goditje në normën bazë apo ndonjë goditjeje tjetër gjendet në studimin e Dushku et al. (2006) dhe në studimin e Kota dhe Dushku (2007).

përkohshme dhe të përhershme në periudhën gjatë të cilës ato janë në veprim. Një ndryshim i përhershëm politikës, përgjithësisht do të çojë në zgjidhjen e modelit drejt një niveli të ri ekuilibër, ndërsa një goditje e përkohshme e politikës monetare do të bëjë që modeli të konvergojë drejt nivelit të mëparshëm të nivelit ekuilibër. Përveç kësaj, në modelin GAP mund të investigohet impakti i një goditje të përhershme ose të përkohshme në varësi nëse kjo goditje është e parashikuar apo jo.

Sipas modelit GAP, një goditje e parashikuar e politikës monetare me 1pp mund të ndiqet nga një vlerësim i menjëhershëm i kursit të këmbimit, dhe nga një hendek prodhimi negativ më të madh. Më tej, goditja transmetohet në inflacion e cila konvergon drejt objektivit 3% në një horizont kohor dy-vjeçar.

Kapitulli II

2. Metodologjia dhe rezultatet

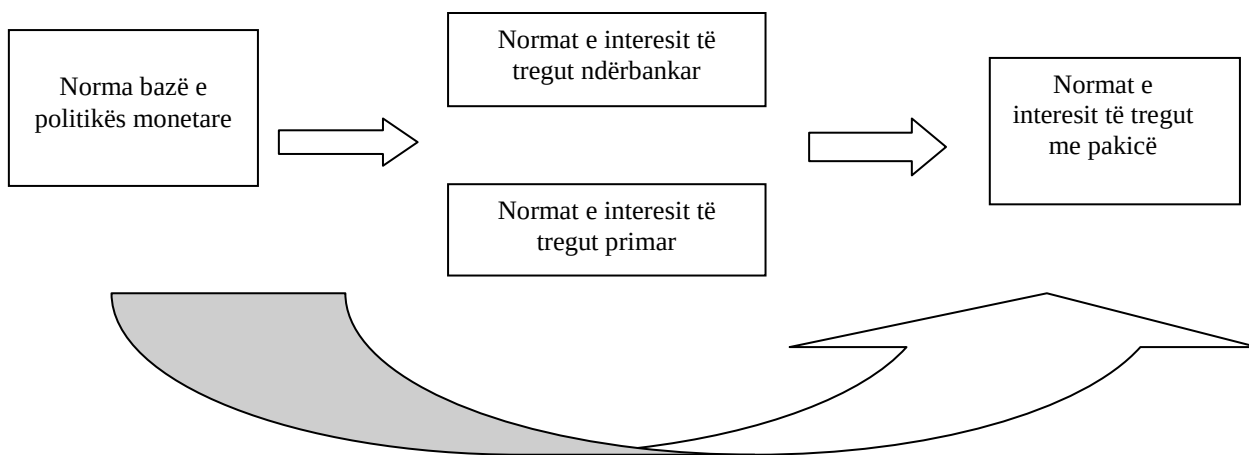
2.1 Përçimi nga norma bazë e interesit tek normat e interesit të tregut me pakicë në një kuadër dy-hapësh

Ky kapitull synon të përshkruajë hollësisht përjasjen metodologjike të ndjekur për studimin e përçimit të normës së interesit në Shqipëri, duke e ndarë në tre periudha: 2002m01: 2013m03 (gjithë periudha); 2002m01: 2008m12 (periudha para krizës) dhe 2009m01: 2013m03 (periudha pas krizës). Pjesa e parë e kapitullit përshkruan të dhënat e përdorura në këtë studim duke u fokusuar në faktet e tyre të stilizuara, në disponueshmërinë e tyre në kohë, dhe në historikun e tyre për periudhën 2002m01: 2013M03. Pjesa e dytë e kapitullit shtron modelin VECM dhe shpjegon hapat e vlerësimit të këtij modeli, paraqet testet e rrënjës njësi për çdo normë interesi të përdorur në vlerësimin empirik, dhe paraqet rezultatet e përçimit të normës së interesit për gjithë periudhën, para krizës dhe pas krizës, në një kuadër dy-hapësh: nga norma bazë tek normat e interesit ndërbankar dhe primar, dhe nga këto të fundit tek normat e interesit të tregut me pakicë (kredi dhe depozita), dhe nga norma bazë tek normat e tregut me pakicë (*overarching pass-through*). Pjesa e tretë e kapitullit fokusohet në studimin e asimetrisë së këtij përçimi duke inkorporuar tregues *dummy* që kapin ndryshimet pozitive apo negative në normat e interesit. Pjesa e fundit e kapitullit përpiket t'i japë përgjigje pyetjes: “A është përçimi i normës së interesit linear?”.

2.1.1 Të dhënat

Qëllimi i këtij studimi, siç u përmend edhe në hyrje, është të investigojë përçimin nga norma bazë e interesit tek normat e interesit të tregut me pakicë (depozitat dhe kreditë) në një kuadër dy-hapësh. Hapi i parë konsiston në përçimin e normës bazë tek normat e interesit të tregut ndërbankar dhe primar; ndërsa hapi i dytë konsiston në përçimin nga këto norma (të tregut ndërbankar dhe atij primar) tek normat e interesit të tregut me pakicë (kredi dhe depozita). Arsyeja pse përçimi i normës së interesit studiohet në dy hapa është për të identifikuar më hollësisht se në cilin hap përçimi dobësohet apo forcohet, dhe rrjedhimisht informon politikëbërësit se cilës fazë të përçimit duhet t'i kushtojnë më shumë vëmendje për të patur një përçim të plotë dhe të shpejtë të normës së interesit. Gjithashtu, ky studim investigon dhe lidhjen jo-direkte (*overarching*) ndërmjet normës bazë të politikës monetare dhe normave të interesit të tregut me pakicë (Figura 1).

Figura 1. Përçimi i normës së interesit (dy-hapësh)



Studimi përdor 15 seri kohore të normave të interesit, burimi i të cilave është Banka e Shqipërisë: *norma bazë e politikës monetare* (repo); normat e interesit të tregut ndërbankar që përfaqësohen nga maturitetet: *një-ditor dhe një-javor*; normat e interesit të tregut primar të përfaqësuara nga *yield-et e bonove të thesarit: 3-; 6-; dhe 12-mujore dhe yield-i i obligacioneve qeveritare 2-vjeçare*; normat e interesit të tregut me pakicë përfaqësuar nga: *norma mesatare/afashkurtër/afatmesme/afatgjatë e ponderuar e kredisë së re në Lek, dhe norma mesatare/ afatskurtër/ afatmesme/ afatgjatë e ponderuar e depozitës së re në Lek*. Të gjitha të dhënat e normave të interesit janë në frekuencë mujore, dhe mbulojnë periudhën 2002m01: 2013m03 (gjithsej 135 observime). Përjashtim bëjnë obligacioni qeveritar me maturitet 2-vjeçar, norma afatgjatë dhe afatmesme e ponderuar e depozitës së re në Lek, të cilat janë të disponueshme prej 2002M10, 2007M11 dhe 2004M08, respektivisht.

Normat e interesit ndërbankar janë të disponueshme me frekuencë ditore, por për qëllimin e këtij studimi janë konvertuar në frekuencë mujore nëpërmjet mesatares së thjeshtë të observimeve ditore. Ekzistojnë edhe maturitete të tjera të normave të interesit ndërbankar, si: 2-javore, 1-mujore, 2-mujore dhe 3-mujore, të cilat nuk janë përfshirë në këtë studim për shkak të serive kohore të shkurtra dhe natyrës sporadike të transaksioneve ndërbankare për këto maturitete. Gjithashtu vlen të përmendet që në këtë studim normat e interesit të tregut

me pakicë përfaqësohen nga normat e ponderuara mbi kreditë e reja të akorduara dhe mbi depozitat e reja të mbledhura, dhe jo nga normat e interesit mbi stokun e kredive dhe depozitave. Arsyeja e kësaj zgjedhje është se normat e interesit mbi stokun e kredive dhe depozitave priten të reagojnë më ngadalë ndaj çdo ndryshimi në normën e politikës bazë apo ndaj normave të tregut ndërbankar, për shkak të kontratave të kredive dhe depozitave me norma interesi fikse (jo të ndryshueshme). Maturitetet e tjera të obligacioneve qeveritare (3-vjeçare, 5-vjeçare dhe 7-vjeçare) nuk janë përfshirë në analizën empirike sepse ankandet e këtyre maturiteteve zhvillohen me frekuence më të madhe se 1-mujore dhe jo gjithmonë të rregullt.

Tabela 3. Simbolika e treguesve të përdorur në studim

Simboli	Përshkrimi
repo	Norma e politikës monetare/ norma e marrëveshjeve të riblerjes (të anasjelltë) me afat një-javor
o_n	Norma e interesit një-ditor e tregut ndërbankar
i_7d	Norma e interesit një-javor e tregut ndërbankar
b_3m	Yield-i 3-mujor i bonove të thesarit
b_6m	Yield-i 6-mujor i bonove të thesarit
b_12m	Yield-i 12-mujor i bonove të thesarit
obl_2y	Yield-i i obligacionit qeveritar 2-vjeçar
i_credit	Norma mesatare e ponderuar e kredisë së re në Lek
i_credit_ash	Norma afashkurtër e ponderuar e kredisë së re në Lek
i_credit_am	Norma afatmesme e ponderuar e kredisë së re në Lek

i_credit_agj	Norma afatgjatë e ponderuar e kredisë së re në Lek
i_deposit	Norma mesatare e ponderuar e depozitës së re në Lek
i_deposit_ash	Norma afatshkurtër e ponderuar e depozitës së re në Lek
i_deposit_am	Norma afatmesme e ponderuar e depozitës së re në Lek
i_deposit_agj	Norma afatgjatë e ponderuar e depozitës së re në Lek

Periudha e marrë në studim mbulon periudhën 2002m01- 2013m03 duke përfshirë kështu episodin e krizës financiare, e cila mund të mjegullojë disi rezultatet e përfuara mbi përcimin e normës së interesit. Rrjedhimisht, analiza empirike kryhet tre herë: mbi gjithë periudhën (2002m01: 2013m03); mbi periudhën para-krize (2002m01: 2008m12); dhe mbi periudhën pas krize (2009m01: 2013m03). Përcaktimi i kohës ekzakte së fillimit të krizës në Shqipëri nuk është një detyrë e lehtë, duke qenë se efektet e krizës së fundit financiare globale nuk janë shfaqur në të njëjtën kohë në treguesit kryesorë ekonomikë të ekonomisë shqiptare. Megjithatë duke gjykuar mbi ecurinë e kursit të këmbimit, rritjes ekonomike, inflacionit dhe bilancit tregtar, dhe treguesve të tjerë financiarë, mund të themi se kriza ekonomike ka filluar të shfaqë efektet e saj në tremujorin e katërt të vitit 2008.

Ndarja e periudhës e marrë në studim në dy nënperiudha lejon të kontrollosh nëse përcimi i normës së interesit në Shqipëri ka ndryshuar në kohë, dhe gjithashtu nëse kriza financiare ka patur ndonjë efekt në këtë përcim. Tabela 1 tek Shtojca përmbledh statistikat deskriptive për të gjithë treguesit e marrë parasysh në studim (mesatarja, mesorja, devijimi standard, vlera minimale, vlera maksimale, asimetria dhe sheshësia) duke dalluar ndërmjet tre periudhave: e gjithë periudha, periudha para krize, dhe periudha pas krize. Një vështrim i shpejtë mbi këto statistika deskriptive tregon, *së pari*, se pjesa më e madhe e serive të normave të interesit kanë shpërndarje normale, veçanërisht kur merret në konsideratë e gjithë periudha. Në periudha kohore më të shkurtra, si periudha para dhe pas krize, numri i serive kohore që nuk kanë shpërndarje normale rritet, e cila i atribuohet kryesisht shkurtësisë së serive kohore. *Së dyti*, vihet re (duke gjykuar nga vlera e devijimit standard),

që normat e interesit të kredive, të çdo maturiteti, kanë luhatshmëri më të lartë se seritë e tjera të normave të interesit për të trija periudhat e marra në konsideratë. Kjo shpjegohet kryesisht me natyrën sezonale, sporadike apo administrative të vendosjes së çmimit të kredive. Së treti, vlerat e mesatares, minimale dhe maksimale tregojnë për një tendencë rënësë në të gjitha normat e interesit pas periudhës së krizës. Këto statistika deskriptive tregojnë se normat e interesit të të gjitha tregjeve (primar, ndërbankar dhe atij me pakicë) janë luhatur rreth vlerave më të larta në periudhën para krize, dhe duke gjykuar mbi vlerën e devijimit standard në këtë periudhë luhatshmëria e tyre ka qenë gjithashtu më e lartë. Gjithashtu, testi i normalitetit tregon se pjesa më e madhe e këtyre serive nuk janë të shpërndara normalisht duke marrë parasysh të gjitha periudhat. Më shumë evidencë për shpërndarje normale të serive të normave të interesit gjendet në periudhën para krizës. Dhe së fundmi, statistikat mbi sheshësinë apo asimetrinë e shpërndarjes së këtyre serive kohore janë mikse. Statistika e asimetrisë (*skewness*) mat asimetrinë e një serie në lidhje me mesataren e vet, ndërsa sheshësia mat sjelljen e bishtave (*tails*) të një serie. Normalisht, një shpërndarje normale ka vlera të sheshësisë dhe të asimetrisë rreth zeros. Një shpërndarje me asimetri negative tregon për prezencën e një bishti (tail) të majtë, ndërsa një vlerë e kurtosis më e madhe se 3 (e cila karakterizon një shpërndarje normale) tregon për prezencën e bishtave (*tails*) të trashë, që përkthehet në ekzistencën e shumë vlerave ekstreme. Tabela 1 e Shtojcës tregon se pothuajse të gjitha seritë e interesit që janë marrë në konsideratë në këtë studim shfaqin tipare të asimetrisë, në të treja periudhat. Përsa i përket sheshësisë, kur merret parasysh gjithë periudha, seritë e normave të interesit në shpërndarjen e tyre kanë bishta të trashë (*tails*), që do të thotë kanë më shumë vlera ekstreme (*outliers*); ndërsa në periudhën para krize ose pas krizës (pra kur merren parasysh periudha më të shkurtra kohore), vlerat e kurtosis janë më afër vlerës 3, vlerë e cila është tipike për shpërndarjet normale.

Grafikët më poshtë (7a,7b,7c,7d; 8a, 8b; dhe 9a, 9c) paraqesin një ecure të të gjithë normave të interesit të marrë në konsideratë në këtë studim, duke i grupuar ato sipas fazave të përçimit të normës së interesit.

Gjatë periudhës 2000-2005 *yield*-et e bonove të thesarit kanë shënuar rënie graduale kryesisht si rezultat i rritjes së konkurueshmërisë në sektorin bankar pas privatizimit të

Bankës së Kursimeve që ndodhi në atë periudhë dhe futjes së aktorëve të tjerë në sektorin bankar. Kjo çoi në rritjen e raportit kërkesë/ ofertë në ankandet e bonove të thesarit, dhe rrjedhimisht shkaktoi presione rënëse mbi ecurinë e *yield*-eve. Kjo reflektoi përmirësimin e perceptimit të tregut në ekonominë shqiptare dhe në besueshmërinë tek aftësia e qeverisë për të shlyer borxhet. Pas vitit 2005, ecuria e *yield*-eve u stabilizua dhe u luhat brenda të njëjtëve kufinj. Në vitet e fundit ka patur pak lëvizje drastike në ecurinë e *yield*-eve të bonove të thesarit dhe obligacioneve qeveritare. Lëvizja më e madhe ka qenë një rritje gjatë vitit 2009, kryesisht si rezultat i riskut të rritur në sektorin bankar gjatë kulmit të krizës financiare. Një politikë monetare lehtësuese dhe stabilizimi i nevojave për likuiditet nga sektori bankar do ta kthente më vonë këtë efekt.

Viti 2002 është karakterizuar nga një politikë monetare shtrënguese kryesisht si rrjedhojë e presioneve të larta inflacioniste në këtë periudhë dhe pritshmërive për ecurinë e çmimeve. Rritja e normës bazë gjatë këtij viti u nxit gjithashtu edhe nga tërheqja e papritur e depozitave që i bëri bankat të hezitonin para se të reflektonin sinjalet e politikës monetare. Reagimi i normave të sistemit bankar ndaj ndryshimit të politikës monetare ishte gradual dhe i vazhdueshëm.

Edhe gjatë gjysmës së parë të vitit 2013, Banka e Shqipërisë e uli normën bazë të interesit për të ruajtur inflacionin brenda kufijve të caktuar. Kjo periudhë karakterizohej nga teprica e likuiditetit në sistemin bankar si rrjedhojë e rritjes së depozitave pranë bankave, rënies së kërkesës së qeverisë për financim, dhe kufizimeve në kreditimin e ekonomisë që kishte Banka e Kursimeve. Ulja e normës bazë në muajin korrik 2013 u ndoq më shumë nga normat e tregut ndërbankar dhe më pak nga normat e depozitave. Kjo pasi reagimi pas sinjaleve të Bankës së Shqipërisë në gjysmën e parë të vitit 2003, vinte pas një periudhe shtrënguese e më pas neutrale, ku bankat ishin të interesuara për uljen sa më parë të kostos së ndërmjetësimit. Nga muaji prill i vitit 2003 deri në korrik të vitit 2006, Banka e Shqipërisë ndoqi një politikë monetare lehtësuese duke e ulur normën bazë të interesit nga 8% në 5%. Në gjysmën e parë të vitit 2004, norma bazë u ul tre herë në mënyrë të njëpasnjëshme me 0.25pp, e cila u përçua pothuajse në të gjitha tregjet me përjashtim të tregut të kredive. Përkundrazi, normat e interesit të kredive kanë patur një tendencë të lehtë rritëse, si pasojë e zhvendosjes së kredisë drejt maturiteteve afatgjata. Edhe gjysma e dytë e

vitit 2004 ka regjistruar rënie të *yield*-eve të bonove të thesarit dhe normave të interesit të tregut ndërbankar. Duke qenë se përcimi i normës bazë tek tre maturitetet e bonove të thesarit kanë diferenca kohore, atëhere edhe reagimet e interesave të bankave të nivelit të dytë janë të ndryshme për një ose disa nga maturitetet. Në këtë periudhë, ecuria e normave të interesit të kredisë kanë qenë në një linjë me sinjalet e politikës monetare.

Në tremujorin e parë të vitit 2005, Banka e Shqipërisë ka ndjekur një politikë monetare lehtësuese, ndërsa në tremujorin e dytë ka qenë neutrale duke qenë në përputhje me dinamikën e presioneve inflacioniste në ekonomi. Të gjitha normat e interesit të tregjeve financiare i janë përgjigjur uljes së normës bazë nga Banka e Shqipërisë. Ecuri rënës e normave të interesit të kredive në Lek në gjysmën e parë të vitit 2005 i atribuohet jo vetëm politikës lehtësuese monetare por edhe rritjes së konkurrencës në sistemin bankar, riskut të kredidhënies, ndryshimit të strukturës së kredidhënies, dhe diferencave të mëdha ndërmjet interesave minimale dhe maksimale në tregun e kredive. Në gjysmën e dytë të vitit 2005, nuk ka patur reagim të politikës monetare në Shqipëri. Pavarësisht kësaj, normat e interesit të tregut ndërbankar kanë shënuar një ecuri rritëse, si rezultat i rritjes së kërkesës për likuiditete në treg në tremujorin e tretë, përcaktimit të një korridori simetrik dhe më të ngushtë të normave të interesave të instrumentëve mbështetëse (+/- 1.75%). Edhe *yield*-et e bonove të thesarit këtë periudhë janë rritur, kryesisht si rezultat i mungesës së likuiditetit në tremujorin e tretë, që u reflektua në mosplotësimin e kërkesës së qeverisë për financim. Për të reduktuar presionet mbi normat e interesit të tregut primar, Banka e Shqipërisë ofroi kredi direkte për qeverinë. Normat e interesit të kredive gjithashtu kanë shënuar rritje, me përjashtim të maturitetit 3-vjeçar, duke qenë në linjë me ecurinë e *yield*-eve të bonove të thesarit. Këto presione rritëse në ecurinë e normave të interesit të kredive nuk janë ndikuar nga ndryshimi i strukturës së kredidhënies nga njëra periudhë në tjetrën apo nga akordimi në disa raste të kredive preferenciale.

Gjatë vitit 2006, Banka e Shqipërisë e ka rritur dy herë normën bazë me 0.25pp, në muajin korrik dhe nëntor, duke e çuar në nivelin 5.50%. Kjo politikë monetare shtrënguese gjatë

vitit 2006 synonte ruajtjen e kushteve monetare të përshtatshme për arritjen e stabilitetit të çmimeve në një periudhë afatgjatë.

Edhe gjatë vitit 2007, Banka e Shqipërisë ka ndjekur gjithashtu politikë monetare shtrënguese, duke e rritur tre herë normën bazë të interesit, me nga 0.25pp, në përgjigje të presioneve inflacioniste në ekonomi. Kjo ulje është ndjekur pothuajse nga të gjitha normat e interesit të tregut ndërbankar, primar dhe atij me pakicë.

Gjatë vitit 2008, norma bazë e interesit ka qëndruar e pandryshuar, rreth nivelit 6.25%. Normat e interesit afatshkurtra në tregun e parasë dhe ato të depozitave në Lek kanë vazhduar të shënojnë rënie si përgjigje e politikës monetare në vitin e kaluar, ndërsa normat e interesit të kredisë shënuan rënie si rezultat i rritjes së konkurrencës në tregun e kredive.

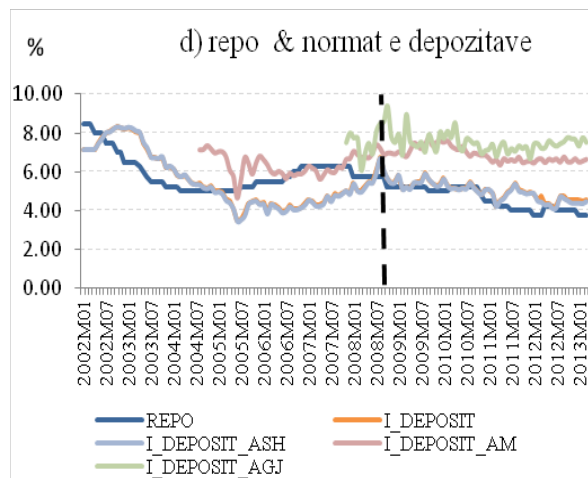
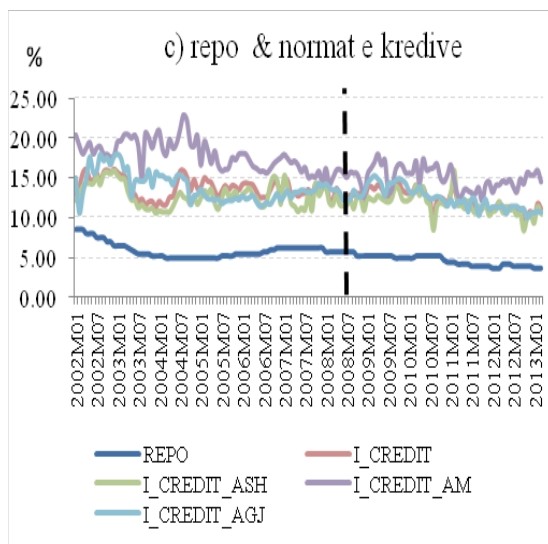
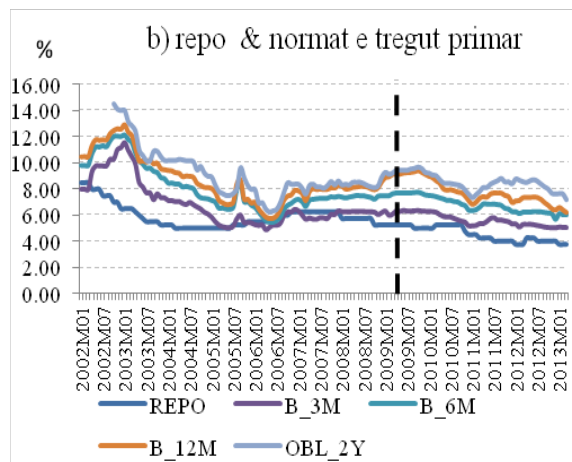
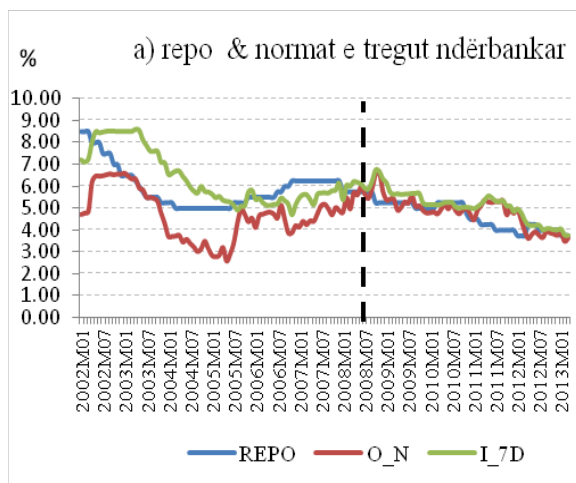
Në vitin 2009, Banka e Shqipërisë e uli dy herë normën bazë të interesit me 0.50pp (në muajin janar dhe tetor) si përgjigje ndaj reduktimit të ndjeshëm të presioneve inflacioniste, ngadalësimit të aktivitetit ekonomik dhe të kërkesës së brendshme, dhe pritjeve për rënie të mëtejshme të inflacionit. Uljet e normës bazë nga Banka e Shqipërisë gjatë vitit 2009 dhe sheshimi i presioneve për likuiditet në një kontekst të përmirësuar besimi kanë ndikuar në ecurinë rënëse të normave të interesit të tregut ndërbankar gjatë vitit 2010, për të dyja maturitetet: një-ditore dhe një-javore. Sistemi bankar gjatë këtij viti, pavarësisht ofertave promociionale të aplikuara në afatin e shkurtër, është karakterizuar kryesisht nga ulje të lehta të interesave të depozitave në lekë. Megjithatë, këto norma vazhdojnë të qëndrojnë në nivele më të larta në krahasim me periudhën e parakrizës, si rrjedhojë e konkurrencës, rënies së primeve të riskut, dhe stabilizimit të gjendjes së likuiditetit në sistemin bankar. Pavarësisht disa ofertave promociionale të aplikuara kryesisht në afatin e shkurtër, normat mesatare të ponderuara të interesave të depozitave në lekë kanë ndjekur prirje rënëse. Megjithatë, në terma marxhinalë ato vijnë në nivele relativisht të larta krahasuar me normat bazë të interesave, si rrjedhojë e konkurrencës së lartë për të ruajtur pjesët përkatëse të tregut, por dhe si rrjedhojë e stabilizimit të gjendjes së likuiditetit në sistem dhe rënies së primeve të riskut.

Gjatë vitit 2011, Banka e Shqipërisë vendosi të ulë normën bazë në nivelin 4.75% (nga 5% që ishte në fund të vitit 2010), duke u bazuar në ecurinë aktuale dhe veçanërisht presionet e ardhshme të inflacionit në kahun rritës. Tregu ndërbankar gjatë kësaj periudhe ka treguar qëndrueshmëri të nivelit të likuiditetit të sistemit bankar dhe normat e interesit janë luhatur brenda intervalit korridor. Me përmirësimin e situatës së likuiditetit, edhe normat e interesit të depozitave të reja kanë filluar të korrektohen duke shfaqur një prirje rënëse.

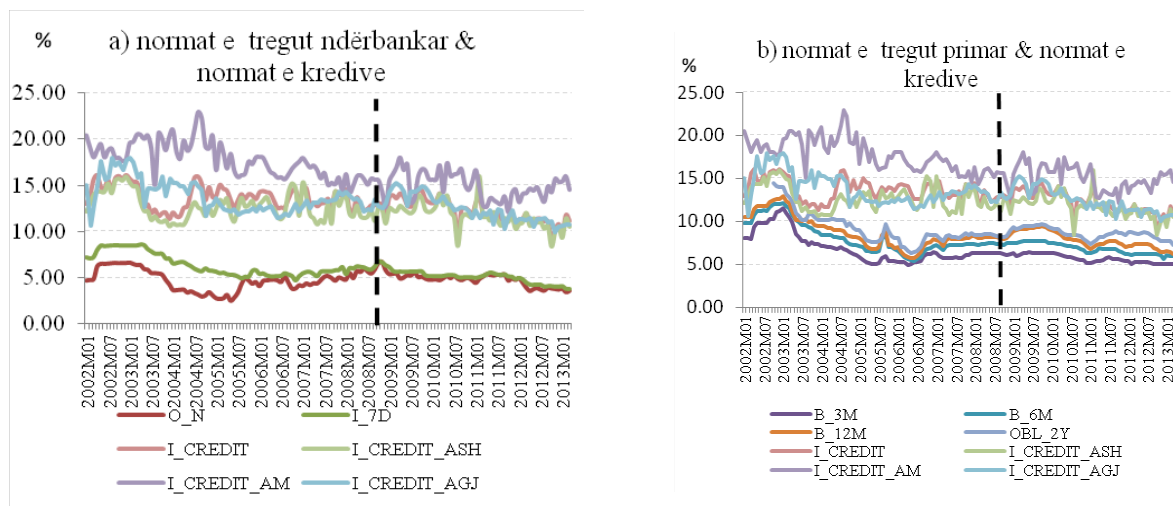
Viti 2012 është karakterizuar nga lehtësimi i kushteve monetare, gjë e cila është përcjellë në tregun ndërbankar. Ndërsa, *yield*-et e letrave me vlerë të qeverisë kanë shënuar një ecuri rritëse në gjysmën e parë të vitit, dhe rënëse në gjysmën e dytë. Rritja e *yield*-eve u reflektua kryesisht në maturitetet afatgjata, ankandet e të cilave janë pak likuid për shkak të frekuencës së ulët të emëtimeve dhe dominimit të tregut. Normat e interesit të depozitave dhe të kredisë kanë reaguar më ngadalë ndaj stimullit monetar.

Në tremujorin e parë të vitit 2013, Banka e Shqipërisë ka ndjekur një politikë monetare lehtësuese, duke e ulur normën me 0.25pp në muajin janar. Ky lehtësim erdhi si përgjigje e presioneve të ulta inflacioniste dhe vlerësimeve për një kërkesë të brendshme të dobët. Kjo politikë është ndjekur nga të gjitha normat e interesit të tregut ndërbankar, në të njëjtën masë, dhe tek *yield*-et e letrave me vlerë të qeverisë. Ndërsa normat e interesit të tregut me pakicë (kredi dhe depozita) kanë reaguar më ngadalë. Normat e interesit të depozitave kanë regjistruar një ecuri rënëse duke reflektuar strategjitë e bankave të nivelit të dytë për thithjen e fondeve pas festave të fundvitit dhe për ruajtjen e peshave në treg. Ndërsa, normat e interesit të kredive në lek nuk e kanë ndjekur ecurinë rënëse të *yield*-eve, si referencë për përcaktimin e çmimit të kredisë.

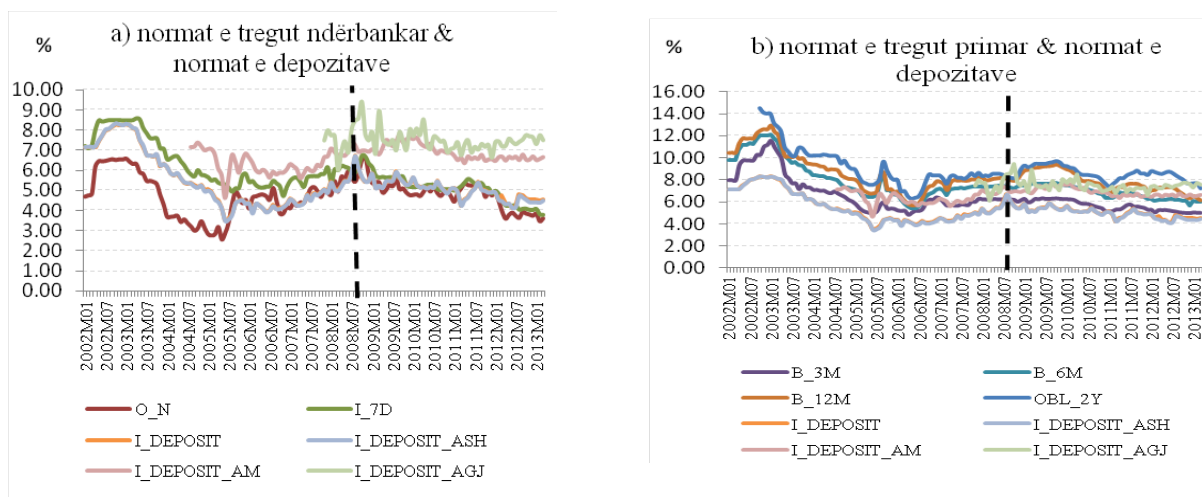
Grafik 7: Ecuria e normave të interesit në Shqipëri (repo ndaj normave të interesit të tregut ndërbankar dhe primar dhe normave të tregut me pakicë- kredi dhe depozita)



Grafik 8: Ecuria e normave të interesit në Shqipëri (normat e tregut ndërbankar dhe primar ndaj normave të tregut me pakicë- kredi)



Grafik 9: Ecuria e normave të interesit në Shqipëri (normat e tregut ndërbankar dhe primar ndaj normave të tregut me pakicë- depozita)



2.1.2 Shtrimi i modelit VECM dhe testet diagnostike

Ashtu siç tregon analiza e korrelacionit (tabela 4), kur merret parasysh gjithë periudha (2002m01: 2013m03), korrelacioni ndërmjet normës bazë dhe normave të interesit të tregut ndërbankar dhe bonove të thesarit është relativisht i lartë, rreth 0.69 dhe 0.79, respektivisht. Nga normat e tregut ndërbankar përjashtim bën obligacioni 2-vjeçar i cili ka korrelacionin më të ulët nga të gjithë normat, rreth 0.33. Duke dalluar ndërmjet normave të interesit të tregut me pakicë- kredi dhe depozita, norma bazë është pothuajse njësoj e korreluar. Norma e interesit të kredisë afatgjatë rezulton norma me korrelacionin më të lartë nga tregu me pakicë, rreth 0.74. Në fazën e dytë të përçimit, *yield*-et e bonove të thesarit (3-, 6-, dhe 12-mujore) janë më të korreluara me normat e depozitave dhe kredive krahasuar me obligacionin 2-vjeçar dhe me normat e tregut ndërbankar. Në periudhën para krizë bie në sy numri i madh i korrelacioneve negative, ndërkohë që kur merrej parasysh gjithë periudha si dhe periudha pas krize (siç do shohim më vonë), korrelacioni në asnjërin prej çifteve të normave të interesit nuk është negative. Në periudhën para krize, norma bazë rezulton të jetë e korreluar negativisht me normat e tregut ndërbankar dhe me normat e interesit të depozitave.

