



UNIVERSITETI "ALEKSANDËR MOISIU" DURRËS
FAKULTETI I BIZNESIT
PROGRAMI I DOKTORATURËS "SHKENCA EKONOMIKE"

Dizertacion

Në kërkim të gradës Doktor Shkencash

**ZHVILLIMI FINANCIAR DHE RRIJTJA EKONOMIKE:
ANALIZË EMPIRIKE, RASTI I SHQIPËRISË**

Udhëheqës Shkencor:

Prof. Dr. Halit Xhafa

Doktoranti:

MSc. Rovena Troplini

Durrës, 2016

© Copyright

i

Rovena Troplini

2016

Udhëheqësi i Rovenas Troplini vërteton se ky është version i miratuar i disertacionit të mëposhtëm:

**ZHVILLIMI FINANCIAR DHE RRITJA EKONOMIKE:
ANALIZË EMPIRIKE, RASTI I SHQIPËRISË**

Prof. Dr. Halit Xhafa

ZHVILLIMI FINANCIAR DHE RITJA EKONOMIKE: ANALIZË EMPIRIKE, RASTI I SHQIPËRISË

Përgatitur nga Roven TROPLINI MSc

Disertacion i paraqitur në
Fakultetin e Biznesit
Universiteti “Aleksandër Moisiu”, Durrës
Në përputhje të plotë
me kërkesat
për Gradën “Doktor”

Universiteti “Aleksandër Moisiu” Durrës
Korrik, 2016

Dedikim!

Babait tim

Falenderime dhe Mirënjohje!

Mirënjohje dhe falënderim pa fund prindërve, familjes time të shtrenjtë për mbështetjen dhe dashurinë e pakushtëzuar duke më qëndruar pranë me shqetësimet dhe gëzimet që më kanë shoqëruar gjatë këtyre viteve të shkollës së Doktoraturës.

Falënderim të veçantë Prof. As. Dr. Ilir Hoti i cili me rolin e tij si pedagogu im që në fillimet e mija studentore, më pas si kolegu im kur nisa punën si lektore pranë Universitetit “Aleksandër Moisiu”, Durrës, më ndihmuan në formimin dhe orientimin tim drejt rrugës së vyer akademike. Gjithashtu, mirënjohje të veçantë edhe për mbështetjen që më dha për të qenë udhëheqësi i temës sime në fillimet e saja duke kontribuar me këshillat përmirësuese dhe mendimet alternative në thellimin drejt kësaj teme.

Respekt dhe falënderim udhëheqësit Prof. Dr. Halit Xhafa për kohën, mendimet, dhe mbështetjen e pakursyer që më ka dhënë në përfundimin e kësaj teme.

Falënderoj gjithashtu miqtë e kolegët e mi të Universitetit “Aleksandër Moisiu”, Durrës, i cili më dha mundësi të isha pjesë e tij dhe në veçanti Departamentin tim të Financë-Kontabilitetit, të cilët më kanë qëndruar pranë gjatë gjithë këtyre viteve punë. Një falënderim i veçantë shkon mikes, Përgjegjëses së Departamentit të Financë Kontabilitetit Dr. Ada Aliaj.

Ky punim i dedikohet babait tim, i cili ka qenë frymëzuesi dhe motivuesi im në rrugën time akademike.

Deklaratë mbi origjinalitetin

Rovena TROPLINI

Deklaroj se kjo tezë përfaqëson punën time origjinale dhe nuk kam përdorur burime të tjera, përveç atyre të shkruara nëpërmjet citimeve.

Të gjitha të dhënat, tabelat, figurat dhe citimet në tekst, të cilat janë riprodhuar prej ndonjë burimi tjetër, duke përfshirë edhe internetin, janë pranuar në mënyrë eksplicite si të tilla.

Jam e vetëdijshme se në rast të mospërputhjeve, Këshilli i Profesorëve të UAMD-së është i ngarkuar të më revokojë gradën “Doktor”, që më është dhënë mbi bazën e kësaj teze, në përputhje me “Rregulloren e programeve të studimit të ciklit të tretë (Doktoratë) të UAMD-së, neni 33, miratuar prej Senatit Akademik të UAMD-së me Vendimin nr. ____, datë _____

Durrës, më _____

Firma

PËRMBLEDHJE

Një nga debatet në teorinë e rritjes është deri në çfarë shkallë zhvillimi financiar shkakton rritjen ekonomike. Gjithsesi, lidhja shkakësore nuk është e qartë nëse është financa mjeti ndikues i zhvillimit ekonomik apo ajo thjesht ndikohet nga rritja ekonomike. Ka disa teori që e shikojnë zhvillimin financiar si të varur nga rritja e produktit real dhe sektorëve të tjerë tregtarë të ekonomisë - njohur si “*demand following*”. Pjesa tjetër e teorive e shikojnë zhvillimin financiar si “*supply leading*”, duke kuptuar se ndërmjetësimi financiar mbështet procesin e rritjes ekonomike. Studimet alternative tregojnë për një lidhje dy-kahëshe, duke nënkuptuar që zhvillimi financiar shkakton dhe shkaktohet nga rritja ekonomike. Studime të ndryshme empirike janë ndërtuar për lidhjen e financës dhe ekonomisë, ku ndër to përmendim përdorimin e serive kohore, si në rastin e Shqipërisë. Dy studimet të ngjashme mbi Shqipërinë kanë gjetur një lidhje shkakësore dy-kahëshe dhe një lidhje afatgjatë kointegruese midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në Shqipëri (Dushku, 2009) dhe (Kokaveshi & Kola, 2013). Një tjetër pyetje e ngritur nga shumë ekonomistë është që: Pse vende të ndryshme karakterizohen nga norma të ndryshme të rritjes ekonomike? Literatura sugjeron se ekziston një numër mjaft i madh faktorësh që shpjegojnë diferencat midis vendeve, ndër të cilët përmendim: burimet njerëzore dhe kapitale, stabilitetin makroekonomik, zhvillimin institucional, arsimimin, efektivitetin e sistemit ligjor, tregtinë ndërkombëtare etj. Një tjetër faktor i rëndësishëm, të cilit po i kushtohet një vëmendje e veçantë është roli dhe zhvillimi i tregjeve financiare, një lidhje pozitive tashmë e faktuar. Kështu, roli dhe zhvillimi i sistemit financiar konsiderohet si një element kyç i zhvillimit dhe i rritjes ekonomike. Zhvillimi financiar i mirë nuk do mund të konsiderohet vetëm me zhvillimin e sektorit bankar pa praninë e një tregu financiar. Një gjë e tillë mungon në Shqipëri duke e përqendruar aktivitetin financiar kryesisht në bankat tregtare (duke qenë se zënë rreth 90% të totalit të aktiveve të sistemit financiar). Studimi në vijim modelon lidhjen midis rritjes ekonomike dhe zhvillimit financiar për Shqipërinë nga periudha 2002T4 – 2015T2 me qëllim studimin e lidhjeve midis dy sektorëve. Metodologjia e serive kohore lehtëson procesin e përcaktimit të shkakësisë. Për matjen e zhvillimit/ ndërmjetësimit financiar janë përdorur matës të ndryshëm. Studimi gjen se zhvillimi financiar ka luajtur një rol ndikues mbi ecurinë ekonomike të Shqipërisë. Punimi është organizuar në pesë krahë. Kreu I konsideron teoritë dhe studimet që ofrojnë lidhjen e zhvillimit financiar mbi rritjen ekonomike dhe të gjitha argumentet pro dhe kundër. Kreu II përshkruan metodologjinë empirike të përdorur dhe variablat e përzgjedhur, matës të zhvillimit financiar si testimi i rrënjës njësi të variablave në studimin, ku disa prej tyre janë stacionarë në nivelin fillestar dhe disa të tjerë janë stacionarë në diferencën e parë. Në përgjigje të pyetjes së parë kërkimore, testi i Granger-it na ndihmoi në identifikimin e lidhjes shkakësore të zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike, ku zbulojmë një lidhje (jo të plotë vetëm nga një matës i zhvillimit financiar) shkakësore “*supply leading*” të zhvillimit financiar në rritjen ekonomike. Kreu III prezanton dhe analizon rezultatet e gjetura nga studimi empirik. Modeli iARDL-së nëpërmjet testit të Lidhjes (*Bound Test*) gjeti lidhjen kointegruese afatgjatë nëpërmjet dy sektorëve. Gjithashtu, modeli ECM (sipas modelit ARDL) zbuloi ato faktorë financiarë ndikues në afatgjatë dhe afatshkurtër mbi rritjen ekonomike. Kreu i fundit prezanton konkluzionet dhe rekomandimet e nevojshme në studim tonë.

Fjalët kyçe: Rritja ekonomike, Matës të zhvillimi financiarë, Testi i shkakësisë, Hipoteza “*Supply Leading*”, Hipoteza “*Demand Following*”, Shkakësia dy-kahësh

SUMMARY

One of the debates in growth theory is the extent to which financial development leads to economic growth. It is not implausible to posit a positive correlation between growth in the financial the real sectors. However, the causal relationship is not clear. Is finance the leading engine for economic development or does it simply follow growth from elsewhere? There are theories that view financial development as dependent on the growth of real output the commercialization of the other sectors of the economy – “demand following”. The second set of theories view that financial development is “supply leading”, meaning that financial intermediation supports the sustains the process of growth. Alternative theories indicate a bi-directional relationship. Empirical studies have been conducted to establish this causality, known as time series study, used even in empirical Albanian Case. Two papers on Albania, have found a bi-directional relationship a long run co-integration relationship between economic growth financial development (Dushku, 2009) and (Kokaveshi & Kola, 2013).

Another fundamental question in economic growth that has preoccupied researchers is: why do countries grow at different rates? The empirical growth literature has come up with numerous explanations of cross-country differences in growth, including human and capital resources, the macroeconomic stability, institutional, educational development, legal system effectiveness, international trade etc. One critical factor that has begun to receive considerable attention more recently is the role of financial markets in the growth process. A positive link now day undoubtable. Therefore, it would seem that policies to develop the financial sector would be expected to raise economic growth. Indeed, the role of financial development is considered to be the key to economic development the growth. The good financial development cannot be considered only with the development of the banking sector without the presence of a financial market. One thing missing in Albania, known’s as been focused mainly on financial activity of commercial banks (as occupying about 90% of total financial system assets). The following study models relationships between economic growth the financial development for Albania from the period 2002Q4 – 2015Q2 with the aim of studying the links between these two sectors. Time series methodology facilitates the determination of causality. Different measures of financial intermediation are also employed. The study finds that financial development has played a role in Albania’s economic development.

The study is organized with five chapters. Chapter I consider the theories and recent studies that provide for a relationship between financial development and economic growth with all pros and cons to this relationship. Chapter II describes the empirical methodology and selected variables (measures of financial development), starting with the unit roots test, when some of the variables were stationary at the level is found, but other were stationary at first difference. In respond of first research question, Granger Test identified the causality test of financial development and economic, resulting in “supply leading” concept. Chapter III introduce and analyze the results. ARDL model with Bound test found a long co-integration relationship between both sectors. Also, the ECM model (as ARDL model leads) discovered those financial measure who affect economic growth in long run and in short run. Last Chapter concludes and recommends.

Key Terms: *Economic growth, Financial Development measures, Causality Test, “Supply Leading” Hypothesis, “Demand Following” Hypothesis, Bi – Directional Causal*

PËRMBAJTJA E LËNDËS

FALËNDERIME DHE MIRËNJOHJE!	vi
PËRMBLEDHJE	viii
SUMMARY	ix
KREU I HYRJË	1
1. 1 Qëllimi i studimit:	3
1. 2 Metodologjia	3
1. 3 Kontributi i këtij studimi në literaturë	5
KREU II VËSHTRIMI KËRKIMOR DHE LITERATURA	6
2. 1 Çfarë është rritja ekonomike?	6
2. 2 Çfarë është zhvillimi financiar?	8
2. 2. 1 Lehtësimi i shkëmbimit të mallrave dhe shërbimeve	10
2. 2. 2 Prodhimi i informacionit ex ante rreth investimeve të mundshme	11
2. 2. 3 Monitorimi i investimeve dhe zbatimi i qeverisjes së korporatave.....	12
2. 2. 4 Amvisimi i rrezikut	12
2. 2. 5 Mbledhja e kursimeve	14
2. 2. 6 Lehtësia në shkëmbim	14
2. 3 Konsolidimi i Institucioneve financiare	15
2. 3. 1 Financimi i Drejtpërdrejtë dhe jo i Drejtpërdrejtë	16
2. 3. 2 Financimi jo i Drejtpërdrejtë; Veprimtaria Bankare	17
2. 3. 3 Roli i Institucioneve Financiare në Tregjet Financiare	19
2. 4 Rishikimi i literaturës mbi zhvillimin financiar dhe rritjen ekonomike	20
2. 4. 1 Sistemet financiare të bazuara në banka përballë sistemeve financiare të bazuara në tregje	26
2. 4. 1. 1 Sistemet financiare të bazuara në banka	28
2. 4. 1. 2 Sistemet financiare të bazuara në tregje	29
2. 4. 1. 3 Gjetjet e studimeve mbi sistemet e bazuara në banka përballë sistemeve të bazuara në tregje ..	32
2. 4. 2 Kreditimi Bankar dhe faktorë të tjerë ndikues në rritjen ekonomike	35
2. 4. 2. 1 Integrimi financiar	39
2. 4. 2. 2 Forma “U” e ndikimit të Zhvillimit Financiar në Rritjen e Ekonomike	41
2. 4. 3 Studimet me seri kohore	41
KREU III METODOLOGJIA E PUNIMIT	54
3. 1 Mënyrat e testimit	54
3. 1. 1 Studimet empirike midis shteteve në kërkim të lidhjes së financës dhe rritjes ekonomike	54
3. 1. 1. 1 Studimi i autorëve King dhe Levine	54
3. 1. 1. 2 Treguesi i tregut të kapitalit në studimet e rritjes ekonomike (studimet midis shteteve)	56
3. 1. 1. 3 Përdorimi i variablave të instrumental në studimet midis shteteve	57
3. 1. 2 Metodologjia e të dhënave dinamike panel.....	58
3. 1. 2. 1 Rezultate dinamike panel dhe tregjet e kapitalit	59
3. 1. 3 Studimet e financës dhe rritjes në nivel firmash/industrish	60
3. 1. 4 Studimet e bazuara në seri të kohore të shteteve individuale	60
3. 2 Vështrimi i shkurtër i sistemit bankar shqiptarë	62
3. 2. 1 Ecuria e rritjes ekonomike në Shqipëri	67

3.3 Metodologjia e përdorur	70
3.3.1 Modelet Ekonometrike të përdorura	71
3.3.2 Testi i stacionaritetit/ Testi i Unit Root	71
3.3.3 Analiza Kointegruese: Qasja e Testit të Lidhjes	72
3.3.4 Testi i shkakësisë (Granger Test)	73
3.3.5 Modeli ARDL	74
3.4 Matësit e zhvillimit financiar	76
3.4.1 Thellësia, madhësia financiare	78
3.4.2 Eficensa financiare	80
3.4.3 Stabiliteti financiar	80
3.4.4 Variabla të tjera	82
3.5 Ndërtimi i modelit empirik	82
KREU IV GJETJET DHE REZULTATE	85
4.1 Dinamika dhe autokorrelacioni	85
4.1.1 Testi i përcaktimit të lag-ut	92
4.2 Rezultatet e modelit të parë të shkakësisë Granger	93
4.3 Për gjetjen e qëndrueshmërisë afatgjatë të rritjes ekonomike dhe zhvillimit financiar (ARDL)	94
4.4 Procedura e vlerësimit të lidhjes afatgjatë dhe afatshkurtër	95
4.5 Analiza e rezultateve	97
KREU V KONKLUSIONE DHE REKOMANDIME	107
BIBLIOGRAFIA	111
APENDIKS A	131
APENDIKS B	131

LISTA E TABELAVE

Tabela 2-1: Përmbledhje e studimeve me seri kohore.....	43
Tabela 3-1: Modeli panel GMM dhe MKV (1960-1995)	58
Tabela 3-2: Studimet Panel pas përfshirjes së tregjeve të kapitalit	59
Tabela 3-3: Testet e gjetjes së një lidhje afatgjatë sipas statistikës F	61
Tabela 3-4: Koeficientet e dala nga modeli ARDL përzgjedhur nga AIC (1, 1, 0, 0, 1)	61
Tabela 3-5: Pësia e segmenteve të sistemi financiar ndaj PBB-së në vite	65
Tabela 3-6: Disa tregues të ekonomisë në vite	68
Tabela 3-7: Variablat e përzgjedhur	77
Tabela 3-8: Testet e besueshmërisë së modelit empirik	84
Tabela 4-1: Testet e ADF; PP dhe KPSS të Stacionaritetit	63
Tabela 4-2: Kriteri Schwarz për identifikimin e kohëvonesave	93
Tabela 4-3: Testi Granger.....	94
Tabela 4-4: Testi i Lidhjes (Bound Test)	94
Tabela 4-5: Koeficientet Afatgjatë të Kointegrit	95
Tabela 4-6: Koeficientët Afatshkurtër në formën kointegruese	96
Tabela 4-7: Ecuria e Institucioneve financiare jo-bankare	102

LISTA E FIGURAVE

Figura 2-1: Procesi i transferimit të fondeve	17
Figura 2-2: Transferimi jo i drejtpërdrejtë (indirekt)	17
Figura 2-3: Mekanizmi i funksionimit të institucioneve ndërmjetësuese	18

LISTA E GRAFIKËVE

Grafiku 3-1: Pësia e përbërësve të sistemit financiar	65
Grafiku 3-2: Kredia për ekonominë në vite.....	66
Grafiku 3-3: Ecuria e depozitave bankare në vite	67
Grafiku 3-4: Ecuria vjetore e PBB-së reale (në %) dhe kontributet e komponentëve të vlerësuar nga ana e prodhimit (në pikë përqindje).	69
Grafiku 4-1: Paraqitja grafike e variablave të marra në studim (y)	85
Grafiku 4-2: Kredia e brendshme si përqindje e PBB	98
Grafiku 4-3: Depozitat Bankare ndaj PBB në vite	101
Grafiku 4-4: Marzhi Neto i Interesit në vite	102

LISTA E SHKURTIMEVE

AMF - Autoriteti i Mbikqyrjes Financiare

BB – Banka Botërore

BSH – Banka e Shqipërisë

INSTAT – Instituti i Statistikave

FMN – Fondi Monetar Ndërkombëtar

PBB – Produkti i Brendshëm Bruto

PBK – Produkti i Brendshëm Kombëtar

VSHB – Vlera e Shtuar Bruto

KREU I

HYRJE

Lidhja që ekziston midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike ka tërhequr një vëmendje të gjerë në tre dekadat e fundit, duke regjistruar një numër të madh studimesh në këtë fushë. Është pohuar se zhvillimi financiar ndihmon në identifikimin e mundësive të mira për investime, uljen e kostos së prodhimit, mobilizimin e kursimeve, nxitjen e risive teknologjike dhe nxit investitorët të jenë më rrezik-pranues (Levine 1997). Por në fillimet e saj, financa nuk diskutohej në ambientet e studiuesve, madje financa nuk gjendej në asnjë nga përmbledhjet e eseve të autorëve të njohur si "pionierët e zhvillimit të ekonomikës" (Meier, 1984). Këtu bënin pjesë tre fitues të Çmimit Nobel; ku një ndër to, nobelisti Lucas (1988) e përjashton financën si një përcaktues "kryesor" të rritjes ekonomike. Nga ana tjetër të tjerë autorë studimesh/ekonomistë u pajtuan për rolin e sektorit financiar në rritjen ekonomike, si Robinson (1952) i cili analizoi qartë në studimin e tij se "ku ndërmarrja drejton, financa ndjek". Nga ky këndvështrim, financa nuk e shkakton rritjen ekonomike; financa i përgjigjet ndryshimit të kërkesave nga "sektori real". Duke rezultuar në një përfundim më të përmbytshëm, Bagehot (1873), Schumpeter (1912), Gurley dhe Shaw (1955), Goldsmith (1969) dhe McKinnon (1973) e kundërshtojnë idenë që lidhja e financës dhe e rritjes ekonomike mund të injorohet pa kufizuar ndjeshëm të kuptuarin tonë të rritjes ekonomike.

Informacioni në lidhje me ndikimin e financave në rritjen ekonomike do të ndikojë në prioritetin që politikë-bërësit kanë për reformimin e sektorit financiar. Për më tepër, dëshmitë bindëse se sistemi financiar ndikon në rritjen afatgjatë ekonomike do të reklamojë nevojën urgjente për kërkime mbi tregues politik, ligjor, rregullator dhe mbi politikat e zhvillimit financiar. Në të kundërt, në qoftë se pjesa më e madhe e hulumtimeve tregojnë se operacioni i sektorit financiar thjesht i përgjigjet zhvillimit ekonomik, atëherë kjo me siguri do të zbusë intensitetin e kërkimeve mbi variabla dhe evoluimin e sistemeve financiare.

Për të vlerësuar situatën e lidhjes midis financës dhe rritjes, pjesa e II përshkruan dhe vlerëson kërkimet teorike mbi lidhjet midis funksionimit të sektorit financiar dhe rritjes ekonomike. Modelet teorike tregojnë se instrumentet financiare, tregjet, dhe institucionet mund të lindin për të zbutur efektet e kostove të informacionit dhe transaksioneve. P.sh. për të përmirësuar mosmarrëveshjet në tregje, janë marrëveshjet financiare ata që ndryshojnë synimet dhe pengesat me të cilat përballen agentët ekonomikë. Kështu, sistemet financiare mund të ndikojnë në normat e kursimit, në vendimet për investime, në inovacionin teknologjik, dhe kështu në normat e rritjes afatgjatë. Një tjetër literaturë teorike shqyrton ndërveprimet dinamike duke zhvilluar modele ku sistemi financiar influencon rritjen dhe rritja transformon funksionimin e sistemit financiar. Për më tepër, një literaturë e gjerë teorike debaton meritat relative të llojeve të ndryshme të sistemeve financiare. Disa modele theksojnë përparësitë e sistemeve financiare të bazuara në bankë, ndërsa të tjerë nxjerrin në pah të mirat e sistemeve financiare që mbështeten më shumë në tregjet e letrave me vlerë. Së fundi, disa modele të reja teorike përqendrohen në ndërveprimet mes financës, rritjes agregate, shpërndarjes së të ardhurave, dhe zbutjen

e varfërisë. Në të gjitha këto modele, sektori financiar ofron shërbime reale: “redukon kostot e informacionit dhe të transaksioneve”. Kështu, këto modele heqin vallon që nganjëherë ngrihet në mes të ashtuquajturave sektorët realë dhe financiarë.

Metodologjia e përdorur nga studime të ndryshme empirike mbi financat dhe rritjen, konsistojnë në regresionet midis shteteve, analizat e serive-kohore, teknikat panel, studime të hollësishme të vendeve, metoda mikroekonomike, të gjitha këto në funksion të gjetjes së mekanizmave e lidhjes midis financës dhe rritjes. Për më tepër, studimet empirike për "zhvillimin financiar", shpesh nuk i matin shumë saktë konceptet e dala nga modelet teorike.

Zhvillimi financiar është konsideruar të jetë i lidhur me rritjen ekonomike nëpërmjet kanaleve të ndryshme. Një rol i rëndësishëm i ndërmjetësve financiarë është që siguri i likuiditet për investitorët individualë (Diamond dhe Dybvig, 1983). Ndërmjetësit financiarë inkurajojnë financimin e firmave me pak kapital, duke i kthyer ato në shumë produktive, ndihmojnë në zvogëlimin e asimetrisë së informacionit dhe kostove. Kështu, ata promovojnë alokimin efikas të burimeve dhe përshpejtimin teknologjik të inovacionit dhe rritjes ekonomike (King dhe Levine, 1993b). Në të njëjtën kohë, aftësia e ndërmjetësve financiarë për të ofruar investime fitimprurëse rrit besueshmërinë e kursintarëve dhe tërheq kursime shtesë. Operacioni efikas i ndërmjetësve financiarë çon në rritjen e prodhimit dhe gjeneron kërkesë shtesë për depozita dhe shërbime financiare (Greenwood dhe Jovanovic, 1990).

Kohët e fundit, hulumtuesit janë në gjendje për të lëvizur përtej korrelacioneve të thjeshta dhe të krijojnë një lidhje bindëse shkakësore të drejtimit nga financa për të rritja. Ndërsa ka pasur kundërshtues në pikëpamje, sot pranohet se financa nuk është thjesht një produkt i procesit të zhvillimit, por një motor për rritjen.

Rritja ekonomike është përcaktuar si një ndryshim pozitiv në të ardhurat kombëtare ose në nivelin e prodhimit të mallrave dhe shërbimeve nga një vend gjatë një periudhe të caktuar kohe. Rritja matet shpesh në aspektin e nivelit të prodhimit brenda ekonomisë, në produktivitetin total, apo sipas faktorëve të prodhimit të tilla si ndryshimet teknologjike, kapitali njerëzor (njohur ndryshe si qasja Schumpeter-iane), faktorë të tjerë të rritjes që variojnë nga PBB reale për frymë; shkalla e akumulimit të kapitalit fizik etj (Odedokun, 1996), (King & Levine, 1993), (Allen & Ndikumana, 1998). Sipas Bencivenga & Smith (1991), mallrat e konsumit në ekonomi janë prodhuar nga kapitali dhe puna. Një sipërmarrës i cili zotëron kapitalin e investuar në biznes e përdor atë për të punësuar dhe në këtë mënyrë prodhon mallra. Në fillim, këto rezultate mund të duken të habitshme. Në fund të fundit, një sistem financiar më i zhvilluar është menduar për të reduktuar kostot e transaksionit, duke rritur investimet direkte, si dhe përmirësimin e shpërndarjes së kapitalit dhe rrezikun në të gjithë ekonominë. Këto janë mekanizma me të cilat zhvillimi financiar përmirëson rritjen. Por industria financiare konkurren për burime me pjesën tjetër të ekonomisë. Kjo kërkon jo vetëm kapital fizik, në formën e ndërtesave, kompjuterëve dhe punëtorëve, por edhe kapital njerëzor shumë të aftë.

Si përmbledhje, tre mendime shkollash identifikohen në literaturë për kahun e lidhjes midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike: (i) linja e *supply leading*, e cila argumenton faktin që është zhvillimi financiar ajo që drejton rritjen ekonomike¹ (ii) linja e *demand-following*, e cila argumenton faktin se rritja ekonomike drejton

¹ Linja e mendimit e njohur si ideja e Schumpeter-it (1911) dhe më vonë nga Levine (2000).

zhvillimin financiar²; (iii) linja e mendimit dy-kahëshe që nënkupton se rritja ekonomike shkakton zhvillimin financiar dhe anasjelltas³.

1.1 Qëllimi i studimit:

Qëllimi i këtij studimi konsiston:

- Të bëjë një vlerësim të gjendjes së zhvillimit financiar dhe ecures ekonomike në Shqipëri. Të përcaktojë ekzistencën e lidhjes midis rritjes ekonomike dhe zhvillimit financiar. Nëse kjo lidhje ekziston, cilët matës të zhvillimit financiar do mund të matin lidhjen financiare me ecurinë ekonomike. Pyetja e rëndësishme që shtrohet është ajo e ekzistencës së lidhjes shkakësore, nëse është zhvillimi financiar shkaktarë i rritjes ekonomike apo rritja ekonomike shkaktare e zhvillimit financiar apo të dyja njëkohësisht.
- Të përcaktojë matësit e zhvillimit financiar në Shqipëri. Nga një sërë studiuesish është përcaktuar se një matje mirë e zhvillimit financiar do konsistonte në matjen e thellësisë, stabilitetit, efikasitetit financiar si edhe disa variabla të tjerë kontroll që do plotësonin efektin e zhvillimit financiar mbi rritjen ekonomike. Prandaj duke u bazuar në përkufizimet dhe metodat teorike të llogaritjes së zhvillimit financiar, nëpërmjet hulumtimit kërkimor do të synohet gjetja e ndikimit të matësve financiarë në ecurinë e produktivitetit të ekonomisë shqiptare. E rëndësishme mbetet identifikimi i një lidhjeje kointegruese afatshkurtër dhe afatgjatë të zhvillimit financiar ku rritja e së cilës do të çojë në një rritje ekonomike të qëndrueshme afatgjatë.

1.2 Metodologjia

Ky studim është strukturuar në pesë krerë. Në kreun e parë gjejmë një prezantim të materialit në formën e hyrjes. Në kreun e dytë është paraqitur një përmbledhje e literaturës së shumëllojshme që trajton kompleksitetin e konceptit të rritjes ekonomike, zhvillimit financiar dhe funksioneve të rëndësishme që luan zhvillimi financiar në sistemin financiar. Gjithashtu, pjesë e studimeve mbetet edhe orientimi i sistemeve financiare të shteteve të ndryshme në duhet të jenë të bazuara më shumë në banka apo në tregje financiare. Debatet dhe gjetjet e studimeve janë nga më të ndryshme duke mbështetur si njërin faktor apo tjetrin si ndikues kryesorë në rritjen ekonomike. Studiues të ndryshëm ngrenë çështje të tjera si “nëse zhvillimi financiar ka një lidhje pozitive dhe afatgjatë me rritjen ekonomike”, por ka autorë të tjerë që gjejnë një lidhje negative kjo kryesisht si shkak i një zhvillimi të dobët të sistemit financiar. Gjithashtu pjesë e studimeve mbi teorinë e financës-ekonomisë qëndrojnë disa linja mendimi: si “*supply leading*” ku është oferta financiare ajo që sjell rritjen ekonomike dhe nga ana tjetër qëndron linja e demand-following ku është kërkesa ekonomike që sjell zhvillimin financiar. Por linja e tretë e mendimit janë të rezultateve ku nuk mund të identifikohet një kah drejtim midis financës dhe ekonomisë por që ato shkaktojnë njëra tjetrën.

Të gjitha çështjet e ngritura më lart janë përcaktuar në dy pyetje qendrore:

² Linja e mendimit e rezultuar nga studimet e (Odhiambo, 2004), Liang dhe Teng (2006), Waqabaca (2004).

³ Linja e mendimit e rezultuar nga studimet e Khan (1999), (Ünalms, 2002).