Tabela 4. Rezultatet e korrelacionit ndërmjet serive të normave të interesit

2002M01: 2013M03							
	<u>REPO</u>	<u>O_N</u>	<u>I_7D</u>	<u>B_3M</u>	<u>B_6M</u>	<u>B_12M</u>	<u>OBL_2Y</u>
O_N	0.618						
I_7D	0.762	0.939					
B_3M	0.841	0.704	0.822				
B_6M	0.838	0.724	0.816				
B_12M	0.675	0.559	0.659				
OBL_2Y	0.330	0.301	0.386				
I_CREDIT	0.671	0.485	0.613	0.723	0.747	0.718	0.479
I_CREDIT_ASH	0.478	0.370	0.467	0.514	0.528	0.505	0.302
I_CREDIT_AM	0.468	0.033	0.118	0.363	0.387	0.356	0.183
I_CREDIT_AGJ	0.744	0.518	0.658	0.833	0.876	0.874	0.664
I_DEPOSIT	0.655	0.683	0.699	0.767	0.743	0.655	0.411
I_DEPOSIT_ASH	0.675	0.710	0.724	0.782	0.764	0.672	0.422
I_DEPOSIT_AM	0.551	0.344	0.391	0.731	0.743	0.794	0.629
I_DEPOSIT_AGJ	0.252	0.179	0.181	0.257	0.220	0.196	0.071
2002m01: 2008m12							

	<u>REPO</u>	<u>O_N</u>	<u>I_7D</u>	<u>B_3M</u>	<u>B_6M</u>	<u>B_12M</u>	<u>OBL_2Y</u>
O_N	-0.763						
I_7D	-0.607	0.833					
B_3M	0.180	-0.281	-0.246				
B_6M	0.120	-0.108	-0.169				
B_12M	-0.102	-0.171	-0.153				
OBL_2Y	0.021	-0.195	-0.020				
I_CREDIT	0.511	-0.415	-0.387	-0.041	-0.177	-0.153	-0.252
I_CREDIT_ASH	0.380	-0.366	-0.286	-0.001	-0.248	-0.140	-0.222
I_CREDIT_AM	0.384	-0.162	-0.373	0.192	-0.125	-0.521	-0.559
I_CREDIT_AGJ	0.530	-0.659	-0.421	-0.065	-0.294	-0.082	0.029
I_DEPOSIT	-0.284	0.316	-0.016	0.126	0.031	0.012	-0.310
I_DEPOSIT_ASH	-0.294	0.331	-0.001	0.120	0.034	0.008	-0.311
I_DEPOSIT_AM	-0.348	0.239	-0.176	0.181	0.083	0.126	-0.204
I_DEPOSIT_AGJ	-0.228	0.399	0.289	-0.006	-0.489	-0.185	-0.419
2009m01: 2013m03							
	<u>REPO</u>	<u>O_N</u>	<u>I_7D</u>	<u>B_3M</u>	<u>B_6M</u>	<u>B_12M</u>	<u>OBL_2Y</u>
O_N	0.581						
I_7D	0.675	0.948					
B_3M	0.815	0.680	0.797				
B_6M	0.864	0.735	0.833				
B_12M	0.807	0.639	0.774				
OBL_2Y	0.567	0.492	0.632				
I_CREDIT	0.703	0.552	0.690	0.745	0.765	0.750	0.573
I_CREDIT_ASH	0.513	0.454	0.552	0.534	0.545	0.523	0.360
I_CREDIT_AM	0.604	0.036	0.162	0.409	0.428	0.390	0.235
I_CREDIT_AGJ	0.813	0.614	0.747	0.872	0.908	0.906	0.750
I_DEPOSIT	0.706	0.678	0.744	0.820	0.803	0.768	0.630
I_DEPOSIT_ASH	0.734	0.714	0.777	0.833	0.825	0.783	0.637
I_DEPOSIT_AM	0.777	0.401	0.525	0.847	0.823	0.829	0.682
I_DEPOSIT_AGJ	0.275	-0.071	-0.004	0.248	0.240	0.252	0.207

Gjithashtu, pothuajse të gjitha normat e interesit të tregut ndërbankar dhe atij primar rezultojnë të jenë të korreluara negativisht me normat e interesit të kredisë. Në periudhën pas krize, rezultatet e korrelacionit janë të ngjashme me ato të gjithë periudhës. Kështu, norma bazë është ndjeshëm e korreluar me yield-et e bonove të thesarit, dhe me normat e interesit të kredisë, me 0.83 dhe me 0.65, respektivisht. Ashtu si dhe në gjithë periudhën, norma e interesit të kredisë afatgjatë ka korrelacion më të lartë me normën bazë, ndërsa norma e depozitës afatgjatë ka korrelacionin më të ulët. Përsa i përket fazës së dytë të përçimit, normat e tregut ndërbankar dhe atyre primar janë pothuajse njësoj të korreluara me normat e tregut me pakicë.

Pjesa më e madhe e literaturës empirike që studion përçimin e normës së interesit⁸ përdor Mekanizmin e Vektorit të Korrigjimit të Gabimit (Vector Error Correction Mechanism – VECM), që lejon studimin e dinamikës afatshkurtër dhe afatgjatë të përçimit. Gjithashtu, nëpërmjet këtij mekanizmi vlerësohet shpejtësia e korrektimit të normave të interesit drejt ekuilibrit afatgjatë.

Sipas Engle dhe Granger (1987), nëse kombinimi linear ndërmjet dy ose më shumë variablave jo-stacionare rezulton të jetë stacionare ose I(0) atëherë ky kombinim interpretohet si ekuilibri afatgjatë i variablave endogjenë që janë përfshirë në model. Në këtë studim është përdorur metodologjia e Johansen (1988), e cila është një alternativë e Engle dhe Granger, dhe merr në konsideratë më shumë se një lidhje kointegruese kur numri i treguesve endogjenë është > 2. Në këtë rast, numri i treguesve nuk është më i madh se 2, por për shkak të numrit më të madh të lidhjeve kointegruese që do vlerësohen, përqasja e Johansen (1988) është më praktike.

Në një formë të përgjithshme, modeli VECM mund të prezantohet si më poshtë:

$$\Delta X_t = \mu + \rho(X_{t-1} - \mu - \beta Y_{t-1}) + \sum_{j=1}^k \gamma_j \Delta X_{t-j} + \sum_{j=1}^k \delta_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t, \quad \text{ek. 1}$$

,ku X_t shënon treguesit, sjelljen e të cilit tentojmë të shpjegojmë bazuar mbi vonesat kohore të vet treguesit dhe të treguesve të tjerë shpjegues; Y shënon treguesit shpjegues të cilët ndikojnë X -in në afatin e gjatë dhe në afatin e shkurtër. ρ përfaqëson shpejtësinë e rivendosjes së ekuilibrit afatgjatë ndërmjet X -it dhe Y -it. β është koeficienti afatgjatë; γ përfaqëson matricën e koeficientëve afatshkurtër për vonesat kohore të X -it deri në vonesën kohore e k^9 - të; δ përfaqëson matricën e koeficientëve afatshkurtër të vonesave kohore të Y -it deri në vonesën kohore të k -të; μ është termi i konstantes, dhe ε përfaqëson termin e gabimit.

⁸ Për më shumë informacione në lidhje me literaturën empirike mbi përçimin e normës së interesit referohu kapitullit të dytë: “Përmbledhja e Literaturës”.

⁹ k -ja është vonesa kohore e përshtatshme që sugjerohet nga kriteret AIC dhe SC.

Nëse në ndonjë prej VECM-ve të vlerësuara, koeficienti i përçimit afatgjatë, β është pothuajse 1, atëherë mund të themi që përçimi është i plotë; një β më të vogël se 1 tregon një përçim jo të plotë, siç ndosh shpesh herë për shkak të konkurrencës jo perfekte në tregun bankar, asimetrisë në procesin e përçimit dhe shumë arsyeve të tjera. Ndërsa nëse β është më e madhe se 1, atëherë kemi të bëjmë me rastin e *overshooting*, që mund të ndodhë në kushtet e konkurrencës perfekte.

Për të studiuar përçimin e normës së interesit duhet të vlerësojmë 62 lidhje kointegruese, prej të cilave 14 përpiqen të kapin përçimin ndërmjet normës bazë dhe gjithë normave të tjera; dhe pjesa tjetër e lidhjeve kointegruese vlerësojnë përçimin nga secila normë e interesit të tregut ndërbankar dhe atij primar (6 gjithsej) tek normat e interesit të tregut me pakicë – kredi dhe depozita (8 gjithsej).¹⁰

Hapi i parë në vlerësimin e lidhjeve kointegruese ndërmjet normave të interesit është të testohet nëse këto seri kanë rrënjë njësi apo jo duke përdorur dy teste: *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dhe *Phillips Perron* (PP) për të trija specifikimet: pa konstante, me konstante, dhe me konstante dhe me trend. Ka mendime të ndryshme në literaturë se cila prej këtyre specifikimeve duhet përdorur. Sipas Sosvilla-Rivero (1990) sugjerohet të fillohet me specifikimin e përgjithshëm, i cili përfshin edhe konstanten dhe trendin dhe në të njëjtën kohë të diskutohet përshtatshmëria e përdorjes e secilit specifikim. Megjithatë, zgjedhja e specifikimit nuk duhet të jetë një proces mekanik sipas Asteriou dhe Hall (2007). Paraqitja grafike e të dhënave të marra në konsideratë dhe observimi me kujdes i këtyre grafikëve mund të rezultojë ndonjëherë shumë e vlefshme, megjithatë kjo është një përjasje shumë sensitive për të testuar për rrënjë njësi kur forma e procesit të gjenerimit të të dhënave është i panjohur. Dallimi ndërmjet dy testeve që janë përdorur në këtë studim nuk është i madh. Literatura mbi rrënjët njësi sugjeron se të dyja testet, *Augmented Dickey Fuller* dhe *Phillips Perron*, janë pothuajse të ngjashme me njëra tjetrën, dhe dallojnë lehtësisht kur bëhet fjalë për kampione me numër të fundëm të observimeve. Të dy testet janë të ndjeshme ndaj thyerjeve strukturore. Sipas Asteriou dhe Hall (2007), testi i *Augmented Dickey Fuller* bazohet në supozimin që termat e gabimeve janë statistikisht të

¹⁰ Këto lidhje kointegruese vlerësohen në të trija periudhat: 2002m01-2013m03 (gjithë periudha); 2002m01-2008m12 (periudha para krize); dhe 2009m01: 2013m03 (periudha pas krize)

pavarura dhe kanë variancë konstante. Kështu që kur përdorim këtë test duhet të jemi të sigurt që termat e gabimeve kanë sjellje të tillë. Phillips and Perron (1988) e zhvilluan më tej testin e ADF-së, duke lejuar kështu për supozime më të buta në lidhje me karakteristikat e termave të gabimit. Në shtojcë, tabelat 2, 3 dhe 4 paraqesin testet e rrënjës njësi, *Augmented Dickey Fuller* dhe *Phillips Perron* mbi të trija periudhat. Kryesisht literatura ka gjetur se seritë kohore të normave të interesit janë jo-stacionare, gjë e cila provohet edhe në rastin e Shqipërisë. Konkluzioni mbi (jo)stacionaritetin e serive kohore të normave të interesit është mbështetur kryesisht në testin Phillips Perron me 1% nivel besueshmërie. Kur merret parasysh e gjithë periudha, 2002m01: 2013m3 (Tabela 1 e Shtojcës), gjejmë se normat e interesit të cilat gjenden të jenë stacionare në nivel janë: obligacioni 2-vjeçar; normat e interesit të kredisë (mesatare, afatshkurtër, afatmesme, dhe afatgjatë) dhe norma e interesit të depozitave afatgjata. Në rastin e periudhës para krize, 2002m01: 2008m2 (Tabela 2 e Shtojcës) tregon se vetëm norma mesatare e ponderuar e kredisë rezulton stacionare në nivel. Në periudhën pas krize, 2009m01: 2013m03, gjenden gjithsej 6 seri kohore stacionare në nivel: normat e interesit të kredisë (mesatare, afatshkurtër, afatmesme, dhe afatgjatë), dhe normat e depozitës (mesatare dhe ajo afatgjatë). Ato norma interesi të cilat rezultojnë stacionare në nivel janë lënë jashtë vlerësimit empirik, sepse përfaqja e Johansen (1988) kërkon që treguesit të jenë të integruara në të njëjtën shkallë, ndonëse kjo nuk mund të ndodhë gjithmonë. Në model mund të ketë një miks të treguesve $I(0)$, $I(1)$, dhe $I(2)$ dhe prapë të ekzistojnë lidhje kointegruese. Megjithatë Asteriou dhe Hall (2007) theksojnë që përfshirja e treguesve të tillë në model ndikon ndjeshëm në rezultatet, dhe rrjedhimisht këto raste meritojnë më shumë vëmendje.

Hapi i dytë në vlerësimin e lidhjeve kointegruese është gjetja e vonesës kohore të përshtatshme që siguron terma gabimi Gaussian (nuk vuajnë nga jo-normaliteti, autokorrelacioni, dhe heteroskedasticiteti). Zgjedhja e vonesës kohore të përshtatshme është shumë e rëndësishme, dhe është evidentuar në disa materiale. Kështu, Lütkepohl (1993) gjen se zgjedhja e një shkalle më të lartë të vonesës kohore se ajo e duhura, shkakton rritjen e mesatares së katrorëve të gabimit të parashikuar (*mean-square forecast errors*) të modelit autoregresiv VAR, ndërsa përdorimi i një shkalle më të ulët të vonesës kohore se ajo e duhura do të shkaktojë gabime të autokorreluara. Braun dhe Mittnik (1993) gjejnë se

vlerësimet e një modeli autoregresiv, vonesa kohore e të cilit ndryshon nga ajo optimalja janë jo-konsistente, dhe rrjedhimisht dhe funksionet e reagimit të impulseve apo dekompozimet e variancës që gjenerohen nga një model autoregresiv i vlerësuar. Gjithashtu, Johansen (1991) dhe Gonzalo (1994) theksojnë se zgjedhja e shkallës së modelit VAR mund të ndikojnë konkludimin rreth vektorëve dhe shkallës së kointegrimit. Procedura më e zakonshme e zgjedhjes së vonesës kohore të përshatshme, dhe që është ndjekur edhe në këtë studim, është vlerësimi i një modeli VAR që pëfshin treguesit në nivel (jo të diferencuara). Ky model VAR testohet për një numër të madh të vonesave kohore, duke reduktuar nga një numrin e vonesave kohore derisa arrijmë tek zero vonesa kohore. Në secilin prej specifikimeve, vërejmë dhe mbajmë shënime vlerat e kritereve AIC (*Akaike's Information Criterion*) dhe SBC (*Schwarz Bayesian Criterion*), si dhe testet diagnostike të autokorrelacionit, heteroskedasticitetit, efekteve ARCH, dhe të normalitetit të gabimeve. Në fund përzgjidhet ai specifikim i cili minimizon vlerat e AIC dhe SBC dhe kënaq testet e lartpërmendura dhe ka vonesën kohore më të përshtatshme.

Hapi i tretë dhe i fundit është vlerësimi i lidhjeve kointegruese. Sipas Johansen (1988) dhe Johansen dhe Juselius (1990) ka dy metoda (apo statistika testi) për përcaktimin e numrit të lidhjeve kointegruese, të cilat janë: statistika *maximum eigenvalue* dhe statistika *trace*. Statistika e parë teston hipotezën zero (që numri i lidhjeve kointegruese është = r) ndaj hipotezës alternative, sipas të cilës numri i lidhjeve kointegruese është $r + 1$. Ndërsa statistika e dytë teston hipotezën zero (që numri i lidhjeve kointegruese është më i vogël ose i barabartë me r) ndaj hipotezës alternative, sipas të cilës numri i lidhjeve kointegruese është $r+1$. Në parim, hipoteza zero refuzohet nëse statistika *trace* dhe *maximum eigenvalue* janë më të mëdha sesa vlerat kritike. Në këtë mënyrë procedojmë për gjetjen e lidhjeve kointegruese deri në nivelin $r \leq k - 1$. Pasi është testuar prezenca e kointegrimit në seritë e përfshira, modelojmë VECM-në me po aq lidhje kointegruese sa rezultuan nga testi i Johansen-it.

Pavarësisht ekzistencës së lidhjeve kointegruese ndërmjet treguesve të marrë në konsideratë, është e rëndësishme të kontrollojmë testet diagnostike të vektorit (vektorëve) të kointegruar të përfshirë. Së pari, koeficienti ρ në ekuacionin 1, duhet të rezultojë i rëndësishëm statistikisht dhe të marrë vlera negative në intervalin $]-1.00; 0.00[$. Gjithashtu,

është e rëndësishme të testojmë për stabilitetin e specifikimit të VECM-së. Modeli është stabil atëhere kur të gjitha rrënjët e polinomit AR janë më të vogla sesa 1 në vlerë absolute në një specifikim VAR, ose nëse ka rrënjë të barabarta me një po aq sa është diferenca ndërmjet numrit të variablave të përfshirë në vlerësim me numrin e lidhjeve kointegruese të gjetura në një specifikim VECM. Gjithashtu, testet e mbetjeve të modelit janë po aq të rëndësishme. Nëse modeli testohet për autokorrelacionin serial, heteroskedasticitetin dhe normalitetin e mbetjeve dhe këto teste kënaqen në masë të konsiderueshme, atëhere mund të vazhdojmë të interpretojmë rezultatet e përftuara nga modeli dhe të konkludojmë.

2.1.3 Rezultatet

Tabela 5 paraqet rezultatet e fazës së parë të përçimit të normës së interesit. Një gjetje e dukshme është mungesa e lidhjeve kointegruese ndërmjet normës bazë dhe pjesës më të madhe të normave të interesit, veçanërisht në periudhën para krizës. Kur merret parasysh gjithë periudha, gjejmë vetëm tre lidhje kointegruese: ndërmjet normës bazë dhe normës së interesit ndërbankar 7-ditor; ndërmjet normës bazë dhe *yield*-it të bonove 12-mujore, dhe ndërmjet normës bazë dhe *yield*-it të obligacionit 2-vjeçar. Në dy rastet e para, përçimi afatgjatë është pothuajse i plotë, por shpejtësia e axhustimit drejt ekuilibrit afatgjatë është i ngadaltë, duke u luhatur në intervalin [0.11: 0.17]. Ndërsa në rastin e tretë, reagimi i *yield*-it të obligacionit 2-vjeçar ndaj ndryshimit në normën bazë është i vogël në magnitudë dhe gjithashtu i parëndësishëm statistikisht. Në periudhën para krizës, gjendet vetëm një lidhje kointegruese, ndërmjet normës bazë dhe obligacionit 2-vjeçar. Megjithatë, reagimi afatgjatë i *yield*-it ndaj ndryshimit në normën bazë rezultojnë i parëndësishëm statistikisht dhe me shenjën e kundërt nga ajo e pritura. Në periudhën pas krizës, norma bazë e politikës monetare rezultojnë të jetë e kointegruar vetëm me *yield*-et bonove të thesarit (3-, 6- dhe 12-mujore). Edhe pse reagimi i këtyre *yield*-eve është i lartë (*overshooting* në rastet e *yield*-it 6- dhe 12-mujor), shpejtësia e axhustimit është e parëndësishme statistikisht në të trija lidhjet.

Rezultatet e përçimit indirekt të normës së interesit (nga norma bazë tek normat e interesit të tregut me pakicë) paraqiten në Tabelën 6. Ato seri të cilat rezultojnë të jenë stacionare në nivel janë lënë jashtë vlerësimit empirik, sepse në të kundërt rezultatet e përftuara nga VECM-të që do të përdornin këto seri, do të ishin të dyshimta. Në gjithë periudhën, norma e politikës monetare është e kointegruar vetëm me normën e interesit të depozitave afatshkurtra, edhe pse koeficienti afatgjatë i përçimit dhe shpejtësia e axhustimit rezultojnë të parëndësishme statistikisht. Në periudhën para krizës, gjendet vetëm një lidhje kointegruese ndërmjet normës së depozitës afatmesme dhe normës bazë, me koeficient afatgjatë të përçimit rreth 0.54. Megjithatë, shpejtësia e axhustimit është e parëndësishme statistikisht, gjë e cila mund t'i atribuohet numrit të vogël të observimeve (53 gjithsej, 2004m08- 2008m12). Rezultatet e përftuara në periudhën pas krizës janë të ngjashme me atë para krizës.

Tabela 5. Faza e parë e përçimit të normës së interesit

2002m01: 2013m03							
		o_n	i_7d	b_3m	b_6m	b_12m	obl_2y
Repo	reagimi afagjatë	no coint.	1.08***	no coint.	no coint.	0.93**	0.13
	reagimi i menjëhershëm	no coint.	(2.88)**	no coint.	no coint.	-0.24	0.16
	shpejtësia e axhustimit	no coint.	(0.17)***	no coint.	no coint.	(0.11)**	0.11**
2002m01: 2008m12							
		o_n	i_7d	b_3m	b_6m	b_12m	obl_2y
Repo	reagimi afagjatë	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	-0.78
	reagimi i menjëhershëm	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	-0.16
	shpejtësia e axhustimit	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	(0.13)**
2009m01: 2013m03							
		o_n	i_7d	b_3m	b_6m	b_12m	obl_2y
Repo	reagimi afagjatë	no coint.	no coint.	0.73***	1.04***	1.47***	no coint.
	reagimi i menjëhershëm	no coint.	no coint.	0.15	0.016	0.82	no coint.
	shpejtësia e axhustimit	no coint.	no coint.	-0.06	-0.05	-0.03	no coint.

***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; no coint. tregon mungesën e lidhjes kointegruese ndërmjet çiftit të normave të interesit të marrë në konsideratë.

Në fazën e dytë të përcimit të normës së interesit, ndërmjet normave të interesit të tregut ndërbankar, maturiteti një-ditor rezulton të jetë e kointegruar me normat e interesit të depozitave (mesatare e ponderuar, afashkurtër, dhe afatmesme), me shpejtësi axhustimi në intervalin [0.06: 0.15]. Koeficienti afatgjatë i përcimit është i lartë dhe i rëndësishëm statistikisht. Një ndryshim prej 1pp në normën një-ditore të interesit ndërbankar shkakton një ndryshim prej 0.83pp, 1.41pp, dhe 0.83pp në normën e depozitës: mesatare, afatshkurtër, dhe afatmesme, respektivisht (Tabela 7a). Ndërsa në periudhën para krize, ndërmjet normave të tregut ndërbankar, është norma me maturitet një-javor e cila rezulton të jetë më e kointegruar me normat e tjera të interesit (përveç normës së interesit të kredisë afatmesme). Kështu, një ndryshim prej 1pp në normën e interesit një-javor të tregut ndërbankar shkakton një ndryshim që luhet në intervalin [0.47: 1.26] në normat e tregut me pakicë. Ndërsa në periudhën pas krizës, rezultatet janë të ngjashme me rezultatet e përfuara kur e gjithë periudha merret parasysh. Është norma e tregut ndërbankar me maturitet një-ditor ajo që gjendet të jetë e kointegruar me normën e depozitës afashkurtër dhe afatmesme.

Në periudhën 2002m01: 2013m03, *yield*-et e bonove të thesarit 3-, 6- dhe 12-mujore janë të kointegruara kryesisht me normat e depozitës mesatare të sistemit bankar dhe atë me maturitet afashkurtër, me koeficient afatgjatë të përcimit dhe me shpejtësi axhustimi vlerësuar mesatarisht rreth 0.74 dhe 0.17, respektivisht. Në periudhën pas krizës disa prej lidhjeve kointegruese ndërmjet normave të interesit të tregut primar me normat e tregut me pakicë janë thyer. Kështu, *yield*-it 6-mujor dhe norma e kredisë afatgjatë janë të kointegruara, me koeficient përcimi afatgjatë të lartë dhe të rëndësishëm statistikisht, vlerësuar rreth 0.84. Ndërsa *yield*-i 12 mujor rezulton i kointegruar me normën e kredisë afatgjatë dhe me normën e depozitës mesatare dhe afatshkurtër, me koeficient përcimi afatgjatë rreth 0.77, ndërsa shpejtësia e axhustimit ndryshon në magnitudë dhe në rëndësinë statistikore në varësi të llojit të normës që përfaqëson tregun me pakicë. Në periudhën pas krizës, *yield*-i 3- dhe 6-mujor janë të kointegruara me normën e depozitës afatshkurtër, me koeficient përcimi afatgjatë rreth 0.83 dhe 0.64, respektivisht dhe me shpejtësi axhustimi të lartë dhe të rëndësishme statistikisht, rreth 0.63 dhe 0.72, respektivisht.

Tabela 6. Përçimi indirekt i normës së interesit (overarching)

2002m01: 2013m03									
		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
Repo	reagimi afagjatë	-	-	-	-	no coint.	0.15	no coint.	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	no coint.	-0.08	no coint.	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	no coint.	-0.04	no coint.	-
2002m01: 2013m03									
		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
Repo	reagimi afagjatë	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	(0.54)*	no coint.
	reagimi i menjëhershëm	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	0.45	no coint.
	shpejtësia e axhustimit	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	-0.19	no coint.
2002m01: 2013m03									
		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
Repo	reagimi afagjatë	-	-	-	-	-	no coint.	0.64***	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	-	no coint.	-0.01	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	-	no coint.	-0.25	-

***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; *no coint.* tregon mungesën e lidhjes kointegruese ndërmjet çiftit të normave të interesit të marrë në konsideratë; shenja (-) tregon që norma e interesit nuk përfshihet në vlerësimin empirik sepse nuk është I(1) në nivel.

Tabela 7. Faza e dytë e përcimit të normës së interesit

a)

2002m01: 2013m03									
		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
o_n	reagimi afagjatë	-	-	-	-	0.83***	1.41**	0.83**	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	-0.03	0.04	-0.033	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	(0.15)**	(0.06)**	(0.15)**	-
i_7d	reagimi afagjatë	-	-	-	-	no coint.	no coint.	no coint.	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	no coint.	no coint.	no coint.	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	no coint.	no coint.	no coint.	-
b_3m	reagimi afagjatë	-	-	-	-	0.77**	0.78**	no coint.	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	0.18*	0.13	no coint.	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	(0.16)**	(0.15)**	no coint.	-
b_6m	reagimi afagjatë	-	-	-	-	0.70**	no coint.	no coint.	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	0.11	no coint.	no coint.	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	(0.22)***	no coint.	no coint.	-
b_12m	reagimi afagjatë	-	-	-	-	0.70***	0.71***	no coint.	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	0.07	0.08	no coint.	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	(0.18)**	(0.17)**	no coint.	-
obl_2y	reagimi afagjatë	-	-	-	-	-	-	-	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	-	-	-	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	-	-	-	-

***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; *no coint.* tregon mungesën e lidhjes kointegruese ndërmjet çiftit të normave të interesit të marrë në konsideratë; shenja (–) tregon që norma e interesit nuk përfshihet në vlerësimin empirik sepse nuk është I(1) në nivel.

b)

2002m01: 2008m12

		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
o_n	reagimi afagjatë	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.
	reagimi i menjëhershëm	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.
	shpejtësia e axhustimit	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.
i_7d	reagimi afagjatë	-	0.47**	no coint.	1.24***	1.16**	0.47**	1.13***	0.47*
	reagimi i menjëhershëm	-	1.33**	no coint.	-0.16	0.05	1.33**	-0.24	1.33**
	shpejtësia e axhustimit	-	(0.39)**	no coint.	(0.48)***	(0.20)*	(0.39)**	(0.44)**	0.39**
b_3m	reagimi afagjatë	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.
	reagimi i menjëhershëm	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.
	shpejtësia e axhustimit	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.
b_6m	reagimi afagjatë	-	no coint.	no coint.	0.84***	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.
	reagimi i menjëhershëm	-	no coint.	no coint.	0.36	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.
	shpejtësia e axhustimit	-	no coint.	no coint.	(0.57)**	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.
b_12m	reagimi afagjatë	-	no coint.	no coint.	0.84***	0.76***	0.72***	no coint.	no coint.
	reagimi i menjëhershëm	-	no coint.	no coint.	0.27	0.12	0.13	no coint.	no coint.
	shpejtësia e axhustimit	-	no coint.	no coint.	(0.62)***	-0.2	(0.19)**	no coint.	no coint.
obl_2y	reagimi afagjatë	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	2.19
	reagimi i menjëhershëm	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	-2.6
	shpejtësia e axhustimit	-	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	no coint.	-0.48

***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; *no coint.* tregon mungesën e lidhjes kointegruese ndërmjet çiftit të normave të interesit të marrë në konsideratë; shenja (-) tregon që norma e interesit nuk përfshihet në vlerësimin empirik sepse nuk është I(1) në nivel.

c)

2009m01: 2013m03

		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
o_n	reagimi afagjatë	-	-	-	-	-	1.41***	0.83**	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	-	0.04	-0.03	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	-	(0.068)**	(0.15)**	-
i_7d	reagimi afagjatë	-	-	-	-	-	no coint.	no coint.	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	-	no coint.	no coint.	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	-	no coint.	no coint.	-
b_3m	reagimi afagjatë	-	-	-	-	-	0.83***	no coint.	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	-	-0.3	no coint.	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	-	(0.63)**	no coint.	-
b_6m	reagimi afagjatë	-	-	-	-	-	0.64***	no coint.	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	-	(0.55)**	no coint.	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	-	(0.72)***	no coint.	-
b_12m	reagimi afagjatë	-	-	-	-	-	no coint.	0.42***	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	-	no coint.	-0.21	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	-	no coint.	(0.55)**	-
obl_2y	reagimi afagjatë	-	-	-	-	-	no coint.	no coint.	-
	reagimi i menjëhershëm	-	-	-	-	-	no coint.	no coint.	-
	shpejtësia e axhustimit	-	-	-	-	-	no coint.	no coint.	-

***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; no coint. tregon mungesën e lidhjes kointegruese ndërmjet çiftit të normave të interesit të marrë në konsideratë; shenja (–) tregon që norma e interesit nuk përfshihet në vlerësimin empirik sepse nuk është I(1) në nivel.

2.2 A(Simetria) e përçimit të normës së interesit

2.2.1 Metodologjia

Qëllimi i këtij seksioni është të studiojë efektet asimetrike të përçimit të normës së interesit në Shqipëri, në periudhën 2002m01: 2013m03. Më specifikisht, kapitulli investigon nëse normat e interesit në tregun ndërbankar, primar dhe me pakicë reagojnë në mënyrë simetrike ndaj ndryshimeve në normën bazë. Tregu ndërbankar, primar dhe ai me pakicë përfaqësohen nga të njëjta norma interesi si në seksionin e mëparshëm, dhe vlerësimi empirik kryhet mbi gjithë periudhën, periudhën para dhe pas krize. Gjithashtu, në këtë seksion studiohet vetëm asimetria afatgjatë e përçimit të normës së interesit, dhe për këtë arsye është përdorur Metoda e Katrorëve të Vegjël (*Ordinary Least Square*). Siç u përmend edhe në seksionin e parë, sipas Engle dhe Granger (1987), çdo kombinim linear ndërmjet dy apo më shumë treguesve jo-stacionarë mund të rezultojë të jetë stacionarë, dhe nëse ndodh kjo, atëherë mund të konkludojmë që një regresion i tillë përfaqëson lidhjen kointegruese (afatgjatë) ndërmjet këtyre treguesve. Para se të kryhet analiza empirike duhet të kryhen testet e rrënjës njësi mbi seritë e 15 normave të interesit (të cilat u realizuan në seksionin e parë dhe që gjenden në Tabelën 2 të Shtojcës).

Ky seksion ndjek një teknikë të thjeshtë (e njëjta përjasje ndjekur edhe nga Tanku et al., 2007) për të vlerësuar efektet asimetrike në përçimin e normës së interesit, e cila konsiston në inkorporimin e treguesve *dummy* në regresionet OLS. Kështu, ndërtohet një *dummy* i koduar me vlerën 1 nëqoftëse ka një ndryshim negativ në normën e interesit (të politikës monetare) dhe përndryshe është i koduar me vlerën zero. Gjithashtu, ndërtohet një *dummy* tjetër i cili është i koduar me vlerën 1 nëqoftëse ndryshimi në normën përkatëse është pozitiv, dhe përndryshe është i koduar me vlerën zero. Të dy këta *dummy* hyjnë në çdo regresion, dhe reagimi final ndaj ndryshimit në politikën monetare apo në normat e interesit ndërbankar dhe primar përftohen duke mbledhur koeficientin e secilit *dummy* me koeficientin para treguesit të varur. Kështu, reagimi i çdo norme interesi ndaj një politike

monetare shtrënguese do të jetë shuma e koeficientit para normës bazë të politikës monetare dhe koeficientit që ndodhet para *dummy*-it që është i koduar me vlerën 1 për ndryshime pozitive dhe përndryshe zero. Dhe në mënyrë të ngjashme do të llogaritet reagimi i normave të interesit ndaj një politike monetare lehtësuese (ekuacionet 2 dhe 3)

$$i = f [c, \text{repo}, \text{dummy_ulje}, \text{dummy_rritje}] \quad \text{ek.2}$$

$$n = f [c, \text{normë}, \text{dummy_ulje}, \text{dummy_rritje}] \quad \text{ek.3}$$

ku,

i përfaqëson gjithë normat e interesit të tregut ndërbankar, primar dhe me pakicë;

normë shënon vetëm normat e tregut ndërbankar dhe primar;

n shënon normat e tregut me pakicë;

dummy_ulje përfaqëson një politikë monetare lehtësuese, koduar me vlerën 1 nëqoftëse ka një ndryshim negativ në treguesin e pavarur dhe përndryshe është i koduar me vlerën zero;

dummy_rritje përfaqëson politikën monetare shtrënguese, koduar me vlerën 1 nëqoftëse ndryshimi në normën përkatëse është pozitiv, dhe përndryshe është i koduar me vlerën zero.

2.2.2 Rezultatet

Një gjetje kryesore e kësaj analize është se normat e interesit të tregut ndërbankar, primar dhe atij me pakicë janë shumë të varura ndaj normës së politikës monetare, ashtu siç tregon magnituda dhe rëndësia statistikore e koeficientit afatgjatë para treguesit të normës bazë së politikës monetare. Kjo konfirmon pjesërisht edhe rezultatet e përfutuara nga aplikimi metodologjisë së VECM-së në seksionin paraardhës. Megjithatë, duke gjykuar mbi testet e rrënjës njësi të gabimeve të OLS-së, vetëm ato regresione ku treguesi i varur është *yield*-i 3-, 6-mujor, norma mesatare e ponderuar e depozitës dhe norma e depozitës afatshkurtër nuk përfaqësojnë lidhjen afatgjatë.

Rezultatet tregojnë se shenja e *dummy*-it që kap efektin e politikës monetare shtrënguese është negative në të gjitha regresionet, ndërsa shenja e *dummy*-it që kap efektin e politikës

monetare lehtësuese është pozitive në pjesën më të madhe të regresioneve. Përjashtim bëjnë *yield*-i 12-mujor dhe norma e interesit të depozitës afashkurtër. Kjo tregon që normat e interesit reagojnë më fortë ndaj një ndryshimi negativ në normën bazë të interesit (politikë ekspansioniste) se sa ndaj një ndryshimi pozitiv (politikë shtrënguese).

Në fazën e dytë të përçimit (Tabela 8), shenja e dummy-it “ulje”¹¹ merr shenjën pozitive për të gjithë normat e interesit të tregut ndërbankar dhe primar me përjashtim të bonove 2-mujore. Megjithatë, jo të gjithë këta dummy “ulje” janë të rëndësishme statistikisht. Ndryshe nga rezultatet e marra për fazën e parë dhe indirekte të përçimit, në fazën e dytë të përçimit edhe shenja e disa prej dummy “rritje” është pozitive, megjithatë pothuajse në të gjitha rastet magnitudat e koeficientëve para dummy “rritje” me shenjë pozitive është më e vogël se ajo e koeficientit para dummy “ulje”, duke sugjeruar që përçimi i politikës monetare është më i lartë në rastin e një politike monetare lehtësuese. Pothuajse të gjitha regresionet OLS kanë gabime stacionare në nivel, dhe rrjedhimisht përfaqësojnë lidhjen afatgjatë ndërmjet normave të interesit.

Në tabelën 9 paraqiten rezultatet mbi asimetrinë e përçimit të normës së interesit në fazën e parë të përçimit dhe atë indirekt në periudhën para krize. Rezultatet janë të ngjashme me ato të gjithë periudhës, ndonëse pjesa më e madhe e regresioneve karakterizohen nga gabime jo-stacionare në nivel, çka do të thotë që rezultatet duhet të interpretohen me kujdes dhe duhen marrë me rezervë. Në periudhën para krizës, shenja e *dummy*-it “ulje” ka shenjën pozitive dhe është e rëndësishme statistikisht për pjesën më të madhe të normave të interesit ndërbankar, primar dhe me pakicë, ndërsa dummy “rritje” ka shenjën negative dhe është i rëndësishëm statistikisht në disa prej normave të interesit. Një tjetër veçori e periudhës para krizës është se magnitudat e koeficientëve para dummy “ulje” dhe “rritje” janë më të mëdha se magnitudat e koeficientëve respektivë në gjithë periudhën. Kjo sugjeron se në periudhën para krizës, përçimi i normës së interesit ka qenë më i shpejtë dhe i lartë në rastin e një politike monetare lehtësuese, dhe më i ngadaltë dhe i vogël në rastin e një politike monetare

¹¹ Për efekt shkurtimi dhe mos përsëritje, termat dummy “ulje” dhe dummy “rritje” do të përdoren në seksionin e asimetrisë së përçimit të politikës monetare për të përfaqësuar politikën monetare lehtësuese dhe shtrënguese, respektivisht.

shtrënguese. Duke dalluar ndërmjet normave të interesit të tregut primar dhe ndërbankar dhe atyre të tregut me pakicë, vihet re një vlerë më e vogël e koeficientëve para dummy “ulje” dhe “rritje” tek normat e interesit të tregut me pakicë (kredi dhe depozita) krahasuar me normat e tregut ndërbankar dhe primar (njësoj si në gjithë periudhën). Kjo tregon se asimetria në përcimin e normës së interesit tek normat e kredisë dhe të depozitave është më pak prezente se tek përcimi i normës bazë tek normat e interesit të tregut ndërbankar dhe primar.

Në fazën e dytë të përcimit është më e vështirë për të gjykuar mbi karakteristikat asimetrrike të normës së interesit, duke qenë se rezultatet mbi magnitudën, shenjën dhe rëndësinë statistikore të koeficientit para dummy “ulje” dhe “rritje” janë mikse dhe kontradiktore nga njëri maturitet në tjetrin. Gjithashtu, edhe në këtë fazë një pjesë e konsiderueshme e regreseve OLS nuk përfaqësojnë marrëdhënien afatgjatë duke qenë se gabimet e gjeneruara prej tyre nuk janë $I(0)$ në nivel.

E njëjta gjë vlen dhe për karakteristikat asimetrrike të përcimit të normës së interesit nga tregu ndërbankar dhe primar tek tregu me pakicë, në periudhën pas krizës (Tabela 12).

Tabela 8. Asimetria e përçimit të normës së interesit (faza e dytë e përçimit), gjithë periudha

2002m01: 2013m03		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
o_n	I	-	-	-	-	0.91***	0.92***	0.19**	-
	dummy_ritje	-	-	-	-	0.82**	0.70*	5.69**	-
	dummy_ulje	-	-	-	-	1.19***	1.08***	5.82**	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p- value)	-	-	-	-	0.0075	0.0107	0.0728	-
i_7d	I	-	-	-	-	0.90**8	0.92***	0.69***	-
	dummy_ritje	-	-	-	-	-0.04	-0.12	2.86***	-
	dummy_ulje	-	-	-	-	0.088	0.007	2.95***	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p- value)	-	-	-	-	0.0138	0.0154	0.0548	-
b_3m	I	-	-	-	-	0.80**	0.80***	1.086***	-
	dummy_ritje	-	-	-	-	0.023	-0.034	0.24	-
	dummy_ulje	-	-	-	-	0.32***	0.26**	0.49**	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p- value)	-	-	-	-	0.0002	0.0004	0.3271	-
b_6m	I	-	-	-	-	0.71***	0.71***	0.91***	-
	dummy_ritje	-	-	-	-	-0.27**	-0.32***	-0.30**	-
	dummy_ulje	-	-	-	-	0.09	0.04	0.24	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p- value)	-	-	-	-	0.0001	0.0001	0.2313	-
b_12m	I	-	-	-	-	0.65***	0.66**	0.75***	-
	dummy_ritje	-	-	-	-	-0.28**	-0.34**	-0.56***	-
	dummy_ulje	-	-	-	-	-0.01	-0.076	1.003***	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p- value)	-	-	-	-	0.0017	0.00015	0.0010	-

Shënim: ***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; shenja – tregon që norma e interesit nuk përfshihet në vlerësimin empirik sepse nuk është I(1) në nivel.

Tabela 9. Asimetria e përçimit të normës së interesit (faza e parë e përçimit dhe përçimi indirekt), periudha para krizës

Treguesi i varur		Repo (norma bazë)	dummy_rritje	dummy_ulje	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p- value)
tregu	o_n	0.66***	-0.46	0.89***	0.0481
ndërbankar	i_7d	0.62***	-0.92**	1.32***	0.1527
tregu primar	b_3m	1.05***	-0.95	1.52***	0.1132
	b_6m	1.097***	-1.3**	1.63***	0.2488
	b_12m	1.08***	-1.48**	1.53***	0.1556
	obl_2y	0.99***	-1.33*	1.84***	0.0973
tregu me pakicë	i_credit	-	-	-	-
	i_credit_ash	0.78***	0.69	0.41	0.0001
	i_credit_am	0.07	-1.09	0.87	0.6983
	i_credit_agj	0.63***	-1.49**	1.14**	0.0091
	i_deposit	0.78***	-1.27***	1.35***	0.4792
	i_deposit_ash	0.79***	-1.28***	1.38***	0.4886
	i_deposit_am	-0.33**	-0.55**	0.52	0.0146
	i_deposit_agj	NA	NA	NA	NA

Shënim: ***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; shenja (–) tregon që norma e interesit nuk përfshihet në vlerësimin empirik sepse nuk është I(1) në nivel, NA tregon se regresioni nuk mund të vlerësohet (*near singular matrix error*).

Në periudhën pas krizës (Tabela 10), ndryshe nga rezultatet e marra mbi gjithë periudhën dhe në periudhën pas krizës, vihet re që karakteristikat asimetrike të përçimit të normës së interesit shihen, duke u reflektuar në magnituda të vogla dhe të parëndësishme statistikisht të koeficientëve para dummy “ulje” dhe “rritje”. Për më tepër, gabimet e regresioneve OLS tregojnë rezultojnë jo-stacionare në nivel.

Tabela 10. Asimetria e përcimit të normës së interesit (faza e dytë e përcimit), periudha para krizës

2002m01: 2008m12		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
o_n	I	-	0.42***	-0.31	0.74***	0.94***	0.96***	Na	Na
	dummy_rritje	-	0.61	-3.03	-1.54	0.78	0.69	Na	Na
	dummy_ulje	-	0.39	-2.49	-1.078	1.23**	1.14*	Na	Na
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.0015	0.6747	0.1476	0.1059	0.1246	Na	Na
i_7d	I	-	0.42***	0.63***	1.1***	0.98***	0.99**	0.89***	Na
	dummy_rritje	-	0.63	-1.85**	-1.09***	-0.80***	-0.87***	1.40	Na
	dummy_ulje	-	0.34	-1.29	-1.08**	-0.67***	-0.73***	1.58*	Na
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.013	0.0236	0.0000	0.0001	0.0001	0.0004	Na
b_3m	I	-	0.41****	0.58***	0.86***	0.81****	0.81***	1.00***	Na
	dummy_rritje	-	0.27	-0.65	0.27**	-0.26	-0.32*	0.37	Na
	dummy_ulje	-	-0.25	0.52	0.34**	0.16	0.11	0.68**	Na
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.0005	0.7092	0.0002	0.0067	0.009	0.2516	Na
b_6m	I	-	0.36***	0.54***	0.82***	0.72***	0.72***	0.95***	Na
	dummy_rritje	-	0.87	-1.04	0.79*	-0.47***	-0.53***	-0.51***	Na
	dummy_ulje	-	0.28	0.79	1.12**	-0.09	-0.15	0.004	Na
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.0005	0.0825	0.0001	0.0086	0.0081	0.0373	Na
b_12m	I	-	0.32***	0.52	0.81***	0.69***	0.69**	0.72***	Na
	dummy_rritje	-	-0.21	-1.027	-0.016	-0.59***	-0.65***	0.67	Na
	dummy_ulje	-	-0.38	0.34	0.38	-0.32*	-0.38**	1.09**	Na
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.0008	0.4320	0.0000	0.0186	0.0165	0.0265	Na
obl_2y	I	-	0.27****	0.52***	0.74***	0.58***	0.57**	0.73***	Na
	dummy_rritje	-	0.65	-1.43**	-0.49*	-0.13	-0.17	0.36	Na
	dummy_ulje	-	0.70*	-0.15	-0.22	0.26	0.23	0.61***	Na
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.0011	0.3211	0.0000	0.1818	0.2132	0.0115	Na

Shënim: ***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; shenja – tregon që norma e interesit nuk përfshihet në vlerësimin empirik sepse nuk është I(1) në nivel

Tabela 11. Asimetria e përçimit të normës së interesit (faza e parë e përçimit dhe përçimi indirekt), periudha pas krizës

Treguesi i varur		repo (norma bazë)	dummy_rritje	dummy_ulje	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (<i>p-value</i>)
tregu	o_n	0.64***	-0.65*	0.22	0.3418
ndërbankar	i_7d	0.73***	-0.43	0.18	0.5303
tregu	b_3m	0.66***	-0.02	0.019	0.0383
primar	b_6m	0.91***	-0.18	0.06	0.2845
	b_12m	1.32***	-0.07	0.07	0.6064
	obl_2y	0.61***	0.008	-0.06	0.2242
tregu me	i_credit	-	-	-	-
pakicë	i_credit_ash	-	-	-	-
	i_credit_am	-	-	-	-
	i_credit_agj	-	-	-	-
	i_deposit	-	-	-	-
	i_deposit_ash	0.56***	-0.35	-0.003	0.0097
	i_deposit_am	0.52***	-0.06	0.08	0.0304
	i_deposit_agj	-	-	-	-

Shënim: ***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; shenja (-) tregon që norma e interesit nuk përfshihet në vlerësimin empirik sepse nuk është I(1) në nivel

Tabela 12. Asimetria e përçimit të normës së interesit (faza e dytë e përçimit), periudha pas krizës

2009m01: 2013m03		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
o_n	I	-	-	-	-	-	0.55***	Na	-
	dummy_rritje	-	-	-	-	-	2.24***	Na	-
	dummy_ulje	-	-	-	-	-	2.38***	Na	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.0163	Na	-
i_7d	I	-	-	-	-	-	0.83***	0.32***	-
	dummy_rritje	-	-	-	-	-	0.72***	-0.34	-
	dummy_ulje	-	-	-	-	-	0.87***	-0.38	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.0230	0.5018	-
b_3m	I	-	-	-	-	-	0.87***	0.59***	-
	dummy_rritje	-	-	-	-	-	-0.024	-0.05	-
	dummy_ulje	-	-	-	-	-	0.004	0.17	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.0012	0.0378	-
b_6m	I	-	-	-	-	-	0.71***	0.54***	-
	dummy_rritje	-	-	-	-	-	-0.038	-0.09	-
	dummy_ulje	-	-	-	-	-	0.17	0.09	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.0002	0.0042	-
b_12m	I	-	-	-	-	-	0.56***	0.36***	-
	dummy_rritje	-	-	-	-	-	0.44**	0.019	-
	dummy_ulje	-	-	-	-	-	0.67***	0.23**	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.0029	0.0007	-
obl_2y	I	-	-	-	-	-	0.57***	0.44***	-
	dummy_rritje	-	-	-	-	-	-0.023	-0.15	-
	dummy_ulje	-	-	-	-	-	0.059	0.09	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.334	0.2310	-

2.3 Jo(lineariteti) i përçimit të normës së interesit

2.3.1 Metodologjia

Ky seksion i tretë synon të plotësojë dy analizat empirike të paraqitura në dy seksionet e para për gjithë periudhën, periudha para dhe pas krize duke përdorur të dhëna mujore mbi normat e interesit. Fokusi i këtij seksioni është të testojë ekzistencën (ose jo) të jolinearitetit në reagimin e normave të interesit ndërbankar, primar dhe atij me pakicë ndaj normës bazë dhe të normave të interesit të tregut me pakicë ndaj normave të tregut ndërbankar dhe primar. Jo-lineariteti në këtë studim është përkufizuar si ndryshim në reagimin e normave të interesit të tregut ndërbankar, primar dhe me pakicë ndaj ndryshimeve të vogla apo të mëdha në normën bazë. Ashtu si dhe në dy seksionet e para, tregu primar, ndërbankar dhe ai me pakicë përfaqësohen nga të njëjtat norma interesi, me të njëjtën frekuencë dhe mbulojnë të njëjtën periudhë.¹²

Metodologjia e ndjekur në këtë studim është ajo e Katrorëve të Vegjël, e cila ashtu si dhe në seksionin e dytë, lejon vlerësimin e marrëdhënies afatgjatë ndërmjet normave të interesit, në varësi se si këta tregues hyjnë në regresion dhe në varësi të rezultateve të stacionaritetit mbi serinë e gabimeve të gjeneruara nga secili regresion OLS. Efektet lineare kapen duke inkorporuar në çdo regresion termin në katror të normës së interesit që shërben si tregues shpjegues.

$$i = f [c, \text{repo}, \text{repo}^2] \quad \text{ek.4}$$

$$n = f [c, \text{normë}, \text{normë}^2] \quad \text{ek.5}$$

ku,

i shënon gjithë normat e interesit të tregut ndërbankar, primar dhe me pakicë;

normë përfaqëson vetëm normat e tregut ndërbankar dhe primar;

n shënon normat e tregut me pakicë;

¹² Testet e rrënjës njësi për çdo seri të normave të interesit gjenden në Tabelën 2 të Shtojcës

^{^2} tregon ngritjen në fuqi të dytë të treguesit të varur;

Në rast se termi në katror i normës së interesit është i rëndësishëm statistikisht, dhe koeficienti para tij ka një magnitudë dhe shenjë të ndryshme, mund të konkludojmë që përçimi i normës së interesit karakterizohet nga jo-lineariteti. Në çdo rast tjetër themi që përçimi është jolinear.

2.3.2 Rezultatet

Siç tregon tabela 13, lineariteti nuk është shumë i dukshëm në fazën e parë dhe indirekt të përçimit të normës së interesit. Koeficienti para termit në katror të normës bazë ka magnitudë të ndryshme nga ai para normës bazë në nivel, por jo shenjë të ndryshme në të gjitha rastet. Gjithashtu, ky koeficient nuk është i rëndësishëm statistikisht, me përjashtim të regresioneve ku termi i varur janë normat e depozitave, më konkretisht norma e ponderuar e sistemit, afatshkurtër, dhe afatmesme. Për më tepër, në këto tre regresionet e fundit, vetëm i fundit (pra regresioni ku norma e varur është norma e depozitave afatmesme) përfaqëson lidhjen afatgjatë. Këto rezultate mbi fazën e parë dhe indirekt të përçimit duket sikur mbështesin më shumë ekzistencën e linearitetit në përçimin nga norma bazë tek normat e tregut me pakicë (kredi dhe depozita).

Në fazën e dytë të përçimit (Tabela 14) vihet re që pjesa më e madhe e regresioneve përfaqësojnë lidhjen afatgjatë ndërmjet normave të interesit, duke gjykuar nga stacionariteti i gabimeve të tyre. Gjithashtu, pjesa më e madhe e koeficientëve para termit në katror të normës së tregut ndërbankar apo primar kanë shenjë të kundërt dhe magnitudë shumë të ndryshme nga koeficienti para termit të normës në nivel. Megjithatë, jo të gjithë këta koeficientë janë të rëndësishëm statistikisht. Është e vështirë të dallohet nëse normat e depozitave kanë reagim më të theksuar jolinear ndaj ndryshimeve në normat e tregut ndërbankar, apo ndaj atyre të tregut primar.

Tabela 13. Lineariteti i përçimit të normës së interesit (faza e parë e përçimit dhe përçimi indirekt), gjithë periudha

Treguesi i varur		repo (norma bazë)	repo^2	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)
tregu	o_n	0.57	-0.01	0.01
ndërbankar	i_7d	1.34**	-0.04	0.09
tregu primar	b_3m	0.24	0.06	0.11
	b_6m	0.21	0.07	0.14
	b_12m	0.21	0.07	0.06
	obl_2y	-	-	-
tregu me pakicë	i_credit	-	-	-
	i_credit_ash	-	-	-
	i_credit_am	-	-	-
	i_credit_agj	-	-	-
	i_deposit	-0.64	0.11**	0.40
	i_deposit_ash	-0.58	0.11**	0.41
	i_deposit_am	3.89***	(0.40)***	0.04
	i_deposit_agj	-	-	-

Shënim: ***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; ndërsa rreshtat bosh përkojnë me seritë e normave të interesit të cilat janë stacionare në nivel dhe rrjedhimisht nuk janë përfshirë në vlerësimin empirik

Tabela 14. Lineariteti i përçimit të normës së interesit (faza e dytë e përçimit), gjithë periudha

2002m01: 2013m03		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
o_n	i	-	-	-	-	1.33***	1.30***	2.77***	-
	i^2	-	-	-	-	-0.04**	-0.003**	-0.28***	-
	Testi i rrënjës njësi	-	-	-	-	0.0491	0.0486	0.0381	-
	për gabimet e OLS-së (p-value)								
i_7d	i	-	-	-	-	0.92***	0.89***	2.35***	-
	i^2	-	-	-	-	-0.001	0.001	-0.21***	-
	Testi i rrënjës njësi	-	-	-	-	0.008	0.0079	0.2795	-
	për gabimet e OLS-së (p-value)								
b_3m	i	-	-	-	-	0.94***	0.92***	1.73***	-
	i^2	-	-	-	-	-0.015***	-0.013***	-0.09***	-
	Testi i rrënjës njësi	-	-	-	-	0.001	0.0013	0.2490	-
	për gabimet e OLS-së (p-value)								
b_6m	i	-	-	-	-	0.72***	0.70***	1.49***	-
	i^2	-	-	-	-	-0.002	-0.0008	-0.076***	-
	Testi i rrënjës njësi	-	-	-	-	0.0012	0.0014	0.0279	-
	për gabimet e OLS-së (p-value)								
b_12m	i	-	-	-	-	0.60	0.58***	1.31***	-
	i^2	-	-	-	-	0.004	0.005**	-0.057***	-
	Testi i rrënjës njësi	-	-	-	-	0.0017	0.0016	0.0171	-
	për gabimet e OLS-së (p-value)								
obl_2y	i	-	-	-	-	-	-	-	-
	i^2	-	-	-	-	-	-	-	-
	Testi i rrënjës njësi	-	-	-	-	-	-	-	-
	për gabimet e OLS-së (p-value)								

Shënim: ***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; ndërsa rreshtat bosh përkojnë me seritë e normave të interesit të cilat janë stacionare në nivel dhe rrjedhimisht nuk janë përfshirë në vlerësimin empirik.

Tabela 15. Lineariteti i përçimit të normës së interesit (faza e parë e përçimit dhe përçimi indirekt), periudha para krizës

Treguesi i varur		repo (norma bazë)	repo ²	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)
tregu ndërbankar	o_n	0.98***	-0.027	0.2341
	i_7d	1.40***	-0.05***	0.5898
tregu primar	b_3m	1.21***	-0.007	0.4964
	b_6m	1.53***	-0.025	0.5918
	b_12m	1.73***	-0.04	0.6010
	obl_2y	1.92***	-0.05	0.2195
tregu me pakicë	i_credit	-	-	-
	i_credit_ash	3.34**	-0.19***	0.0001
	i_credit_am	5.30***	-0.38***	0.0306
	i_credit_agj	3.74***	-0.23***	0.0672
	i_deposit	1.02***	-0.011	0.6764
	i_deposit_ash	0.99***	-0.008	0.6871
	i_deposit_am	2.67***	-0.27***	0.1812
	i_deposit_agj	3.25**	-0.33**	0.2680

Shënim: ***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; ndërsa rreshtat bosh përkojnë me seritë e normave të interesit të cilat janë stacionare në nivel dhe rrjedhimisht nuk janë përfshirë në vlerësimin empirik

Në periudhën para krize (Tabela 15), rezultatet mbi linearitetin e përçimit të normës së interesit në fazën e parë dhe indirektë janë më të qarta se ato të gjithë periudhës. Të gjithë koeficientët para termit në katror të normës bazë kanë shenjë të kundërt dhe magnitudë të ndryshme nga koeficienti që ndodhet para termit në nivel të normës bazë. Ashtu si dhe në analizën e gjithë periudhës, duke gjykuar mbi rëndësinë statistikore të koeficientëve, duket se normat e tregut me pakicë (veçanërisht normat e kredisë) shfaqin reagim më të theksuar jolinear ndaj ndryshimeve në normën bazë krahasuar me normat e tregut ndërbankar dhe primar. Megjithatë, këto rezultate duhen interpretuar duke gjykuar mbi jo-stacionaritetin e gabimeve të regresioneve OLS.

Në fazën e dytë të përçimit dhe në periudhën para krize (Tabela 16), normat e tregut me pakicë shfaqin sjellje jolineare ndaj normës një-ditore të tregut ndërbankar, e cila është më e fortë se ndaj maturitetit tjetër (një-javor). Nëse do të dallonim ndërmjet normave të tregut me pakicë, janë normat e kredisë ato që janë më të ndjeshme në varësi të magnitudës së ndryshimeve në normën bazë.

Normat e tregut me pakicë reagojnë në mënyrë lineare ndaj ndryshimeve në *yield*-et e bonove të thesarit dhe obligacionit 2-vjeçar, ndonëse ky reagim është më i zbehtë se në rastin e normave të interesit të tregut ndërbankar. Kështu, sipas tabelës 16 një ndryshim në *yield*-in 3-mujor të bonove të thesarit shkakton një reagim jo-linear tek të gjitha normat e tregut me pakicë (të depozitave dhe të kredive), ndërsa *yield*-et e tjera shkaktojnë një reagim më të fortë jo-linear kryesisht tek normat e interesit të kredisë dhe vetëm tek norma e depozitës me maturitet afatgjatë.

Tabela 16. Lineariteti i përcimit të normës së interesit (faza e dytë e përcimit), periudha para krizës

		2002m01: 2008m12							
		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
o_n	i	-	4.83***	7.69***	4.92***	1.39***	1.37***	2.72***	2.14***
	i^2	-	-0.43***	-0.79***	-0.41***	-0.04**	-0.04	-0.27***	-0.14*
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.0175	0.1045	0.0429***	0.2963	0.2945	0.2446	0.2513
i_7d	i	-	3.36***	4.66***	3.059***	0.65***	0.63***	1.44***	1.75**
	i^2	-	-0.21***	-0.28***	-0.14***	0.034***	0.037***	-0.053	-0.08
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.058	0.0183	0.0000	0.0000	0.0000	0.0008	0.2711
b_3m	i	-	2.94***	4.29***	2.94***	0.88***	0.87***	1.49***	2.58
	i^2	-	-0.15***	-0.23***	-0.13***	-0.009**	-0.007**	-0.006	-0.21
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.1133	0.6353	0.0000	0.0227	0.0273	0.0615	0.2646
b_6m	i	-	2.56***	3.69***	2.48***	0.66**	0.64***	0.80***	7.32**
	i^2	-	-0.11***	-0.18***	-0.09***	0.0035	0.005	0.023	-0.85**
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.124	0.0177	0.0000	0.0294	0.0323	0.0733	0.2598
b_12m	i	-	2.39***	3.43***	2.25***	0.57***	0.55***	1.27***	2.80*
	i^2	-	-0.10***	-0.15	-0.075***	0.08***	0.009***	-0.056	-0.22
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.1491	0.0237	0.0000	0.0156	0.0162	0.0827	0.2629
obl_2y	i	-	2.22***	3.07***	2.08***	0.55***	0.54***	1.16***	3.38***
	i^2	-	-0.089***	-0.12***	-0.062***	0.003	0.0044	-0.045	-0.29**
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	0.1071	0.0130	0.0000	0.1164	0.1315	0.1899	0.1302

Shënim: ***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; ndërsa rreshtat bosh përkrijnë me seritë e normave të interesit të cilat janë stacionare në nivel dhe rrjedhimisht nuk janë përfshirë në vlerësimin empirik.

Tabela 17. Lineariteti i përçimit të normës së interesit (faza e parë e përçimit dhe përçimi indirekt), periudha pas krizës

Treguesi i varur		repo (norma bazë)	repo ²	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)
tregu ndërbankar	o_n	1.49***	-0.09***	0.3341
	i_7d	1.52***	-0.09***	0.4804
tregu primar	b_3m	1.82***	-0.12***	0.0582
	b_6m	2.096***	-0.13***	0.1771
	b_12m	2.13***	-0.08***	0.5146
	obl_2y			
tregu me pakicë	i_credit	-	-	-
	i_credit_ash	-	-	-
	i_credit_am	-	-	-
	i_credit_agj	-	-	-
	i_deposit	-	-	-
	i_deposit_ash	1.62***	-0.11***	0.0113
	i_deposit_am	2.53***	-0.22***	0.0175
	i_deposit_agj	-	-	-

Shënim: ***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; ndërsa rreshtat bosh përkojnë me seritë e normave të interesit të cilat janë stacionare në nivel dhe rrjedhimisht nuk janë përfshirë në vlerësim empirik

Në periudhën pas krize (Tabela 17), analiza empirike në fazën e parë dhe indirekte të përçimit (Tabela 16) është më e kufizuar sepse të gjitha normat e interesit të kredisë janë stacionare në nivel, dhe rrjedhimisht nuk hyjnë në regresion, sipas Engle and Granger (1987). Bazuar në rezultatet e disponueshme, gjejmë se koeficienti para termit në katror i normës bazë është i rëndësishëm statistikisht dhe ka shenjë të kundërt dhe me magnitudë të ndryshme nga koeficienti para termit në nivel të normës bazë. Kjo tregon se normat e interesit të tregut ndërbankar dhe primar dhe depozitave me maturitet afashkurtër dhe afatmesëm reagojnë në mënyrë jo-lineare në varësi të madhësisë së ndryshimeve në normën bazë. Është e vështirë të dallohet nëse në këtë fazë të përçimit se cili prej tregjeve ka sjelle më të fortë jolineare ndaj reagimit të politikës

monetare: normat e tregut ndërbankar, primar apo tregut me pakicë (që në këtë periudhë përfaqësohet nga normat e depozitave). Megjithatë, theksojmë që këto rezultate duhen interpretuar me kujdes, sepse gabimet e gjeneruara nga pjesa më e madhe e regresioneve rezultojnë jo-stacionare. Në tabelën 18 janë paraqitur rezultatet e linearitetit në fazën e dytë të përçimit për periudhën pas krize. Edhe në këtë fazë analiza empirike është e kushtëzuar vetëm në dy norma të tregut me pakicë, që janë: norma afashkurtër dhe afatmesme e depozitës së re në Lek. Rezultatet mbështesin një reagim jo-linear të normave të depozitave ndaj ndryshimeve në normat e tregut ndërbankar dhe primar, veçanërisht ndaj të parave. Pothuajse të gjithë koeficientët para termit në katror të normës së tregut ndërbankar apo primar janë të rëndësishëm statistikisht, dhe kanë shenjë të kundërt dhe magnitudë të ndryshme nga koeficienti para termit në nivel të normës respektive.

Tabela 18. Lineariteti i përcimit të normës së interesit (faza e dytë e përcimit), periudha pas krizës

		2009m01: 2013m03							
		i_credit	i_credit_ash	i_credit_am	i_credit_agj	i_deposit	i_deposit_ash	i_deposit_am	i_deposit_agj
o_n	i	-	-	-	-	-	1.64***	2.82***	-
	i^2	-	-	-	-	-	-0.12***	-0.28***	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.0066	0.5424	-
i_7d	i	-	-	-	-	-	1.42***	2.49***	-
	i^2	-	-	-	-	-	-0.08**	-0.22***	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.0128	0.6045	-
b_3m	i	-	-	-	-	-	0.96***	1.73***	-
	i^2	-	-	-	-	-	-0.016	-0.09***	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.0011	0.054***	-
b_6m	i	-	-	-	-	-	0.85***	1.49***	-
	i^2	-	-	-	-	-	-0.018**	-0.07***	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.0004	0.0755	-
b_12m	i	-	-	-	-	-	0.89***	1.41***	-
	i^2	-	-	-	-	-	-0.03***	-0.06***	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.0029	0.0323	-
obl_2y	i	-	-	-	-	-	0.69***	1.19***	-
	i^2	-	-	-	-	-	-0.014	-0.045***	-
	Testi i rrënjës njësi për gabimet e OLS-së (p-value)	-	-	-	-	-	0.0333	0.4175	-

Shënim: ***, **, dhe * shënojnë rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%; ndërsa rreshtat bosh përkojnë me seritë e normave të interesit të cilat janë stacionare në nivel dhe rrjedhimisht nuk janë përfshirë në vlerësimin empirik.

Kapitulli III

3. Analizë krahasuese mbi përçimin e normës së interesit: Shqipëria krahasuar me Evropën Qendrore, Lindore dhe Jug-lindore

3.1 Qëllimi i analizës krahasuese

Ky kapitull synon të krahasojë përcimin e normës së interesit në Shqipëri me atë të Evropës Qendrore, Lindore dhe Jug-Lindore. Metodologjia e përdorur për këto vende konsiston në metodat e kointegrimit të serive kohore, të cilat lejojnë studimin e dinamikave afatshkurtra dhe afatgjata të këtij përcimi. Krahasimi bazohet në rezultatet e marra nga Balázs et al (2006) për vendet e Evropës Qendrore dhe Lindore, rezultatet e marra nga Petrevksi dhe Bogoev (2012) për vendet e Evropës Jug-lindore dhe në rezultatet e marra nga analiza empirike e këtij studimi për rastin e Shqipërisë¹³

Përzgjedhja e vendeve me të cilat është bërë analiza krahasuese bazohet në disponueshmërinë e studimeve që investigojnë përcimin e normës së interesit në vende pak a shumë të ngjashme me ekonominë shqiptare, që përdorin pothuajse të njëjtën metodologji dhe periudhë kohore mbi të cilën kryhet analiza empirike. Të dy studimet, Balázs et al (2006) dhe Petrevksi dhe Bogoev (2012) adoptojnë të njëjtën përjasje metodologjike, Metodën e Korrigjimit të Vektorit të Gabimit, por nuk përdorin të njëjtën shtrirje kohore apo të njëjtat norma interesi. Në këto kushte, analiza empirike në rastin e Shqipërisë është kryer dy herë, për të përkuar me të njëjtën shtrirje kohore dhe normat e interesit të përdorura në studimin e Balázs et al (2006), dhe me ato të përdorura në studimin e Petrevski dhe Bogoev (2012).