- *A ekziston një lidhje midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në Shqipëri? Cili është drejtimi i shkak pasojës midis zhvillimi dhe rritjes ekonomike?*
- *Cilat janë efektet e ndikimit të secilit faktor të zhvillimit financiar dhe faktorëve të tjerë të jashtëm në rritjen ekonomike*

Në kreun tre na paraqitet metodologjia e përdorur për studimin e pyetjeve të ngritura më lart. Autorë të ndryshëm kanë përdorur të dhënat panel duke përfshirë në studim grupe shtetesh për gjetjen e një lidhje midis ekonomisë dhe financës, ashtu si të tjerë kanë përdorur të dhënat e serive kohore për gjetjen e kësaj lidhjeje por për shtete individuale. Metoda e serive kohore është zgjedhur nga unë në studimin tim, duke u përqendruar në të dhënat e serive kohore për Shqipërinë. Modeli empirik i propozuar është ai i ARDL. Ky model nis me identifikimin e stacionaritetit të variablave, gjetjen e një lidhje kointegruese afatgjatë dhe me regresionin e korrigjimit të gabimit (ECM). Modeli Granger gjithashtu na ndihmon të gjejmë kahun e shkakësisë dhe cili grup matësish financiarë do mund të shkaktojë rritjen ekonomike dhe anasjelltas. Gjithashtu kreu tre na informon edhe për përzgjedhjen e variablave dhe përshkrimin e tyre. Matja e zhvillimit financiar mbetet subjektive se autorë të ndryshëm kanë përdorur matës të ndryshëm por përzgjedhja e përdorur⁴ në rastin tonë mbetet një përzgjedhje e përafërt me pjesën më të madhe të autorëve. Zhvillimi financiar është matur në kontekstin e thellësisë apo ndërmjetësimit të saj në një sistem financiar, por unë në studim propozoj matjen e saj edhe me matës të stabilitetit dhe efikasitetit financiar. Duhet të kuptojmë që sistemi ynë financiar përfaqësohet me atë bankar si një ndër vendet tipike me sistem të plotë të bazuar në banka (për shkak të mungesës së funksionimit të bursës). Gjithashtu disa variabla të tjerë njohur si kontroll, do ofrojnë një pamje më të qartë të lidhjes financë-ekonomi.

Në kreun katër jepen rezultatet e pyetjeve shkencore të ngritura. Përsa i përket pyetjes së parë shkencore, ne përdorim testin e shkakësisë së Granger-it gjejmë se sistemi ynë i përket sistemit të orientimit nga oferta (*supply leading*) ku zhvillimi financiar i matur me treguesin e sasisë së kredisë dhënë sektorit privat shkakton rritjen ekonomike. Kjo tregon që në periudhë afatshkurtër sistemi ynë financiar shkakton efekte në ekonomi. Gjithashtu ekonomia shkaktohet edhe nga kriza financiare botërore duke ju qëndruar të njëjtave përfundime edhe nga autorët e studimeve të ngjashme. Për pyetjen e dytë shikojmë prezencën e një lidhje afatgjatë kointegruese midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike. Gjetjet e analizës empirike mbështesin pritjet teorike për një lidhje pozitive për disa matës të zhvillimit financiar dhe për një lidhje negative me matës të tjerë të zhvillimit financiar. Lidhja u identifikua si për periudha afatshkurtër me periudha kohëvonesë nga tre-muaj në 6-muaj.

Kreu pesë paraqet konkluzionet kryesore të gjetjeve nga punim, si dhe disa rekomandime për përmirësimin e zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike së

⁴ Data baza e përdorur për matjen e strukturës financiare është e përmirësuar që nga publikimi i fundit të 2011 - Martin Čihák, Aslı Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, and Ross Levine, "Benchmarking Financial Development Around the World", Policy Research Working Paper 6175, World Bank, Washington, DC, August 2012.

Shqipërisë. Ky kapitull vlerëson kontributet të këtij punimi, nxjerr në pah kufizimet e tij dhe diskuton potencialin për kërkime të mëtejshme.

1.3 Kontributi i këtij studimi në literaturë

Ky studim paraqet gjetjen e një lidhjeje të zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike shqiptare duke synuar që të plotësojë literaturën e pakët ekonomike që ka për matjen e zhvillimit financiar dhe gjetjen e një lidhjeje me rritjen ekonomike në Shqipëri. Gjithashtu në material janë gjeneruar e prezantuar tregues të rinj të matjes së zhvillimit financiar për Shqipërinë, të cilët përbëhen nga një set me 48 indikatorë të ndarë në katër kategori. Këto indikatorë të rinj mund të përdoren për një monitorim periodik të thellësisë, stabilitetit dhe eficensës financiare. Më tej, në material janë sjellë evidenca dhe është bërë një analizë mbi kontributin e financës mbi zhvillimin ekonomik.

Për më tepër, një vlerë e shtuar e këtij materiali është hulumtimi empirik i lidhjes së zhvillimit financiar matur me treguesit e thellësisë financiare, me treguesit e eficensës financiare, me treguesit e stabilitetit financiar dhe treguesve të tjerë nëpërmjet përdorimit për herë të parë të modelit kointegrues ARDL dhe lidhjes shkakësore të Grangerit për rastin e Shqipërisë. Procesi i vlerësimit me këtë model, që është përdorur gjerësisht në literaturën e huaj për të analizuar lidhjet kointegruese të fenomeneve ekonomike, kërkon të tregojë nëse këto gjetje janë në linjë me gjetjet e studiuesve të huaj. Metodatat e zgjedhura mendohet se i përshtaten më së miri qëllimit të këtij studimi, sepse marrin parasysh kahun e kësaj lidhjeje si dhe lidhjen kointegruese (ndërvepruese) në kontekstin afatgjatë ashtu edhe atë afatshkurtër.

KREU II

VËSHTRIMI KËRKIMOR DHE LITERATURA

2.1 Çfarë është rritja ekonomike?

Rritja ekonomike është përcaktuar si një ndryshim pozitiv në të ardhurat kombëtare ose ndryshimi i nivelit të prodhimit të mallrave dhe shërbimeve nga një vend në tjetrin përgjatë një periudhe të caktuar. Agregati i kërkesës për mallra të fundme mishërohet në dy tregues të rëndësishëm makro, respektivisht tek prodhimi i brendshëm bruto⁵ dhe te prodhimi kombëtar bruto⁶. Gjithashtu një tjetër koncept i rëndësishëm në makro është edhe agregati i të ardhurave i cili përfaqëson totalin e të ardhurave që ofrohen nga përpunimi i futjeve ose i faktorëve të prodhimit (toka, puna, kapitali) me të cilët realizohen mallrat dhe shërbimet në një ekonomi përgjatë një viti.

PBB llogaritet në tre alternativa bazë⁷:

- a) Si shumë mallrash dhe shërbimesh të fundme-si shumë e kërkesës së fundme
- b) Si shumë e pagesave të faktorëve të prodhimit.
- c) Si shumë e vlerave të shtuara.

PBB si shumë mallrash dhe shërbimesh të fundme (si shumë e kërkesës së fundme)

Funksioni bazë i PBB është shuma e blerjeve të mallrave të fundme nga konsumatorët, blerjet e mallrave të fundme nga firmat, blerjet e mallrave të fundme nga qeveria qendrore apo lokale dhe diferenca e eksporteve dhe importeve⁸.

Në llogaritjen e PBB dhe PBK duhen mbajtur parasysh këto çështje kryesore:

- Mallra dhe shërbime të fundme që blihen dhe shiten përfundimisht dhe jo për rishitje.
- Mallra dhe shërbime të fundme të Qeverisë të cilat realisht nuk kanë çmim, por vlerësohen me koston e futjeve për prodhimin e tyre – p. sh me shpenzimet e arsimit, rendit, pagat punonjësve etj., sepse këto i shtohen po kaq PBB dhe PBK.
- Mallrat e prodhuara gjatë vitit por që në fund të vitit janë gjendje të pashitura në pikat e shitjes, por konsiderohen të shitura me çmimin e blerjes dhe si blerës të fundme konsiderohen vetë tregtarët që i kanë në këto pika shitjeje.

⁵ PBB si Produkti tërësor (*Gross Domestic Product*) i vendit është bashkësia e mallrave dhe e shërbimeve të fundme të shitura në një vend me çmimin ushtrimor nga firmat (të vendit dhe të huaja) që janë rezidente në vendin në fjalë dhe përgjatë një periudhe të caktuar kohe (zakonisht 1 vit).

⁶ GNP si Produkti tërësor kombëtar (*Gross National Product*) është bashkësia e mallrave dhe e shërbimeve të fundme të shitura Brenda dhe jashtë një vendi nga firmat dhe individë të vendit në fjalë, pa përfshirë firmat e huaja pavarësisht se janë rezidentë në vendin në fjalë dhe përgjatë një periudhe të caktuar kohe (zakonisht 1 vit).

⁷ Hoti Ilir – “Ekonomika e Parasë, bankës dhe e tregjeve financiare”, Instituti i Inxhinierisë Financiare, Monografi, Tetor 2013.

⁸ Sistemi i llogaritjes së të ardhurave kombëtare njihet nga profesori i Universitetit Harvardit, Simon Kuznets (fitues i çmimit Nobel në vitin 1971).

- Mallrat që karakterizohen si investime – p.sh. makineritë, fabrikat, të cilat konsiderohen si mallra të fundme vetëm për ato që prodhohen e blihen në vitin ushtrimor. Mallrat gjendje në pikat e shitjes apo në fabrikë quhen të blera nga vetë pronarët e fabrikës, punishtes, makinerisë etj., dhe nuk përfshihen fabrikat dhe makineritë e viteve të kaluara.

PBB si shumë e pagesave të faktorëve të prodhimit

Faktorët e prodhimit në formën e shumës së pagesave për këto faktorë shërbejnë për llogaritjen PBB në një formë të saj. Kjo llogaritje i referohet pagesave në të holla që bëjnë palët blerëse të faktorëve të prodhimit⁹, por nga ana tjetër faktorët që blihen janë kosto blerjeje për prodhuesit/ përpunuesit e tyre, por nga ana tjetër janë të ardhura nga shitja për shitësit e faktorëve të prodhimit – si pagesa për punën, qiraja për tokën, interesi për kapitalin, fitimi për ndërmarrësinë.

PBB si shumë e vlerave të shtuara – si shumë e të ardhurave të kontribuuesve në PBB

Llogaritja e PBB si shumë e vlerave të shtuara i referohet diferencës ndërmjet vlerës së blerjes së faktorëve të prodhimit të një produkti me vlerën e arkëtuar nga shitja e produktit në fjalë duke e parë si proces zinxhir nga prodhuesit tek tregtari e deri në fund tek konsumatori. Të gjitha palët kontribuojnë në PBB, prandaj njihet si shumë të ardhurash të kontribuuesve në PBB. Raporti i PBB nominal i një viti ushtrimor me PBB reale të të njëjtut vit njihet si deflatori i PBB, i cili mat dhe informon se sa është inflacioni.

Llojet e produktit të brendshëm bruto

Një lloj PBB që përdoret më shumë është PBB nominale që rezulton nga vlerësimi i mallrave dhe shërbimeve të fundme me çmimet e ushtrimeve të vitit që merret në konsideratë. Por nga ana tjetër kemi edhe PBB reale që rezulton nga vlerësimi i mallrave dhe shërbimeve të fundme me çmimet e një periudhe bazë duke shmangur ndikimin e inflacionit. PBB real është dhe vlerësimi më i saktë i PBB sepse shmang ndikimin në rritjen e vlerës së PBB nga ndikimi i rritjes së çmimeve (inflacionit). Ekonomi të ndryshme pavarësisht sa PBB ofrojnë në një vit të caktuar, ata kanë një PBB të ndryshëm nga ajo që kanë ofruar. Kjo njihet ndryshe me PBB potenciale që rezulton nga vlerësimi i mallrave dhe shërbimeve të fundme të realizuara kundrejt punësimit të plotë të inputeve dhe faktorëve të prodhimit në procesin e prodhimit. Produkti tërësor potencial i vendit është koncept bazë në përcaktimin e kostos ekonomike të papunësisë së faktorëve të prodhimit. Diferenca e PBB potencial me PBB real njihet si hendeku (honi) i prodhimit ose honi i PBB¹⁰. Honi është më i madh sa më i ulët që të jetë niveli i PBB real dhe aq më i vogël sa më i lartë që të jetë niveli i PBB reale. Niveli i honit ndryshon sipas ciklikës së biznesit, ku ky hon është më i lartë në ciklin rënës dhe më i ulët kur ekonomia është në rritje. Nqs ekonomia nuk do operonte në kushtet e saj optimale do nënkuptohej që bizneset nuk po operonin në maksimumin e tyre dhe anasjelltas.

⁹ Odedokun 1998, King & Levine 1993, Allen & Ndikumama 1998

¹⁰ Hoti Ilir – “Ekonomika e Parasë, bankës dhe e tregjeve financiare”, Instituti i Inxhinierisë Financiare, Monografi, Tetor 2013.

2.2 Çfarë është zhvillimi financiar?

Zhvillimi financiar është tërësia e faktorëve, politikave, institucioneve që sigurojnë ndërmjetësues dhe tregje financiare efektive, ashtu si akses të thellë dhe të gjerë në kapital dhe në shërbime financiare. Tregjet financiare financojnë një pjesë të mirë të shpenzimeve të kompanive, qeverive dhe individëve. Institucionet financiare janë ndërmjetësit kryesorë në tregjet financiare sepse ato mundësojnë transferimin e fondeve nga njësitë të cilat kanë kursyer te njësitë që kanë nevojë për fonde. Në ditët e sotme shumë institucione financiare ofrojnë të gjitha shërbimet financiare, si shërbimi i letrave me vlerë, shërbimet e fondeve të përbashkëta dhe shërbimet e sigurimit. Sidoqoftë, secili lloj shërbimi financiar është unik në vetvete.

Një treg financiar është një treg në të cilin aktivet financiare (*securities*) si aksionet dhe obligacionet mund të blihen ose të shiten. Njëra palë transferon fondet duke blerë aktive financiare që mbahen nga një palë tjetër. Tregjet financiare bëjnë të mundur lëvizjen e fondeve dhe si rezultat sigurojnë financimin dhe investimet për njësitë familjare, firmat dhe agjencitë qeveritare.

Pjesëmarrësit kryesorë në transaksionet e tregut financiar janë familjet, bizneset (duke përfshirë institucionet financiare) dhe qeveritë që blejnë ose shesin aktive financiare. Ato pjesëmarrës që japin fonde quhen njësi huadhënëse (*surplus*), ndërsa ato që hyjnë në tregjet financiare për të siguruar fonde quhen njësi huamarrëse.

Qeveria zakonisht është në rolin e njësisë huamarrëse. Ato që japin (*providers*) fonde janë familjet, investitorët e huaj ashtu si dhe Bankat Qendrore. Kjo e fundit, luan një rol të rëndësishëm në tregjet financiare sepse kontrollon ofertën monetare të vendit dhe merr pjesë në rregullimin e institucioneve depozituese. Ato ju mundësojnë studentëve të marrin kredi studentore, familjeve të marrin hua hipotekore, bizneseve të financojnë rritjen e tyre si dhe qeveritë të financojnë shumë nga shpenzimet e tyre. Pa tregje financiare shumë studentë do ta kishin të vështirë të shkonin në universitet, shumë familje nuk do kishin mundësi të blinin shtëpi, kompanitë nuk do të rriteshin si dhe qeveritë nuk do të ishin në gjendje të financonin investimet dhe shpenzimet e tyre. Familjet dhe bizneset të cilat ofrojnë fonde në tregjet financiare fitojnë një kthim në investimin e tyre: kthimi është i nevojshëm për të siguruar që fondet të ofrohen në tregjet financiare. Nqs nuk do të kishim ofertë për fonde, tregjet financiare nuk do të ishin në gjendje të transferonin fonde te ata që kanë nevojë për to.

Ata pjesëmarrës të cilët fitojnë më shumë para se sa shpenzojnë njihen si njësi suficitare (investitorë). Ata i ofrojnë kursimet e tyre neto në tregjet financiare. Ato pjesëmarrës të cilët shpenzojnë më shumë se sa fitojnë i njohim si njësi deficitare (ose huamarrës). Ata përdorin fonde nga tregjet financiare në mënyrë që të shpenzojnë më shumë se sa fitojnë. Shumë individë ofrojnë fonde në tregjet financiare në një periudhë të caktuar kohe dhe përdorin fonde nga tregjet financiare në një periudhë tjetër. Studentët janë një shembull tipik i njësisë deficitare, pasi ata shpesh marrin hua në tregjet financiare për të financuar edukimin/shkollimin e tyre. Pasi diplomohen, ata fitojnë më shumë të ardhura se sa shpenzojnë, pra bëhen njësi suficitare. Disa vite më vonë ata mund të rikthehen në njësi deficitare duke blerë një shtëpi.