Ngjashmëria kryesore ndërmjet Shqipërisë dhe vendeve të Evropës Qendrore, Lindore dhe Juglindore, është se të gjitha këto vende kanë përdorur sistemin bankar me dy nivele në fillim të viteve '90 e cila e bëri normën e interesit të tregut me pakicë të përgjigjeve më shpejt ndaj forcave të tregut. Për këtë arsye, shumë studime kanë gjetur se përcimi i normës së interesit në këto vende është bërë më i fortë dhe i shpejtë me kalimin e kohës. Vlen të theksohet se vendet në studim kanë regjim të ndryshëm të kursit të këmbimit. Kështu, vendet e studiuar nga Balázs et al. (2006) kanë regjim fleksibël të kursit të këmbimit si edhe në rastin e Shqipërisë, me përjashtim të Sllovakisë, e cila i'u bashkua Bashkimit

¹³ Për më tepër informacion referohu kapitullit paraardhës.

European në Maj të vitit 2004, dhe zëvendësoi monedhën e saj (koruna) me Euron në vitin 2009. Megjithatë para periudhës 2009, Sllovakia karakterizohet nga një regjim fleksibël i kursit të këmbimit. Ndërkohë që vendet e marra për studim nga Petrevski dhe Bogoev (2012) kanë regjim fiks të kursit të këmbimit. Një ndryshim i tillë në regjimin e kursit të këmbimit, përveç faktorëve të tjerë, është provuar në mënyrë teorike dhe empirike se ndikon në përçimin e normës së interesit. Në kushtet e një regjimi fleksibël të kursit të këmbimit, një rritje në normën e politikës monetare do të tërheqë kapitalin e huaj, e cila më tej çon në vlerësimin e monedhës vendase derisa ndryshimi i normës së interesit midis normës së huaj dhe asaj vendase kthehet në ekuilibrin e saj. Nga ana tjetër, në kushtet e një regjimi fiks të kursit të këmbimit, një rritje në kapitalin e huaj mund të çojë në rritje të nivelit të likuiditetit dhe si pasojë të shkaktojë presione ulëse ndaj normës së interesit.

Një punim i ngjashëm i cili bën analizë krahasuese mbi shkallën e përçimit të normës së interesit është Fomun (2011). Objektivat kryesore të këtij studimi janë: gjetja e magnitudës dhe shpejtësisë së përçimit nga norma bazë tek normat e tregut me pakicë në Nigeri edhe në Kamerun që nga viti 1980; të kontrollojë nëse një përçim i tillë në të dy vendet është asimetrik apo jo, dhe gjithashtu të vlerësojë nëse ndryshimet në normën bazë janë transmetuar nga Nigeria në Kamerun apo anasjelltas. Arsyeja e përzgjedhjes së Nigerisë dhe Kamerunit për analizë krahasuese është se të dyja këto vende përfaqësojnë dy ekonomi të mëdha të Afrikës Qendrore dhe Perëndimore, dhe kanë tipare të ngjashme për sa i përket tregtisë, kufirit dhe historisë politike. Gjithashtu, Nigeria dhe Kameruni janë anëtare të të njëjtit grup ekonomik, janë prodhuese-nafte, dhe kanë miratuar Programin e Axhustimit Strukturor Botëror në të njëjtin vit, 1998. E veçanta e këtij studimi është se Fomun (2011) përdor teknikën e dritareve të rrëshqitshme e cila lejon investigimin nëse karakteristikat e përçimi të normës së interesit (përçimi afatgjatë dhe afatshkurtër, apo shpejtësia e axhustimit) ndryshojnë me kohën.

Gjithashtu, Gigineishvili (2011), në një analizë ndër-sektoriale për 70 vende nga e gjithë bota, ku përfshihen vendet e zhvilluara, në zhvillim dhe vendet me të ardhura të ulta ka studiuar nëse përçimi i normës së interesit ndryshon nga vendi në vend dhe ka vlerësuar efektet specifike të çdo vendi të cilat ndikojnë në këtë ndryshim, si psh: PBB-ja, inflacioni, kursi i këmbimit, cilësia e kredisë, konkurrenca bankare dhe kostot operative. Në lidhje me

kursin fleksibël të këmbimit, Gigineishvili (2011) gjen se ato vende të cilat përdorin regjim të luhatshëm të këmbimit kanë një përçim më të dobët se vendet me regjim fikse të kursit të këmbimit, dhe ky përçim është më i fortë në afatin e gjatë se sa në afatin e shkurtër. Sipas Gigineishvili (2011), luhatshmëria e kursit të këmbimit kontribuon në forcimin e përçimit sepse një rritje në normën vendase të interesit do të nxiste hyrjet e kapitalit, gjë e cila në kushtet e regjimit fleksibël të kursit të këmbimit do të çonte në vlerësim të lekurit derisa monedha e huaj dhe ajo vendase të balancoheshin përsëri. Ndërsa regjimeve fikse të kursit të këmbimit i'u mungon kjo lloj mbrojtje (buffer), dhe hyrjet e pasterilizuara ose pjesërisht të sterilizuara do të përktheheshin në likuiditet më të lartë dhe do të rezultojnë në presione ulëse në normat e interesit. Gigineishvili (2011) përdor një tregues binar për të matur efektin që ka lloji i regjimit të kursit të këmbimit në përçimin e normës së interesit. Megjithatë, ky tregues binar mund të mos jetë i mjaftueshëm për të kapur këtë efekt sepse vendet ndryshojnë nga shkalla e fleksibilitetit që karakterizon regjimet e tyre të kursit të këmbimit, dhe gjithashtu ndryshojnë nga hapja e llogarive të tyre të kapitalit. Prandaj, Gigineishvili (2011) sugjeron se do të ishte më e përshtatshme të përdoreheshin klasifikime më të rafinuara të regjimeve të kursit të këmbimit, dhe në vlerësim empirik të përfshiheshin tregues që reflektonin shkallën e hapjes së llogarive të kapitalit.

Espinosa-Vega dhe Rebucci (2003) gjithashtu realizojnë një analizë empirike mbi përçimin e normës së interesit në Kili, Shtetet e Bashkuara, Kanada, Australi, Zelandën e Re dhe në pesë vende Europiane. Duke përdorur të dhëna mujore të krahasueshme me njëra tjetrën, Espinosa-Vega dhe Rebucci (2003) gjejnë se përçimi i normës së interesit në Kili nuk është atipik, pra ndjeshëm i ndryshueshëm nga vendet e tjera të marrë në studim. Duke përdorur modelin e Vektorit të Korrigjimit të Gabimit, studimi gjen se ky përçim në Kili është jo i plotë, megjithatë është më i shpejtë se në vendet e tjera dhe i krahasueshëm me atë të Shteteve të Bashkuara. Studimi teston gjithashtu për prezencën e asimetrisë në përçimin e normës së interesit, por nuk gjen evidencë në mbështetje të saj. Espinosa-Vega dhe Rebucci (2003) gjejnë mbështetje për paqëndrueshmëri të parametrave, në periudhën e krizave të Rusisë dhe të Azisë, por nuk gjejnë mbështetje që një kalim në një regjim më fleksibël të kursit të këmbimit në vitin 1999, dhe një “nominalizim” i targetit të normës së interesit në Kili në vitin 2001 nuk e ka ndikuar në mënyrë të rëndësishme statistikisht procesin e

përçimit të normës së interesit. Këto rezultate janë konsistente me pikëpamjen se diferencat ndërmjet Kilit dhe vendeve të tjera të marrë në konsideratë në këtë studim, janë kryesisht rezultat i goditjeve të jashtme dhe jo i ndryshimeve në pjesën e tregut të sistemit bankar apo ndryshimeve të fundit në Kili përse i përket regjimit të kursit të këmbimit apo politikës monetare.

Ky kapitull është organizuar si vijon. Pjesa e parë e kapitullit përshkruan të dhënat e përdorura dhe shtrirjen kohore për çdo vend apo grup vendesh ku është bazuar analiza empirike. Kjo pjesë gjithashtu paraqet rezultatet mbi përçimin e normës së interesit në Shqipëri duke bërë krahasime me vendet të cilat i përkasin grupit të Evropës Qendrore dhe Lindore, dhe atyre që u përkasin Evropës Jug-Lindore. Pjesa e dytë e kapitullit paraqet konkluzionet e kësaj analize krahasimore dhe identifikon çështje të tjera të cilat mund të kenë nevojë të hulumtohen më tej.

3.2 Përshkrimi i të dhënave, metodologjia, dhe rezultatet empirike

Siç u përmend edhe më sipër, qëllimi kryesor i këtij kapitulli është të paraqesë një analizë krahasuese për përçimin e normës së interesit midis Shqipërisë dhe vendeve të rajonit dhe më gjerë, si edhe bën dallimin midis vendeve me regjim të ndryshëm të kursit të këmbimit. Analiza empirike organizohet në dy pjesë.

Pjesa e parë krahason përçimin e normës së interesit në Shqipëri me vendet e Evropës Qendrore-Lindore (Republika Çeke, Hungaria, Polonia, dhe Sllovakia). Vlen të përmendet se këto vende (me përjashtim të Sllovakisë) kanë regjim të luhatshëm të kursit të këmbimit sikurse edhe Shqipëria. Analiza empirike kushtëzohet sipas periudhës të përzgjedhur nga Balázs et al (2006), i cili vlerëson përçimin e normës së interesit në vendet e Evropës Qendrore-Lindore për periudhën 1995m12 – 2005m12, duke e ndarë në dy nën-periudha. Nën-periudha e parë fillon në 1995m12 dhe përfundon në 2000m12; ndërkohë që nën-periudha e dytë fillon në 2001m01 dhe përfundon në 2005m12. Një ndarje e tillë lejon që të kontrollohet nëse ka patur ndonjë thyerje strukturore apo ndonjë ndryshim të madh i cili ka ndikuar në përçimin e normës së interesit në kohë.

Balázs et al (2006) përdor një kuadër dy hapësh: 1- përcimi nga norma bazë tek normat e tregut ndër-bankar dhe tregut primar; dhe 2- përcimi nga norma bazë tek norma e tregut me pakicë (depozita dhe kredi). Metodologjia e përdorur është Metodologjia e Korrigjimit të Vektorit të Gabimit (VECM), e cila konsideron efektet asimetrike të mundshme të cilat karakterizojnë procesin e përcimit të normës së interesit. Për qëllime krahasimore, analiza empirike e përdorur në këtë studim përfshin periudhën 2002m01: 2005m12 në rastin e Shqipërisë, dhe periudhën 2001m01: 2005m12 në rastin e vendeve të Evropës Qendrore dhe Lindore (e cila korespondon me nën-periudhën e dytë të përdorur në studimin e Balázs et al (2006). Në rastin e Shqipërisë, periudha është më e shkurtër se ajo e studimit për vendet e EQL/CEE për shkak të mungesës të të dhënave përpara vitit 2002, edhe gjykojmë se një vit më pak nuk do të ndryshojë në mënyrë thelbësore rezultatet empirike.

Periudha e marrë në studim në këtë analizë krahasuese konsiderohet e shkurtër për kryerjen e një analize kointegrimi, duke patur parasysh që për rastin e vendeve EQL ka vetëm 60 vrojtime dhe për rastin e Shqipërisë ka vetëm 48 vrojtime. Por sipas argumentit të Balázs et al (2006), axhustimi i normës së interesit në kontekstin e përcimit është shumë i shpejtë, ndërkohë që një cikël biznesi ndodh të paktën në një periudhë kohore 10-vjecare. Edhe pse sipas standardeve ekonometrike nevojiten rreth 100-120 observime, një model me 50-60 observime mund të konsiderohet i përshtatshëm për të bërë një studim të përcimit të normës së interesit. Në këtë këndvështrim, Balázs et al (2006) i'a atribuon mungesën e marrëdhënieve ko-integruese përdorimit të teknikave të kointegrimit jolinear dhe jo serive të shkurtra kohore të të dhënave të normave të interesit.

Normat e interesit të përdorura në rastin e Shqipërisë nuk janë ekzaktësisht të njëjta me ato të përdorura në rastin e vendeve të EQL nën studim të Balázs et al (2006), për shkak të mungesës së këtyre të dhënave për rastin e Shqipërisë apo serive të shkurtra kohore. Kështu, normat e interesit ndër-bankar në rastin e Shqipërisë përfaqësohen nga normat me maturitet 7-ditor, ndërkohë që për vendet e EQL-së ato përfaqësohen nga normat e interesit me maturitet 1-mujor të tregut të parasë. Në vendet e EQL-së ku *yield*-i i bonove të thesarit nuk është i disponueshëm, përdoret norma e interesit 12-mujor e tregut të parasë. *Yield*-i i bonove qeveritare në rastin e Shqipërisë përfaqësohet nga normat me maturitet 2-vjekar, ndërkohë që për vendet e EQL-së nuk tregohet qartë se cilit maturitet i referohet *yield*-i i

letrave me vlerë të qeverisë. Në varësi të disponueshmërisë së të dhënave, normat e interesit të tregut me pakicë në vendet e EQL-së kategorizohen sipas maturitetit (afat-shkurtër, afat-mesëm, afat-gjatë), subjektit (akorduar individëve apo bizneseve), qëllimit (akorduar për konsum konsum, strehim, blerje automobili, *overdraft* etj), dhe metodologjisë së matjes së normave të interesit (normat e interesit mbi tepricën e kredisë dhe stokun e depozitave apo normat e interesit mbi kreditë e reja apo depozitat e reja të mbledhura). Duke patur parasysh se ky kategorizim i normave të interesit të depozitave dhe kredive nuk është i njëjtë midis vendeve të EQL-së, dhe duke qenë se në Shqipëri disa nga këto norma interesi nuk janë të disponueshme, krahasimi i rezultateve të VECM-së duhet bërë me kujdes. Në rastin e Shqipërisë, normat e interesit të tregut me pakicë përfaqësohen nga: normat e interesit të depozitave të reja afat-shkurtra në Lek¹⁴ (ato me maturitet 3-, 6- dhe 12-mujor); normat e interesit të kredive të reja afat-shkurtra në Lek (ato me maturitet 0-6 mujore dhe 6-12 mujore); dhe normat e interesit të kredive të reja afat-gjata në Lek (3 deri në 5 vjet dhe ato me maturitet mbi 5 vjet). Sllovenia, edhe pse është pjesë e vendeve të EQL të marra në studimin e kryer nga Balázs et al (2006), nuk është përfshirë në këtë analizë krahasuese për dy arsye kryesore. E para lidhet me mungesën e të dhënave të normave të interesit në Shqipëri, të cilat nuk gjenden të tilla për të përkuar me të dhënat e përdorura për rastin e Sllovenisë në studimin e Balázs et al (2006). Së dyti, nuk janë gjetur mjaftueshëm marrëdhënie kointegruese për rastin e Sllovenisë, e cila nuk lejon një bazë të mirë krahasimore.

Pjesa më e madhe e literaturës në lidhje me përcimin e normës së interesit përdor metodologjinë e VECM-së, e cila lejon të studiohen të dyja, dinamika afatshkurtër dhe ajo afatgjatë e përcimit.¹⁵ Përpara se të bëjmë një vlerësim të Mekanizmit të Korrigjimit të Vektorit të Gabimit, ne duhet të kontrollojmë nëse seritë kohore të normës së interesit të përdorura në këtë analizë krahasimore janë stacionare ose jo. Për këtë arsye, ne kemi kryer testet *Augmented Dickey Fuller*, *Phillips Perron* dhe *KPSS (Appendix X)* për çdo seri kohore të përfshirë në analizë. Edhe pse literatura sugjeron se pjesa më e madhe e serive të

¹⁴ ALL – Albanian Lek

¹⁵ Për më shumë detaje mbi metodologjinë e përdorur në rastin e Shqipërisë, referohu kapitullit të metodologjisë.

normave të interesit pritet të jenë stacionare, testet e stacionaritetit tregojnë se të gjithë të dhënat e normave të interesit në studim janë I(1) me nivel konfidence 10%, me përjashtim të normave të interesit të kredive, të cilat janë I(0). Për këtë arsye, rezultatet në lidhje me marrëdhëniet kointegruese të cilat përfshijnë normat e interesit të kredive si një prej variablave të marrë në konsideratë duhet të merren me kujdes.

Tabela 1 dhe 2 paraqesin rezultatet mbi magnitudën dhe rëndësinë statistikore të koeficientëve afatgjatë. Në fazën e parë të përçimit, (nga norma bazë te norma e interesit ndërbankar dhe tregut primar), është e dukshme që rezultatet janë disi të ngjashme midis Shqipërisë dhe vendeve të EQL-së, veçanërisht kur merren në konsideratë normat e interesit të tregut ndër-bankar, duke u luhatur brenda intervalit [0.87 : 1.01]. Në rastin e bonove qeveritare, Balázs et al (2006) nuk gjen një marrëdhënie kointegruese në Republikën Çeke, Hungari, dhe Poloni; ndërkohë në rastin e Shqipërisë gjendet një marrëdhënie kointegruese midis normës bazë dhe bonove qeveritare (përfaqësuar nga maturiteti 2-vjeçar), edhe pse koeficienti afat-gjatë nuk është statistikisht i rëndësishëm. Në fazën e dytë të përçimit (nga norma bazë te norma e kredive dhe depozitave), rezultatet nuk janë të ngjashme. Ashtu si në rastin e Hungarisë dhe Polonisë, në rastin e Shqipërisë nuk gjendet një marrëdhënie kointegruese midis normës bazë dhe normës së depozitave afat-shkurtra. Kjo është e vërtetë edhe kur merren parasysh normat e kredive afatmesme dhe ato afatgjata. Ekziston një marrëdhënie kointegruese vetëm në rastin e normës bazë dhe normës së interesit të kredive afat-shkurtra, edhe pse koeficienti afat-gjatë është statistikisht jo i rëndësishëm dhe me një madhësi më të vogël sesa koeficienti mesatar afat-gjatë për vendet e Evropës Lindore dhe Qendrore.

Tabela 1. Përçimi nga norma bazë tek normat e interesit të tregut ndërbankar dhe primar, 2002M01:2005m12 për Shqipërinë, dhe gjatë periudhës 2001m01: 2005m12 për vendet e tjera

	<u>Normat ndërbankare</u>	<u>Bonot 12-mujore</u>	<u>Obligacionet qeveritare</u>
Shqipëri	0.91***	1.27*** (jo koint.)	0.36
Republika Çeke	1.01**	0.98**	0.43** (jo koint.)
Hungari	1.04**	0.87**	0.48*** (jo koint.)
Poloni	1.02**	0.40*** (jo koint.)	0.15 (jo koint.)
Sllovaki	0.87**	0.95**	NA
***, **, * tregon rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%			

Tabela 2. Përçimi nga norma bazë tek normat e interesit të depozitave dhe kredive, gjatë 2001m01:2005m12

	depozitat me maturim < 1 vit	depozitat afatgjatë	Kreditë me maturim < 1 vit	1 vit < kredi < 5 vjet
Shqipëri	1.07*** jo koint.	NA	0.26	0.94** jo koint
Republika Çeke	0.79**	0.59*** jo koint.	0.66*** (jo koint.)	0.25 no coint.
Hungari	jo koint.	0.81**	0.61** and 0.96**	0.29(no coint.)/ 0.72**
Poloni	0.80**	0.81**	0.43*** jo koint. / 0.50*** (jo koint.)	0.45*** jo koint.
Sllovaki	0.3 jo koint.	NA	0.78**	1.01**
***, **, * tregon rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%				

Pjesa e dytë e analizës empirike krahason përçimin e normës së interesit midis Shqipërisë dhe vendeve të Evropës Jug-Lindore (Maqedonia, Bullgaria dhe Kroacia), duke u fokusuar vetëm në fazën e dytë të përçimit: nga normat e tregut të parasë tek normat e interesit të kredive. Gjetjet për përçimin e normës së interesit në Evropën Jug-Lindore janë marrë nga Petrevski dhe Bogoev (2012). Periudha e përdorur për analizën empirike kushtëzohet nga shtrirja kohore e studimit të Petrevski dhe Bogoev (2012), e cila përfshin periudhën nga janari i vitit 2000 deri në dhjetor të vitit 2010. Për shkak të mungesës të të dhënave të normave të tregut të parasë përpara vitit 2002 në Shqipëri, periudha e përdorur në analizën empirike fillon në 2002m01. Metodologjia e përdorur në studimin e Petrevski dhe Bogoev (2012) konsiston në tre metoda kointegrimit: Metodologjia e Korrigjimit të Vektorit të Gabimit, Engle dhe Granger, dhe Katrorët e Vegjël Dinamik. Përdorimi i tre metodave të ndryshme bën një kontroll të sigurtë të rezultateve të marra, dhe gjithashtu marrin parasysh jo-stacionaritetin e serive kohore të normave të interesit. Në këtë studim krahasues prezantohet vlera mesatare e tre modeleve në lidhje me koeficientin afat-gjatë dhe afat-shkurtër të përçimit, dhe termin e korrigjimit të gabimit, së bashku me vlerat respektive për rëndësinë statistikore. Siç u shpjegua më lartë, në rastin e Shqipërisë, është përdorur vetëm metodologjia VECM. Në ndryshim nga Shqipëria, vendet e Evropës Jug-Lindore operojnë nën një regjim fiks të kursit të këmbimit. Ky ndryshim si edhe shtrirja e shkurtër kohore e

përdorur në rastin e Shqipërisë, dhe ndryshimet në seritë kohore të normave të interesit mund ta bëjnë këtë krahasim disi të dyshimtë. Gjithashtu, është e rëndësishme të theksohet se normat e interesit në kreditë e reja në Lek janë stacionare, të cilat të çojnë në rezultate të diskutueshme, apo në mungesë të marrëdhënieve kointegruese.

Kështu, në rastin e Shqipërisë, ne gjejmë të paktën një marrëdhënie kointegruese midis normës së interesit ndër-bankare 7-ditor dhe normës së interesit të kredive të reja – me maturitet afat-mesëm deri afat-gjatë, e ngjashme me rastin e Bullgarisë dhe Kroacisë (shih tabelën 3). Koeficienti afat-gjatë i përçimit është statistikisht i rëndësishëm dhe ka një magnitudë më të madhe se 1 (*overshooting*) në rastin e Shqipërisë. Të ngjashme janë rasti i Bullgarisë dhe Kroacisë, edhe pse madhësia e koeficientit afatgjatë është më e vogël se një, vlerësuar mesatarisht rreth 0.47. Gjithashtu, termi i korrigjimit të gabimit është statistikisht i rëndësishëm dhe me madhësi të madhe, për të dy vendet, Bullgarinë dhe Kroacinë, rreth 23%; ndërkohë që shpejtësia e axhustimit të normave të interesit të kredive në Shqipëri është më e lartë, rreth 46%. Në rastet kur merret parasysh norma mesatare e interesit për kreditë e reja në rastin e Shqipërisë, ne gjejmë të paktën një marrëdhënie kointegruese me normën e interesit ndër-bankare 7-ditore, me një shpejtësi axhustimi rreth 30%, ndërkohë që në rastin e Maqedonisë ky axhustim është shumë i ulët, rreth 7%. Megjithatë, përçimi afatgjatë në rastin e Shqipërisë është statistikisht i parëndësishëm, dhe vlerësohet rreth 0.37, ndërkohë që në rastin e Maqedonisë është shumë më i lartë, rreth 0.83, dhe gjithashtu statistikisht i rëndësishëm.

Tabela 3. Përçimi nga norma bazë te normat e interesit të kredive në vendet e Evropës Jug-Lindore dhe në Shqipëri

	Normat e interesit mbi kreditë afatshkurtra			Normat e interesit mbi kreditë afatgjata			Norma mesatare mbi kreditë (peshuar)		
	afatgjatë	afatshkurtër	termi ECM	afatgjatë	afatshkurtër	termi ECM	long-run	short-run	ECM term
Bullgari	0.69**	0.36	(0.26)***	0.57***	-0.08	(0.24)**	NA	NA	NA
Kroaci	0.43***	0.02	(0.17)***	0.38***	-0.17	(-0.22)***	NA	NA	NA

Maqedoni	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0.83**	0.05**	(0.07)**
Shqipëri_o_n	jo koint.			jo koint.			jo koint.		
Shqipëri_i_7d	jo koint.			1.21***	-0.37	(0.46)***	0.37	0.39	(30)***

***, **, * tregon rëndësinë statistikore në nivel besueshmërie 1%, 5% dhe 10%

3.3. Konkluzione dhe fusha të tjera për hulumtim

Qëllimi i këtij kapitulli ishte të prezantonte një analizë krahasuese të përçimit të normës së interesit midis Shqipërisë dhe dy grupeve të vendeve të ndryshme: vendeve të Evropës Qendrore dhe Lindore (Republika Çeke, Hungaria, Polonia dhe Sllovakia) dhe vendeve të Evropës Jug lindore (Maqedonia, Kroacia dhe Bullgaria). Grupi i parë ka regjim fleksibël të kursit të këmbimit (përveç Sllovakisë) siç është rasti edhe për Shqipërinë, ndërkohë që grupi i dytë ka regjim fiks të kursit të këmbimit. Kështu, ky studim shërben për të theksuar ndryshimet në përçimin e normës së interesit të cilat mund të jenë rezultat i operimit në kushtet e rregjimeve të ndryshme të kursit të këmbimit. Studimi nuk ka për qëllim të identifikojë ndikimin e kursit të këmbimit në përçimin e normës së interesit, por thjesht të ofrojë një pamje krahasimore ndërmjet vendeve me karakteristika të ndryshme.

Analiza empirike tregon qartë se krahasimi i përçimit të normës së interesit midis Shqipërisë dhe vendeve të Evropës Qendrore, Lindore dhe Jug lindore është mjaft sfidues dhe mund të çojë në konkluzione të gabuara duke patur parasysh ndryshimet në normat e interesit të përzgjedhur për tregun me shumicë dhe ato me pakicë në këto vende, ndryshimet e vogla në metodologjitë e përdorura, dhe shtrirjen kohore kur është bërë analiza empirike. Ishte e pamundur të ndiqeshin ekzaktësisht me atë të Balázs et al (2006) dhe Petrevski dhe Bogoev (2012) për shkak të mungesës së të dhënave për disa seri kohore të normave të interesit (psh normat e interesit të kredive akorduar për qëllime konsumi apo strehimi, normat e interesit mbi tepricën e kredive, normat e interesit për kreditë akorduar bizneseve apo individëve, normat e interesit ndër-bankare me maturim më të madh se një javë etj), apo si rezultat i serive kohore të shkurtra (për shembull normat e interesit për depozitat e reja afatgjata). Gjithashtu, normat e interesit të kredive në Shqipëri janë gjetur të

jenë stacionare, e cila e ndërlikon përdorimin e metodave kointegruese të serive kohore dhe interpretimin e rezultateve të marra nga përdorimi i këtyre metodave.

Duke marrë në konsideratë këto diferenca, përcimi i normës së interesit në Shqipëri është më i ngjashëm me vendet e Evropës Qendrore dhe Lindore të cilat karakterizohen nga regjim fleksibël i kursit të këmbimit. Ngjashmëri më e madhe gjendet në fazën e parë të përcimit të normës së interesit – nga norma bazë tek norma e tregut me shumicë (tregu ndër-bankar dhe primar).

Nëse bëhet një krahasim i përcimit të normës së interesit midis vendeve që kanë regjim fiks apo të luhatshëm të kursit të këmbimit, është shumë e rëndësishme të kontrollohet për shkallën e ndryshme të fleksibilitetit të kursit të këmbimit pasi ato ndryshojnë nga hapja e llogarisë së kapitalit. Kjo mund të realizohet duke bërë një klasifikim më të mirë të regjimit të kursit të këmbimit dhe duke përfshirë tregues të tjerë që matin shkallën e hapjes së llogarive të kapitalit.

Gjithashtu, një çështje interesante dhe me vlerë e cila mund të ketë nevojë për studim të mëtejshëm është kërkimi nëse impulset monetare (një rritje apo ulje e normës bazë) në ndonjë nga vendet e Evropës Qendrore, Lindore dhe Jug lindore është transmetuar në Shqipëri apo anasjelltas.

Së fundmi, kjo analizë krahasuese mund të jetë më e plotë dhe e saktë nëse rezultatet empirike mbi trasmetimin e normës së interesit për vendet e Evropës Qendrore, Lindore dhe Jug lindore nuk do të ishin marrë nga studime të tjera, por të ishin bërë nga autori me qëllim që analiza të bëhet me të njëjtat të dhëna, shtrirje kohore dhe metodologji e njëjtë për vendet nën studim.

Kapitulli IV

4. Debatet kryesore të politikës monetare në ditët e sotme

Organizimi i kapitullit

Ky kapitull do të trajtohet në dy dimensione të pavarura të politikës monetare: politika e normës së interesit (politika monetare konvencionale) dhe politikat monetare jokonvencionale. Nuk mund të trajtohet një temë doktore me titull: “Analizë mbi funksionimin dhe problematiken e kanalit të normës së interesit në Shqipëri në vitet 2001-2013”, nëse nuk jepen teorikisht modelet bazë që përdoren në ditët e sotme në bankat qendrore, qofshin ato të vendeve në zhillim apo të vendeve të zhvilluara. Me interes do të ishte trajtimi i politikave jokonvencionale, të cilat në ditët e sotme po gjejnë gjithmonë e më shumë zbatim, që prej fillimit të krizës globale financiare në vitin 2008. Edhe pse këto politika janë të pa aplikueshme në Shqipëri, pasi kërkojnë një ndërhyrje të kushtueshme dhe të bazuar në eksperiencë të mëparshme të Bankës Qendrore, do kishte interes të jepeshin modelet bazë dhe mënyrat e funksionimit dhe aplikimit të tyre në një ekonomi të caktuar.

Në një përkufizim të thjeshtë, *me politikë monetare konvencionale* do të kuptonim ndryshimet në normën nominale të interesit, duke supozuar se banka qendrore nuk mban asete, përveç bonove qeveritare pa risk në bilancin e saj. Shumë banka qendrore veprojnë nëpërmjet normës së interesit që vendosin në instrumentet afatshkurtra të cilat ndikojnë bazën monetare në ekonomi. Një prej instrumenteve tipike të përdorura nga bankat qendrore për injektimin apo tërheqjen e likuiditetit në ekonomi është ofrimi i huave nga bankat komerciale. Këto instrumente njihen si kreditë (apo depozitat) një-ditore të cilat rinovohen me frekuencë ditore dhe volumni i të cilave ndryshon në linjë me kërkesën e bankave. Pra, për të arritur normën e targetuar të interesit, banka qendrore përdor instrumentat e mësipërme afatshkurtra për të vendosur ofertën e bazës monetare në linjë me kërkesën për të, e cila reflektohet në kërkesën e bankave për rezerva. Kërkesa e bankave për rezerva diktohet nga kërkesa e publikut për hua, e cila akordohet nga bankat. Pra, në kushtet e një politike monetare konvencionale, banka qendrore deklaron një target për normën e interesit dhe përpiqet ta arrijë atë duke vendosur në linjë ofertën e bazës monetare me kërkesën për këtë bazë monetare.

Gjithashtu, është e rëndësishme të theksojmë se banka qendrore mund të menaxhojë (të rrisë apo të ulë) bazën monetare nëpërmjet operacioneve të tregut të hapur edhe duke përdorur instrumente afatgjata, si për shembull: blerja e obligacioneve qeveritare apo të

korporatave. Megjithatë, në kohë normale, bankat qendrore nuk veprojnë në këtë mënyrë. Ato veprojnë kështu vetëm atëherë kur duan të arrijnë edhe objektiva të tjerë përveç arritjes së normës së interesit të targetuar.

Politika monetare jo-konvencionale bazohet në përjasjen se ecuria e pritur e normës së politikës monetare ndikon strukturën kohore të normave të interesit, e cila më pas ndikon kërkesën agregate dhe aktivitetin ekonomik. Më tej, kërkesa do të ketë ndikimin në kostot e prodhimit të cilat do reflektohen në normën e inflacionit. Siç është përmendur edhe në hyrje të këtij studimi, efektiviteti i kësaj politike do të varet nga lidhja (nëse është e fortë apo jo) ndërmjet normës bazë së interesit (ose ecurisë së pritur të saj), dhe normat të tjera të interesit të tregut. Një prej problemeve në fillimin e krizës globale financiare ishte pikërisht mosfunksionimi i tregjeve financiare, duke përfshirë këtu një dobësim/ thyerje të lidhjes ndërmjet normës së targetuar të interesit dhe normave të tjera të tregut. Një situatë e veçantë që karakterizoi një pjesë të madhe të vendeve gjatë krizës së fundit dhe që e ndikoi negativisht efikasitetin e politikës konvencionale, është kur norma bazë e bankës qendrore të shënojë nivele shumë afër zeros. Në këto kushte, banka qendrore i ofron bankave (dhe këto më tej i ofrojnë publikut) të gjithë sasinë e bazës monetare të kërkuar pa kosto. Duke qenë se norma bazë nuk mund të ulet më tej, ajo nuk mundet më të ndikojë normat e interesit të tregut., dhe rrjedhimisht banka qendrore i drejtohet politikave monetare jo-konvencionale.

Me politikë monetare jokonvencionale do të kuptonim adoptimin e intrumenteve të tjera nga banka qendrore përveç normës së interesit me qëllim stabilizimin e ekonomisë. Origjina e përdorimit të politikave jo-konvencionale gjendet gjatë periudhës së krizës globale financiare, e cila filloi në fund të vitit 2007 me efekte që vazhdojnë të ekzistojnë edhe sot. Kjo periudhë u karakterizua nga një impakt i konsiderueshëm negativ në efektivitetin e politikës monetare konvencionale që bazohej në rritjen e normës apo uljes së normës së interesit bazë për të siguruar stabilitet makroekonomik.

Katër operacione që ndjek banka qendrore, të ndryshme nga ato të njohura deri më sot si politika bazë e ndikimit me anë të normës së interesit, dhe konkretisht : (i) lehtësimi sasior; (ii) veprimet e tregut të hapur me bonot në periudhë afat-gjatë; (iii) ndërhyrja në kursin e këmbimit; (iv) blerja në treg të hapur të aseteve private reale; dhe (v) udhëzim për të ardhmen (*forward guidance*).

Gjithashtu, në pjesën e dytë të këtij kapitulli do përshkruhen edhe dy konceptet bazë të cilat janë fenomene monetar, siç është inflacioni dhe deflacioni. Shkurtimisht këto koncepte do të trajtohen në trajtën e avantazheve dhe disavantazheve, dhe ndikimit që kanë këto dy koncepte në ekonominë e një vendi. Në pjesën e tretë të kapitullit do të trajtohet edhe një debat mjaft interesant i ditëve të sotme siç është ‘Stabiliteti i çmimeve vs. Stabiliteti financiar’.

4.1 Teorite konvencionale dhe jokonvencionale

Politika monetare konvencionale

Kur banka qendrore ndryshon normën bazë të interesit, ajo synon të ndikojë nivelin e përgjithshëm të shpenzimeve në ekonomi. Kur sasia e parave të shpenzuara rritet më shpejt se volumi i prodhimit, kjo rezulton në rritje të inflacionit. Në këtë mënyrë, ndryshimi në normën e interesit përdoret për të kontrolluar inflacionin.

Banka vendos një normë interesi me anë të të cilës i'u jep hua institucioneve financiare. Kjo normë interesi më tej ndikon në shkallë të gjerë normat e interesit të vendosura nga bankat tregtare dhe institucionet e tjera financiare. Ajo gjithashtu ndikon në asetet financiare siç janë bonot e thesarit, obligacionet, dhe në kursin e këmbimit, të cilat më tej ndikojnë kërkesën e konsumatorit dhe të biznesit për para në shumë mënyra. Ulja apo rritja e normës së interesit ndikon konsumin në ekonomi.

Një ulje në normat e interesit i bën kursimet më pak tërheqëse dhe huamarrjen më të pëlqyeshme, e cila stimulon shpenzimet. Një normë interesi më e ulët ndikon në sasinë e parave të konsumatorëve dhe të firmave- një rënie në normat e interesit ul të ardhurat nga kursimet dhe pagesave të interesit të kredive. Huadhënësit synojnë të shpenzojnë më shumë se huamarrësit, kështu efekti neto i normave të ulta të interesit nëpërmjet këtij kanali është të inkurajojë shpenzimet agregate. E kundërta ndodh kur normat e interesit rriten.

Normat e ulta të interesit mund të rrisin çmimet e pronave të paluajtshme. Një rritje në nivelin e çmimit të banesave i bën pronarët ta shtyjnë afatin e kredisë në mënyrë që të mund të përballojnë konsumin e përditshëm.

Ndryshimet në normat e interesit ndikojnë gjithashtu në kursin e këmbimit. Për shembull, një rritje e papritur në normën e interesit në Shqipëri mund ti bëjë investitorët të kenë një fitim më të lartë mbi asetet në vend, e krahasuar kjo me monedhën e huaj. Kjo çon në rritjen e vlerës së parasë, uljen e çmimeve të importeve, dhe ul kërkesën për produktet dhe shërbimet shqiptare jashtë vendit. Megjithatë ndikimi i normës së interesit mbi kursin e këmbimit është fatkeqësisht rrallë herë i parashikueshëm.

Ndryshimi i nivelit të konsumit ndikon prodhimin dhe si pasojë edhe nivelin e punësimit. Kjo mund të ndikojë në çmimin e punës, duke ndryshuar balancën e kërkesës dhe ofertës për punëtorët. Rritja e pagave çon në rritjen e kostove të prodhimit dhe eventualisht në çmimet e konsumatorit.

Disa nga këto ndikime funksionojnë më shpejt se të tjerat. Si rrjedhojë, efekti total i politikës monetare do të jetë më i shpejtë nëse është i besueshëm. Por në përgjithësi, duhet të kalojë kohë përpara se ndryshimet në normën e interesit të ndikojnë shpenzimet dhe vendimet për kursim dhe akoma më shumë kohë që të ndikojë në çmimet e konsumatorit.

Ne nuk mund të jemi të saktë për shtrirjen apo kohën e të gjithë këtyre kanaleve. Literatura për vendet e zhvilluara sugjeron se efekti maksimal në prodhim parashikohet të kërkojë rreth një vit, ndërsa ndikimi maksimal i një ndryshimi të normës së interesit në rritjen e çmimit të konsumatorit kërkon rreth dy vite. Kështu, normat e interesit duhet të vendosen bazuar në gjykimin sesi do të ndikojë kjo rritje në inflacion në vitet që do të vijnë.

Përcaktimi i normës së interesit sipas teorisë konvencionale

Banka Qendrore mund të parashikojë saktë modelin e fluksit të parave midis llogarive të qeverisë nga njëra anë dhe bankave tregtare nga ana tjetër dhe punon çdo ditë që të zbusë imbalancat që mund të lindin. Kur rritet qarkullimi i parasë nga bankat në drejtim të qeverisë dhe anasjelltas, sasia e parave likuide të bankave ulet dhe tregu i parasë gjendet me fonde të shkurtuara. Kur fluksi i parave lëviz në drejtim të kundërt, tregu mund të ketë

tepricë të parasë. Në praktikë modeli i operacioneve të qeverisë dhe bankave zakonisht rezulton në mungesë *cash* në tregun financiar.

Banka ofron para të cilat sistemi bankar si i tërë ka nevojë për të arritur balancën në fund të ditës. Duke qenë se Banka është ofruesi i vetëm i parave për sistemin, ajo mund të zgjedhë normën e interesit të këtyre fondeve në fund të çdo dite. Norma e interesit të këtyre fondeve të ofruara transmetohet në të gjithë sistemin bankar duke ndikuar kështu në normën e interesit të të gjithë ekonomisë. Kur banka ndryshon normën e interesit, edhe bankat tregtare e ndryshojnë normën e tyre bazë të interesit, e cila ndikon në normat e depozitave dhe normat e kredisë.

Targetimi monetar nuk është eficient për arritjen e stabilitetit të çmimeve edhe në rastin kur kërkesa për para është e qëndrueshme dhe e kontrollueshme. Ky konkluzion bazohet në mënyrën sesi paraja është e lidhur me ekonominë. Rritja e parasë nuk është një parashikuese e mirë e inflacionit të ardhshëm nëse lidhja midis normës së rritjes së parasë dhe inflacionit është e ulët. Në një studim të Brand dhe Cassola (2000) për vendet e Bashkimit Evropian përcaktojnë një lidhje në periudhë afatgjatë midis parasë së gjerë M3, normës së interesit dhe PBB real. Ndërkohë edhe ekonomistët Dreger et al. (2006) kanë analizuar një marrëdhënie afatgjatë të kërkesës për para, PBB reale dhe normës së interesit edhe për vendet e reja anëtare të euro zonës.

Politika monetare jokonvencionale

(i) Lehtësimi sasior

Politika monetare jo-konvencionale, e ashtuquajtura “lehtësim sasior” nënkupton një shtim të bazës monetare, në rastet kur norma bazë e interesit nuk mund të ulet më shumë, apo me anë të operacioneve të hapura të tregut për borxhin qeveritar afat-shkurtër, blerja e bonove afat-gjata, apo me anë të blerjeve të pasterilizuara të monedhave të huaja.

Nuk është çudi që një lehtësim sasior të mos funksionojë, dhe për këtë ka shumë arsye teorike se përse një lehtësim sasior mund të jetë jo-efektiv. Analiza konvencionale e “kurthit të likuiditetit” sugjeron se kur norma e interesit afat-shkurtër arrin në nivelin zero, bonot afat-shkurtra bëhen një zëvendësues perfekt i parasë dhe shtimi i bazës monetare nuk

do të ketë asnjë efekt në ekonomi. Eggertsson dhe Woodford (2003) tregojnë se ky rezultat qendron edhe nëse bonot afat-shkurtra dhe paraja nuk bëhen zëvendësuese perfekte. Megjithatë, lehtësimi sasior mund të ndihmojë në stimulimin e ekonomisë nëse merret një sinjal se baza monetare mund të jetë më e lartë nga sa mund të ishte sapo të përfundojë deflacioni. Ky është një qëndrim i mbajtur nga autorët, Auerbach dhe Obstfeld (2003).

Kërkimi empirik tregon se politika e lehtësimit sasior në ekonominë amerikane pati një efekt të ndjeshëm. Në vitet 2011 dhe 2012, Rezerva Federale e Amerikës lançoi programin e dytë të lehtësimit sasior, dhe në kuadër të këtij programi bleu rreth \$600 miliardë obligacione me maturitet 10-vjeçar, duke e reduktuar yield-in e këtyre titujve me rreth 0.2 pikë përqindje. Sipas vlerësimeve, një reduktim i tillë nëpërmjet politikave konvencionale do të kërkonte një ulje të normës bazë me rreth 0.75 deri në 1 pikë përqindje. Në dhjetor të vitit 2012, Rezerva Federale e Amerikës bleu rreth \$85 miliardë obligacione qeveritare dhe rreth \$40 miliardë asete të mbështetura në kredi shtëpiake, duke e rritur kështu bazën monetare me të njëjtën masë. Ndryshe nga programet e mëparshme, kësaj radhe Rezerva Federale nuk përcaktoi një datë specifike për ndalimin e kësaj politike dhe në fillim të muajit maj, 2013 tregu filloi të formulonte vlerësime mbi datën kur Rezerva Federale e Amerikës do të dilte nga kjo politikë e lehtësimit sasior (*tapering*). Kjo çoi në rritjen e normave afatgjatë të interesit në Amerikë dhe në vendet e tjera të botës. Në dhjetor të vitit 2013, Rezerva Federale vendosi të ulte masën e lehtësimit sasior me rreth \$10 miliardë, duke filluar në Janar të vitit 2014.

Një element i rëndësishëm në realizimin e lehtësimit monetar është komunikimi me publikun. Kështu, në vitet 2001- 2006, Banka e Japonisë ndërmori lehtësim sasior i cili rezultoi në rritje të ndjeshme të parasë së ngushtë, ndërsa paraja e gjerë ndryshoi shumë pak. Në vitin pas ndërmarrjes së programit të lehtësimit sasior nga Banka e Japonisë, pritshmëritë e inflacionit shënuan rënie dhe kursi real i këmbimit u zhvlerësua lehtë. Sipas, Krugman (1998, 2000) dhe Eggerston- Woodford (2003), kjo është egzaktesisht çfarë mund të pritej nga një politikë që rrit agregatët monetarë përkohësisht pa ndryshuar pritshmëritë për inflacionin dhe për normat e ardhshme nominalë të interesit. Zakonisht pritet që këto të vazhdojnë edhe pasi politika monetare e një banke qendrore ka dalë nga kufiri afër zeros (*zero lowr bound*). Pra, nëqoftëse lehtësimi monetarë pritet të jetë i përkohshëm, atëherë ajo

do të ketë ndikim të vogël ose asnjë efekt në normat reale të interesit në të ardhmen dhe në ofertën e parasë, pasi konsumatorët thjesht do të zëvendësojnë *cash*-in me depozitat për sa kohë bankat mbajnë rezervë të tepërt.

(ii) Operacionet e tregut të hapur në bonot afat-gjata

Një formë tjetër e politikës monetare jokonvencionale është realizimi i operacioneve të tregut të hapur nga autoritetet monetare për asete të tjera përveç bonove afat-shkurtra. Operacioni më tradicional i autoriteteve monetare është blerja e bonove afat-gjata në raport me bonot afat-shkurtra. Meqë normat e interesit afat-gjatë mund të ndikojnë më shumë në vendimet e individëve dhe bizneseve për të shpenzuar, duket se blerja në treg të hapur e këtyre bonove mund të çojë në uljen e normës së interesit afat-gjatë, duke stimuluar ekonominë. Me qëllim që blerja e bonove afat-gjatë të funksionojë, duhet të ketë një balancim të mirë të portofolit, në mënyrë të tillë që një lëvizje e borxhit qeveritar në periudhë afat-gjatë në raport me atë afat-shkurtër në duart e publikut si rezultat i blerjeve në treg të hapur të transmetojë një ulje të riskut dhe të rezultojë në rënie të normës së interesit në periudhën afat-gjatë.

(iii) Ndërrhyrja në kursin e këmbimit

Një zhvlerësim i monedhës ofron mundësinë e daljes nga kurthi i deflacionit. Një rënie e vlerës së monedhës vendase i bën importet më të shtrenjta dhe eksportet më të lira. Rezultati është një zëvendësim shpenzimesh ku eksportet rriten dhe importen bien, duke rritur kërkesën për të mira të prodhuara në vend, e cila rrit kërkesën agregate. Një problem i këtij kanali të mekanizmit të transmetimit është se kërkon një balancë të mirë të portofolit. Një ndërhyrje në kursin e këmbimit, ku blerja e një aseti të huaj bëhet në monedhë vendase duke rritur ofertën e aseteve në monedhë vendase në raport me asetet në monedhë të huaj ndikon vetëm në kursin e këmbimit nëse asetet vendase dhe të huaja janë zëvendësues joperfekt. Sikurse ishte rasti i bonove afat-shkurtra në raport me bonot afat-gjata, edhe në këtë rast nuk ka prova të një balance në portofol (Sarno dhe Taylor, 2001).

Përsëri, objektivi i nivelit të çmimeve dhe menaxhimi i pritshmërive mund të vijë në ndihmë. Svensson (2001, 2003) shpjegon se përveç vendosjes së një objektivi të nivelit të

çmimeve, banka qendrore mund të caktojë një kurs fiks këmbimi, i cili është konsistent me objektivin e nivelit të çmimeve. Kursi fiks i këmbimit mund të ndryshohet sapo të arrihet objektivi i nivelit të çmimeve apo të kthehemi në nivelet e rregjimit të inflacionit.

Duke qenë se nevojitet që politika të ndërhyjë me një zhvlerësim të konsiderueshëm të monedhës vendase nga nivelet aktuale, kjo do të kërkojë që qeveria apo banka qendrore të jetë e gatshme të blejë sasi të mëdha të aseteve të huaja për të siguruar se ato janë një investim i mirë në raport me asetet vendase. Kjo do të rezultojë në një akumulim të rezervave ndërkombëtare, e cila është gjithmonë e qëndrueshme. Caktimi i një kursi fiks ka avantazh pasi ofron një mundësi të mirë për bankën qendrore të arrijë në nivelin e kërkuar të çmimeve.

(iv) Blerja në treg të hapur e aseteve private dhe reale

Një instrument tjetër që mund të përdorë politika monetare jokonvencionale është blerja e aseteve reale, sic janë: stoqet, bonot e korporatave dhe prona të paluajtshme. Blerja e këtyre aseteve çon në rritjen e çmimit të tyre dhe si pasojë në rritjen e kërkesës, sikurse ndodh edhe me anë të kanaleve të tjera të transmetimit monetar (Mishkin 1996). Blerja e këtyre aseteve ndihmon në një përmirësim të ndjeshëm të balance sheets në ekonomi dhe ndihmon në rifunksionimin e sistemit financiar, të cilën sikurse e kemi parë është thelbësor për rimëkëmbjen e ekonomisë, si në rastin e Japonisë. Por blerja e këtyre aseteve nuk është pa probleme. Lind pyetja se cilat asete duhet të blejë banka qendrore. Ky problem mund të minimizohet nëse banka qendrore blen asete nga sektorë të ndryshëm në mënyrë që firmat private të mos përfitojnë te të tjerat. Vendime të tilla duhet të jenë mjaft të kujdesshme në mënyrë që të shmangen presionet politike, si edhe është thelbësore që të mos preket pavarësia e këtij institucioni kaq të rëndësishëm. Sikurse u përmend edhe më lart, asnjë strategji e politikave monetare jokonvencionale nuk është pa probleme, ndaj edhe përzgjedhja dhe zbatimi i tyre kërkon profesionalizëm të lartë. Për arsye se nuk është e qartë sesi mund të funksionojnë metodat e lartë-përmendura, duhet parë se cila prej tyre funksionon më mirë në një ekonomi të caktuar.

(v) Udhëzim për të ardhmen (*forward guidance*)

Një formë e re e teorive jo-konvencionale është udhëzim për të ardhmen (*forward guidance*), e cila ndikon normat afatgjata të interesit duke ndikuar pritshmëritë e tregut në lidhje me nivelin e normave të interesit afatashkurtra në një periudhë të caktuar kohore. Udhëzimi për të ardhmen është një mjet i përdorur nga bankat qendrore për të ushtruar pushtetin e saj mbi politikën monetare në mënyrë të tillë që nëpërmjet parashikimeve të saj të ndikojë pritshmëritë e tregut mbi nivelet e ardhshme të normave të interesit. Nëpërmjet këtij mjeti, bankat qendrore premtojnë t'i mbajnë normat e interesit më të ulta për një periudhë më të gjatë kohore sesa mund të sinjalizohet nga funksioni i reagimit tradicional. Bankat qendrore përpiqen t'i drejtojnë pritshmëritë e pjesëmarrësve të tregut rreth ecurisë së ardhshme të politikës monetare. Kjo strategji mund të zbatohet në një mënyrë eksplicite, e shprehur nëpërmjet komunikimit të parashikimeve dhe qëllimeve të ardhshme.

Ekonomistët besojnë se kur një bankë qendrore ndan me publikun vlerësimet e veta në lidhje me zhvillimet e ardhshme ekonomike, ato japin një kontribut të rëndësishëm në stabilizimin e pritshmërive të inflacionit. Në shumë banka qendrore, është bërë e zakonshme të publikohen parashikimet makroekonomike duke përfshirë ecurinë e pritur të normës bazë të politikës monetare, me frekuencë të rregullt. Udhëzime për të ardhmen (*forward guidance*) përfshin dhe një komponent tjetër që është një lloj angazhimi nga banka qendrore për të mbajtur një normë të ulët interesi për një periudhë më të gjatë kohore se e zakonshmeja. Ky lloj angazhimi ka si qëllim të mbajë normat afatgjata të interesit në nivelit aktualisht të ulta, nëpërmjet përpjekjes për të bindur publikun që dhe kur norma e inflacionit rritet, banka qendrore nuk do të ngutet të rrisë normën e interesit. Duke e mbajtur normën nominale të interesit në nivele të ulta, ndërsa inflacioni rritet do të thotë një rënie në normat reale të interesit. Një publik i bindur se norma reale e interesit do të qëndrojë në nivele jashtëzakonisht të ulta në të ardhmen mund të ulë nxitjen për të kursyer dhe të mbështesë dëshirën për të bërë shpenzime konsumi dhe investimi. Banka, të cilat kanë adoptuar udhëzime për të ardhmen (*forward guidance*) janë: Banka e Anglisë, Banka e Kanadasë, Banka e Japonisë, dhe Rezerva Federale e SHBA-së. Që prej vitit 2009, Rezerva Federale ka njoftuar se do të mbajë normën bazë rreth nivelit zero për një periudhë të

zgjatur kohe, ndërsa në vitin 2011 e përforcoi mesazhin e vet, duke njoftuar që do ta lërë normën e interesit në nivelet aktuale të ulta deri në mesin e viteve 2013. Ndërsa, në dhjetor të vitit 2012, Rezerva Federale kaloi nga një angazhim i bazuar në kohë në një angazhim të bazuar në kushtet ekonomike, duke njoftuar që do ta lërë normën e interesit në nivelet e veta aktuale të ulta deri sa norma e papunësisë të shënojë vlera poshtë 6.5% ose deri sa pritshmëritë e tregut për inflacionin të rriten në 2.5%. Në të njëjtën mënyrë veproi dhe Banka e Anglisë, e cila njoftoi se nuk do ta rriste normën e interesit derisa norma e papunësisë të binte poshtë nivelit 7%, duke supozuar qëndrueshmërinë e stabilitetit financiar dhe mbajtjen e inflacionit në nivele të ulta. Megjithatë efektiviteti i kësaj politike (*forward guidance*) është debatuar konsiderueshëm në literaturën ekonomike.

Evidencë mbi efektivitetin e politikave monetare jokonvencionale

Të vlerësosh efektivitetin e politikave monetare jokonvencionale është shumë sfiduese, dhe rrjedhimisht çdo vlerësim duhet marrë me kujdes. Në kushte ideale, një vlerësim i tillë do të kërkonte një kundërfakt, pra një çfarë do të ndodhte nëse nuk do të ishte ndërmarrë asnjë prej politikave makroprudenciale. Gjithashtu, ndërtimi i një modeli apo përdorimi i fakteve të mëparshme empirike nuk do të ishte i saktë, duke qenë se zakonisht këto ligjësi apo modele nuk qëndrojnë në kohë krizash. FMN (2013) tregon se politikat e ndërmarra për të evituar çrregullimet e sistemit financiar kanë qenë shumë efektive. Gjithashtu, blerjet e aseteve private me qëllim lehtësimin e ndërmjetësimit financiar ka dhënë rezultate pozitive. Kështu, *yield*-et e titujve të mbështetura në kredi hipotekore në Amerikë ranë me 150 pikë përqindje, ndërsa normat e interesit të kredive hipotekore ranë me 50 pikë përqindje, si rezultat i programit të parë të blerjes në masë të aseteve. Ndërsa në Angli, deri në vitin 2013, efektet e Fondit të Huadhënies (*Fund of Lending Scheme*), politikë e ndërmarrë në Mbretërinë e Bashkuar, nuk e kishte dhënë akoma rezultatin e vet. Ndërsa në Zonën Euro, ndërmjetësimi financiar vazhdon të jetë i dobët pavarësisht njoftimit për lançimin e programeve *Outright Monetary Transactions*.

Në ato vende, ku sistemi financiar është “i çalë”, efektet e lehtësimit monetar në huadhënie dhe më tej në aktivitetin ekonomik janë shumë të limituara. Në Amerikë dhe në vendet kryesore të Eurozonës, *yield*-et më të ulta të bonove dhe obligacioneve qeveritare janë

përçar tek normat e interesit të huadhënies, duke nxitur kështu volumin e huadhënies. Ndërsa në vendet e tjera të Eurozonës, që janë “nën stres”, ky përçim i normave të interesit ka qenë i ngadaltë dhe jo i plotë, duke bërë që volumi i kredisë si përqindje ndaj PBB-së të shënojë rënie.

Politika e “udhëzime për të ardhmen” gjithashtu ka rezultuar efektive në ndikimin jo vetëm të vlerave aktuale të normave të interesit por dhe në ecurinë e ardhshme të tyre, ndonëse në një magnitudë që nuk reflekton ndryshimin e normës bazë së politikës monetare. Kështu, Campbell et al. (2012) gjen se në rastin e Shteteve të Bashkuara, për një periudhë kohe që mbulon kohët konveccionale, rreth 90 përqind e luhatjes në normën e pritur të Rezervës Federale për katër tremujorët në vazhdim, i atribuohet faktorëve që nuk janë të lidhur me goditjet gjatë kohës së ndryshimit të normës bazë. Një problem me politikën “udhëzime nga e ardhmja” është se ajo mbart informacion rreth reagimit të ardhshëm të politikës së bankës dhe rreth pikëpmajeve të saj në lidhje me prodhimin dhe inflacionin. Dhe kjo sipas Eoodford (2012) e bën të vështirë dallimin nëse pritshmëritë rreth normave të ardhshme të politikës monetare ndryshojnë për shkak të ndryshimit në besimin apo opinionet e bankës rreth reagimit të funksionit të saj apo për shkak të ndryshimeve në kushtet e pritshme ekonomike. Pavarësisht kësaj, studimet që kontrollojnë për lidhjen ndërmjet pritshmërive makroekonomike dhe normave afatgjata të interesit sugjerojnë se politika e “udhëzime nga e ardhmja” ka qenë pjesërisht efektive gjatë krizës. Ndërsa në rastet kur kjo politikë është më pak efektive, dështon të sinjalizojë një devijim nga funksioni “normal” i reagimit të bankës. Ky ishte rasti i Suedisë, duke qenë se tregjet nuk i kishin në linjë projeksionet e normave të interesit në linjë me ato të publikuara nga bankat qendrore.

Vlerësimi i efektit të blerjes së aseteve dhe obligacioneve qeveritare është e vështirë të vlerësohet, sepse ka një sërë faktorësh të tjerë që mund të ndikojnë në nivelin e *yield*-eve, dhe të veçosh efektin e secilës është mjaft sfiduese. Përjasja më e preferuar është izolimi i efekteve të blerjes në një studim ngjarjeje, që do të thotë matja e ndryshimeve të *yield*-eve në një horizont shumë të shkurtër kohor (një ditë për shembull), afër një njoftimi zyrtar në lidhje me blerjet e obligacioneve. Në ndjekjen e kësaj përjasje ka dy supozime kryesore. E para është se në ditën që bëhet blerja, njoftimi dominon mbi çdo lloj goditje tjetër në *yield*-et e obligacioneve. Ndërsa supozimi i dytë thotë se çmimet e obligacioneve janë *forward*-

looking dhe reagojnë menjëherë dhe në mënyrë të saktë ndaj blerjeve të pritura në të ardhmen. Pavarësisht se metodologjia e “studim ngjarjeje” ka limitimet e veta, gjetjet tregojnë se blerja e obligacioneve ka shënuar rënie të konsiderueshme në *yield*-et afatgjata, veçanërisht në njoftimet e mëparshme, në kulmin e trazirave. Kështu, në Shtetet e Bashkuara, efekti kumulativ i programeve të blerjes së obligacioneve vlerësohet rreth 0.90pp deri në 2 pp; në Mbretërinë e Bashkuar efektet kumulative luhaten në intervalin [0.45pp: 1.60pp]; Në Japoni blerjet e obligacioneve vlerësohet t’i kenë ulur *yield*-et 10-vjecare me rreth 0.30pp.

Dy pyetje të rëndësishme kërkimore në lidhje me përdorimin e politikave jo-konveconale, por që ende nuk kanë marrë një përgjigje definitive dhe që kanë nevojë për kërkim dhe investigim të mëtejshëm janë si më poshtë. A kanë patur ndikim pozitiv apo negativ këto politika monetare jo-konveconale në vendet e tjera që nuk kanë ndërmarrë këto politika. Në fjalë të tjera, a ka patur rrjedhje të efekteve të këtyre politikave ndërmjet vendeve? Dhe pyetja e dytë lidhet me vazhdimin e përdorimit të këtyre politikave në të ardhmen.

4.2 Inflacioni dhe deflacioni

Një tjetër debat i ditëve të sotme në mjediset e politikëbërjes monetare është nëse lehtësimi monetar (norma të ulta interesi) sjellin deflacion apo inflacion, duke u rebeluar kështu ndaj mendimit makroekonomik tradicional, sipas të cilit një politikë monetare lehtësuese pritet të ushtrojë presione rritëse inflacioniste, ndërsa një politikë monetare shtrënguese pritet të sjellë presione disinflacioniste. Ky mendim “rebelues” njihet në qarqet e ekonomistëve dhe në blogosferën ekonomike si: “*Neo-Fisherite*”.

Më poshtë, do të rendisim disa nga pasojat e inflacionit dhe deflacionit si edhe kostot që sjell secili fenomen monetar në ekonomi, dhe së fundmi do të ndalemi në mendimin rebelus të “*Neo-Fisherite*” që mbizotëron sot në qarqet e ekonomistëve.

- Inflacioni dhe tiparet kryesore

Përkufizimi aktual i inflacionit mund të ndryshojë pak në varësi të kontekstit, por në përgjithësi ai përkufizohet si një rritje e vazhdueshme e çmimit të shërbimeve dhe të mirave. Monedha e një vendi, psh. leku, euro, dollari, etj. në lidhje me vlerën nuk është e njëjtë në kushtet e inflacionit dhe kur fuqia blerëse e asaj monedhe mund të ulet. Kjo do të thotë që paratë që ju keni fituar do të blejnë më pak nga një shërbim apo e mirë e caktuar. Shkaqet e inflacionit janë subjekt diskutimi nga shumë ekonomistë por shumica prej tyre bien dakort se inflacioni mund të jetë i mirë dhe i keq. Shumë banka qendrore kanë si objektiv të tyre, të mandatuar me ligj, arritjen dhe ruajtjen e një normë inflacioni të ulët dhe të qëndrueshëm, gjë e cila do të ofronte një klimë të shëndoshë dhe të qëndrueshme për rritjen ekonomike dhe rritjen e punësimit.

Inflacioni i ulët ka shumë benefite. Kështu, në kushtet e një mjedisi me inflacion të ulët, individët dhe bizneset janë më të aftë të bëjnë plane afatgjata, sepse e dinë që fuqia e tyre blerëse nuk do të ndryshojë me kohën. Gjithashtu, një inflacion i ulët përkthehet në norma reale interesi më të ulta, të cilat më tej do të përkthehen në ulje të kostos së huamarrjes. Kjo do të inkurajonte individët të blinin të mira të qëndrueshme, si shtëpi apo automjete, dhe do t'i inkurajonte bizneset të investonin për të përmirësuar produktivitetin me qëllimin për të qëndruar konkurrues. Së treti, inflacion qëndrueshëm i ulët është vetë-përforsues. Nëse bizneset apo individët janë konfident që inflacioni është nën kontroll në afatin e gjatë, atëherë ata nuk do të reagojnë shumë shpejt ndaj presioneve inflacioniste në afatin e shkurtër, duke rritur çmimet apo pagat. Kjo do të ndihmonte në mbajtjen e inflacionit në nivele të ulta.

Ndërsa norma të larta të inflacionit do të ishin të padëshiruara në një ekonomi. Së pari, në një mjedis me inflacion të lartë, individët frikësohen se kjo do të shkatërronte fuqinë e tyre blerëse dhe rrjedhimisht standardin e tyre të jetesës. Së dyti, pasiguria se deri në çfarë niveli do të rriten çmimet e të mirave dhe shërbimeve do e bënte më të vështirë për individët të merrnin vendime të shëndosha ekonomike. Kjo pasiguri rritet kur çmimet rriten, sepse në

kushte tilla inflacioni ëshë rallë herë i qëndrueshëm dhe rrjedhimisht i parashikueshëm. Së treti, norma të larta inflacioni nxisin më shumë investimet spekulative në kurriz të investimeve produktive. Dhe së katërti, bizneset dhe individët harxhojnë më shumë kohë dhe para duke u përpjekur të mbrojnë veten nga efektet e rritjes së kostove dhe çmimeve, dhe për këtë arsye rrisin çmimet, pagat dhe normat e interesit, duke shkaktuar një rreth vicioz të rritjes së inflacionit.

- Deflacioni dhe tiparet kryesore

Kohët e fundit ka patur shqetësime dhe diskutime rreth presioneve shumë të ulta inflacioniste në Eurozonë, ku inflacioni pavarësisht politikës monetare lehtësuese të ndjekur nga ECB-ja, ka vazhduar të ndjekë trajektoren rënëse. Kështu, në muajin mars të vitit 2014, norma vjetore u luhat rreth vlerës 0.5% nga 0.7% që regjistronte në muajin paraardhës, duke shënuar kështu nivelin më të ulët historik që prej nëntorit të vitit 2009. Kjo ecuri vazhdimisht rënëse e inflacionit ka krijuar shqetësime për një rrezik të mundshëm të deflacionit në Eurozonë, duke marrë parasysh edhe faktin që ekonomia europiane nuk po gjeneron vende pune mjaftueshëm shpejt për të ulur papunësinë, dhe aktiviteti nuk është mjaftueshëm i fortë për të mënjnuar rreziqet e deflacionit.

Fenomeni i deflacionit përkufizohet si një rënie në nivelin e përgjithshëm të çmimeve të të mirave dhe shërbimeve. Deflacioni ndodh kur norma e interesit bie nën nivelin 0% , e cila më tej përkethehet në një normë negative interesi. Deflacioni si koncept nuk duhet ngatërruar me disinflacionin, i cili është një ngadalësim i normës së inflacionit (kur inflacioni bie në nivele më të ulta). Inflacioni ul vlerën reale të parasë në kohë, ndërsa deflacioni e rrit vlerën e parasë. Në këtë kuptim, ekonomistë të shkollave të ndryshme mendojnë se deflacioni është një problem në një ekonomi moderne pasi rrit vlerën reale të borxhit, dhe mund të çojë në recesion. Në bazë të historisë ekonomike jo gjithmonë deflacioni çon në ngadalësim të aktivitetit ekonomik. Nëse mund të përmendim deflacionin e ndodhur në Shtetet e Bashkuara në shekullin e XIX-të, deflacioni u shkaktua nga progresi teknologjik, i cili shkaktoi rritje të konsiderueshme të aktivitetit ekonomik.

Më poshtë do të jepen disa efekte dhe kosto të fenomenit të deflacionit në disa tregues makroekonomikë, sic është ndikimi në tregun e punës, vështirësitë në hartimin e politikës

monetare në situata deflacioniste, ndikimi i deflacionit në nivelin e përgjithshëm të prodhimit, etj.