Shumë njësi deficitare si kompani dhe agjenci qeveritare kanë akses në tregjet financiare duke lëshuar letra me vlerë. Një letër me vlerë përfaqëson një pretendim kundrejt lëshuesit. Letrat me vlerë të borxhit përfaqësojnë borxh (kredi, ose fonde të marra hua) të lëshuesit e letrave me vlerë. Njësitë deficitare ju shesin letrat me vlerë

njësive suficitare dhe ju paguajnë interesa mbi baza periodike (p.sh. çdo 6 muaj ose çdo vit). Letrat me vlerë të borxhit kanë një afat maturimi kur njësitë suficitare marrin mbrapsht principalin (*face value*) nga lëshuesi i letrës me vlerë.

Letrat me vlerë të kapitalit (të ashtuquajturat aksione) përfaqësojnë kapital dhe pronësi mbi lëshuesin. Disa lloje biznesesh emetojnë letra me vlerë të kapitalit për të rritur fondet. Emetimi i letrave me vlerë u mundëson kompanive dhe agjencive qeveritare (të qeverisjes qendrore dhe vendore) të sigurojnë para nga njësitë suficitare dhe si rrjedhojë të shpenzojnë më shumë para se sa arkëtojnë nga veprimtaria normale e tyre (p.sh. fitim për korporatat dhe taksat/tatimet për qeveritë).

Funksioni kryesor i sistemit financiar është krijimi i alternativave për të investuar kursimet dhe lehtësia në alokimin e burimeve. Sistemet financiare krijojnë mundësinë e amvisimit të rrezikut duke ndihmuar procesin e diversifikimit të rreziqeve të ndryshme si rrezikun e likuiditetit (Greenwood & Smith, 1996), (Bencivenga & Smith, 1991), (Levine, 1991); rreziqet ideosinkretike si dhe rreziqet e kërkesës (Greenwood & Jovanovic, 1990), (Levine, 1991), (Paul, 1992). Nga ana tjetër, diversifikimi bën të mundur financimin e operacioneve të rrezikshme të cilat përbëjnë investimet në risi produktive (Greenwood dhe Jovanovic 1990, Greenwood dhe Smith 1996, Levine 1991, Bencivenga dhe Smith 1991, Obstfeld 1994, Saint-Paul 1992, King dhe Levine 1993). Çështja e rrezikut, është vetëm njëra pjesë e tregtimit dhe për disa (risk-kundërshtuesit) mbetet më pak e interesuara. Por mundësia (Obstfeld, 1994) që kanë individët për transferimin e rreziqeve në formën e garancive i lejon ata të rrezikojnë në aktivitete të rrezikshme ku në kushte të tjera ata nuk do t'i kishin ndërmarrë (Arrow, 1963–64) dhe (Obstfeld 1994). Interesimi për uljen e kostove të marrjes së informacionit, për zbatimin e kontratave, dhe për realizimin e transaksione në sisteme të ndryshme ligjore, rregullatorë, tatimore kanë motivuar krijimin e kontratave të veçanta financiare, tregjeve, dhe ndërmjetësuesve ndërmjet vendeve dhe përgjatë gjithë historisë.

Për të përmirësuar problemet e tregut, sistemet financiare në mënyrë natyrale ndikojnë në shpërndarjen e burimeve përgjatë gjithë hapësirës dhe kohës (Merton dhe Bodie, 1995). Për shembull, shfaqja e bankave që përmirësojnë marrjen e informacionit në lidhje me firmat dhe menaxherët padyshim do të ndryshonte dhënien e kreditimit. P. sh. ekzistenca e kontratave financiare i bëjnë investitorët të jenë më të sigurt në investimet e tyre duke qenë se pala tjetër do t'i paguajë ato mbrapsht. Kjo ka bërë që njerëzit të ndryshojnë mënyrën e tyre të menduarit në të investuar dhe në huamarrje. Si shembull, njerëzit sot, janë më të gatshëm të heqin dorë nga kontrolli mbi kursimet e tyre për periudha afatgjata dhe kanë mundësi të tregtojnë investimet e tyre në çdo kohë, kjo për shkak të zhvillimit të tregjeve likuide të aksioneve dhe obligacioneve. Ekzistenca e bursave financiare ka ndryshuar thellësisht në “se sa”, “kur” dhe “ku” njerëzit kursejnë. Duhet të kuptojmë që sofistikimi i tregjeve, ndërmjetësuesve financiarë apo dhe i kontratave financiare ka lehtësuar shumë transaksione, apo marrëveshje financiare midis aktorëve të ndryshëm financiarë të cilat në një mënyrë apo tjetër kanë ndikuar edhe në jetën ekonomike të shteteve, nëpërmjet disa funksioneve që ata ofrojnë.

Funksionet e ndërmjetësimit përfshijnë:

- a) *Transferim i burimeve*: Tregjet financiare lehtësojnë transferimin e burimeve reale ekonomike nga kredithënësi te kredimarrësi i fundit

- b) *Përmirësim i të ardhurave*: Tregjet financiare u mundësojnë kredidhënësve të fitojnë interesa ose dividendë nga fondet e tyre të tepërta, duke kontribuar kështu në të ardhurat individuale dhe kombëtare
- c) *Përdorim produktiv*: Tregjet financiare mundësojnë/lejojnë përdorimin produktiv të burimeve
- d) *Formim kapitali*: Tregjet financiare sigurojnë kanale nëpërmjet të cilave kursimet e reja rrjedhin për tu transformuar në kapitale të reja në vend
- e) *Përcaktim i çmimit*: Tregjet financiare lejojnë/mundësojnë përcaktimin e çmimit nëpërmjet ndërveprimit huamarrës huadhënës. Ato sigurojnë shenja për shpërndarjen e fondeve në ekonomi duke u bazuar vetëm në ofertë dhe kërkesë nëpërmjet një mekanizmi që quhet procesi i zbulimit të çmimit.
- f) *Mekanizëm shitje*: Tregjet financiare sigurojnë mekanizmat për shitjen e një asemi financiar nga një investitor si dhe ti ofrojnë investitorëve tregtueshmëri dhe likuiditet për asetet e tyre.
- g) *Informacion*: Aktivitetet e pjesëmarrësve në tregjet financiare rezultojnë në gjenerimin dhe më vonë në përhapjen e informacionit mbi segmente të caktuara të tregut. Në këtë mënyrë reduktohen kostot e transaksioneve për asetet financiar.

Mënyra se si sistemet financiare ndikojnë kursimet dhe vendimet për investime (e kjo më pas në rritjen ekonomike), përqendrohet në pesë funksione që vijnë nga zhvillimi i sistemit financiar. Ndërsa ka mënyra të tjera për të klasifikuar funksionet e ofruara nga sistemi financiar (Merton dhe Bodie, 1995, 2004), Levine (1997) besoj se pesë kategoritë e mëposhtme janë të dobishme në organizimin e një rishikim të literaturës teorike dhe lidhjen me historinë e mendimit ekonomik mbi financat dhe rritjen ekonomike. Në veçanti, sistemet financiare:

- Lehtësojnë shkëmbimin dhe diversifikimin financiar
- Prodhojnë informacion ex ante rreth investimeve të mundshme
- Monitorojnë investimet dhe zbatojnë qeverisjen e korporatave
- Amvisojnë rrezikun
- Mobilizojnë dhe bashkojnë kursimet

2.2.1 Lehtësimi i shkëmbimit të mallrave dhe shërbimeve

Të gjitha sistemet financiare ofrojnë funksione financiare të përmendura më lart, por çështja qëndron në faktin e mënyrës se si sistemet financiare i ofrojnë këto funksione. Në drejtim të krijimit të lidhjes mes financës dhe teorisë së rritjes, dy gjëra janë për tu nënvizuar:

Së pari, një literaturë e gjerë sugjeron se akumulimi i kapitalit fizik në vetvete nuk llogaritet një rritje afatgjatë ekonomike (Jorgenson, 1995, 2005). Pra, që financa të nxisë rritjen ekonomike, ne na duhet mënyra se si zhvillimi financiar ndikon në shpërndarjen e burimeve.

Së dyti, ka paqartësi të përgjithshme mes rritjes ekonomike dhe marrëveshjeve financiare që përmirësojnë shpërndarjen e burimeve dhe zvogëlojnë rrezikun. Kthimet e larta (rrezik i lartë) ndikojnë normat e kursimit për shkak të efekteve të të ardhurave dhe efekteve të zëvendësimit. Në mënyrë të ngjashme, rreziku i ulët gjithashtu ndikon në normat e kursimeve (Levhari & Srinivasan, 1969). Kështu, marrëveshjet financiare që përmirësojnë shpërndarjen e burimeve dhe ulin rrezikun mund të ndikojnë në uljen e normave të kursimit.

2.2.2 Prodhimi i informacionit ex ante rreth investimeve të mundshme

Vlerësimi i firmave, menaxherëve, dhe kushteve të tregut shoqërohet me kosto të larta përpara marrjes së vendimeve për të investuar. Investitorët individualë dhe institucionale (kursimtarë) jo gjithmonë do mund të kenë aftësinë për të mbledhur, përpunuar dhe prodhuar informacionin e nevojshëm mbi investime të caktuara. Kur investitorët potencialë do kenë pak akses ndaj informacioneve të besueshme, kjo do i ndalojë ato të investojnë kapitalin e tyre në projekte me kthim të lartë. Kështu, shumë modele ekonomike supozojnë se flukset e kapitalit drejtohen drejt investimeve më fitimprurëse, duke nënkuptuar që investitorët kanë marrë informacionin e nevojshëm për firmat, menaxherët, dhe kushtet e tregut (Bagehot, 1873).

Ndërmjetësit financiar mund të zvogëlojnë kostot e marrjes dhe përpunimit të informacionit dhe në këtë mënyrë përmirësojnë shpërndarjen e burimeve (Boyd & Prescott, 1986). Pa ndërmjetës, çdo investitorë do të përballen me kosto fikse të mëdha lidhur me firmat vlerësuese, menaxherët, dhe situatat ekonomike. Rrjedhimisht, institucione apo individë në formën e ndërmjetësuesve vijnë në ndihmë investitorëve të cilët kanë nevojë për të realizuar investimet e tyre. Ndërmjetësuesit tipikë financiarë janë bankat (Boyd dhe Prescott, 1986) të cilët pranojnë depozita dhe japin kredi. Allen (1990), Bhattacharya & Pfleiderer (1985) dhe Ramakrishnan & Thakor (1984) kanë zhvilluar ide për rëndësinë e pranisë së ndërmjetësve financiarë në prodhimin e informacionit mbi firmat dhe për shitjen e këtij informacioni te pala kursyese. Ndërmjetësit financiarë bëjnë të mundur uljen e kostove të informacionit duke përmirësuar vlerësimin ex-ante të mundësive për investime duke ndikuar pastaj pozitivisht në alokimin e burimeve.

Me përmirësimin e shpërndarjes së informacionit mbi firmat, menaxherët, dhe situatat ekonomike, ndërmjetësit financiarë mund të përshejtojnë rritjen ekonomike. Duke supozuar se shumë sipërmarrës bëjnë thirrje për kapital dhe kur kapitali mungon ata i drejtohen ndërmjetësve financiarë. Ato nga ana e tyre përpiqen të sigurojnë informacion të saktë rreth firmave dhe preferojnë të financojnë firma premtuese në treg duke realizuar kështu një shpërndarje më efikase të kapitalit (Greenwood dhe Jovanovic, 1990).

Punimi i Greenwood dhe Jovanovic (1990) propozojnë modele dinamike ndërveprimi mes financave dhe rritjes ekonomike. Ndërmjetësit financiarë sigurojnë informacion të mirë, përmirësojnë shpërndarjen e burimeve, dhe nxitin rritjen. Gjithsesi bashkëpunimi me ndërmjetës financiarë ka kostot e tij. Ndërmjetësit financiarë mund të rrisin gjithashtu normën e inovacionit teknologjik duke identifikuar ato sipërmarrës me shanset më të mira të suksesshme dhe fillimin e proceseve të reja të prodhimit (King dhe Levine, 1993; Blackburn dhe Hung, 1998; Morales, 2003; Acemoglu, Aghion, dhe Zilibotti, 2003 dhe Galetovic, 1996)¹¹. Kjo qëndron në thelbin e Schumpeter-it (1912, fq. 74) mbi pikëpamjen financiare në procesin e zhvillimit ekonomik:

“Bankieri, nuk është në radhë të parë aq shumë një ndërmjetës... Ai autorizon popullin në emër të shoqërisë... (për të përtërirë)”

¹¹ Referuar autorit Ross Levine, “Finance and Growth: Theory and Evidence”, NBER Working Paper No. 10766, September 2004, JEL No. G0, O0

Ndërmjetësues të mirë financiarë janë edhe tregjet e aksioneve, të cilët mund të stimulojnë prodhimin e informacionit në lidhje me firmat. Me zgjerimin e tregjeve (më të mëdha dhe më likuide), agjentët mund të stimulohen më shumë në hulumtimin e firmave fitimprurëse (Grossman dhe Stiglitz, 1980). Intuitivisht, në tregje më të mëdha dhe më likuide, është më e lehtë për një agjent (i cili ka fituar informacion) për ta fshehur këtë informacion privat dhe të fitojë para duke e tregtuar në tregje financiare. Kështu, tregjet e mëdha dhe likuide do të rrisin mundësinë e ofrimit të këtij informacioni të vlefshëm me efekte pozitive në alokimin e kapitalit (Merton R. C, 1987). Ndërsa modele të tjera lënë të kuptohet për lidhje midis tregjeve, informacioneve efçente, dhe rritjes së qëndrueshme-shtetërore (Aghion dhe Howit, 1999).

2.2.3 Monitorimi i investimeve dhe zbatimi i qeverisjes së korporatave

Në kushtet e rritjes ekonomike, një numër modelesh tregojnë se ndërmjetësit financiarë mirë-funksionues ndikojnë në rritjen ekonomike duke nxitur qeverisjen e korporatave. Bencivenga dhe Smith (1993) tregojnë se ndërmjetësit financiarë përmirësojnë qeverisjen e korporatave nga monitorimi që i bëjnë ekonomizimit të kostove duke racionuar kredidhënien që çon më pas në rritjen e produktivitetit, akumulimin e kapitalit etj. Sussman (1993) dhe Harrison, Sussman, dhe Zeira (1999) kanë sjellë modele studimi ku ndërmjetësit financiarë lehtësojnë kalimin e burimeve nga kursimtarët te investitorët edhe pse në prani të asimetrisë së informacionit sjellin efekte pozitive në rritjen ekonomike. Duke u ndalur në veprimtarinë e inovacionit, De La Fuente dhe Marin (1996) zhvilluan një studim në të cilin ndërmjetësit lindin për të ndërmarrë proceset e vështira të monitorimit të aktiviteteve inovative. Kjo përmirëson shpërndarjen e kredive në mesin e ofertuesve të teknologjive, duke sjellë më pas pasoja pozitive mbi rritjen ekonomike.

Nga një tjetër perspektivë, Boyd dhe Smith (1992) tregojnë për dallimet në cilësinë e ndërmjetësuesve financiarë midis shteteve të cilat implikojnë flukset ndërkombëtare të kapitalit dhe normat e rritjes ekonomike. Kapitali mund të rrjedhë nga vendet me mungesë kapitali në vende me tepriçë kapitali në qoftë se këto të fundit kanë ndërmjetësues financiarë mjaft më efektive në kontrollin e korporatave. Kështu, edhe pse produkti fizik i kapitalit është më i lartë në vendet pak te zhvilluara, investitorët pranojnë se kthimet e tyre aktuale varen në mënyrë vendimtare nga monitorimi i kryer nga ndërmjetësit. Kështu, ndërmjetësimi i dobët financiar do të çojë në shpërndarjen jo optimale të kapitalit.