- Deflacioni dhe tregu i punës

Sipas një studimi të bërë nga Akerlof et al. (1996) deflacioni ka kosto të lartë. Në rastet kur inflacioni është nën nivelin 2 përqind, ajo prodhon inefficencë dhe çon në rritje të nivelit natyror të papunësisë. Autorët argumentojnë se ngurtësia në rënie e pagës nominale tregon se ulja e pagës reale mund të ndodhë vetëm në periudhë inflacioni. Arsyeimi qëndron në faktin se një nivel shumë i ulët i inflacionit mund të shmangë pagat reale në përshtatjen për t'u ulur, si pasojë e uljes së kërkesës për punë në disa industri, e cila shkakton rritje të nivelit të papunësisë. Sipas Lebow et al. (1995), Card dhe Hyslop (1997), Lebow et al (1999), Crawford dhe Harrison (1998) dhe Fares dhe Lemieux (2000), mekanizmi i përshkruar në Akerlof et al. (1996) me anë të të cilit inflacioni i ulët rrit normën natyrore të papunësisë nuk është aspak i qartë. Por, Groshen dhe Schweitzer (1996 dhe 1999) argumentojnë se inflacioni mund ta ndihmojë tregun e punës dhe mund të lejojë zhvendosjen poshtë të pagave reale në përgjigje të rënies së kërkesës për punë, por mund të shtojë zhurmë në pagën reale relative. Kjo zhurmë ul përmbajtjen e informacionit të pagës nominale dhe si pasojë efikasitetin e procesit me anë të së cilës punonjësit janë të shpërndarë sipas pozicionit dhe industrisë. Kjo është arsyeja e qëndrimit skeptik ndaj studimit të Akerlof et al. (1996) i cili argumenton qëndrimin për ta mbajtur normën e inflacionit mbi 2 përqind. Megjithatë, puna e tyre sugjeron që deflacioni mund të ketë kosto të lartë.

- Deflacioni, rishpërndarja e pasurisë dhe instabiliteti financiar

Deflacioni i paparashikuar ndikon në zhvendosjen e burimeve nga kredidhënësi te kredimarrësi në situatat e kontratave kredimarrëse afat-gjata me normë interesi nominal fiks. Me një nivel çmimi më të ulët dhe borxh fiks në terma nominalë, pesha reale e këtij borxhi rritet. Në pamje të parë duket sikur humbjet e kredidhënësit mund të shuhen nga fitimet e kredimarrësit në nivel makro, duke qënë se deflacioni i paparashikuar është një transferim pasurie, apo një rezultat me shumë zero. Por kjo nuk është e vërtetë, pasi deflacioni mund të çojë në instabilitet financiar e cila mund të krijojë kosto të larta në ekonomi. Një situatë e tillë është një arsye më shumë për t'u shqetësuar për deflacionin.

Irving Fisher (1933) e ka quajtur këtë fenomen si “deflacioni i borxhit” dhe e ka konsideruar si një faktor të rëndësishëm që shkaktoi rënien ekonomike gjatë Depresionit të Madh. Në kushtet kur bie vlera neto, bie vlera e kolateralit që mund të marrë kredidhënësi në rastin kur vlera e investimeve të kredimarrësit bie, dhe si pasojë kjo vlerë e humbur e kolateralit rrit përzgjedhjen e keqe (*adverse selection*), pasi vlera e kredisë ka rënë. Në vijim, rënia e vlerës neto nxit kredidhënësit të ndërmarrin një risk më të madh pasi tani ata kanë më pak për të humbur nëse investimi i tyre është zhvleftësuar. Rritja e dëmit moral dhe e përzgjedhjes së keqe nga deflacioni do të thotë se tregjet e sistemit financiar nuk do të mund më të alokojnë kapitalin për qëllime prodhuese, dhe si pasojë investimet do të bien dhe ekonomia do të shtrëngohet. Transferimi i pasurisë në këto kushte nuk është i parëndësishëm pasi ajo ndikon në funksionimin efektiv të tregjeve të kapitalit. Depresioni i Madh është një shembull kur deflacioni ka pasoja shumë negative në ekonomi (Bernanke, 1983; Mishkin, 1978, 1991, 1997), i pasuar nga shembulli i Japonisë (Mishkin, 1998). Rishpërndarja e pasurisë nga deflacioni gjithashtu ndikon në pozitën fiskale të qeverisë.

- Deflacioni, kufiri zero i normës nominale të interesit dhe vështirësitë në hartimin e politikës monetare

Kur ekonomia bie në deflacion, siç janë rastet e Depresionit të Madh në 1930-ën në SHBA dhe rasti më i fundit në Japoni, lind problemi i normës nominale të interesit me bazë zero. Kredidhënësit nuk mund ta pranojnë një normë negative interesi, pasi kur jep hua pritët të kesh një kthim më të lartë. Kështu, norma nominale e interesit nuk mund të shkojë nën nivelin zero dhe kjo mund t’a çojë ekonominë në situatë disekuilibri. Le të supozojmë se ekonomia është shumë e dobët dhe norma reale e interesit duhet të jetë shumë e ulët, mundësisht zero apo negative, me qëllim stimulimin e ekonomisë. Megjithatë, kur deflacioni është prezent, një normë nominale interesi e cila ka goditur nivelin zero, e lë normën e interesit real pozitiv. Për shkak të nivelit zero, politika monetare nuk mundet më të ulë normën e interesit në normën reale të ekuilibrit e cila do ta kthejë ekonominë në normalitet. Ekonomia në këtë situatë mund të konsiderohet se ka rënë në një “kurth deflacioni” ku ajo funksionon nën kapacitet me investime të dekurajuar si pasojë e mjedisit deflacionist. Summers (1991) dhe një anëtar i Bordit të Bankës së Japonisë kanë

argumentuar se në këtë situatë, politika monetare bëhet joefektive. Megjithatë, mendohet se ky argument është i paplotë për arsyet e theksuara në punimet e Meltzer (1995) dhe Mishkin (1996), dhe kjo mund të sqarohet si më poshtë.

Politika monetare funksionon me anë të çmimit të aseteve të tjera përveç sigurimit të borxhit afat-shkurtër, kështu edhe kur normat e interesit afat-shkurtër arrijnë nivelin dysHEME zero, politika monetare mund të jetë akoma efektive, sikurse funksionoi në rastin e Depresionit të Madh (Romer 1992).

Megjithatë, politika monetare bëhet më e vështirë gjatë periudhave deflacioniste kur norma e interesit arrin nivelin zero pasi rregullat e përgjithshme të hartimit të politikës monetare nuk janë më të aplikueshme. Në vitet e fundit, janë bërë shumë kërkime se si bankat qendrore duhet ta hartojnë politikën monetare sipas rregullit të Taylor-it, ku banka qendrore cakton normën e interesit afat-shkurtër në atë nivel që përkon me nivelin optimal të hendekut të prodhimit dhe të inflacionit. Studimi i Taylor (1999) është një shembull i shkëlqyer i këtij lloji të kërkimit. Megjithatë, në momentin kur norma e interesit arrin nivelin zero, të gjitha kërkimet mbi rregullat optimale të politikës monetare të shpjeguara në Taylor (1999) nuk kanë më rëndësi pasi manipulimi i normës së interesit afat-shkurtër nuk është më një instrument efektiv i politikës monetare.

- Prodhimi në raport me deflacionin

Ekziston vetëm një lloj deflacioni i cili nuk është domosdoshmërisht i dëmshëm për ekonominë: kur deflacioni ndodh si pasojë e një goditjeje prodhimi jashtëzakonisht të favorshëm. Në këtë rast, fenomeni borxh-deflacion mund të mos funksionojë. Kjo situatë shkakton rënie të çmimit të prodhimit të një firme si pasojë e një goditjeje prodhimi të favorshëm. Është e vërtetë se detyrimi real i një firme në kuptimin e çmimit të të mirave të firmës rritet. Megjithatë, vlera reale e aseteve do të rritet me të njëjtin raport, pasi firma është bërë më produktive. Në këtë rast, deflacioni nuk çon në rënie të vlerës neto dhe si pasojë nuk çon në rezultate negative si ato të përmendura më sipër. Kjo mund të shpjegojë rezultatet e studimit të Atkeson dhe Kehoe (2004), të cilët theksojnë se në rastin e Depresionit të Madh në vitet 1930 deflacioni u shoqërua me depresion ekonomik. Në fakt, ne jemi dëshmitarë të një shtate deflacioniste e cila nuk shkaktoi pasoja negative për

ekonominë, Kina në vitet 1997–2003. Gjithashtu, deflacioni që rezulton nga goditje të favorshme të ofertës mund të mos krijojë problem për zbatimin e politikës monetare. Goditjet e favorshme të ofertës ka të ngjarë të rrisin produktivitetin e kapitalit dhe si pasojë të rrisin normën reale natyrore të interesit. Kështu, edhe në situata deflacioniste, kufiri zero i normës së interesit nuk është i detyruar dhe politika monetare mund të hartohet duke përdorur mjetet konvencionale të normave të interesit. Deflacioni si pasojë e rritjes së prodhimit mund të shoqërohet me një rritje më të shpejtë të prodhimit. Kjo ka ndodhur në SHBA në mesin e viteve 1990 me fillimin e një fryme të re të ekonomisë por nuk u shpjegua në rastin e Japonisë ku stanjacioni ndodhi pas deflacionit.

Si përfundim, deflacioni i cili ndodh si pasojë e rënies së kërkesës agregate ka të ngjarë të jetë i dëmshëm, pasi ai ndikon në funksionimin eficient të tregjeve financiare, edhe pse vështirëson zbatimin e politikës monetare. Kjo situatë shpjegohet me rastin e Depresionit të Madh në 1930 dhe me situatën më të fundit të Japonisë. Këto janë shembuj shumë të rëndësishëm të cilët duhet të na bëjnë ne të kujdesshëm për fenomenin e deflacionit.

- A mund të parandalohet deflacioni?

Deflacioni mund të jetë një problem serioz me kosto të lartë për ekonominë, veçanërisht në rastet kur politikat monetare konvencionale nuk mund ta ndihmojnë ekonominë të rimëkëmbet. Pra, këtu ngrihet pyetja sesi duhet të hartohet politika monetare për të parandaluar deflacionin. Sikurse është theksuar edhe në studimin e Ahearne et al. (2002), një mënyrë për të parandaluar deflacionin është një ndërhyrje e fortë e politikës monetare kur goditjet negative ndikojnë në ekonomi nëse kjo e fundit është në nivele të ulta inflacioniste. Kjo nuk ndodhi në rastin e Japonisë, e cila në fillim të vitit 2013 shpalli ndryshimin e regjimit të politikës monetare. Ekonomia japoneze prej vitit 1993 deri në vitin 2013 kishte qënë në stanjacion, me rritje reale ekonomike rreth 0.8% mesatarisht. Gjithashtu, ekonomia japoneze karakterizohej nga rënie e vazhdueshme e çmimeve që prej vitit 1998. Ekonomistët kishin fajësuar politikëbërësit japonezë për mosndjekjen e një politike agresive ndaj këtyre zhvillimeve. Me ardhjen e kryeministrit të ri (Shinzo Abe) në dhjetor të vitit 2012, Banka e Japonisë e rriti targetin e inflacionit në 2% dhe u angazhuar në lehtësim sasior për të rritur bazën monetare. Edhe pse një target inflacioni prej 2% nuk

është i lartë sipas standarteve internacionale, arritja e këtij niveli do ishte vlera më e lartë e regjistruar në Japoni (në terma vjetorë) që prej vitit 1991. Kjo politikë e Bankës Qendrore të Japonisë u kombinua me konsolidim fiskal dhe me reforma strukturore.

Ekziston teoria se duke caktuar një objektiv të fortë nominal për një regjim të targetuar të inflacionit është një strategji e rëndësishme për uljen e mundësisë së fenomenit të deflacionit. Megjithatë efektiviteti i kësaj politike varet ndjeshëm nga kredibiliteti në arritjen e këtij targeti (Hausmann dhe Wieland, 2014). Në ekonominë japoneze ka shumë diskutime dhe pikëpyetje nëse Banka Qendore do të mundet të përmushë objektivin e inflacionit prej 2%. Sipas Hausmann dhe Wieland (2014), ka dy arsye të forta për të dyshuar në angazhimin e Bankës së Japonisë. E para, Banka e Japonisë ka një rekord në të shkuarën për lajmërimet e shpeshta se do të arrijë një inflacion më të lartë por dështon në këtë gjë. Në shkurt të vitit 1999, Banka e Japonisë filloi të ndiqte politikën me normë interesi afërsisht zero, dhe theksoi se do të vazhdonte të ndiqte këtë politikë derisa shqetësimet në lidhje me deflacionin të mos ishim më prezent. Dhe faktikisht nuk e mbajti këtë premtim, duke e rritur normën e interesit në vitin pasardhës. Kur filloi politikën e lehtësimit sasior në vitin 2001, Banka e Japonisë njoftoi se do të ndiqte këtë politikë derisa IÇK-ja (Indeksi i Çmimeve të Konsumit) duke përjashtuar produktet ushqimore, të shënonte vlera pozitive. Edhe pse kësaj radhe, Banka e Japonisë i qëndroi besnike angazhimit të saj duke e përfunduar politikën e lehtësimit sasior në vitin 2006, çmimet filluan të shënojnë rënie të shpejtë. Problemit të kredibilitetit të Bankës së Japonisë i bashkëngjitet edhe problemi i sistemit të pensionit dhe i demografisë së popullsisë japoneze (Hausmann dhe Wieland, 2014). Diskutohet shpesh se kredibiliteti është jashtë kontrollit të Bankës së Japonisë, sepse ajo nuk do mundet të ndryshojë demografinë apo sistemin e pensionit të Japonisë. Megjithatë Hausmann dhe Wieland argumentojnë se veprimet e Bankës së Japonisë vlejnë më shumë se fjalët. Kështu, angazhimi me fjalë në janar të vitit 2013 nga Banka e Japonisë për arritjen e objektivit të inflacionit prej 2% kishte efekt shumë më të vogël se njoftimi i veprimeve konkrete në prill, me blerjen e aseteve në kuadër të lehtësimit sasior.

- Targetimi i inflacionit

Targetimi i inflacionit fokusohet në menaxhimin e pritjeve, e cila shihet si një element shumë i rëndësishëm për zbatimin me sukses të politikës monetare. Një pasojë e adoptimit të regjimit të inflacionit të targetuar është se ajo vendos një objektiv nominal, i cili ndihmon në përcaktimin e pritshmërive të inflacionit (Erceg dhe Levin, 2001). Teoritë moderne monetare (Woodford, 2003) tregojnë se një objektiv i fortë nominal, i cili përcakton pritshmëritë e inflacionit ka shumë pasoja për inflacionin aktual dhe deflacioni ka shumë pak të ngjarë të ndodhë. Këto rezultate teorike kanë dalë nga eksperiencia të fundit ku politika monetare ka funksionuar për të kontrolluar inflacionin në shumë vende të industrializuara. Kjo, jo për faktin se bankat qendrore janë më shumë në kontroll të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare, por për faktin se aktualisht BQ në vendet e industrializuara kanë vendosur një objektiv më të qartë nominal. Zelanda e Re ishte vendi i parë që adoptoi regjimin e inflacionit të shenjëstruar në vitin 1989, për t'u ndjekur nga Kanada në vitin 1991, Izraeli në janar të vitit 1992, Mbretëria e Bashkuar në tetor 1992, Suedia në janar 1993, dhe Finlanda në shkurt të vitit 1993. Që prej krijimit të regjimit të inflacionit të shenjëstruar, më shumë se 20 vende kanë adoptuar këtë regjim, duke formuar kështu një klub që pasurohet me anëtarë të rinj çdo vit.

Inflacioni i shenjëstruar ka rezultuar më i suksesshëm se shenjëstrimi i agregatëve monetarë për një sërë arsyes (Mishkin, 2009). Së pari, shenjëstrimi i inflacionit nuk mbështetet në një lidhje të qëndrueshme ndërmjet parasë dhe inflacionit, dhe rrjedhimisht goditje të mëdha të shpejtësisë së parasë janë tërësisht jo-relevantë për politikën monetare. Së dyti, përdorimi i një game më të gjerë informacioni dhe jo vetëm i një treguesi, në procesin e vendimarrjes, ja më shumë potencial për gjenerimin e rezultateve më të kënaqshme. Së treti, një target për inflacionin është më i kuptueshëm nga publiku sepse ndryshimet në çmime janë një shqetësim i menjëhershëm dhe direkt, ndërsa agregatët monetarë janë më të distancuara nga eksperiencia e përditshme e njerëzve. Pra, shenjëstrimi i inflacionit ndikon edhe në rritjen e transparencës së politikës monetare, duke i bërë objektivat e tyre më të qarta. Së katërti, targetimi i inflacionit e rrit llogaridhënien e bankës qendrore sepse performanca e saj në këtë regjim mund të matet dhe vlerësohet lehtësisht kundrejt një targeti të mirëpërcaktuar. Duke qenë se regjimi i inflacionit të shenjëstrua vendos presion mbi

komunikimin dhe transparencën e bankës qendrore, bankat qendrore nën këtë regjim janë komunikime të shpeshta me qeverinë, dhe zyrtarët e saj shfrytëzojnë çdo mundësi për të bërë publike fjalimet e tyre në lidhje me strategjinë e politikës monetare. A ka qenë adoptimi i regjimit të inflacionit të shenjëstruar i sukseshëm? Përgjigja është po, me disa përjashtime. Kështu, nivelet e inflacionit (dhe luhatshmëria e tyre) dhe gjithashtu normat e interesit kanë shënuar tendence rënëse pas adoptimit të këtij regjimi. Luhatshmëria e aktivitetit ekonomik nuk është përkeqësuar, madje në disa raste është përmirësuar. Përçimi i kursit të këmbimit në inflacion është dobësuar pasi është adoptuar regjimi i inflacionit të shenjëstruar. Megjithatë, eksperiencia tregon se vendet, bankat qendrore të cilave kanë shenjëstruar inflacionin nuk kanë përformuar më mirë se vendet që nuk kanë adoptuar këtë regjim (Mishkin. 2009), si për shembull Shtetet e Bashkuara të Amerikës apo Gjermania.

Alan Greenspan ka theksuar se një bankë qendrore duhet të jetë shumë e interesuar dhe e kujdesshme për parandalimin veçanërisht të deflacionit (Greenspan 2002, 2004). Guvernatori Hayami i Bankës së Japonisë nuk e kuptonte rrezikun e deflacionit dhe theksonte në fjalimet e tij vetëm rreziqet e inflacionit. Sugjerime të mëparshme janë bërë për targetimin e inflacionit me qëllim që të rritej pritshmëria për inflacion për të shpëtuar nga kurthi i deflacionit (Krugman et al, 1998). Përkrahësit e targetimit të inflacionit sugjerojnë se një bankë qendrore e pavarur duhet të rrisë përgjegjshmërinë dhe transparencën e politikave të saj. Ito (1999) argumenton se targetimi i inflacionit nxit nivelin e pavarësisë.

- Cili është niveli optimal i inflacionit?

Një pyetje mjaft e rëndësishme që lidhet me regjimin e targetimit të inflacionit është se cili është niveli optimal i inflacionit që banka qendrore duhet të synojë në periudhë afat-gjatë. Për të arritur tek objektivi afat-gjatë i inflacionit, ne duhet të kemi të qartë se çfarë do të thotë stabilitet çmimesh. Alan Greenspan ka dhënë një përkufizim të gjerë të stabilitetit të çmimeve, si një normë e inflacionit e cila është mjaft e ulët, aq sa individët dhe bizneset nuk duhet ta marrin parasysh në vendimet e tyre të përditshme. Politikëbërësit dhe ekonomistët nuk bien dakord rreth nivelit, rreth të cilit duhet të luhatet inflacioni. Megjithatë, ata bien dakord që inflacioni duhet të jetë me i lartë së zero, për një sërë

arsyesh (të cilat janë përmendur më lartë). Së pari, sipas Billi et al.(2008) matjet e disponueshme të inflacionit nuk janë perfekte dhe kryesisht kanë tendencën ta mbivlerësojnë inflacionin real. Për shembull, për ekonominë amerikane, tëo matjet më të përdorura dhe të ndjekura të inflacionit janë: Indeksi i Çmimeve të Konsumit dhe Indeksi Shpenzimeve Personale, të cilat matin në mënyra të ndryshme ndryshimin mesatar të çmimeve të mallrave dhe shërbimeve të blera nga konsumatorët. Literatura empirike në lidhje me nivelin optimal të inflacionit, synon të vlerësojë trade-off (shkëmbimin) ndërmjet objektivit afatgjatë të inflacionit dhe probabilitetit të arritjes së kufirit zero. Studime të ndryshme gjejnë se probabiliteti i arritjes së kufirit zero bie ndjeshëm ndërsa inflacioni rritet nga 0% në 4%. Gjithashtu, variacioni në prodhimin e brendshëm bruto dhe në inflacion shënon rënie të qëndrueshme, por në një shkallë më të ngadalësuar, ndërsa inflacioni rritet. Pavarësisht, se kjo linjë kërkimi i ofron politikëbërësve informacion që mund ta përdorin në formulimin e objektivit të inflacionit, nuk jep një vlerësim të drejtpërdrejtë mbi normën optimale të inflacionit. Një vlerësim i tillë mund të përftohet duke simuluar një model të vogël Neo-Kejnesian (Billi et al., 2008), sipas të cilit norma optimale e inflacionit rezulton të luhatet nga 0.75 në 1.4%, në varësi të shkallës së pasigurisë së modelit. Ndërsa, sipas Bernanke et al. (1999), ruajtja e një objekti inflacioni midis zero dhe tre, për një kohë të gjatë nuk çon në paqëndrueshmëri të pritshmërive të inflacionit apo në rënie të besueshmërisë së bankës qendrore.

- Mendimi rebelues “Neo-Fisherite”

Ideja bazike e lidhjes ‘Fisherit’ është se normat nominale të interesit janë të barabarta me shumën e normave reale të interesit plus inflacionin. Ndërsa lidhja ‘Neo-Fisherite’ supozon që në afatin e gjatë, norma reale e interesit ka tendencën të shkojë drejt një niveli ekuilibër në afatin e gjatë, pavarësisht se çfarë politike monetare ndjek Banka Qendrore. Kështu, nëse banka qendrore e mban normën nominale të interesit në nivele të ulta, për periudha relativisht të gjata, eventualisht inflacioni do të shënojë rënie. Kjo bie në kundërshtim me konkluzionin “monetarist”, sipas të cilit nëse një bankë qendrore e mban normën e interesit në norma të ulta për një kohë të gjatë, inflacioni do fillojë të shënojë trend rritës. Rebelimi i

parë ‘*Neo-Fisherite*’ u manifestua nga presidenti i Rezervës Federale të Minneapolis, Naryaana Kocherlakota në një fjalim të vitit 2010.

Sipas ‘*Neo-Fisherite*’, norma e interesit të Rezervës Federale është shuma e dy komponentëve: kthimi real (i axhustuar për inflacion) nga investimet afatshkurtra dhe inflacioni i pritur. Politika monetare mund të ndikojë kthimin real në investimet e sigurta në periudha të shkurtra kohore, por në afatin e gjatë do të thotë se pavarësisht se çfarë niveli ka arritur inflacioni apo se çfarë bën banka qendrore, kthimi real në investimet e sigurta dhe afatshkurtra luhetet rreth vlerës 1-2% në afatin e gjatë. Neutraliteti i politikës monetare në afatin e gjatë është një parim bazë dhe i padiskutueshëm. Pra, do të thotë që nëse Rezerva Federale, për shembull, e mban normën e interesit në nivelin aktual, 0- 0.25% për një kohë të gjatë, atëhere inflacioni aktual dhe i pritur duhen të marrin vlera negative, nëse kthimi real në investimet e sigurta është 1% (për shembull). Pra, në afatin e gjatë, një normë e ulët e interesit do të çojë në nivele të ulta dhe të qëndrueshme deflacioni.

Rebelimi i dytë i ‘*Neo-Fisherite*’ u manifestua nga Williamson (2013), sipas të cilit lehtësimi sasior është deflacionist, duke shkaktuar kështu debatin më zbavitës dhe më eksploziv në historinë e blogosferës makro-ekonomike.

4.3 Stabiliteti i çmimeve dhe stabiliteti financiar

Arritja dhe ruajtja e stabilitetit është bërë tashmë një objektiv kyç i shoqërisë tonë. Kriza finaciare globale e vitit 2008 tregoi se politikat tradicionale monetare dhe fiskale nuk janë mjet shumë i mirë në trajtimin e problemeve specifike në sistemin financiar. Për këtë arsye, janë dizenuar mjetet makro-prudenciale, të cilat mund (ose jo) të bëhen shtylla e tretë e politikave makroekonomike. Mjetet makroprudenciale e lejojnë një bankë qendrore të kufizojë huadhënien në sektorë specifik të ekonomisë pa rritur normat e interesit për gjithë ekonominë, si psh: duke rritur pagesën e paradhënies (*downpayment*) për të marrë kredi hipotekore, e cila ul kështu raportin e kredisë ndaj vlerës së shtëpisë. Pra, përgjithësisht masat makroprudenciale adresojnë çështje specifike të sektorit financiar. Megjithatë pyetja

që bëhet shpesh është nëse këto mjete janë të besueshme, apo jo, dhe sa duhet të përdoren nga bankat qendrore. Përgjigjja sipas Blanchard (2013) është se duke gjykuar mbi bazën e disa eksperimenteve të raporteve kredi/vlerë kolaterali apo të kontrollove të kapitalit, si në Brazil për shembull, politikat makroprudenciale funksionojnë, por jo në mënyrë të përkryer, sepse individët dhe institucionet gjithmonë gjejnë mënyra për t'i shmangur vakumet ligjore në këto politika makroprudenciale. Në përpjekjet për të reduktuar këto probleme, mund të krijohen shtrembërime diku tjetër. Këto mjete makroprudenciale mund të funksionojnë, por efektet e tyre në ekonomi janë të vështirë për t'u kuantifikuar, dhe në ato raste që janë përdorur duket sikur më shumë kanë ndihmuar në moderimin se sa në ndalimin e bumeve të pashëndetshme. Gjithashtu, politikat makroprudenciale për shkak të natyrës së tyre prekin sektorë dhe grupe specifike, duke ngritur kështu shqetësime politiko-ekonomike. Pra, nuk ka një përgjigje të qartë nëse politikat makroprudenciale funksionojnë dhe nëse duhet të përdoren apo jo, por duke patur parasysh që shumë banka qendrore i përdorin ato, disa konkluzione dhe disa mësimë mund të nxirren (Blanchard, 2013).

Hartimi i funksioneve të veçanta të politikave makro prudenciale konsiderohet si një element kyç i reformave të ndryshme të politikës monetare për të realizuar këtë objektiv. Autoritetet monetare duhet të jenë të angazhuara në monitorimin, identifikimin dhe uljen e rreziqeve sistemike të politikave makro prudenciale. Politikat makro prodenciale të parë në një këndvështrim të gjerë plotësojnë politikat mikro prodenciale të cilat orientohen kryesisht drejt shëndetit të institucioneve individuale apo tregjeve. Shpesh herë argumentohet se politikat makroprudencial(e) janë në konflikt me atë mikro-prudencial, dhe rrjedhimisht është e vështirë t'i koordinosh të dyja, por Blanchard (2010) argumenton se është e mundur që të ketë një lloj koordinimi ndërmjet politikave makro- dhe mikro-prudenciale. Për shembull, nëse politikat makro-prudenciale kërkojnë vlera më të larta të mjaftueshmërisë së kapitalit nga banka të rëndësishme dhe sistematike, ose në kushtet e rritjes shumë të lartë të kreditimit; ndërkohë që një bankë individuale kërkon t'i injorojë aspektet sistematike gjatë një bume ekonomik apo kërkesat për raporte të larta të mjaftueshmërisë së kapitalit. Përqasja e Anglisë me krijimin e Komitetit të Stabilitetit Financiar, i cili mund të vendosë raporte të mjaftueshmërisë së kapitalit, që janë të ndryshueshme me kohën, është një zgjidhje e mirë për të filluar.

Zbatimi i politikave makro prudenciale është një sfidë për bankën qendrore. Ka shumë qëndrime dhe debate mbi hartimin dhe zbatimin e këtyre politikave dhe rolit të bankës qendrore në përfshirjen e tyre për të arritur objektivat e saj. Kjo lidhet jo vetëm me vështirësinë e përkufizimit të stabilitetit financiar në raport me stabilitetin e çmimeve por dhe në raport me mjetet e mundshme për të arritur objektiva të ndryshme. Banka qendrore mund të bëjë një analizë të sistemit financiar në një këndvështrim agregat. Ata kanë gjithashtu incentivat e duhura për të ulur paraprakisht riskun sistematik duke qënë se banka qendrore ka si detyrë daljen nga periudhat e krizave financiare. Gjithashtu përfshirja e politikave makro prudenciale nga banka qendrore duhet të rrisë koordinimin e politikave monetare me politikat e stabilitetit financiar në mënyrë të tillë që të ruajë autonominë e saj. Një debat i ditëve të sotme është se nëse banka qendrore ruan stabilitetin e çmimeve kjo është rruga më e sigurt për stabilitet financiar. Ky qëndrim bën një ndarje midis politikave monetare dhe politikave të stabilitetit financiar. Banka qendrore e njeh rëndësinë e stabilitetit financiar për hartimin dhe zbatimin e politikave monetare dhe nga ana tjetër përgjegjësinë e saj në sigurimin e stabilitetit financiar. Sikurse u demonstrua nga kriza më e fundit financiare mekanizmat e transmetimit të politikës monetare nuk mund të luanin më rol dhe bankat qendrore ishin të detyruara të ndërmernin masa jokonvencionale. Gjithashtu kriza tregoi se pastrimi i zhbalancimeve financiare është shumë herë më i kushtueshëm sesa një monitorim i vazhdueshëm i tyre. Edhe dëmi moral nuk duhet nënvlerësuar pasi ai shoqërohet me asimetri të lartë. Për sa u përmond më lartë, është e qartë se politika monetare nuk mund ta sigurojë lehtë stabilitetin financiar. Stabiliteti mund të arrihet vetëm me politika të konsoliduara mikro dhe makro prudenciale.

- Ruajtja e stabilitetit financiar

Politika monetare e vetme nuk mund ta ruajë stabilitetin financiar pasi arsyet e instabilitetit financiar nuk lidhen gjithmonë me shkallën e likuiditetit në sistem. Zvogëlimi i efekteve të shtrembërimeve financiare mund të kërkojë ndryshime të mëdha të normës bazë (Bean et al. 2010) dhe kur shtrembërimet financiare janë më akute në disa sektorë të ekonomisë në krahasim me të tjerat, politika monetare është një mjet shumë i dobët.

Përdorimi i politikave makro prudenciale kryesisht për menaxhimin e kërkesës agregate mund të krijojë shtrembërime shtesë duke vendosur kufizime përtej fushave ku filluan shtrembërimet financiare. Në këto kushte kur të dy politikat janë të disponueshme, preferohet që politikat monetare të fokusohen kryesisht në stabilitetin e çmimeve dhe politikat makro prudenciale të fokusohen në stabilitetin financiar. Megjithatë politika monetare ka efekte anësore të cilat mund të ndikojnë stabilitetin financiar kur ajo ndjek objektivin e saj kryesor duke hartuar nisma paraprake riskmarrëse të agjentëve individuale nëpërmjet kredimarrjes afatshkurtër apo kredimarrjes në monedhë të huaj. Politikat makro prudenciale gjithashtu kanë efekte anësore duke kufizuar kredimarrjen dhe si pasojë shpenzimet në një apo më shumë sektorë të ekonomisë, politikat ndikojnë prodhimin total. Këto efekte anësore nënkuptojnë se kjo paradigmë e re duhet të marrë në konsideratë se si hartimi i dy politikave ndikohet nga ndërveprimi i tyre. Nëse politikat makro prudenciale kanë ndikim të fortë në prodhim, politikat monetare akomoduese mund të shuajnë këto efekte sipas nevojës; nëse ndryshimet në pozicionin monetar ndikojnë incentivat për të marrë shumë risk, politikat përkatëse makro prudenciale duhet të jenë shtrënguese. Këto modele sugjerojnë se niveli optimal i reagimit të politikës monetare ndaj prodhimit dhe inflacionit nuk ndryshon thelbësisht kur përdoren edhe politikat makro prudenciale. Pra me fjalë të tjera prezenca e efekteve anësore nuk ka ndonjë ndikim të madh në zbatimin e të dy politikave, por kjo ndodh vetëm nëse ato funksionojnë në mënyrë perfekte. Kufizimet në një politikë mund të rrisin peshën e politika tjetër dhe mund të rrisin problemet e koordinimit.

- Politikat imperfekte makroprudenciale

Ka një sërë arsyes pse politikat makroprudenciale nuk funksionojnë në mënyrë perfekte. Shqetësimet në lidhje me stabilitetin financiar janë të vështira për t'u perceptuar në praktikë, dhe rrjedhimisht është e vështirë të përcaktosh nëse politikat monetare duhet të shtrëngohen apo të lehtësohen. Njohuria e limituar në lidhje me ndikimin e tyre në terma sasiorë e bën kalibrimin të vështirë. Mund të ndodhë që trajtimi i një shtrembërimi në stabilitetin financiar të shkaktojë probleme dhe fenomene të reja të cilat duhet të trajtohen gjithashtu. Gjithashtu, kufizimet institucionale mund të pengojnë përdorimin optimal të

instrumentave makroprudencialë. Për shembull, politikat makroprudenciale mund të kërkojnë, ndër të tjera, bashkëpunimin dhe koordinimin me agjencitë mikroprudenciale dhe mbikëqyrëse të cilat mund të jenë ligjërisht dhe institucionalisht të vështira.