2.2.4 Amvisimi i rrezikut

Teoria tradicionale e financave fokusohet në diversifikimin ndër-sektorial të rrezikut. Sistemet financiare mund të zbutin rreziqet që lidhen me projekte individuale, firma, industri, rajone, shtete, etj. Bankat, fondet e përbashkëta, dhe tregjet e letrave me vlerë sigurojnë alternativa për tregti, mbledhje kursimesh, dhe diversifikim rreziku. Aftësia e sistemit financiar për të siguruar shërbimet e diversifikimit të rrezikut mund të ndikojë në rritjen ekonomike në afatgjatë duke ndryshuar mënyrën e shpërndarjes së burimeve dhe normat e investimit. Pavarësisht se investitorët në përgjithësi nuk e pëlqejnë rrezikun duhet pasur parasysh se projektet me kthim të lartë prirën të jenë me risikoze se projektet me kthim të ulët. Kështu, tregjet financiare që ia lehtësojnë diversifikimin e rrezikut investitorëve, kanë tendencë të nxitin një orientim të portofolit drejt projekteve me pritshmëri kthimi të

lartë (Gurley & Shaw, 1955); (Patrick, 1966); (Greenwood & Jovanovic, 1990); (Saint-Paul, 1992); (Devereux & Smith, 1994); dhe (Obstfeld, 1994).

Në kushtet e ndryshimit teknologjik, King dhe Levine (1993) tregojnë se diversifikimi ndër-sektorial i rrezikut mund të stimulojë aktivitetet inovative. Aftësia për të mbajtur një portofol të larmishëm të projekteve inovative zvogëlon rrezikun dhe promovon investimet në projekte të reja të rritjes. Kështu, sistemet financiare që lehtësojnë diversifikimin e riskut mund të përshpejtojnë ndryshimet teknologjike dhe rritjen ekonomike.

Përveç diversifikimit ndër sektorial të rrezikut, sistemet financiare mund të ndihmojnë edhe në shpërndarjen e rrezikut-ut. Në shqyrtimin e lidhjes midis rrezikut ndërsektorial dhe rritjes, studime të ndryshme teorike kanë tentuar të përqendrohen në rolin e tregjeve financiare se sa në atë të ndërmjetësve financiarë. Megjithatë, në shqyrtimin e shpërndarjes së rrezikut, literatura është fokusuar në rolin avantazhues të ndërmjetësve në lehtësimin e amvisimit të rrezikut (Allen dhe Gale, 1997).

Ndërmjetësit jetëgjatë në treg, gjithashtu mund të lehtësojnë shpërndarjen e rrezikut ndër-breza duke investuar në perspektiva afatgjata dhe duke ofruar si fillim kthime që janë relativisht të ulëta në kohët e bumit ekonomik dhe relativisht të larta në kohët e rënies ekonomike. Përderisa ky lloj i shpërndarjes së riskut është teorikisht i mundur me tregjet financiare, ndërmjetësit nga ana tjetër mund të rrisin mundësinë e shpërndarjes së rrezikut duke ulur kostot kontraktuese.

Një lloj tjetër rreziku është ai i rrezikut të likuiditetit. Likuiditeti është aftësia e një mjeti/ aseti për tu kthyer në para sipas çmimeve të rëna dakord. Prezenca e asimetrisë së informacionit dhe e kostove të transaksioneve mund të pengojnë likuiditetin dhe të intensifikojnë rrezikut e likuiditetit. Lidhja standarde midis likuiditetit dhe zhvillimit ekonomik lind për shkak se disa projekte me kthime të larta kërkojnë një angazhim afatgjatë të kapitalit, por investitorët nuk pëlqejnë t'i bllokojnë paratë për afate të gjata maturimi. Kështu, në qoftë se sistemi financiar nuk rrit likuiditetin e investimeve afatgjata, atëherë më pak investime kanë ngjarë të ndodhin në projekte me kthime të larta. Me tregjet likuide të kapitaleve, ky problem është reduktuar. Investitorët mund të mbajnë asete likuide si ato të kapitalit, obligacioneve, ose depozitave pa afat duke i shitur ata me lehtësi nëse do i duhen paratë e tyre mbrapsht. Avantazhi kryesor i tregjeve të kapitalit është se ata mund t'i transformojnë instrumentet likuide financiare në investime kapitale afatgjata.

Sistemet financiare gjithashtu mund të nxisin akumulimin e kapitalit njerëzor (Jacoby, 1994). Në veçanti, marrëveshjet financiare mund të lehtësojnë kreditimin për qëllim të akumulimit të punonjësve të aftë. Nëse akumulimi i kapitalit njerëzor do mund të sheshojë nivelet sociale të ndryshme, marrëveshjet financiare që lehtësojnë krijimin e kapitalit njerëzor ndihmojnë në përshpejtimin e rritjes ekonomike (DeGregorio, 1996); (Galor & Zeira, 1993).

Gjithashtu, problemet me likuiditetin bëjnë që firma në fazat e tyre të ndryshme të prodhimit të kenë vështirësi financiare duke zvogëluar shanset për një biznes të suksesshëm me norma të larta kthimi. Holmstrom dhe Tirole (1993) nënvizojnë se proceset e prodhimit të firmave janë afatgjata, të pasigurta dhe mund të goditen nga falimentimi. Pavarësisht se këto firma financohen nga ndërmjetësit financiar duhet pasur parasysh se ndihma për tu kredituar shoqërohet në një mjedis me informacion asimetrik.

Acemoglu, Aghion dhe Zilibotti (1997) me kujdes ka studiuar lidhjet mes rrezikut ndër-sektorial, diversifikimit dhe rritjes ekonomike. Ata supozojnë se (i) projektet me rrezik dhe kthim të lartë shpesh herë janë të pandashëm dhe kërkojnë një investim të madh fillestar, (ii) njerëzit nuk e pëlqejnë rrezikun, (iii) projektet e sigurta por kanë kthime të vogla. Autorët tregojnë se sistemet financiare që lejojnë agjentët të mbajnë portofole të larmishme me projekte të rrezikshme nxisin një rialokim të drejtë të kursimeve drejt kthimeve të larta dhe si pasojë me efekte pozitive në rritjen ekonomike.

2.2.5 Mbledhja e kursimeve

Mobilizimi - mbledhja/ bashkimi- është proces i kushtueshëm i akumulimit të kapitalit nga kursimtarët e ndryshëm për t'i shpërndarë në formën e investimeve. Mobilizimi i kursimeve përfshin (a) tejkalimin e kostove të transaksionit që lidhen me mbledhjen e kursimeve nga individë të ndryshëm dhe (b) tejkalimin e problemit të asimetrive të informacionit duke i bindur kursimtarët të ndjehen rehat të investojnë kursimet e tyre. Historia e Bankave Amerikane të Investimeve flet gjithmonë për menaxhimin e kostove të transaksioneve që lidhen me rritjen e kapitalit në Shtetet e Bashkuara të Amerikës gjatë shekujve 19 dhe 20 (Carosso, 1970).

Në dritën e kostove të transaksionit dhe të informacionit lidhur me mobilizimin e kursimeve nga agjentë të shumtë, marrëveshjet e shumta financiare mund të lindin për të zbutur problemet dhe për të lehtësuar mobilizimin e fondeve. Në mënyrë të veçantë, mobilizimi mund të përfshijë kontrata të shumta dypalëshe ndërmjet njësive prodhuese dhe agjentëve të tjerë që kanë burime të tepërta të parave. Mobilizimi mund të ndodhë edhe nëpërmjet ndërmjetësve, ku mijëra investitorë ia besojnë pasurinë e tyre ndërmjetësve të cilët nga ana tjetër kreditojnë ato firma që kanë mungesë parash (Sirri & Tufano, 1995). Por që kjo të ndodhë, pra "mobilizuesit" duhet të bindin kursimtarët për qëndrueshmërinë e investimeve të tyre (Boyd & Smith, 1992). Drejt këtij qëllimi, ndërmjetësit shqetësohen për krijimin e një reputacioni të mirë, në mënyrë që kursimtarët kontribuues në institucionet e tyre të ndjehen rehat në lidhje me kursimet e tyre (Delong, 1991); dhe (Lamoreaux, 1995).

Sistemet financiare që janë më efektive në mbledhjen e kursimeve të individëve mund të ndikojnë thellësisht në zhvillimin ekonomik duke rritur kursimet, duke shfrytëzuar ekonomitë e shkallës etj. Përveç efektit të drejtpërdrejtë të mobilizimit të kursimeve në akumulimin e kapitalit, mobilizimi i kursimeve mund të përmirësojë shpërndarjen e burimeve dhe të rritë rritjen teknologjike. Mobilizimi nga ana tjetër çon krijimin e instrumenteve financiarë. Këto instrumente ofrojnë mundësi për familjet që të mbajnë portofole të diversifikuara.

Acemoglu dhe Zilibotti (1997) tregojnë se për projekte të mëdha, të pandashme, marrëveshjet financiare mobilizojnë kursimet e shumë individëve të ndryshëm duke investuar në portofole të diversifikuara (por edhe të rrezikshme) duke lehtësuar një rishpërndarje të investimeve drejt veprimtarive fitimprurëse me pasoja pozitive në rritjen ekonomike.

2.2.6 Lehtësia në shkëmbim

Marrëveshjet financiare që ulin kostot e transaksioneve mund të nxisin specializimin, inovacionin teknologjik dhe rritjen ekonomike. Lidhjet midis transaksioneve lehtësuese, specializuese, inovative, dhe rritjes ekonomike ishin elementet thelbësore të idesë së Adam Smith-it. Ai analizoi se ndarja e punës -

specializimi – janë faktorët kryesorë në themel të produktivitetit. Nqs punëtorët do mund të specializohen, ata do jenë në gjendje të shpikin makineri dhe të përmirësojnë proceset e prodhimit. Smith (1776) u fokusua në rolin e parasë, në uljen e kostove të transaksioneve, duke folur për specializime të mëtejshme, dhe për nxitje të risive teknologjike.

Greenwood dhe Smith (1996), kanë studiuar lidhjen midis shkëmbimit, specializimit, dhe inovacionit. Më shumë specializim kërkon më shumë transaksione. Duke ditur që transaksionet janë të kushtueshme, marrëveshjet financiare ndihmojnë në uljen e kostove të transaksioneve duke mundësuar në të njëjtën kohë edhe rritjen e specializimeve. Në këtë mënyrë, tregjet që promovojnë shkëmbimet inovative dhe të specializuara inkurajojnë edhe rritjen e fitimeve të firmave. Nëse tregjet kanë kosto fikse, atëherë çdo rritje e të ardhurave për frymë nuk do shoqërohet me rritjen e këtyre kostove fikse. Kështu, zhvillimi ekonomik mund të nxisë zhvillimin e tregjeve financiare.

Në 1996, modeli i Greenwood dhe Smith propozoi që ulja e kostove të transaksioneve jo domosdoshmërisht do të stimulonte shpikjen e teknologjive për një prodhim inovativ dhe më të mirë. Por, ulja e kostove të transaksioneve do të promovojë ato procese që janë ekonomikisht tërheqëse. Modeli i dy autorëve nënvizoi rolin e tregjeve financiare për specializimin e proceseve të prodhimit. Por, kjo nuk shpjegon faktin se emetimi i instrumentave financiare apo i institucioneve financiare gjithmonë do sigurojnë uljen e kostove të transaksioneve dhe sjelljen e një teknologjie të specializuar prodhimi. Këto janë të rëndësishme, sepse ne duam të kuptojmë dy çështje: Cilat janë tiparet e mjedisit ekonomik që krijojnë stimuj për lindjen e marrëveshjeve financiare, dhe si ndikojnë këto marrëveshje financiare në zhvillim e aktivitetit ekonomik?

2.3 Konsolidimi i Institucioneve financiare

Nga një institucion financiar pritet që të veprojë në mënyrë të tillë që të maksimizojë vlerën e pronarëve të saj. Vlera e një institucioni financiar është vlera aktuale e flukseve të saj të ardhshme të parasë. Prandaj, vlera e tij është e lidhur ngushtë me rritjen (zhvillimin) dhe përfitueshmërinë. Po ashtu, vlera e tij influencohet nga shkalla e tij e riskut, meqenëse norma e kërkuar e kthimit nga investitorët në të është e lidhur pozitivisht me riskun e tij. Manaxherët shërbejnë si agentë për pronarët dhe duhet të marrin vendime me qëllim maksimizimin e vlerës së firmës. Në vitet ‘60 dhe ‘70, marrja e vendimeve nga menaxherët ishte e kufizuar sepse operacionet e institucioneve financiare ishin tepër të specializuara dhe të kontrolluara. Kishte konkurrencë të limituar mes llojeve të ndryshme të institucioneve financiare. Bankat tregtare shërbenin si huadhënësit kryesorë të fondeve afatshkurtra për korporatat, ndërsa firmat e të sigurtave i ndihmonin korporatat të siguronin fonde afatgjata. Institucionet e kursimit ishin të specializuara në hipoteka, ndërsa kompanitë e sigurimit i fokusonin investimet e tyre në obligacione.

Gjithashtu, gjatë atyre dekadave kishte një konkurrencë shumë të vogël për marrjen e fondeve. Depozitat e vëna nga njësitë huadhënëse pranë bankave tregtare dhe institucioneve të kursimit ishin shumë të rregulluara (kontrolluara) për të penguar konkurrencën. Pastaj në vitet ‘70, zhvillimi i fondeve të investimit krijoi konkurrencë për fondet e mbajtura nga njësitë huadhënëse. De-rregullimi i normave të interesit të depozitave në fillim të viteve ‘80 siguroi konkurrencë shtesë për këto fonde. Për më

tejt, në vitet '80, institucioneve të kursimit, kompanive të sigurimit dhe institucioneve të tjera financiare ju dha më shumë fleksibilitet nga rregullatorët për përdorimin e fondeve të tyre. Kjo rritje fleksibiliteti vazhdoi dhe në vitet '90. Sot, shumë institucione financiare po ofrojnë gamë më të gjerë produktesh dhe shërbimesh për të diversifikuar biznesin e tyre. Si pasojë, shërbimet e tyre ngjajnë gjithnjë e më shumë dhe konkurrenca është rritur. Për shkak se ka agjenci të ndryshme rregullatore për tipe të ndryshme të institucioneve financiare, koordinimi mes këtyre rregullatorëve është i vështirë për tu realizuar. Rregullore të diferencuara mund të shkaktojnë që disa institucione të kenë avantazhe të krahaseshme me të tjerët.

Ndërsa rregullimet janë zvogëluar, manaxherëve të institucioneve financiare u është dhënë më shumë fleksibilitet për të ofruar shërbime që mund të rrisin flukset dhe vlerën e tyre të parasë. Reduktimi i rregullimit ka bërë të mundur që institucionet financiare të kenë më shumë mundësi për të kapitalizuar ekonomitë e shkallës. Bankat tregtare kanë blerë banka të tjera në mënyrë që të gjenerojnë një vëllim më të madh biznesi mbështetur nga një infrastrukturë e caktuar. Duke rritur vëllimin e shërbimeve të prodhuara, kosto mesatare e kryerjes së shërbimeve (si kreditë) ka ardhë duke u reduktuar. Institucionet e kursimit janë konsoliduar për të realizuar ekonomitë e shkallës në biznesin e tyre të huadhënies së hipotekave (*mortgage*). Kompanitë e sigurimit janë konsoliduar që të reduktojnë koston mesatare të dhënies së shërbimeve të sigurimit.