Këto imperfeksione mund të çojnë në politika makroprudenciale të targetura në mënyrë jo perfekte osë tepër të shtrënguara, duke shkaktuar një kufizim në vendin dhe kohën e gabuar me pasoja negative në mirëqënie (Caballero and Krishnamurthy, 2004). Politika më të shtrënguara mund të krijojnë gjithashtu incentiva për shmangie, me rritjen e dobësive jashtë rrethit rregullativ apo vizionit të politikëbërësve.

Dobësitë në aplikimin e politikave makroprudenciale e bën më të mundshme nevojën për reagimin e politikës monetare ndaj kushteve financiare. Në të vërtetë, në modelet ku politika makroprudenciale mungon ose është e pandryshueshme me kohën, por në prezencën e shtrembërimeve që vijnë nga sektori financiar, është optimale për politikën monetare të reagojë jo vetëm ndaj hendekut të prodhimit apo devijimeve të inflacionit nga objektivi, por dhe ndaj kushteve financiare (Curdia dhe Woodford, 2009 dhe Carlstrom dhe Fuerst, 2010). Kështu, për të reduktuar efektet që vijnë nga politika makroprudenciale të targetuara jo mirë ose pak efektive, është e rekomandueshme që politika monetare të reagojë ndaj kushteve financiare, dhe të japë ndihmën e vet në arritjen e stabilitetit financiar.

- Kufizimet e politikave monetare

Në ekonomi të vogla të hapura me regjime të ankoruara të kursit të këmbimit, një politikë monetare efektive mund të çojë në incentiva të forta për marrjen e riskut. Në raste të tilla, politikat makroprudenciale duhet të trajtojnë efektet negative të politikës monetare mbi stabilitetin financiar. Megjithatë, kur marrëveshjet monetare nuk janë të mjaftueshme, ka më shumë fitim në forcimin e efektivitetit të politikës monetare se sa nga përdorimi i politikave makroprudenciale si zëvendësues imperfekt.

Kur politika monetare është e kufizuar, kërkesat mbi politikën makroprudenciale do të jenë më të mëdha. Ashtu siç është optimale për politikën monetare të reagojë në mënyrë direkte ndaj kushteve financiare kur politikat makroprudenciale mungojnë dhe kur shtrembërimet financiare kanë efekt në përbërjen e prodhimit, është optimale edhe për politikën

makroprudenciale të reagojë ndaj kërkesës agregate kur politika monetare dhe fiskale janë të kufizuara.

- Vlerësimet institucionale, politike dhe ekonomike

Në ndërlidhjet monetare-fiskale, të mirëstudiara, shtrembërimet e prezantuara nga politika fiskale (Dixit dhe Lambertini, 2003) ose problemet në lidhje me papërputhshmërinë e kohës që vijnë nga faktorë fiskalë (Barro dhe Gordon, 1983) gjenerojnë probleme të koordinimit. Probleme të ngjashme lindin dhe në këtë kontekst. Një rregullator mikroprudencial që është përgjegjës për politikën makroprudenciale mund të shtrëngojë kuadrin rregullativ në një recesion. Probleme të tilla ka dhe kur politikën makroprudenciale nuk funksionojnë në mënyrë perfekte për arsye të përmendura më lartë. Për më tepër, institucione të ndryshme kanë pikëpamje të ndryshme mbi ekonominë dhe sistemin financiar, të cilat mund të çojnë në koordinim jo efektiv të politikës.

Për të nxitur bashkëpunimin, banka qendrore duhet të adoptojë një rol kryesor në politikën makroprudenciale. Kjo ka disa avantazhe kryesore. Kjo mund të sigurojë që politika makroprudenciale të përfitojë nga ekspertiza e bankës qendrore në lidhje me analizat financiare dhe makroekonomike, nga të dhënat dhe analizat e përgatitura në çdo fushë të politikës dhe mund të lehtësojë analizat e efekteve anësore të çdo politike. Për më tepër, kjo mund të ndihmojë në heqjen e ndikimit politik nga funksioni i politikës makroprudenciale që do ishte prezent nëse politika makroprudenciale i është deleguar një organizmi të veçantë rregullativ. Një bankë qendrore, e cila është formalisht përgjegjëse për stabilitetin e çmimeve dhe stabilitetin financiar, mund të joshet në përdorimin e inflacionit për të rregulluar bilancet private në përgjigje të një goditje financiare që do të çonte në humbje të mirëqenies (Ueda dhe Valencia, 2012). Duke konsideruar këtë lloj konsistence kohore dhe konfliktet e tjera, një mandat i dyfishtë mund të shoqërohet me kredibilitet të ulët dhe mund të krijojë rrezik reputacioni dhe sfida për komunikimin të cilat mund të rezultojnë në humbjen e transparencës së politikës monetare.

Një prej arritjeve më të mëdha në 20 vitet e fundit është se pjesa më e madhe e bankave qendrore janë bërë të pavarura nga qeveritë e zgjedhura. Kjo pavarësi i'u dha bankave sepse mandati dhe mjetet e përdorura prej tyre ishin shumë të qarta. Mandati konsistonte

kryesisht në ruajtjen e inflacionit në nivele të qëndrueshme, i cili mund të observohet me kohën. Ndërsa instrumenti kryesor i përdorur është norma afatshkurtër e interesit, e cilamund të përdoret nga banka qendrore për të arritur targetin e inflacionit. Në këtë rast, është e justifikueshme t'i japësh pavarësi një institucioni për sa kohë objektivi i tij është i mirëpërcaktuar, dhe çdo njeri mund të observojë së sa mirë është duke performuar banka qendrore. Dhe nëse tani, mendohet që t'i jepet bankave një gamë më të gjerë përgjegjësisish dhe instrumentash, atëherë çështja e pavarësisë së bankës qendrore mund të bëhet më e vështirë. Lind me të drejtë pyetja nëse duam t'i japim pavarësi bankave qendrore të zgjedhin raportin e kredidhënies ndaj aktuales pa prezencën e ndonjë lloji mbikëqyrje nga procesi politik. A do të çojë kjo në shtrembërim e procesit demokratik duke e bërë bankën qendrore shumë të fuqishme? Apo ndoshta do të ishte më mirë që bankës qendrore t'i lihej pavarësia në dimensionet tradicionale të politikës monetare dhe të mbikëqyrej për funksionet apo dimensionet e tjera.

Megjithatë, zgjidhja se si mund të kombinohet politika monetare me atë makroprudenciale (pra dhënia e shkallëve të ndryshme të pavarësisë një banke qendrore) nuk është shumë e vështirë sipas Stanley Fischer, i cili e krahason këtë koordinim të politikave monetare me ato makroprudenciale si dikë që është i martuar dhe e kupton mirë nocionin e shkallëve të ndryshme të pavarësisë. Një shembull tipik i këtij koordinimi është përqasja e Anglisë, e cila ka dy komitete paralele në bankën e vet qendrore. Njëri prej komiteteve fokusohet në politikën monetare, kurse tjetri në politikën financiare me një set të limituar të mjeteve makroprudenciale). Sipas Svensson (2014) duhet të ketë një institucion jashtë bankës qendrore që është përgjegjës për ruajtjen e stabilitetit financiar dhe që zotëron të gjitha mjetet e nevojshme për këtë qëllim. Në rastin e Suedisë, institucioni i tillë është Fimasinspektionen (the Swedish FSA). Për Svensson (2014), ka kuptim që është ky institucion (the Swedish FSA), dhe jo banka qendrore (Riksbank), që gjykon nëse një rrezik ndaj stabilitetit financiar është materializuar dhe që nuk mund të adresohet nga vet institucioni, dhe rrjedhimisht politika monetare duhet të ndërhyjë për ta minimizuar këtë rrezik. Pra, ky institucion (the Swedish FSA) do të jetë përgjegjës për dërgimin e sinjaleve në Këshillin e Ri të Stabilitetit Financiar. Pas këtij sinjali të marrë, është detyra e Riksbank të vendosë se si ky lajm apo sinjal do ta ndikojë politikën monetare. Por, në rast se një

sinjalizim i tillë mungon, atëhere Riksbank nuk do ketë ndonjë justifikim për devijimin nga objektivat e politikës monetare. Një sistem i tillë koordinimi ndërmjet politikës monetare dhe stabilitetit financiar do të qartësonte përgjegjësitë dhe do të përmirësonte llogaridhënien e të dyja autoriteteve. Dhe rrjedhimisht, kjo do të çonte në përmbushjen më të mirë të qëllimeve të politikës monetare dhe asaj makroprudenciale.

Kur të dyja, funksionet monetare dhe makroprudenciale i delegohen bankës qendrore, koordinimi mund të përmirësohet por duhen mekanizma ruajtës për të parandaluar rreziqet që vijnë nga objektiva të dyfishta. Këto duhet të përfshijnë struktura të ndara të vendimarrjes së politikave monetare dhe makroprudenciale. Ndodh shpesh që këto çështje trajtohen më mirë në legjislacion, duke krijuar në ligj një strukturë qeverisëse të bankës qendrore dhe duke sqaruar objektivat primarë të çdo funksioni të politikës.

Si konkluzion, kriza ka nxitur zhvillimin e politikave makroprudenciale dhe lind pyetja sesi ndërthuren ato me politikat monetare. Politika monetare mund të ndikojë stabilitetin financiar dhe politika makroprudenciale mund të ndikojë nivelin e prodhimit dhe inflacionit. Megjithatë, në një botë ku çdo politikë vepron në mënyrë perfekte për të arritur objektivat e saj, këto efekte anësore nuk paraqesin sfida të rëndësishme për drejtimin e të dy politikave. Duke konsideruar dobësitë e zbatimit të politikave makroprudenciale, politika monetare duhet të marrë parasysh riskun financiar dhe me raste të jetë ekspansioniste në përgjigje të goditjeve negative financiare. Në të kundërt, në rastet kur politika monetare është shtrënguese, do të ketë një kërkesë më të madhe të rolit të politikave makroprudenciale.

Nga ana institucionale, mund të jetë avantazh të caktohen të dy politikat nën të njëjtin autoritet, pranë Bankës Qendrore. Por, drejtuesit duhet të marrin parasysh riskun e dy objektivave, dhe kuadri institucional duhet ndarë midis dy funksioneve të këtyre politikave, me vendim-marrje të veçantë, përgjegjësi dhe strukturë komunikimi.

- Stabiliteti financiar dhe politika monetare

Pyetja që lind në lidhje me këtë çështje është se ku qëndron stabiliteti financiar në politikën monetare. Qartësisht, ka një lidhje dy-drejtimëshe ndërmjet të dyjave. Një ekonomi e fortë me inflacion të ulët ofron një forcë kryesore stabilizuese për tregjet financiare. Në të njëjtën

kohë, tregjet e qëndrueshme dhe që funksionojnë mirë janë të rëndësishme në arritjen e qëllimeve për politikën monetare. Gjashtë vitet e fundit përforcojnë këtë bashkëveprim ndërmjet kushteve monetare dhe financiare në botë.

Ka çështje të rëndësishme në mjedisin aktual për normat e ulta të interesit. Një parim kryesor i bankingut qendror është se inflacioni i ulët dhe i qëndrueshëm jep rezultate më të mira për shoqërinë. Ky parim gjithashtu nënkupton norma nominale të ulta dhe të qëndrueshme dhe një ekuilibër relativisht të qëndrueshëm për normat reale të interesit. Sigurisht që kjo normë reale është norma që barazon ofertën për kursime me kërkesën për investime. Megjithatë, sot forcat e kërkesës dhe ofertës e kanë ulur ekuilibrin e normave reale të interesit në nivele shumë të ulta. Oferta e kursimeve është e lartë sepse individët me kohën e ulin borxhin dhe i përmirësojnë bilancet e tyre. Kërkesa për këto kursime është e ulët sepse investitorët aktualisht janë të ekspozuar ndaj një ofertë të madhe të shtëpive, apo të kapaciteteve produktive të papërdorura dhe ndaj pasigurive në lidhje me ecurinë e ardhshme të ekonomisë. Si rezultat, ekuilibri i normave reale të interesit është shumë i ulët aktualisht. Një nivel ekuilibër i ulët i normave reale të interesit, kombinuar me një normë të ulët inflacioni përkthehet në një ekuilibër të ulët të normave nominale të interesit- madje ato janë negative në maturitetet afatshkurtra.

Në kushtet e rënies së kërkesës agregate dhe ekuilibrit të ulët të normave të interesit, politikat monetare lehtësuese duhet të ndërmerren për të stimuluar kërkesën. Një mënyrë nëpërmjet të cilës funksionon është duke inkurajuar individët të marrin më shumë risk në vendimet e tyre të huamarrjes dhe të shpenzimit. Kjo mund të duket e çuditshme në fillim, por gjatë një periudhe të karakterizuar nga dobësi ekonomike, sjellja risk-marrëse bie ndjeshëm poshtë niveleve normale, dhe politikat monetare lehtësuese synojnë ta kthejnë nivelin e sjelljes risk-marrëse (*risk taking*) në nivelet e mëparshme normale.

Me inflacionin që luhetet poshtë objektivit prej 2% dhe me nomë papunësie në nivele të larta dhe të papranueshme (si në rastin e SHBA-së), politika monetare e duhur dikton se normat e ulta reale të interesit duhen të vazhdojnë të tilla derisa ekonomia të jetë në një trajektore të qëndrueshme drejt nivelit të vet potencial. Ky pohim është bërë nga perspektiva tradicionale makroekonomike. Megjithatë, shpesh herë argumentohet se politikat monetare shumë lehtësuese mund të shkaktojnë paqëndrueshmëri financiare.

Mungesa e mekanizmave ruajtës (*safeguards*) të mjaftueshëm dhe ekzistenca e normave të interesit vazhdimisht shumë të ulta mund të çojnë në një sjellje të tepruar risk-marrëse (*risk-taking*). Disa firma, si për shembull kompanitë e sigurimit të jetës apo fondet e pensionit, janë nën presionin për të respektuar një serë detyrimesh kur normat e interesit janë më të larta. Për të respektuar këto detyrime ashtu si në periudhën e karakterizuar nga norma interesi të ulta, ekziston incentiva për të rritur kthimin duke investuar në asete shumë më të rrezikshme. Gjithashtu, me kostot e huamarrjes në nivele historikisht të ulta, investitorë të tjerë thjesht mund të vendosin që është koha e mirë për të rritur kthimin në portofolet e tyre duke marrë më shumë *leverage*.

Kështu, dikush mund të arrijë në konkluzionin se normat e interesit të qëndrueshme dhe historikisht të ulta mund të përbëjnë një rrezik për sistemin financiarë. Kjo krijon një paradoks për politikëbërësit. Rënia e madhe në aktivitetin ekonomik kërkon politika monetare shumë lehtësuese dhe norma interesi historikisht të ulta. Gjithsesi, këto politika mund të rrisin gjasat e paqëndrueshmërisë financiare në të ardhmen. Politikëbërësit gjenden para pyetjeve: Si duhet ta minimizojnë rregullatorët dhe bankat qendrore këtë rrezik potencial financiar? A duhet të heqin dorë nga mjetet jokonvencionale dhe të rrisin normat e interesit në mënyrë që të ulin mundësinë e zhbancimeve financiare të padëshirueshme në të ardhmen?

Ka dhe pikëpamje të kundërta në lidhje me këtë.

Argumenti që normat vazhdimisht të ulta përbëjnë një rrezik për sistemin financiar është i bazuar në analizën e ekuilibrit të pjesshëm, dhe është e pamundur që të qëndrojnë në një përjasje të ekuilibrit të përgjithshëm. Nëqoftëse do të ndiqeshin politika monetare shtrënguese për të gjeneruar norma të larta interesi, ato do të rezultonin në rritje të papunësisë dhe në një rënie drastike në çmimet e aseteve. Rrjedhimisht, një rezultat negativ në aktivitetin ekonomik nuk do të mundte të krijonte një bazë të favorshme dhe të qëndrueshme për stabilitetin financiar. Gjithashtu, normat afatshkurtra të interesit janë mjete të dobta për të patur një efekt të rëndësishëm në ata aktorë të sistemit financiar që janë të prirur ndaj sjelljes risk-marrëse pa shkakur dëm në tregjet e tjera njëkohësisht, si për shembull në pritshmëritë e ekonomisë si një e tërë. Prandaj, mosndjekja e politikave të duhura monetare për të trajtuar rreziqet potenciale të sistemit financiar do të degradonte

progresin drejt punësimit maksimal dhe stabilitetit të çmimeve. Kjo nuk do të ishte një zgjedhje e mirë nëse mjete të tjera janë të disponueshme me kosto më të ulta sociale, për të trajtuar rreziqet e stabilitetit financiar.

Shqetësimet në lidhje me stabilitetin financiar nuk është se nuk janë relevante për ekonominë apo që politikëbërësit nuk duhet të ndërmarrin veprime për të parandaluar zhvillimet që rrezikojnë stabilitetin financiar. Por, mjetet makroprudenciale të disponueshme tek politikëbërësit janë më të përshtatshme për të trajtuar rreziqet e stabilitetit financiar në mënyrë direkte.

Çdo vendim për t'u mbështetur në politika më kufizuese të normave të interesit për të arritur stabilitetin financiar në kurriz të rezultave jo të kënaqshme makroekonomike duhet të kalojë testin e analizës kosto-përfitim. Kjo analizë duhet të ilustrojë qartësisht që rezultatet ekonomike që vijnë nga politika më të kufizuara të normave të interesit (që mund të përfshijnë nivel më të lartë të papunësisë apo nivele më të ulta të inflacionit) janë më të mira dhe më të pranueshme nga shoqëria sesa rezultatet që mund të vijnë nga mjetet e avancuara mbikëqyrëse për të trajtuar rreziqet e jostabilitetit financiar.

Si përfundim, një pjesë e bankierëve kanë dyshuar në aftësinë e këtyre mjeteve mbikëqyrëse dhe rregullative për të adresuar mjaftueshëm rreziqet e qëndrueshmërisë potenciale financiare.

Është sigurisht e vërtetë që norma interesi më të larta mund të ndikojnë gjithë sistemin financiar. Norma interesi më të larta do të ulnin sjelljen risk-marrëse aty ku është e tepruar, por gjithashtu do të rezultonin në një tërheqje të aktivitetit ekonomik në ata sektorë kur sjellja risk-marrëse (risk-taking) mund të jetë shumë e kufizuar.

Nëse besohet se stabiliteti financiar mund të arrihet vetëm me norma më të larta interesi, atëherë duhet të pyesim veten nëse sistemi financiar është bërë shumë i madh dhe kompleks. Ky konkluzion është shumë shqetësues në mënyrë të veçantë nëse mjetet mbikëqyrëse, makroprudenciale dhe disiplinimi i tregut janë të papërshtatshme. Nëse mënyra e vetme për të arritur stabilitetin financiar është rritja e normave të interesit më lartë se niveli i përcaktuar nga forcat e kërkesës dhe ofertës në ekonominë reale, atëherë analiza kosto-përfitim e zgjedhjes së politikës sonë bëhet akoma edhe më shumë komplekse. Përfitimi i mundshëm i një norme të lartë mund të ishte ulja e risqeve të një sistemi

financiar kompleks. Në rastin e kostove, ato mund të shoqëroreshin nga rritja e nivelit të papunësisë, goditja ndaj ekonomisë reale, inflacioni më i ulët se objektivi i vendosur, dhe në mënyrë paradoksale shfaqja e risqeve të reja financiare me anë të uljes së vlerës së asetëve dhe cilësisë së kredisë. Kur bëhet analiza kosto përfitim e politikave alternative, lind pyetja nëse sistemet financiare janë bërë shumë komplekse, deri në nivelin e gjenerimit të efekteve negative në vlerën marxhinale sociale. Në vend të degradimit të performancës makroekonomike me shtim të politikave monetare, duhet të vlerësojmë me kujdes ndryshimet e mëdha në sistemin financiar, si: shtimin e rregullave, kërkesë për rritje kapitali për të gjithë institucionet financiare dhe pse jo, uljen e produkteve financiare. Ruajtja e efektivitetit të sistemit financiar për të siguruar rritje ekonomike mbetet një objektivi i rëndësishëm për politikat publike.

Kapitulli V

5. Konkluzione dhe fusha të tjera për hulumtim

5.1 Konkluzione

Ky material synon të vlerësojë përçimin e normës së interesit bazë tek normat e interesit të tregut ndërbankar, primar dhe atij me pakicë, të cilat përfaqësohen nga 2 ose më shumë maturitete. Në të njëjtën kohë, ky studim synon të investigojë nëse ky përçim ndryshon ndaj ndryshimeve pozitive apo negative, dhe ndaj ndryshimeve të mëdha apo të vogla në normën bazë ose në normat e tregut ndërbankar dhe primar. Gjithashtu, studimi përpqej të vlerësonte nëse ky përçim së bashku me karakteristikat e veta asimetrike dhe lineare kanë ndryshuar me kohën apo jo, duke e kryer analizën empirike në tre periudha: periudha totale (2002M01: 2013M03); periudha para krizës (2002M01: 2008M12) dhe periudha pas krizës (2009M01: 2013M03). Metodologjia përdor të dhëna mujore të normave të interesit dhe konsiston në vlerësimin e Mekanizmit të Vektorit të Korrigjimit të Gabimeve, duke lejuar kështu studimin e përçimit afatgjatë dhe afatshkurtër të normës së interesit, dhe shpejtësinë e axhustimit drejt lidhjes afatgjatë. Për studimin e veçorive asimetrike dhe jo-lineare, janë përdorur regresione OLS që supozohen të përfaqësojnë marëdhënien afatgjatë ndërmjet normave të interesit në rast se gabimet e gjeneruara prej këtyre gabimeve janë stacionare në nivel. Në rastin e asimetrisë, në regresionet OLS janë inkorporuar dummy të cilat kapin efektet e politikës monetare lehtësuese dhe shtrënguese veç e veç, dhe mbi bazën e magnitudës, shenjës dhe rëndësisë statistikore të koeficientëve para tyre, vlerësohet dhe konkludohet mbi asimetrinë. Ndërsa në rastin e studimit të linearitetit, në regresionet OLS janë inkorporuar ato norma interesi që në atë regresion janë përdorur si tregues shpjegues, por të ngritura në katror, dhe mbi shenjën, magnitudën dhe rëndësinë statistikore të koeficientëve para tyre gjykohet dhe konkludohet mbi linearitetin.

Një prej gjetjeve kryesore është se norma bazë është e kointegruar kryesisht me normat e interesit të tregut primar dhe ndërbankar, ndërsa me normat e interesit të tregut me pakicë norma bazë rezulton të jetë më pak e kointegruar. Koeficienti i përçimit afatgjatë, për ato lidhje kointegruese që gjenden, është i lartë, por jo shumë i shpejtë. Çdo ndryshim në normën e interesit të tregut ndërbankar dhe primar rezulton të përçohet më shpejt tek norma e interesit të depozitave se sa tek ato të kredisë. Megjithatë theksojmë që është vështirë të bëhet një krahasim duke qenë se një pjesë e mirë e normave të interesit të kredisë nuk janë

përfshirë në vlerësim empirik të të gjithë periudhës dhe të periudhës pas krizës për shkak të karakteristikave stacionare. Duke dalluar ndërmjet maturiteteve të ndryshme të depozitave, depozita afatshkurtër është ajo që refleton më mirë ndryshimet në normat e tregut ndërbankar dhe primar. Kriza financiare nuk rezulton të ketë ndikuar ndjeshëm në përçimin e normës së interesit.

Përsa i përket asimetrisë së normës së interesit, analiza empirike tregoi se normat e interesit të tregut ndërbankar, primar dhe atij me pakicë reagojnë më fort ndaj një politike monetare ekspansioniste sesa ndaj një politike monetare shtrënguese. Gjithashtu, analiza tregoi se në periudhën para krizës, përçimi i normës së interesit ka qenë më i shpejtë dhe i lartë në rastin e një politike monetare lehtësuese, dhe më i ngadaltë dhe i vogël në rastin e një politike monetare shtrënguese. Ndërsa në periudhën pas krizës, karakteristikat asimetrike të përçimit të normës së interesit dobësohen. Gjithashtu, asimetria në përçimin e normës së interesit tek normat e kredisë dhe të depozitave është më pak prezente se tek përçimi i normës bazë tek normat e interesit të tregut ndërbankar dhe primar.

Normat e interesit të depozitave rezultojnë të reagojnë më shumë ndaj një politike monetare shtrënguese se sa ndaj një politike monetare lehtësuese, duke mbështetur kështu hipotezën e reagimit të konsumatorëve. Sipas kësaj teorie, normat e interesit të depozitave janë të ngurta në rënie si rrjedhojë e frikës së bankave se konsumatorët mund ti tërheqin depozitat. Ndryshe nga sjellja e depozitave, në periudhën para krizës, normat e interesit të kredive reagojnë më shumë ndaj një politike monetare lehtësuese se sa ndaj një politike shtrënguese, ashtu siç sugjeron përsëri hipoteza e reagimit të konsumatorëve (Hannan dhe Berger, 1991; Scholnick, 1996). Normat e interesit të kredive (sipas kësaj teorie) shfaqin ngurtësi në rritje, si rrjedhojë e frikës së bankave për mosshlyerjen e kredisë.

Ky studim ishte përpjekja e parë e realizuar në rastin e Shqipërisë mbi përçimin e normës bazë të interesit tek normat e tjera të sistemit bankar. Kjo përbën një temë shumë të rëndësishme për politikën monetare sepse ndihmon në trajtimin më të mirë të efektivitetit të politikës monetare në ekonominë reale. Dukë qenë një studim i parë i këtij lloji për rastin e Shqipërisë, është normale të identifikohen fusha dhe çështje në këtë studim, të cilat kanë nevojë të përmirësohen apo të adresohen në hulumtime të mëtejshme.

Kështu, përdorimi i metodave më të avancuara ekonometrike, si modelet *threshold*- or *momentum*- Vector Autoregressive do ishin përjasje më të mira për vlerësimin e lidhjeve kointegruese ndërmjet normave të interesit duke kontrolluar në të njëjtën kohë për efektet asimetrike apo lineare të përçimit. Kjo do eliminonte përdorimin e tre metodave të ndryshme për t'i dhënë përgjigje tre pyetjeve të ndryshme, dhe do lejonte studimin e këtij përçimi në terësi në afatin e shkurtër dhe të gjatë.

Duke qenë se normat e interesit të kredisë rezultojnë të jenë stacionare në nivel dhe rrjedhimisht nuk mund të hyjnë në VECM duke e limituar kështu analizën empirike, ndoshta mund të provoheshin kategorizime të ndryshme të këtyre normave, përveç maturitetit: kredia sipas qëllimit të përdorimit (akorduar për konsum, pasuri të paluajtshme, apo investim, etj), ose sipas subjektit (akorduar individëve apo bizneseve).

Një temë me interes dhe që do ofronte një panoramë më të mirë mbi përçimin e normës së interesit është investigimi i faktorëve përcaktues në këtë përçim, si psh: konkurrenca në sistemin bankar, pronësia e bankave, iracionaliteti i klientit, kërkesat rregullative të bankave mbi likuiditetin dhe kapitalin, etj.

Në këtë studim është investiguar nëse kriza financiare globale ka patur ndonjë ndikim në përçimin e normës së interesit në Shqipëri në afatin e shkurtër apo në afatin e gjatë. Megjithatë kriza financiare nuk është e vetmja ngjarje që mund të ketë ndryshuar karakteristikat e përçimit të normës së interesit. Masat makroprudenciale apo zhvillime të tjera në sektorin bankar dhe ato në sektorin fiskal mund të kenë ndryshuar reagimin e normave të tregut të parasë apo të tregut me pakicë ndaj ndryshimeve në normën bazë të politikës monetare. Një përjasje e adoptuar në literaturë për të kontrolluar nëse parametrat (përçimi afatgjatë, afatshkurtër dhe shpejtësia e axhustimit) e vlerësuara për përçimin e normës së interesit në Shqipëri është teknika e dritareve të rrëshqitshme (*rolling windows analysis*). Nëse koeficientët e përçimit afatgjatë, afatshkurtër dhe e shpejtësisë së axhustimit janë konstante për gjithë periudhën e marrë në analizë, atëherë vlerësimet në dritaret e rrëshqitshme (*rolling windows*) nuk duhet të jenë shumë të ndryshme. Nëse parametrat e

përçimit të normës së interesit ndryshojnë në një moment të caktuar kohor, atëhere vlerësimet e dritareve të rrëshqitshme duhet ta kapin këtë paqëndrueshmëri. Regresionet e realizuara me teknikën e dritareve të rrëshqitshme përfaqësojnë një metodologji statistikore më të fortë së sa regresionet e realizuar në gjithë kampionin. Gjithashtu, kjo teknikë ofron më shumë informacion në procesin asimterik të përçimit të normës së interesit krahasuar me ndarjen e periudhës në nënperiudha duke gjykuar mbi statistikën deskriptive apo testet e ndryshive strukturore.

Së fundmi, do të ishte ideale nëse do të bëhej një analizë me të dhëna panel, pra të përdoreshin normat specifike të interesit të bankave tregtare, dhe jo normat e interesit të ponderuar të sistemit. Kjo lloj analize do të jepte një pamje më të mirë në lidhje me sjelljen individuale të bankave në vendosjen e çmimeve të depozitave dhe të kredive, dhe gjithashtu do të mundësonte të vlerësonim nëse karakteristikat specifike të bankave (struktura e pronësisë, madhësia, pjesa e tregut, kërkesat rregullative në lidhje me likuiditetin apo kapitalin, etj) kanë ndikim në vendosjen e çmimeve. Kjo do të jetë një detyrë sfiduese, duke qenë se të dhënat specifike sipas bankave konsiderohen konfidenciale për publikun.

REFERENCAT

- Ahearne, A., Gagnon, J., Haltmaier, J., & Kamin, S., (2002). Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s. *Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers, No.729*.
- Akerlof, G. A., William T. D., & George L. P. (1996). The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity* 1. pg. 1-76.
- Aleksić, M., Đurđević, Lj., Palić, M., & Tasić, N. (2008) . Interest Rate Transmission in a Dollarized Economy: The Case of Serbia. *National Bank of Serbia, Working Papers* No. 1
- Asteriou, D. & Stephen, G. H. (2007). Applied Econometrics A Modern Approach using E-Views and Microfit. *New York: Palgrave MacMillan*.
- Atkeson, A., & Kehoe, P. J. (2004). Deflation and Depression: Is There an Empirical Link? *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 94, 99-103.
- Auerbach, A.J., & Obstfeld M. (2003). The Case for Open-Market Purchases in a Liquidity Trap. *NBER Working Paper* 9814, 2003.
- Ausubel, L.M., (1991). The failure of competition in the credit card market. *The American Economic Review*. 81, 1:50-81. [Online]. Available: <http://www.jstor.org/stable/2006788>. Accessed: 19/04/2011.
- Aydin, H. I. (2007). Interest rate pass-through in Turkey. CBRT, *Research and Monetary Policy Department Working Paper*, No. 07/05.
- Aziakpono, M.J., Wilson, M.K., & Manuel, J., (2007). Adjustment of commercial banks' interest rates and the effectiveness of monetary policy in South Africa. *The African Finance Journal*. 9, 1: 1-20.

- Balázs É., Crespo-Cuaresma, J., & Reininger, T. (2006). Interest Rate Pass-Through in Central and Eastern Europe: Reborn from Ashes Merely to Pass Away? *William Davidson Institute Working Papers Series 851*, William Davidson Institute at the University of Michigan.
- Bank of England. (2009). The Role of Macroprudential Policy. *Discussion Paper*. November.
- Bank of Israel, Monetary Policy Report, 2014, July- December 2013, p. 25- 30
- Barro, J., & Gordon. D. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *NBER Working Paper Series*, No. 1079
- Baum, A., Checherita-Westphal, C., & Rother, P. (2012). Debt and Growth: New Evidence for the Euro Area. *ECB Working Paper No. 1450*.
- Bean, Ch., Paustian, M., Penalver, A., & Taylor, T. (2010). Monetary Policy after the Fall. *Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference*, Jackson Hole.
- Becker, R., Densise, R.O., & Yildirim, D. (2010). A threshold cointegration analysis of interest rate pass-through to UK mortgage rates. *Centre for Growth and Business Cycle Research, Economic Studies*, University of Manchester, M13 9PL, UK
- Berger, A., N., & Timothy H. H. (1989). The Price-Concentration Relationship in Banking. *Review of Economics and Statistics* 71: 291–99.
- Bernanke, B. S. (2004a). Panel Discussion: Inflation Targeting. *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, vol. 86, no.4, July/August, pp.165-68.
- Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F.S., & Posen, A. S. (1999). Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. Princeton, NJ: Princeton University Press.

- Bernanke, B., Reinhart, V., & Sack, B. (2004). Monetary Policy Alternatives the Zero Bound: An Empirical Assessment. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, pp. 1–100
- Bernanke, B. (2004). The Logic of Monetary Policy. Remarks before the National Economists Club, December 2
- www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041202/default.htm
- Bernanke, S. B. (1983). Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. *The American Economic Review*, Vol. 73, No. 3., pp. 257-276
- Billi, M. R., & George A. K. (2008). What is the optimal inflation rate? *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Second Quarter*
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., & Mauro, P. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Discussion Note 10/03*.
- Blinder, Alan. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, Cambridge.
- Boivin, J., Kiley, M., & Mishkin, F. (2010). How has the monetary transmission mechanism evolved over time?, *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board*, Washington, D.C.
- Borio, C.E.V., & Fritz, W. (1995). The response of short-term bank lending rates to policy rates: A cross-country perspective. *Bank of International Settlements Working Paper*, No. 27.
- Brand, C. and Cassola, N. (2000). A Money Demand System for Euro Area M3, *ECB Working Paper*, No. 39.