Reduktimi në rregullime ka lejuar gjithashtu që lloje të ndryshme të institucioneve financiare të kapitalizohen në ekonomitë e kostos. Bankat tregtare janë bashkuar me institucionet e kursimit, firmat e letrave me vlerë, kompanitë e financimit, fondet e investimeve dhe kompanitë e sigurimit. Megjithëse, operacionet e secilit lloj të institucioneve financiare zakonisht menaxhohen veçmas, një konglomerat financiar ofron avantazhe për klientët që preferojnë ti marrin të gjitha shërbimet financiare nga një institucion financiar i vetëm.

2.3.1 Financimi i Drejtpërdrejtë dhe jo i Drejtpërdrejtë¹²

Thelbi i transaksioneve në tregun financiar konsiston në huadhënie të palës që ka teprice mjeteshe dhe në huamarrje të palës që ka mungesë. Kur pala që ka teprice parash ia huajep drejtpërdrejtë palës që ka nevojë apo mungesë për para quhet financim i drejtpërdrejtë. Në rastin kur ofruesit e fondeve e njohin dhe e kryejnë transaksionin me huamarrësin duke u kontaktuar drejtpërdrejtë, atëherë investimi bëhet si financim i drejtpërdrejtë (*direct financing*), pa ndërmjetës, p. sh. për një projekt, për një firmë, për një ent qeveritar, etj. dhe kjo metodë financimi quhet metodë e financimit të drejtpërdrejtë (*direct financing method*).

Në praktikë ka raste kur një transaksion kryhet edhe me një ndërmjetësues transaksioni (*broker*) i cili e kryen rolin e tij thjesht duke bashkuar një blerës me një shitës, pa rrezikuar paratë e veta. Në këtë rast këto nuk rrezikojnë paratë e tyre dhe operojnë kundrejt një komisioni, prandaj rëndom quhen "komisionerë". Ndërkohë që ka ndërmjetësues financiarë që i blejnë me paratë e tyre instrumentat financiare. Në këtë rast këto quhen edhe tregtues apo ujdisë (*dealer*) sepse këta rrezikojnë paratë e tyre duke i blerë vetë titujt dhe rishitur më pas.

Çdo transaksion i financimit të drejtë për drejtë bazohet në një kontratë financiare ndërmjet palës që huamerr apo huamarrësit (debitorit) dhe palës që huajep

¹² Referuar Ilir Hotit, "Amvisimi i Rrezikut dhe Industria e Sigurimeve, Instituti i Inxhinierisë Financiare për Bankë dhe Sigurime" (2011)

apo huadhënësit (kreditorit) dhe të një instrument borxhi që përmban vlerën e borxhit, interesin dhe afatin e shlyerjes. Në këtë vështrim, ndërmjetësuesit financiarë në thelb tregtojnë kontratat financiare.

Figura 2-1: Procesi i transferimit të fondeve



Burimi: (Hoti, 2011)

Përfundimisht duhet kuptuar se në financimin e drejtpërdrejtë pala zotëruese e parave ose e të mirave të shprehur në para priret të ketë dijeni të plotë se kujt i huajepen paratë ose të mirat e vlerësuar në para.

2.3.2 Financimi jo i Drejtpërdrejtë; Veprimtaria Bankare

Financimi jo i drejtpërdrejtë apo i tërthortë, haset kur ofruesit e fondeve nuk e njohin huamarrësin, kur p. sh., depozituesit e parave në një bankë (ofruesit e fondeve) nuk dinë se kujt ia huajep banka paratë e tyre si depozitë. Bankat janë përfaqësuesit më tipik të ndërmjetësimit të tërthortë, sepse i krijojnë burimet e tyre duke pranuar depozita dhe depozituesve u emetojnë vërtetim/certifikatë depozitash. Lënda e parë e bankave janë depozitat në shuma të vogla/mesme/mëdha që vendosen nga individë dhe subjekte biznes. Këtë lëndë të parë bankat e përpunojnë duke i investuar në huadhënie masive, si për shembull, për ndërtim shtëpiash, për financim projektsh/veprimtarish, për pjesëmarrje në investime, për të blerë të sigurta qeveritare, etj.

Figura 2-2: Transferimi jo i drejtpërdrejtë (indirekt)



Burimi: (Mishkin & Eakins, 2010)

Bankat janë ndërmjetësuese financiare të tërthorta (jo të drejtpërdrejta) sepse pala "huadhënëse" apo depozituese e parave në bankë nuk ka dijeni se kujt ia huazon banka këto para. Banka mund të këtë trajtën si një bankë tregtare, bankë kursimi, shoqatë kursim-krediti, kooperativë huadhënieje/krediti, etj. Krahës bankave, në mënyrë të ngjashme edhe në shoqëritë e sigurimeve të jetës, të fondeve pensionale, etj., sepse kontribuuesit e parave si pagues të primit të sigurimit nuk kanë dijeni se ku investohen paratë e tyre, prandaj të gjitha bankat dhe shoqëritë financiare të sigurimeve, pensione, etj., përfshihen në kategorinë e ndërmjetësve financiar jo të drejtpërdrejtë.

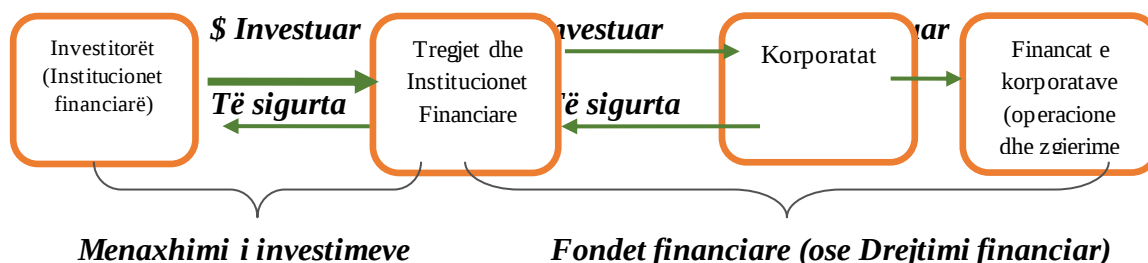
Në një ekonomi që funksion mirë, kapitali do të lëvizë në mënyrë efikase nga ata që kanë tepriçë te ata që kanë mungesë. Ky transferim i kapitalit mund të bëhet në

tre mënyra të ndryshme të përshkruara me poshtë:

- *Transfertë direkte* të parave dhe letrave me vlerë, ndodhin kur një biznes (huamarrës) shet aksionet ose obligacionet e veta direkt te kursintarët (huadhënës), pa kaluar nëpërmjet ndonjë institucioni financiar.
- Transfertat gjithashtu mund të kalojnë nëpër një *institucion bankar investimesh (Investment banking house)*¹³ e cila nënshkruan¹⁴ çështjen. Të sigurtat e bizneseve dhe paratë e kursintarëve thjeshtë "kalojnë nëpër" këtë institucion bankar investimesh.
- Transfertat mund të bëhen edhe përmes një *ndërmjetësi financiar* i tillë si një bankë ose fond reciprok (*mutual fund*). Këtu ndërmjetësi merr fonde nga kursintarët në këmbim të letrave me vlerë. Ndërmjetësit i përdorin këto para për të blerë dhe të mbajnë letrat me vlerë të bizneseve.

Shpesh aktorët ekonomikë që kanë nevojë për kapital mund të jenë biznes, korporata, ose individë që kërkojnë të blejnë një shtëpi. Në kontekstin global, zhvillimi ekonomik është i lidhur shumë me nivelin dhe efikasitetin e tregjeve dhe institucioneve financiare¹⁵. Është e vështirë, madje e pamundur, për një ekonomi të arrijë potencialin e saj të plotë në qoftë se nuk ka një sistem që funksionon mirë financiarisht. Për këtë arsye, hartuesit e politikave shpesh promovojnë globalizimin e tregjeve financiare. Në një ekonomi të zhvilluar mirë financiarisht si ajo e SHBA-së, një grup i gjerë tregjesh dhe institucioneve financiare kanë evoluar me kalimin e kohës duke lehtësuar alokimin efikas të kapitalit. Për të rritur kapitalin në mënyrë efikase, menaxherët duhet të kuptojnë se si këto tregje dhe institucione punojnë. Ndërmjetësuesit financiarë ndërmjetësojnë për llogari të palëve blerëse në publik. Këta janë subjekte biznesi që mundësojnë grumbullimin e fondeve në përmasa dhe me rrezik specifik (nga shumë persona fizikë/juridikë) dhe investojnë në alternativa dhe subjekte të ndryshme, me rrezik të diversifikuar. Për këtë arsye këto janë të specializuara në përpunimin e burimeve financiare, në identifikimin, vlerësimin dhe diversifikimin e rrezikut nëpër huamarrës të ndryshëm. Ndërmjetësuesit financiarë janë bankat tregtar, shoqëritë e investimit, shoqëritë e sigurimeve, shoqëritë ose fondet e pensione, bashkimet/kooperativat e kreditit, bankierët e investimit, etj.

Figura 2-3: Mekanizmi i funksionimit të institucioneve ndërmjetësuese



¹³Merrill Lynch

¹⁴ Një nënshkrues (*underwriter*) shërben si një ndërmjetës dhe lehtëson lëshimin e letrave me vlerë.

¹⁵ Për një rishikim të detajuar të fakteve që lidhin zhvillimin financiar në rritjen ekonomike, shih Ross Levine, "Finance and Growth: Theory and Evidence," NBER Working Paper no. w10766, September 2004.

2. 3. 3 Roli i Institucioneve Financiare në Tregjet Financiare

Nqs tregjet financiare do të ishin perfektë, i gjithë informacioni rreth letrave me vlerë për shitje në tregjet parësore dhe dytësore (duke përfshirë besueshmërinë e emetuesit të letrës me vlerë) do të ishte vazhdimisht dhe lirisht në dispozicion të investitorëve. Po ashtu, i gjithë informacioni që identifikon investitorët e interesuar për blerjen e letrave me vlerë si dhe investitorët që po planifikojnë të shesin letrat me vlerë do ishte lirisht i disponueshëm. Për më tej, të gjitha letrat me vlerë për shitje mund të copëtoheshin (ndaheshin) në çdo madhësi të dëshiruar nga investitorët, dhe kostot e transaksionit nuk do ekzistonin. Në këto kushte, ndërmjetësuesit financiarë nuk do nevojiteshin.

Por, sepse tregjet janë jo-perfekt, blerësit dhe shitësit e letrave me vlerë nuk kanë akses të plotë të informacionit dhe nuk mund që gjithmonë ti ndajnë letrat me vlerë në madhësinë e dëshiruar. Institucionet financiare nevojiten për të zgjidhur problemet e shkaktuara nga mungesa e perfeksionit të tregut. Ato marrin kërkesa nga huamarrësit dhe huadhënësit për letrat me vlerë që do shiten apo blihen, dhe ato e përdorin këtë informacion për të bashkuar blerësit dhe shitësit e letrave me vlerë. Për arsye se sasia e një letrë të caktuar me vlerë për tu shitur nuk është gjithmonë e barabartë me shumën e dëshiruar nga investitorët, institucionet financiare ndonjëherë i ndajnë (copëtojnë) letrat me vlerë duke i shpërndarë ato tek disa investitorë të ndryshëm derisa e gjithë shumë është shitur. Pa institucionet financiare, kostot e informacionit dhe të transaksioneve të tregjeve financiare do të ishin shumë të mëdha.

Një lloj i rëndësishëm i ndërmjetësuesit financiar është institucioni depozitues, i cili pranon depozita nga huadhënësit (njësitë me teprica) dhe u sigurojnë kreditimin huamarrësve nëpërmjet kredive dhe blerjes së letrave me vlerë. Institucionet depozituese janë institucione financiare popullore për arsyet e mëposhtme:

- Ato ofrojnë llogari depozite që mund sigurojnë shumën dhe likuiditetin e dëshiruar nga shumica e huadhënësve.
- Ato ripaketojnë fondet e marra nga depozitat për të dhënë kredi në madhësinë dhe maturitetin e dëshiruar nga huamarrësit.
- Ato pranojnë riskun në kreditë e dhëna.
- Ato kanë më shumë ekspertizë se huadhënësit individualë në vlerësimin e besueshmërisë huamarrësve.
- Ato i diversifikojnë kreditë e tyre mes një numri të madh huamarrësish dhe kështu ato mund të absorbojnë (thithin) kreditë problematike më mirë se sa huadhënësit individualë. Për të vlerësuar këto avantazhe, konsideroni fluksin e fondeve nga huadhënësit tek huamarrësit nqs institucionet depozituese nuk do ekzistonin. Çdo huadhënës duhet të identifikonte një huamarrës që dëshiron të marrë hua shumën ekzakte të fondeve në dispozicion për periudhën ekzakte të kohës në të cilën fondet do të ishin në dispozicion. Për më tej, secili huadhënës do duhej të kryente vlerësimin e kredisë dhe të mbarte riskun e mospagimit. Në këto kushte, shumë huadhënës do kishte shume të ngjarë ti mbanin fondet e tyre sesa ti kanalizonin ato drejt huamarrësve.

Kështu, fluksi i fondeve nga huadhënësit drejt huamarrësve do të pengohet. Kur një institucion depozitues ofron një kredi, ai luan rolin e një kreditori, njëlloj sikur të kishte blerë një letër borxhi me vlerë. Por, një marrëveshje e personalizuar kredie do të ishte më pak e tregtueshme në tregun sekondar se sa një letër borxhi me vlerë, sepse kushtet e detajuara në një kredi mund të ndryshojnë në mënyrë sinjifikative mes kredive. Ndonjë investitor potencial do duhej të shqyrtonte të gjitha kushtet përpara se të blinte kreditë në tregun dytësor.

Si përfundim, bankat tregtare janë institucioni depozitues më dominues. Ato u shërbejnë huadhënësve duke ju ofruar një shumëllojshmëri llogarish depozite, dhe ato transferojnë fondet e depozituara tek huamarrësit duke dhënë kredi direkte apo duke blerë letra borxhi me vlerë. Bankat tregtare i shërbejnë si sektorit privat dhe atij publik, duke qenë se shërbimet e tyre të depozitimit dhe kreditimit përdoren (përfitohen) nga familjet, bizneset dhe agjencitë qeveritare. Institucionet e kursimit (*thrift institutions*). Institucionet e kursimit janë një tip tjetër i institucioneve depozituese. Ato përfshijnë Shoqëritë e kursimit dhe kredisë dhe Bankat e kursimit. Ashtu si Bankat tregtare, Shoqëritë e kursim kreditit ofrojnë llogari depozitash për huadhënësit dhe pastaj i kanalizojnë këto depozita drejt huamarrësve. Megjithatë, Shoqëritë e kursim kreditit janë përqendruar në kredi hipotekare, kurse bankat tregtare janë përqendruar në kreditë tregtare. Ky ndryshim në shpërndarjen e fondeve ka bërë që performanca e bankave tregtare dhe Shoqërive të kursim kreditit të ndryshojë në mënyrë të konsiderueshme me kalimin e kohës. Megjithatë në dekadat e fundit, deregullimi u ka lejuar Shoqërive të kursim kreditit më shumë fleksibilitet në alokimin (shpërndarjen) e fondeve të tyre, duke i bërë funksionet e tyre gjithnjë e më të ngjashme me ato të bankave tregtare. Megjithëse Shoqëritë e kursim-kreditit mund të zotërohen nga aksionerë, shumica e tyre janë të përbashkëta (në pronësi të depozituesve).

Institucionet jo depozituese i sigurojnë fondet nga burime të tjera dhe jo nga depozitat, por ato luajnë një rol shumë të madh në ndërmjetësimin financiar. Këto institucione përshkruhen shkurtimisht si më poshtë.

2. 4 Rishikimi i literaturës mbi zhvillimin financiar dhe rritjen ekonomike

Rëndësia e institucioneve financiare në gjenerimin e rritjes ekonomike është diskutuar gjerësisht në literaturë. Në botën teorike të Arrow-Debreu¹⁶, të ndërtuar mbi bazën e disa supozimeve jo realiste, ndërmjetësimi financiar nuk është i domosdoshëm, por ai bëhet i rëndësishëm kur modeli i përafrohet botës reale, e cila karakterizohet nga këmbimi ekonomik (Dushku, 2009). Meqenëse, modelet janë një thjeshtim i realitetit, asnjë model gjithëpërfshirës teorik nuk mund të shpjegojë ekzistencën e ndërmjetësimit financiarë (Khan & Senhadiji, 2000). Duke qenë se ndërmjetësimi financiar bën të mundur alokimin e burimeve në hapësirë dhe kohë, është e rëndësishme të shikohet lidhja që ekziston midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike.

Ekonomistët e hershëm si Schumpeter në 1911 identifikoi rolin e bankave në lehtësimin e risive teknologjike nëpërmjet rolit të tyre ndërmjetësues. Ai besonte se arritja e këtij objekti do realizohej nëpërmjet mjeteve si ndarja efikase e kursimeve

¹⁶ Cituar (Dushku, 2009)

nëpërmjet identifikimit dhe financimit të sipërmarrësve me mundësitë mira në zbatimin me sukses të produkteve të reja dhe proceseve të prodhimit. Schumpeter (1991) theksoi rëndësinë e ndërmjetësve financiarë dhe tregjeve financiare në procesin e zhvillimit ekonomik. Sipas Schumpeter (1912, cit nga Levine, 1997) rritja ekonomike ishte një produkt i bashkëveprimit midis inovacioneve financiare dhe reale. (Hicks, 1969) (cit në Levine, 1997), mbajti të njëjtën pikëpamje, duke deklaruar se financat kanë luajtur një rol vendimtar në industrializimin e vendeve në zhvillim.

Ekonomistët Boissguillbert¹⁷ dhe Keynes¹⁸ nga ana e tyre interpretojnë në dritën e ngurtësisë së çmimeve; që normat e larta të interesit tërheqin kursimet, por dekurajojnë investimet; një rënie në investime ulin të ardhurat reale, dhe të ardhura e ulëta do të thotë më pak kursime. Rënia e të ardhurave ka një efekt me të fortë se sa rritja e normave të interesit, duke pasur kështu grumbullim të inventarëve, duke krijuar tepriçë në ofertë, më vonë presion deflator dhe recesion (kjo për shkak të rënies së çmimeve). Modelet e paraqitura më lart supozojnë një ekonomi të mbyllur (ku investimet barazohen me kursimet kombëtare) dhe funksionim i përkryer i tregut bankar. Prandaj, nuk ka nevojë për modelim shtesë të tregut të ndërmjetësve financiarë. Në këtë rast, norma ekuilibër e interesit do të sigurojë një ekuilibër stacionar në të holla dhe në tregjet e kreditit. Por pavarësisht kësaj duhet të dimë që paraja nuk ka zëvendësim, rezervat e akumuluar janë "sterile", dmth ata nuk mund të kryejnë ndonjë funksion monetar. Gjithsesi, nëq paraja do kishte zëvendësues, do kishim rritje të normës së interesit e cila do stimulonte përdorimin e aseteve alternative të gati-parasë (*quasi-money*) dhe recesioni do ishte evituar. Por, edhe normat e ulëta të interesit shoqëruar me një inflacion të lartë dhe të ndryshueshëm do shkaktonte një dis-ndërmjetësim financiar dhe recesion. Ky efekt është i njohur si hipoteza e McKinnon "represioni financiar".

McKinnon dhe Shaw (1973) shqyrtuan ndikimin e ndërhyrjes së qeverisë në zhvillimin e sistemeve financiare duke konkluduar se kufizimet e qeverisë mbi sistemin bankar (si vendosja e normave të interesit tavan dhe ndërhyrja e drejtpërdrejtë në procesin e kreditimit) ndikojnë negativisht në zhvillimin e sektorit financiar dhe dëmtojnë rritjen ekonomike.

Disa autorë të hershëm shprehen: Robinson (1952) argumenton sipas versionit të tij se "është rritja ekonomike që sjell zhvillimin financiar". Kuznets (1955) thekson se "tregu financiar fillon të rritet ndërkohë që ekonomia i afrohet fazës së ndërmjetme të procesit të rritjes dhe zhvillimit sapo ekonomia bëhet me e pjekur". Lucas (1988) thekson se "rëndësia e çështjeve financiare është mbivlerësuar më shumë se ç'duhet", ndërsa Chandavarkar (1992) vë në dukje se asnjë pionier që është marrë me çështjet e

¹⁷Boissguillbert, Becher bashkë me Quesnay janë emra të rëndësishëm të shkollës së fiziokratëve. Ata mbështetnin idenë e një tregu të lirë. Sipas Schumpeter (1975, f. 235), Boissguillbert shqetësohej nga barrierat e vendosura nga qeveria për qarkullimin e të ardhurave si; taksat, doganat dhe ndërhyrjet në industri dhe bujqësi.

¹⁸Keynes analizoi vetëm efektet afat-shkurtra, duke neglizhuar rolin e financës në afatgjatë. Ai e adresonte bursën me ndërhyrjet qeveritare; ku ishte qeveria ajo që kontrollonte kërkesën agregate. Ai këtë e lidhte me besimin e tij se tregjet private financiare janë faktorë destabilizues të kapitalizmit modern. (Ai përdorte termin "shpirt kafshëror" për të përshkruar aktivitetet investuese në ato tregje). Për këtë gjë, ndjekësit e Keynes e shikonin sistemin financiar si dytësor, duke nënvizuar lidhjen parësore midis rritjes dhe ndërmarrësisë reale (Robinson, 1952, f. 82, in Levine, 1997, f. 688) (Cit. Sonje)

zhvillimit ekonomik nuk e kanë konsideruar financën si faktor kyç zhvillimi"(Luintel & Khan, 1999).

Në vitet 1960 dhe 1970, zhvillimi i teorisë së “Rritjes Endogjene” filloi të studiojë për herë të parë idenë se funksionet e sistemeve financiare plotësojnë dhe ndikojnë pozitivisht mbi zhvillimin ekonomik.

Patrick në vitin 1966 identifikoi dy lidhje të mundshme midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike. Lidhja e parë e quajtur “*demand following*” evidenton se rritja e kërkesës për shërbime financiare varet nga rritja ekonomike, tregtueshmëria dhe nga modernizimi i sektorëve të ekonomisë. Kështu, krijimi i institucioneve financiare, aktiveve dhe detyrimeve financiare të tyre, vjen si rezultat i rritjes së kërkesës nga investitorët në ekonominë reale (Patrick, 1966). Në këtë këndvështrim, sa më e shpejtë është rritja e të ardhurave reale në ekonomi, aq më e madhe do të jetë kërkesa nga ndërmarrjet për fonde shtesë dhe për ndërmjetësim financiar. Kjo ndodh pasi firmat në mjaft situata të ndryshme, do të jenë më pak në gjendje të financojnë këtë ekspansion të brendshëm. Për të njëjtën arsye, për një normë të caktuar të rritjes ekonomike, sa më e madhe të jetë ndryshueshmëria e rritjes ekonomike midis vendeve të ndryshme, aq më e madhe do të jetë kërkesa për ndërmjetësim financiar. Në këtë mënyrë transferohen kursimet nga vendet më pak të zhvilluara industriale, drejt vendeve më të zhvilluara. Sistemi financiar mbështet në këtë mënyrë procesin e rritjes, ku kërkesa për zhvillimin e mëtejshëm të tij vjen si rezultat i rritjes së mëtejshme ekonomike.

Lidhja e dytë midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike është quajtur nga Patrick (1966) si “*supply leading*”. Kjo lidhje në vetvete përfshin transferimin e burimeve nga sektorë me rritje të vogël drejt sektorëve me rritje të lartë, duke nxitur dhe përkrahur rritjen. Kjo nënkupton që krijimi i institucioneve financiare dhe i shërbimeve të tyre, ndodh përpara kërkesës për to dhe është pikërisht zhvillimi i tyre që stimulon rritjen ekonomike.

Gjithashtu dy linjat e mendimit të Patrick-ut i është bashkuar edhe një linjë tjetër mendimi ku lidhja midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike është një lidhje dy-kahëshe, ku të faktorët mund të jenë edhe shkaktarë të njeri tjetrit.

Disa dijetarë pas kësaj sipas McKinnon (1973), Shaw (1973), Fry (1988) dhe King & Levine (1993) kanë përkrahur postulatit në lidhje me rëndësinë e bankave në rritjen ekonomike. Në vlerësimin e lidhjes financë-ekonomi, një numër i madh studimesh empirike kanë diskutuar marrëdhëniet midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike ku e kanë mbështetur studimin e tyre në rregullimin e zhvillimi financiar dhe rritjes ekonomike (Serres, Kobayakawa, Sløk, & Vartia, 2006) dhe në madhësinë apo strukturën financiare Levine (2005). Ata kanë siguruar fakte në evidentimin e lidhjes midis zhvillimit të sistemit financiar dhe rritjes ekonomike. Ata kanë përdorur të dhëna në nivel makro të tilla si madhësia financiare ose financimi i jashtëm ndaj PBB dhe gjetën se zhvillimi financiar ka një ndikim të rëndësishëm pozitiv në rritjen ekonomike.

Teoritë e reja ekonomike të propozuara nga (Romer, 1990) i dhanë një shtysë të re lidhjes midis rritjes ekonomike dhe zhvillimit financiar, duke nënvizuar rolin e kapitalit human në rritjen ekonomike si dhe theksi vënë te sjellja e kursimeve që influencojnë direkt, jo vetëm nivelin ekuilibër të të ardhurave, por edhe atë të rritjes ekonomike (Greenwood & Jovanovic, 1990) dhe (Bencivenga dhe Smith, 1991).

Deidda dhe Fattouh (2002), Favara (2003), pastaj Rousseau dhe Wachtel (2002), nga ana tjetër mendojnë se ekziston një marrëdhënie jolineare midis financës dhe rritjes ekonomike. Problemi me studimet e mëparshme është që një marrëdhënie pozitive midis zhvillimit financiar dhe rritjes së prodhimit mund të ekzistojë për arsye të ndryshme. Meqë prodhimi rrit kërkesën për shërbime financiare, kjo sjell një efekt pozitiv mbi zhvillimin financiar.

Demetriades & Huseini (1996) gjetën prova se financa është një faktor kryesor në procesin e rritjes ekonomike. Gjithashtu, ata zbuluan se për shumicën e vendeve, shkaktësia është dy-kahëshe, ndërsa në disa raste zhvillimi financiar pason rritjen ekonomike.

Luintel dhe Khan (1999) përdorën një mostër prej më pak se dhjetë vendesh të zhvilluara dhe arritën në përfundimin e shkaktësisë dykahëshe midis zhvillimit financiar dhe rritjes së prodhimit për të gjitha vendet. Nga ana tjetër studime të tjera kanë përfshirë strukturën dhe burimet e financave të kompanisë, nga i cili konkluduan se zhvillimi i sektorit financiar lehtëson rritjen e sektorit të korporatave (Rajan & Zingales, 1995).

King dhe Levine (1993) lidhën thellësinë e përgjithshëm të sektorit bankar me rritjen ekonomike duke përdorur një mostër prej mbi tetëdhjetë vendesh. Me rezultatet e tyre mund të thuhet që kanalet e ndikimit të zhvillimit financiar nuk ndikojnë rritjen ekonomike nëpërmjet inovacionit. Hulumtimet e fundit empirike nxjerrin në pah rolin e veçantë të tregut të aksioneve në sistemin financiar. Levine dhe Zervos (1998) shqyrtuan rolin pozitiv të tregjeve të aksioneve me aktivitetin real ekonomik.

Demetriades dhe Huseini (1996) përdorën treguesit e zhvillimit financiar dhe raportuan gjetje të ndryshme, sidomos për vendet në zhvillim. (Bell & Rousseau, 2001) vlerësuan marrëdhëniet midis treguesve individual makroekonomik dhe masat e zhvillimit financiar në Indi për të gjetur se sektori financiar ka qenë i rëndësishëm në promovimin e performancës ekonomike.

Studimet e King dhe Levine sugjeruan se fitimet e pritshme nga thellësia financiare janë shumë të rëndësishme¹⁹. Kur u morën në studim zhvillimi financiar, madhësia e firmës dhe PBB për kapital, efekti total i zhvillimit financiar del të jetë pozitiv, sugjeruar kjo nga Sharma (2007), por shenja e PBB për person nuk ka kuptim sipas teorisë ekonomike (Schumpeter, 1912); (King dhe Levine, 1993); (Levine, 2000).

Studimet që matin kapitalin human (Marvel & Lumpkin, 2007) dhe mjedisin institucional marrin në konsideratë lidhjen midis firmave dhe qeverisë e cila sjell ndryshim të shenjë së zhvillimit financiar në rritjen ekonomike.

Kontributi i bankave në rritjen ekonomike varet nga shqyrtimi dhe monitorimi i funksioneve të tyre në mundësimin e një qasjeje më të lehtë dhe më efikase për financim të jashtëm të ndërmarrjeve të vogla, të mesme dhe të familjeve. Ky rol i bankave duket se është veçanërisht i rëndësishëm kur tregjet e kapitalit nuk janë të zhvilluara sa duhet (Bencivenga dhe Smith 1991). Dow dhe Fuentes (1997) dhe

¹⁹ P. sh ato konkluduan se një rritje me 10% në raportin e parasë së gjerë ndaj PBB është shoqëruar me një përsheptim të rritjes së PBB me 1/4 e % pikë në vit. Për më tepër jo vetëm lidhja është pozitive por është rastësore (kazuale) gjithashtu, ashtu si thellësia financiare sot ndikon rritjen ekonomike nesër.

Fuentes (2006) kanë theksuar se aftësia e bankave varet nga zgjerimi i kredithënies bazuar në njohuritë dhe informacionet e shumta.

Zhvillimi financiar mund të ndikojë në normën e rritjes ekonomike gjithashtu edhe nga struktura demografike e vendeve, përveç rregullimit të rritjes së produktivitetit dhe efikasitetit të kapitalit. Barra, Destefanis, & Lavadera (2013) konstatuan se një popullatë e re në moshë do tentojë të kursejë më shumë në PBB në krahasim me një popullatë më të vjetër në moshë, kështu që ekonomia e tyre kthehet më e zhvilluar financiarisht duke sjellë një rritje më të lartë. Ajo gjithashtu ndikon në akumulimin e kapitalit nëpërmjet ndikimit të saj në normën e kursimit apo në ndryshimin e përqindjes së kursimit (Pagano, 1993; Levine, 1997).

Benhabib dhe Spiegel (2000) analizuan se ekziston një marrëdhënie pozitive mes zhvillimit financiar dhe faktorit të rritjes totale të produktivitetit dhe investimeve. Një numër teoricienësh kanë theksuar rolin e zhvillimit financiar në identifikimin e investimeve, duke ulur qëllimin e investimeve shumë likuide dhe joproductive, mobilizimin e kursimeve, rritjen e inovacionit teknologjik, dhe përmirësimin e mbajtjes së rrezikut. Beck (2008) gjen se zhvillimi financiar ka një ndikim të madh dhe pozitiv në faktorin e produktivitetit total, e cila ushqehet nëpërmjet rritjes së përgjithshme të PBB.

Rezultatet e Hondroyannis, Lolos dhe Papapetrou (2004) sugjeruan se ekziston një kauzalitet dy-kahësh mes aktivitetit real ekonomik dhe kapitalizimit të tregut të aksioneve dhe gjithashtu mes aktivitetit real ekonomik dhe kredisë bankare për modelin duke iu referuar sektorit industrial grek.