- Braun, P. A. & Mittnik, S. (1993). Misspecifications in vector autoregressions and their effects on impulse responses and variance decompositions. *Journal of Econometrics*, No. 59, pg 319–41.
- Burgstaller, J. (2003). Interest rate transmission to commercial credit rates in Austria. *Johannes Kepler University of Linz, Working Paper*, No. 0306.
- Caballero, R., & Krishnamurthy, A. (2004). Smoothing Sudden Stops. *Journal of Economic Theory*, Vol. 119, No. 1, pp. 104–27.
- Campbell, J.R., Evans C. L., Fisher J. D.M., & Justiniano,A. (2012). Macroeconomic Effects of FOMC Forward Guidance. *unpublished*, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Card, D., & Hyslop, D. (1997). Does Inflation “Grease the Wheels of the Labor Market?” in *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, eds. C. Romer and D. Romer, vol. 30. *National Buerau of Economic Research*.
- Carlstrom, Ch., & Fuerst, T. (2010). Optimal Monetary Policy in a Model with Agency Costs. *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 42, 37–70.
- Carlton, D. W. (1986). The Rigidity of Prices. *American Economic Review*, September No. 76, pg. 637-58.
- Cas S. M., Carrion-Mendez, A., & Frantischek, F. (2011). The policy interest rate pass-through in Central America. *IMF Working Paper*, No. 240
- Cecchetti, S., (1999). Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 5, 2, pp. 9–28.
- Claessens, S., Ghosh, S., & Mihet, R. (2012). Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities. *IMF Working Paper*, *forthcoming*

- Clinton, K., & Howard, D. (1994). From Monetary Policy Instruments to Administered Interest Rates: The Transmission Mechanism in Canada. *Bank of Canada Technical Report, No. 69*
- Corvoisier, S., & Gropp, R. (2001). Bank concentration and retail interest rates. *ECB Working Paper, No. 72*
- Cottarelli, C., and Kourelis, A. (1994). Financial structure, bank lending rates and the transmission mechanism of monetary policy. IMF Working Paper, No. 94/3
- Cottarelli, C., Ferri, G., Generale, A. (1995). Bank lending rates and financial structure in Italy: a case study. *IMF Working Paper 95/38*, Washington, DC.
- Coudert V., & Pouvelle, C. (2010). Assessing the Sustainability of Credit Growth: The case of Central and Eastern European Countries. *The European Journal of Comparative Economics, Vol.7, n.1*, pp.87-120.
- Crawford, A. and A. Harrison. 1998. "Testing for Downward Rigidity in Nominal Wage Rates." In *Price Stability, Inflation Targets, and Monetary Policy*, 179–218. Proceedings of a conference held by the Bank of Canada, May 1997. Ottawa: Bank of Canada.
- Cukierman, A., Webb, S., and B. Neyapti (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *World Bank Economic Review*, vol. 6(3), pages 353–98, September (Oxford: Oxford University Press)
- Curdia, V., & Woodford, M. (2009). Credit Frictions and Optimal Monetary Policy. *Bank for International Settlements Working Paper, No. 278*.
- De Bondt, G. (2002). Retail Bank Interest Rate Pass Through: New Evidence at the Euro Area Level. *Working Paper Series, No. 136, European Central Bank, Frankfurt, Germany*.

- De Bondt, G., (2005). Interest rate pass-through: empirical results for the Euro area. *German Economic Review*, No. 6, 1:37-78.
- De Graeve, J., De Jonghe, O., & Vennet, V.R. (2004). The determinants of passthrough of market conditions to bank retail interest rates in Belgium. *National Bank of Belgium Working Paper*, No. 47-May 2004. [Online]. Available: <http://www.nbbe.be>. Accessed: 19/04/2011.
- Dixit, A., & Lambertini, L. (2003). Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies. *The American Economic Review*, 93(5), 1522-542.
- Dreger, C., Reimers, H., & Roffia, B. (2006). Long-run money demand in the new EU member states with exchange rate effects. *ECB Working Paper Series*, No. 628
- Duran-Viquez, R., & Esquivel-Monge, M. (2008). Policy Rate Pass-Through: Evidence from the Costa Rican economy., *Banco Central de Costa Rica, Research Paper*. DIE-05-2008-DI, June, 2008.
- Dushku, E. (2010). Zhvillimi financiar dhe rritja ekonomike: Rasti i Shqipërisë, *Banka e Shqipërisë, Material Diskutimi*
- Dushku, E., & Kota, V. (2011). Një vlerësim Bayesian i një modeli strukturor për ekonominë shqiptare, *Banka e Shqipërisë, Material Diskutimi*.
- Dushku, E., Kota, V., & Binaj, G. (2006). Një metodë e modelit makroekonomik për Shqipërinë., *mbajtur dhe publikuar në Tryezën e Rumbullakët 2, Inflacioni i Shënjestruar, Banka e Shqipërisë*, fq 59-80.
- Egert, B., & Macdonald, R., (2009). Monetary transmission mechanism in central and Eastern Europe: Surveying the surveyable. *Journal of Economic Survey*. 23, 2: 277-327.

- Egert, B. and Macdonald, R., (2009). Monetary transmission mechanism in central and Eastern Europe: Surveying the surveyable. *Journal of Economic Survey*. 23, 2: 277-327.
- Egert, B., Crespo-Cuaresma, J. and Reininger, T., (2007). Interest rate passthrough in central and Eastern Europe: reborn from ashes merely to pass-away. *Journal of Policy Modelling*. 29:209-225.
- Eggertsson, G. & Woodford, M. (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 139–233.
- Engle, R., and Granger, C. (1987). Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica*, 55, 251-76
- Erceg, C., & Levin, A. (2001). Imperfect Credibility and Inflation Persistence. *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, No. 45 (forthcoming, *Journal of Monetary Economics*.)
- Espinosa, A. M., & Rebucci, A., (2003). Retail bank interest rate pass-through: Is Chile atypical?, *IMF Working Paper*, No. 112
- Fares, J., & Lemieux, T. (2000). Downward Nominal-Wage Rigidity: A Critical Assessment and Some New Evidence for Canada. *Paper presented at the Bank of Canada conference Price Stability and the Long Run Target for Monetary Policy*.
- Fisher, P. (1992). Rational expectations in macroeconomic models
- Fomun, T. A. (2011). Interest rate pass-through in Cameroon and Nigeria: A comparative analysis: Nigeria and Cameroon. *Rhodes University, Department of Economics and Economic History, Thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of commerce in financial markets*

- Frankel, J. A., & Saravelos, G. (2012). Can Leading Indicators Assess Country Vulnerability? Evidence from the 2008–09 Global Financial Crisis. *Journal of International Economics*, 87(2), 216–231.
- Fried, J. and Howitt, P. (1980). Credit rationing and implicit contract theory. *Journal of Money, Credit, and Banking*, No. 12, 3:471-487.
- Fuertes, A., Heffernan, S. A., & Kalotychou, E. (2009). How do UK banks react to changing central bank rates? *Journal of Financial Services Research*
- Fullani, A. (2009). Evoluimi dhe adoptimi i politikës monetare të Bankës së Shqipërisë: Nga e kaluara drejt vizionit për të ardhmen dhe nevoja për të qenë pararendës”. Botuar në “Strategjitë e Politikës Monetare për Ekonomitë e Vogla”, Konferenca VII Vjetore e Bankës së Shqipërisë.
- Galí, J. (2008). Monetary Policy, inflation, and the Business Cycle: An introduction to the new Keynesian Framework. *Princeton: Princeton University Press*
- Gambacorta, L., & Iannotti, S. (2007). Are There Asymmetries in the Response of Bank Interest Rates to Monetary Shocks? *Applied Economics*, 39: 2503–2517.
- Gambacorta, L. & Marqués-Ibáñez, D. (2011). The bank lending channel: lessons from the crisis, Working Paper Series 1335, *European Central Bank*.
- Gigineishvili, N., (2011). Determinants of interest rate pass-through: Do macroeconomic conditions and financial market structure matter? *IMF Working Paper, No.176*
- Gonzalo, J. (1994). Five alternative methods of estimating long-run equilibrium. *Journal of Econometrics*, 60:203–233.
- Gorton, G., & Rosen. R.. (1995). Banks and Derivatives. National Bureau of Economic Research Macroeconomics, Annual pp. 299-349.

- Greenspan, A. (2004). Risk and Uncertainty in Monetary Policy, *Remarks at the Meetings of the American Economic Association, San Diego, CA, 3 January.*
- Greenspan, Alan. (2002). Issues for Monetary Policy. *Speech to the Economic Club of New York, December;*
- Gropp, R., Sorensen, K.C., & Lichtenberger, J-D. (2007). The dynamics of banks spreads and financial structure. *European Central Bank Eurosystem. Working Paper Series, No. 714*
- Hannan, T. H., & Allen N. B. (1991). The Rigidity of Prices: Evidence from the Banking Industry. *American Economic Review, Vol. 81, pp. 938–45.*
- Hausmann, J., & Wieland, J. (2014). Abenomics: Preliminary Analysis and Outlook, *Brookings Panel on Economic Activity, March 20- 21*
- Heffernan, S.A. (1997). Modelling British rate adjustment: An error correction approach. *Economica, No.64, 211-231.*
- Ho, T. S. Y., & Saunders, A. (1981). The determinants of bank interest margins: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Intermediation and Quantitative Analysis, 16, 581-600.*
- Hofmann, B., & Mizen, P., (2004). Interest rate pass-through and monetary transmission: Evidence from individual financial institutions' retail rates. *Economica, New Series. 71, No. 281 (Feb. 2004):99-123.*
- Horvath, C., Kreko, J., & Naszodia, A. (2004). Interest rate pass-through: The case of Hungary. *Magyar Nemzeti Bank Working Paper.*
- Illes A., & Lombardi M. (2013). Interest rate pass-through since the financial crisis., *Bank of International Settlement, Quarterly Review, September.*

- International Monetary Fund. (2010). Regional Economic Outlook, October 2010: Monetary Policy Effectiveness in Sub-Saharan Africa, (Washington)
- International Monetary Fund. (2012). The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies. *IMF Policy Paper*.
- International Monetary Fund. (2013). The Dog that didn't Bark: Has Inflation been muzzled or was it just sleeping? *World Economic Outlook, Chapter 3*.
- International Monetary Fund. (2013). Unconventional Monetary Policies- Recent Experience and Prospects.
- Istrefi, K., & Semi, V. (2007). Exchange rate pass-through in Albania, *Bank of Albania, Working Paper*
- Ito, T. (1999c). Introducing Inflation Targeting in Japan. *Financial Times*, October 19.
- Jamilov, R., & Égert, B., 2013. Interest rate pass-through and monetary policy asymmetry: A journey into the Caucasian black box. *Document de Travail, Working Paper*
- Johansen, S. , & Juselius, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration – with Applications to the Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics, No.52*, 169-210.
- Johansen, S. (1991). Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models. *Econometrica*, 59:1551–1580.
- Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of cointegration Vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, pp.234-254
- Kalluci, I. (2012). Sjellja e kreditimit në Shqipëri: Një shenjë konvergjence apo devijim nga tendenca afatgjatë”, *Banka e Shqipërisë, Material Diskutimi*, No. 58
- Klein, M. A., A Theory of the Banking Firm. *Journal of Money, Credit, and Banking*, May 1971, 3, 261-75.

- Kolasi, G., Shijaku, H., & Shtylla, D., (2010), Monetary transmission mechanism in Albania, *Bank of Albania, Working Paper*
- Kota, V. , & Dushku, E. (2007), Modeli Makroekonometrik i Shqipërisë: Studim vijues, Material Diskutimi, Banka e Shqipërisë
- Kovanen, A. (2011). Monetary policy transmission in Ghana: Does the interest rate channel work?, *IMF Working Paper*, No. 275
- Krugman, P. (1998). It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, No. 2, 137–205.
- Krugman, P. (2000). Thinking about the Liquidity Trap. *Journal of the Japanese and International Economies*, 14 (4), 221–237
- Krugman, R. P., Kathryn M. D., & Rogogg, K. (1998). It's baaack! Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 1999, No. 2, 137- 205
- Laeven, L. & Valencia, F. (2012). Systemic banking crises database: An update. IMF Working paper 12/163, *International Monetary Fund*.
- Laurens, B.. (2005). Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development, *IMF Occasional Paper*, No. 244 (Washington: International Monetary Fund).
- Lawrence Summers (1991), "Panel Discussion: Price Stability: How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined?" *Journal of Money, Credit and Banking* 23:3, Part 2 (August), pp. 625-631
- Lebow, D. E., Stockton, D. J., and Wascher, W. L. (1995). Inflation, Nominal Wage Rigidity, and the Efficiency of Labor Markets, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Finance and Economics Discussion Series*, 94–45.

- Lebow, D., Saks, R., & Wilson, B.-A., (1999). Downward nominal wage rigidity: evidence from the employment cost index. *Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series*.
- Lebow, D. E., & Jeremy B. R. (2003). "Measurement Error in the Consumer Price Index: Where Do We Stand?" *Journal of economic literature*, vol. 41, pp. 159-201.
- Lowe, P., and Rohling, T. (1992), 'Loan Rate Stickiness: Theory and Evidence', Research Discussion Paper 9206, Economic Research Department, Reserve Bank of Australia.
- Lütkepohl, H. (1993). Introduction to Multiple Time Series Analysis. *Springer, New York*.
- Madsen, J., & Yang, Y. (1998). Asymmetric price adjustment in a menu-cost model. *Journal of Economics*, 68, 3:295-309.
- Medina C., S., Carrión-Menéndez, A., & Frantischek, F. (2011), The Policy Interest-Rate Pass-Through in Central America, *IMF Working Paper*, 11/240.
- Meltzer, A. H. (1995). Information, Sticky Prices, and Macroeconomic Foundations," Review, *Federal Reserve Bank of St. Louis*, forthcoming
- Mishkin, F. (1998). The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging Market Countries", *International Finance* (1), pp: 81-101
- Mishkin, F.S. (1978). The Household Balance Sheet and the Great Depression. *Journal of Economic History*, Vol. 38 (December), pp. 918-37.
- Mishkin, F. S. (1991). Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective, in R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 69-108.
- Mishkin, F.S., and Posen, A.S. (1997). Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9-110

- Mishkin, S. F. (1996). The channels of monetary policy transmission: lessons from monetary policy, *NBER Working Paper Series*, No. 5464
- Mishkin, S. Frederic. (2009). Monetary Policy Strategy. *Massachusetts Institute of Technology*
- Mishra P., & Montiel, P. (2012). How Effective Is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence, *IMF Working Paper* 12/143.
- Modigliani, F. (1970). The life-cycle hypothesis and intercountry differences in the saving ratio., in W. A. Eltis, M. F.G. Scott, and J. N. Wolfe, eds., *Induction, growth, and trade: essays in honour of Sir Roy Harrod*, Oxford. Oxford University Press. pp 197–225.
- Mojon, B., (2000). Financial Structure and the Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy. *European Central Bank Working Paper*, No. 40.
- Neumark, D., & Sharpe, S. (1992). Market Structure and the Nature of Price Rigidity: Evidence from the Market for Consumer Deposits. *Quarterly Journal of Economics* 107(2): 657–80.
- Opiela, T. P. (1999). The Responsiveness of Loan Rates to Monetary Policy in Poland: The Effects of Bank Structure. *National Bank of Poland Materials and Studies*, 12
- Paisley, J., (1994). A model of building society interest rate setting. Working Paper number 22, *Bank of England*.
- Panagopoulos, Y.; Reziti, I; Spiliotis, A. 2010. Monetary and banking policy transmission through interest rates: an empirical application to the USA, Canada, the UK and the Eurozone, *International Review of Applied Economics* 24(2): 119–136.
- Payne, J.E. (2006a). The response of the conventional mortgage rate to the federal funds rate: Symmetric or asymmetric adjustment. *Applied Financial Economics Letters* 5, 279-284.

- Payne, J.E. (2006b). More on the monetary transmission mechanism: Mortgage rates and the federal funds rate. *Journal of Post Keynesian Economics* 29, 247-257.
- Payne, J.E., (2007). Interest rate pass-through and asymmetries in adjustable rate mortgages. *Applied Financial Economics* 17, 1369-1376.
- Petrevski, G. , & Bogoev, J. (2012). Interest rate pass-through in South East Europe: an empirical analysis. *Economic Systems*, 36, (4), pp. 571-593.
- Phillips, P.C.B., & P. Perron. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika* 75, 335-346.
- Roelands, S. (2012). Asymmetric interest rate-pass through from monetary policy: the role of bank regulation, *University of Notre Dame*
- Romer, D. C. (1992). What ended the Great Depression., *The Journal of Economic History*, Volume 52, No.4
- Rotemberg, J.J., & Saloner, G., (1987). The relative rigidity of monopoly pricing. *American Economic Review*. 77: 917-926.
- Rousseas, S. (1985). A mark-up theory of bank loan rates. *Journal of Post Keynesian Economics*, 8, 1, 135-144.
- Sander, H., & Kleimeier, S., (2004). Convergence in Euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration. *Journal of International Money and Finance*. 23:461-492.
- Sander, H., & Kleimeier, S., (2006a). Interest rate pass-through in the common monetary area of the SACU countries. *South African Journal of Economics*. 74: 2
- Sarno, L.,& Taylor P., M. (2001). Official intervention in the foreign exchange market: Is it effective and, If so, How does it work?, *Journal of Economic Literature*, Vol XXXIX, pp. 839-868

- Sarno, L., & Thornton, D.L. (2003). The dynamic relationship between the federal funds rate and the Treasury bill rate: An empirical investigation. *Journal of Banking and Finance* 27, 1079-1110.
- Saunders, A., & Schumacher, L. (2000). The determinants of bank interest rate margins: an international study. *Journal of International Money and Finance* 19 (6), 813-832.
- Scholnick, B. (1996) “Asymmetric Adjustment of Commercial Bank Interest Rates: Evidence from Malaysia and Singapore”, *Journal of International Money and Finance*, 15(3): 485-496
- Sorensen, C.K., & Werner, T.(2006). Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross country comparison. *European Central Bank Working Paper Series*, No. 580/January 2006.
- Stiglitz, J.E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71, 393_410.
- Svensson, L. E. O. (2001). The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof way of Escaping from a Liquidity Trap. *Bank of Japan, Monetary and Economic Studies*, 19(S1): 277-312
- Svensson, L. E. O. (2003).The Inflation Forecast and the Loss Function. In *Central Banking, Monetary Theory and Practice: Essays in Honour of Charles Goodhart*, Edward Elgar
- Svensson, L. (2004). Challenges for Monetary Policy. *paper for the Bellagio Group Meeting at the National Bank of Belgium*.
- Sznajderska, A. (2012). On the empirical evidence of asymmetry effects in the interest rate pass-through in Poland. *National Bank of Poland Working Paper*, No. 114
- Tanku, A. (2008). The challenges of changing monetary policy setup; what should concern the Bank of Albania, Bank of Albania, Working Paper

- Tanku, A., Vika, I. , & Gjermani, M. (2007). Roli i kursit të këmbimit në shenjëstrimin e inflacioni, Si veprohet?”, *Banka e Shqipërisë, Materiale Diskutimi*
- Taylor, J.B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4., pp. 11-26
- Taylor, J. B. (1999). The robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the European Central Bank. *Journal of Monetary Economics, Elsevier*, Vol. 43 (3), pages 655- 679
- Themeli, E. (2012). Politika monetare e Bankës së Shqipërisë: Këndvështrimi historik dhe sfidat e ardhshme”, *Konferenca X e Bankës së Shqipërisë, Politika Monetare në Shqipëri: Nga e Shkuara në të tashmen*”, Tetor 2012, fq. 99- 123
- Tieman, A. (2004). Interest Rate Pass-Through in Romania and Other Central European Economies, *IMF Working Paper*, No. 211.
- Tobin , J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 1, No.1, pp. 15- 29
- Toolsema, L.A., Sturm, J.-E., & de Haan, J. (2001). Convergence of monetary transmission in EMU: New evidence. *CESifo Working Paper*, No. 465.
- Ueda, K., & Valencia, F. (2012). Central Bank Independence and Macprudential Regulation”, *IMF Working Paper*, No. 12/101.
- Vika,I. (2007). Role of banks in the monetary policy transmission in Albania. *Bank of Albania, Working Paper*
- Weth, M. A. (2002). The Pass-Through from Market Interest Rates to Bank Lending Rates in Germany. *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, No. 11.
- Williams, J. (2009). Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound. *Brookings Papers on Economic Activity*, forthcoming.

Williamson, D. S. (2013). Scarce Collateral, the Term Premium, and Quantitative Easing, *Washington University in St. Louis Federal Reserve Banks of Richmond and St. Louis*, July 22, 2013

Woodford, M. (2003), Interest and Prices, *Princeton University Press*, New Jersey.
www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021219/default.htm

Woodford, M. (2005). Central Bank Communication and Policy Effectiveness. *Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole 2005* <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/sym05prg.htm>

Woodford, M. (2012). Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound, *Jackson Hole symposium*

SHTOJCA

Tabela 1. Statistikat përshkruese për seritë kohore mujore të normave të interesit për tre periudha: 2002m01: 2013m03 (135 observime); 2002m01: 2008m12 (84 observime); dhe 2009m01: 2013m03 (51 observime)

	Mesatarja	Mesorja	Dev. St	Vlera min	Vlera maks	Asimetria	Sheshësia	Normaliteti
repo	5.40	5.25	8.50	3.75	1.03	0.82	4.06	0.00
o_n	4.78	4.82	6.66	2.58	0.97	-0.04	2.57	0.58
i_7d	5.86	5.63	8.60	3.78	1.20	0.90	3.23	0.00
b_3m	6.42	6.05	11.59	4.87	1.50	1.78	5.59	0.00
b_6m	7.62	7.26	12.13	5.42	1.60	1.37	4.21	0.00
b_12m	8.40	8.02	12.96	5.72	1.61	0.99	3.61	0.00
obl_2y	8.91	8.55	14.50	6.29	1.49	1.67	6.74	0.00
i_credit	13.12	13.05	16.10	9.11	1.44	-0.05	2.78	0.84
i_credit_ash	12.33	12.17	15.98	8.36	1.48	0.37	3.16	0.20
i_credit_am	16.70	16.35	22.97	12.16	2.22	0.34	2.65	0.19
i_credit_agj	13.26	12.87	17.99	9.98	1.76	0.69	3.10	0.00
i_deposit	5.37	5.11	8.31	3.50	1.15	1.13	3.54	0.00
i_deposit_ash	5.33	5.08	8.31	3.46	1.18	1.12	3.49	0.00
i_deposit_am	6.65	6.67	7.74	4.62	0.54	-0.54	3.70	0.03
i_deposit_agj	7.51	7.47	9.41	6.06	0.53	0.86	5.46	0.00
STATISTIKAT DESKRIPTIVE, 2002m01: 2008m12								
repo	5.91	5.75	8.50	5.00	0.90	1.33	4.31	0.00
o_n	4.82	4.78	6.66	2.58	1.13	-0.05	2.08	0.23
i_7d	6.39	5.95	8.60	4.71	1.18	0.76	2.20	0.01
b_3m	6.89	6.27	11.59	4.87	1.71	1.23	3.51	0.00
b_6m	8.12	7.40	12.13	5.42	1.80	0.86	2.71	0.01
b_12m	8.75	8.16	12.96	5.72	1.82	0.67	2.69	0.04
obl_2y	9.14	8.45	14.50	6.29	1.83	1.21	4.31	0.00
i_credit	13.68	13.53	16.10	11.35	1.23	0.24	2.17	0.20
i_credit_ash	12.71	12.48	15.98	10.57	1.43	0.49	2.29	0.07
i_credit_am	17.70	17.64	22.97	12.69	2.01	0.19	2.60	0.58
i_credit_agj	13.79	13.36	17.99	10.58	1.74	0.79	2.84	0.01
i_deposit	5.60	5.26	8.31	3.50	1.38	0.63	2.19	0.02
i_deposit_ash	5.57	5.20	8.31	3.46	1.40	0.62	2.17	0.02
i_deposit_am	6.42	6.44	7.74	4.62	0.58	-0.40	2.91	0.49
i_deposit_agj	7.73	7.75	9.41	6.06	0.81	0.02	3.30	0.97

STATISTIKAT DESKRIPTIVE, 2009m01: 2013m03								
repo	4.56	4.50	5.25	3.75	0.59	0.003	1.32	0.05
o_n	4.72	4.91	5.58	3.49	0.61	-0.7	2.12	0.06
i_7d	5.01	5.16	6.17	3.78	0.6	-0.56	2.31	0.16
b_3m	5.65	5.55	6.37	5.02	0.47	0.25	1.58	0.09
b_6m	6.81	6.80	7.73	5.65	0.61	0.11	1.63	0.13
b_12m	7.82	7.61	9.42	6.18	0.95	0.3	1.88	0.18
obl_2y	8.59	8.58	9.70	7.22	0.64	-0.11	2.21	0.49
i_credit	12.20	11.98	14.46	9.11	1.28	-0.18	2.47	0.65
i_credit_ash	11.69	11.68	15.98	8.36	1.35	0.22	4.53	0.07
i_credit_am	15.06	14.95	18.06	12.16	1.43	0.03	2.12	0.43
i_credit_agj	12.39	12.29	15.26	9.98	1.45	0.42	2.04	0.18
i_deposit	4.99	5.07	5.94	4.15	0.43	-0.02	2.45	0.72
i_deposit_ash	4.94	5.02	5.90	4.11	0.45	-0.03	2.23	0.53
i_deposit_am	6.88	6.76	7.74	6.35	0.38	0.7	2.21	0.06
i_deposit_agj	7.45	7.43	8.97	6.65	0.42	1.09	5.61	0.00

Tabela 2. Testet e rrënjës njësi për seritë e normave të interesit, në nivel dhe diferencë të parë, duke përdorur testet ADF dhe Phillips Perron, 2002m01: 2013m03

Rezultatet e testit Augmented Dickey Fuller						
Treguesit	Testet e rrënjës njësi në nivel			Testet e rrënjës njësi në diferencë të parë		
	Konstante	Konstante&trend	Asnjë	Konstante	Konstante&trend	Asnjë
repo	0.0507	0.2678	0.0014	0.0000	0.0000	0.0000
o_n	0.3657	0.6338	0.4419	0.0000	0.0000	0.0000
i_7d	0.8533	0.7322	0.1384	0.0000	0.0000	0.0000
b_3m	0.7098	0.8496	0.1072	0.0000	0.0001	0.0000
b_6m	0.6659	0.8459	0.2163	0.0000	0.0000	0.0000
b_12m	0.5132	0.6014	0.2297	0.0000	0.0000	0.0000
obl_2y	0.0066	0.0523	0.0130	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit	0.0064	0.0002	0.4585	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_ash	0.0000	0.0000	0.4640	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_am	0.2339	0.0000	0.4218	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_agj	0.2215	0.0137	0.5461	0.0000	0.0000	0.0000

i_deposit	0.4399	0.7688	0.2171	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_ash	0.4625	0.7888	0.2019	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_am	0.1646	0.2506	0.4989	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_agj	0.0038	0.0000	0.5923	0.0000	0.0001	0.0000

Rezultatet e testit *Phillips- Perron*

Treguesit	Testet e rrënjës njësi në nivel			Testet e rrënjës njësi në diferencë të parë		
	Konstante	Konstante&trend	Asnjë	Konstante	Konstante&trend	Asnjë
repo	0.0745	0.2645	0.0069	0.0000	0.0000	0.0000
o_n	0.3315	0.5888	0.4405	0.0000	0.0000	0.0000
i_7d	0.8400	0.6849	0.1449	0.0000	0.0000	0.0000
b_3m	0.5159	0.5691	0.2856	0.0000	0.0000	0.0000
b_6m	0.5596	0.6833	0.2083	0.0000	0.0000	0.0000
b_12m	0.5998	0.6929	0.2114	0.0000	0.0000	0.0000
obl_2y	0.0029	0.0438	0.0353	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit	0.0144	0.0001	0.4862	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_ash	0.0000	0.0000	0.4981	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_am	0.0100	0.0000	0.2018	0.0000	0.0001	0.0000
i_credit_agj	0.0476	0.0026	0.3272	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit	0.4398	0.7688	0.2161	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_ash	0.4625	0.7827	0.2025	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_am	0.0762	0.1356	0.5392	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_agj	0.0000	0.0000	0.6105	0.0000	0.0000	0.0000

Tabela 3. Testet e rrënjës njësi për seritë e normave të interesit, në nivel dhe diferencë të parë, duke përdorur testet ADF dhe Phillips Perron, 2002m01: 2008m12

Rezultatet e testit *Augmented Dickey Fuller*

Treguesit	Testet e rrënjës njësi në nivel			Testet e rrënjës njësi në diferencë të parë		
	Konstante	Konstante&trend	Asnjë	Konstante	Konstante&trend	Asnjë
repo	0.0113	0.2290	0.0650	0.0000	0.0000	0.0000
o_n	0.5891	0.8749	0.6770	0.0000	0.0000	0.0000

i_7d	0.7022	0.9368	0.4694	0.0000	0.0000	0.0000
b_3m	0.4783	0.5015	0.4126	0.0017	0.0095	0.0001
b_6m	0.7222	0.9400	0.2976	0.0000	0.0000	0.0005
b_12m	0.6767	0.9501	0.3754	0.0000	0.0000	0.0000
obl_2y	0.0146	0.5305	0.0323	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit	0.0273	0.0346	0.5292	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_ash	0.0560	0.0107	0.5064	0.0001	0.0000	0.0000
i_credit_am	0.7319	0.0006	0.3175	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_agj	0.2065	0.0339	0.6626	0.0001	0.0000	0.0000
i_deposit	0.6584	0.9680	0.2987	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_ash	0.6632	0.9715	0.2908	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_am	0.1931	0.3165	0.5481	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_agj	0.2688	0.4986	0.5995	0.0105	0.0494	0.0005

Rezultatet e testit *Phillips- Perron*

Treguesit	Testet e rrënjës njësi në nivel			Testet e rrënjës njësi në diferencë të parë		
	Konstante	Konstante&trend	Asnjë	Konstante	Konstante&trend	Asnjë
repo	0.0168	0.2266	0.0248	0.0000	0.0000	0.0000
o_n	0.5562	0.8564	0.6729	0.0000	0.0000	0.0000
i_7d	0.7079	0.9371	0.4661	0.0000	0.0000	0.0000
b_3m	0.6174	0.7283	0.4008	0.0000	0.0000	0.0000
b_6m	0.6601	0.8716	0.3375	0.0000	0.0000	0.0000
b_12m	0.6201	0.9010	0.3933	0.0000	0.0000	0.0000
obl_2y	0.0214	0.4933	0.0597	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit	0.0218	0.0236	0.5322	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_ash	0.0065	0.0082	0.5202	0.0001	0.0000	0.0000
i_credit_am	0.1404	0.4498	0.5818	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_agj	0.0617	0.0328	0.4377	0.0001	0.0000	0.0000
i_deposit	0.6384	0.9566	0.3142	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_ash	0.6429	0.9603	0.3082	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_am	0.1404	0.4498	0.5818	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_agj	0.2688	0.4896	0.6133	0.0103	0.0489	0.0004

Tabela 4. Testet e rrënjës njësi për seritë e normave të interesit, në nivel dhe diferencë të parë, duke përdorur testet ADF dhe Phillips Perron, 2009m01: 2013m12

Rezultatet e testit <i>Augmented Dickey Fuller</i>						
Treguesit	Testet e rrënjës njësi në nivel			Testet e rrënjës njësi në diferencë të parë		
	Konstante	Konstante&trend	Asnjë	Konstante	Konstante&trend	Asnjë
repo	0.8425	0.5626	0.1032	0.0000	0.0000	0.0000
o_n	0.6980	0.4426	0.2331	0.0000	0.0000	0.0000
i_7d	0.8495	0.7763	0.0114	0.0000	0.0000	0.0000
b_3m	0.7742	0.6109	0.0896	0.0000	0.0000	0.0000
b_6m	0.8784	0.2523	0.0961	0.0000	0.0000	0.0000
b_12m	0.8736	0.3635	0.1108	0.0010	0.0055	0.0001
obl_2y	0.8784	0.7528	0.2368	0.0009	0.0046	0.0001
i_credit	0.0629	0.0002	0.3899	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_ash	0.0042	0.0003	0.4910	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_am	0.0802	0.0094	0.5405	0.0000	0.0000	0.0000
i_credit_agj	0.4968	0.0003	0.0598	0.0000	0.0001	0.0000
i_deposit	0.0975	0.0129	0.3176	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_ash	0.1425	0.0172	0.2894	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_am	0.6962	0.3873	0.5214	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_agj	0.0000	0.0000	0.4940	0.0000	0.0000	0.0000
Rezultatet e testit <i>Phillips- Perron</i>						
Treguesit	Testet e rrënjës njësi në nivel			Testet e rrënjës njësi në diferencë të parë		
	Konstante	Konstante&trend	Asnjë	Konstante	Konstante&trend	Asnjë
repo	0.8435	0.5027	0.0962	0.0000	0.0000	0.0000
o_n	0.7593	0.4548	0.1355	0.0000	0.0000	0.0000
i_7d	0.8495	0.6794	0.0114	0.0000	0.0000	0.0000
b_3m	0.7464	0.4767	0.1030	0.0000	0.0000	0.0000
b_6m	0.8800	0.1822	0.0926	0.0000	0.0000	0.0000
b_12m	0.9248	0.5230	0.0804	0.0000	0.0110	0.0001

obl_2y	0.8697	0.8306	0.1623	0.0000	0.0008	0.0001
i_credit	0.1015	0.0004	0.1028	0.0000	0.0001	0.0000
i_credit_ash	0.0042	0.0003	0.3900	0.0000	0.0001	0.0000
i_credit_am	0.0132	0.0094	0.5286	0.0000	0.0001	0.0000
i_credit_agj	0.5413	0.0003	0.0069	0.0000	0.0001	0.0000
i_deposit	0.1004	0.0009	0.0417	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_ash	0.1523	0.6119	0.0266	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_am	0.5334	0.2484	0.5000	0.0000	0.0000	0.0000
i_deposit_agj	0.0000	0.0000	0.5215	0.0000	0.0000	0.0000