Emecheta dhe Ibe (2014) në studimin e tyre u bazuan në seritë kohore nga 1960-2010 dhe konkluduan në një lidhje pozitive dhe të rëndësishme midis kreditimit bankar dhe sektorit bankar, pas së gjerë dhe rritjes ekonomike. Autorët nënvizojnë rëndësinë e konsolidimit dhe rikapitalizimit të sektorit bankar.

Në të vërtetë, roli i kredisë bankare është konsideruar i rëndësishëm për rritjen dhe zhvillimin ekonomik edhe nga Khan dhe Senhadji (2000). Literatura mbi ekonomiksën financiar mbështet argumentin që vendet me sisteme efikase të kreditimit rriten më shpejt, ndërsa sistemet joefikase të kreditimit mbajnë rrezikun e dështimit të bankës (Kasekende, 2008). Për më tepër, institucionet e kreditit ndërmjetësojnë sektorët me tepicë të hollash drejt sektorëve në deficit të ekonomisë. Kështu, një sistem kredisë që funksionon mirë lehtëson kufizimet e financimit të jashtëm që pengojnë zgjerimin e kreditimit, si dhe zgjerimin e firmave dhe industrive (Mishkin, 2007).

Jansen (1990) gjeti se zhvillimi financiar kontribuon në rritjen ekonomike, në qoftë se është bërë alokimi i duhur i burimeve financiare me një mobilizim efikas të faktorëve të prodhimit. Patrick dhe Park (1994) shqyrtuan rolin e zhvillimit financiar për rritjen ekonomike në tre vende; Japonia, Korea, dhe Tajvani. Becsi dhe Wang (1997) kanë vërejtur se ndërmjetësimi financiar luan një rol të rëndësishëm në ekonomi. Ahmed dhe Ansari (1998) ka ekzaminuar marrëdhënien midis matësve të zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike për tre vendet e Azisë Jugore, India, Pakistani dhe Sri Lanka, bazuar në rezultatet e analizave të shkakësisë Granger dhe funksionit të prodhimit Cobb-Douglas. Gjetja kryesore e këtij studimi është se qeveritë në këto vende ishin në gjendje për të nxitur rritjen ekonomike, duke inkurajuar zhvillimin e sektorit financiar. Khan (1999) analizoi marrëdhënien e zhvillimit

financiar dhe rritjes ekonomike duke zhvilluar një teori të zhvillimit financiar të bazuar në koston e financimit të jashtëm. Ai arriti në përfundimin se zhvillimi financiar i zvogëlon shpenzimet e financimit të jashtëm dhe përshpejton normën e rritjes ekonomike; nga ana tjetër ai parashikon se zhvillimi financiar do të rrisë kthimin e kredive dhe do të zvogëlojë hendekun e spread-it midis normave të huamarrjes dhe huadhënies.

Fink, Haiss dhe Mantler (2005) kanë gjetur se zhvillimi i përgjithshëm i sektorit financiar, sidomos i dy segmenteve të saj: zgjerimi i kreditimit të brendshëm dhe zhvillimi i tregjeve të bonove, nxitin rritjen ekonomike. Nga ana tjetër, kreditimi i sektorit privat dhe kapitalizimi i tregut të aksioneve nuk rezultoi të kishte ndikim të rëndësishëm në rritjen ekonomike. Sa për përcaktuesit e tjerë të rritjes, rritja e tregut të aksioneve doli të ishte një faktor i rëndësishëm që kontribuon në zhvillimin ekonomik, ndërsa pjesëmarrja e punës dhe nivelin arsimor nuk luanin një rol të rëndësishëm.

Studimi i Bonin & Wachtel (2003) i bëjnë një rishikim të gjerë zhvillimeve në sektorin bankar dhe në tregjet e kapitalit. Literatura të tjera mbi këtë temë kanë qenë kryesisht të përqendruara në sektorin bankar për shkak të rolit dominues në sektorin financiar të këtyre vendeve.

Harris & Stulz (2003) shqyrtuan literaturën mbi strukturën financiare dhe rritjes ekonomike duke theksuar lidhjet ndërmjet rregullimeve financiare dhe financave të korporatave. Ai thekson se, duke ulur kostot e informacionit dhe transaksioneve, zhvillimi i përgjithshëm financiar mund të lehtësojë efikasitetin e kapitalit dhe në këtë mënyrë dhe rritjen ekonomike. Ai gjithashtu vë në dukje se faktorët rregullatorë, ligjorë rritin efektivitetin me të cilin kanalet e përgjithshme të sistemit financiar ndikojnë në produktivitetin e kapitalit.

Koivu (2002) bëri një studim prej një panel prej 5 shtetesh të konsideruara ekonomi në tranzicion dhe gjeti se efienca bankare (matur me marzhin neto të interesit) ka një impakt pozitiv dhe shkakësor mbi rritjen ekonomike. Jaffee & Levonian (1999) gjithashtu konfirmuan impaktin e sektorit bankar mbi rritjen ekonomike duke përdorur një përzgjedhje prej 23 ekonomish në tranzicion. Ata gjetën prova se efienca bankare është e rëndësishme dhe pozitivisht e lidhur me prodhimin ekonomik.

(Drakos, 2002) në studimin e tij konkluduan në një lidhje negative midis përqendrimit të lartë bankar dhe rritjes ekonomike. Në një studim tjetër, Drakos (2003) ka marrë në studim një panel bankash për një grup prej 11 vendesh si ekonomi në tranzicion dhe ka rezultuar në fund se prezenca e bankave tëhuaja kanë kontribuar në përmirësimin dhe intensifikimin e konkurrencës dhe në prodhimin e eksternalitete pozitive në sektorin bankar si teknologjia e re, menaxhim më i mirë, përdorim të softwareve më të sigurta etj.

Sipas Tadesse (2005), një sistem financiar i mirë zhvilluar mobilizon sasi të mëdha kapitali. Efekti i sistemeve financiare të pa strukturuara mirë do ishte negativ për shumicën e firmave që janë të vogla dhe mesme.

Khan, Qayyum dhe Sheikh (2005) në punimin e tyre shqyrtuan marrëdhëniet empirike midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në Pakistan gjatë periudhës 1971-2004, duke përdorur qasjen e Shpërndarë Autoregressive ARDL. Ata

identifikuan se ishin në përputhje me pikëpamjen se rritja ekonomike është një rezultat i zhvillimit financiar (kjo për shkak të reformave në sektorin financiar i cili ishte pjesë integrale e procesit të liberalizimit të ekonomisë në fillim të viteve 1990). Rezultatet treguan se, në afat të gjatë thellësia financiare dhe interesat reale ushtruan një ndikim pozitiv në rritjen ekonomike. Ndërsa pjesa e investimeve është, edhe pse pozitivisht e lidhur me të ardhurat reale, rezultoi e parëndësishme. Rritja ekonomike në afat shkurtër rezultoi pozitivisht e prekur nga ndryshimet e pjesës së investimeve. Për më tepër, ndryshimet në normën reale të interesit ushtruan ndikim pozitiv (negativ) në rritjen ekonomike. Megjithatë, përgjigja e normës reale të interesit është shumë e vogël në afat të shkurtër. Koeficienti rezultoi negativ dhe i rëndësishëm, duke sugjeruar se për 0,06 % disekuilibër e periudhës së mëparshme është korrigjuar në vitin aktual.

Në studimin e Fischer-it dhe Sahay (2000), PBB-ja fillestare për person dhe kapital njerëzor rezultuan të parëndësishme në të gjitha rastet kur përdorën thellësinë financiare si variabël ndërmjetësimi financiar. E njëjta gjë rezultoi edhe kur përqindja e bankave të huaja në pronësi u përdor si variabël i varur.

(Hasan, Koetter, & Wedow, 2009) përdorën një matës për zhvillimin e sektorit bankar duke llogaritur koston e efikasitetit për çdo bankë të veçantë në një mostër prej 100 vendesh nga 1996 deri në 2005. Ata gjetën një efekt të pavarur dhe të rëndësishëm i efikasitetit të koston bankare mbi rritjen ekonomike. Efekti i cilësisë së sistemit financiar rezultoi i rëndësishëm për ekonomitë e zhvilluara, ndërsa efekti i rritjes së thellësisë financiare rezultoi i rëndësishëm për ekonomitë në zhvillim. Gjithashtu, studimi tregoi se rritja ekonomike kërkon kredi më të mira, por jo domosdoshmërisht kredi më shumë.

Të gjitha rezultatet e përmendura më lart tregojnë se nuk ekziston një konsensus i rolit të zhvillimit financiar në procesin e rritjes ekonomike. Por nga ana tjetër, konsensusi qëndron në faktin që zhvillimi i sistemit financiar ndihmon në uljen e kostove të informacioneve dhe transaksioneve ashtu si dhe në alokimin e burimeve, në kohë dhe hapësirë (Merton & Bodie, 1995). Sistemi financiar mund të ndikojë në rritjen e prodhimit duke promovuar akumulimin e kapitalit (Levine, 1997).

2. 4. 1 Sistemet financiare të bazuara në banka përballë sistemeve financiare të bazuara në tregje

Një shumëllojshmëri teorish e nënvlerësojnë debatin se cili sistem është më produktiv, sistemi i bazuar në tregje apo ai në banka, duke u përqendruar më tepër te vetë zhvillimi financiar. Ne ndaluar më lart te rëndësia e kostove të informacionit dhe të transaksioneve, forcimit të zbatueshmërisë së kontratave të cilët çonin në domosdoshmërinë e ndërmjetësuesve dhe tregjeve financiare. Nga ana tjetër, këto komponentë të sistemit financiar sigurojnë funksionet e sistemit financiar si: vlerësimin e projekteve, kontrollin e korporatave, amvisimin e riskut, mobilizimin e kursimeve, lehtësimin në shkëmbime. Pra, shumica e studiuesve kanë cilësuar këto karakteristika si të rëndësishme për rritjen ekonomike, ndërsa mënyra e kompozimit të sistemit financiar në tregje apo në banka është menduar si çështje sekondare (Merton, 1995; Levine, 1997; Merton & Bodie, 1995, 2004).

Gjithashtu Demirguc-Kunt & Huizinga (2000)²⁰ në librin e tyre u përqendruan në performancën e sektorit bankar nëpër strukturat e ndryshme financiare. Kërkimet e tyre tregojnë se bankat kanë fitime më të larta dhe marzhe më të mëdha të normave të interesit në sisteme të pazhvilluara financiare. Pas kontrollit rreth nivelit të përgjithshëm të zhvillimit financiar, zhvillimi relativ i bankave kundrejt tregjeve nuk duket të ketë një efekt ndryshe në rentabilitetin e bankave apo kufijve të interesit. Kështu, sipas tyre është niveli i zhvillimit bankar dhe i tregjeve që bëjnë dallimin në efikasitetin e sektorit financiar dhe jo struktura financiare në vetvete.

Disa studime të tjera në debatin e sistemeve financiare të bazuara në banka përballë atyre të bazuara në tregje, nënvizojnë rolin që luajnë këto sisteme në rritjen ekonomike, duke krijuar kështu funksione financiare shtesë në ekonomi (Boyd & Smith, 1992); (Levine & Zervos, 1998); (Huybens, 1999). Është parë se si tregjet financiare ndikojnë rritjen ekonomike edhe pse rritja e kapitalit ndoshta nuk financohet drejtpërdrejt nga ato. Tregjet ndihmojnë sot në amvisimin e riskut dhe në rritjen e likuiditetit. Tregjet gjithashtu mund të pakësojnë rolin dominues të bankave duke konkurruar me to për kontrollin e qeverisjes së korporatave si dhe me rritjen e alternativave në shumëllojshmëri financimesh dhe investimesh.

Një tjetër arsye që shmang debatin e dy llojeve të ndryshme të sistemeve është edhe sistemi ligjor në të cilin operojnë këto sisteme. Diferencat në ligje diferencojnë edhe institucionet financiare nga njëra tjetra (La Porta, 1997, 1998). Në fund të fundit sistemet financiare funksionojnë në sajë të kontratave financiare, ku janë pikërisht këto kontrata që bëjnë që tregjet dhe institucionet të mirë funksionojnë. Pra, është cilësia ligjore e funksionimit të sistemeve financiare që zhvillojnë alokimin e burimeve dhe rritjen ekonomike. Ai nënvizoi faktin se shtetet do mund t'i dallojnë për nga zhvillimi financiar sipas sistemeve individuale të secilit shtet se sa për nga lloji i sistemit financiar, bankar apo i tregjeve.

Modelet e financimit të korporatave ndryshojnë midis vendeve, por fakt mbetet: studimet e bëra për shumicën e vendeve të zhvilluara, përfshirë Britaninë e Madhe, Japoninë, Italinë, Gjermaninë dhe Francën, tregojnë se kur bizneset kërkojnë fonde për të financuar aktivitetet e tyre, ata zakonisht i marrin ata në mënyrë indirekte nëpërmjet ndërmjetësve financiarë dhe jo direkt nga tregjet e letrave me vlerë.

Kurse SHBA-ja dhe Kanada-ja, kanë tregjet më të zhvilluara të letrave me vlerë në botë, ku bashkë me ndërmjetësit financiarë përbëjnë alternativat më të rëndësishme për financimin e korporatave. Gjermania dhe Japonia janë vendet që kanë përdorur më pak tregje të letrave me vlerë, në këto dy vende, financimi me ndërmjetës financiarë ka qenë pothuajse 10 herë më shumë se sa ka qenë nga tregjet e letrave me vlerë.

Edhe pse dominimi i ndërmjetësve financiarë mbi tregjet e letrave me vlerë është e qartë në të gjitha vendet, rëndësia relative e tregjeve të obligacioneve kundrejt aksioneve ndryshon gjerësisht midis vendeve. Në SHBA, tregu i bonove është shumë më i rëndësishëm si një burim fondesh (financim) i financave të korporatave: Mesatarisht, financimet e reja duke përdorur bondet janë 10 herë më shumë se financimi me aksione. Në të kundërt, vendet si Franca dhe Italia përdorin më shumë tregjet e aksioneve (të kapitalit) se sa tregjet e bonove për të rritur kapitalin.

²⁰Në Kreun 6, "Struktura financiare dhe përfitimi i bankave"

2.4.1.1 Sistemet financiare të bazuara në banka

Rëndësia e bankave nis më tepër nga një sërë kritikash që i bëhen sistemeve të tregjeve në sigurimin e funksioneve financiare. Stiglitz (1985) nënvizon problemin e kalorësit të lirë (*free-rider*) t tregjet atomistike. Duke qenë se tregjet e mirë zhvilluar sigurojnë informacion të bollshëm kjo i privon firmat t'i drejtohen firmave kërkimore, duke frenuar promovimin e projekteve të reja që rritin zhvillimin.

Bankat ndryshe nga tregjet e "privatizojnë" informacionin duke krijuar marrëdhënie afatgjata me firmat-klientë të tyre (Gerschenkron, 1962). Sipas Rajan dhe Zingales (1998), bankat e fuqishme kanë më shumë mundësi t'i ushtrojnë presion firmave për të paguar detyrimet e tyre dhe ndikojnë më shumë që firmat të marrin informacion (duke u konsideruar huamarrës të besueshëm) shumë herë më mirë se sa mund ta bëjnë tregjet atomistike. Për më tepër, bankat mund të jenë më efektive në sigurimin e burimeve të jashtme për firmat e reja për shkak se bankat lehtësisht angazhohen për fonde shtesë në dispozicion të projekteve, ndërsa tregjet duan më shume kohë për angazhime të besueshme dhe afatgjata.

Bankat e fuqishme shpesh herë akuzohen se pengojnë inovacionin dhe konkurrencën, kjo për shkak edhe të përqendrimit të tyre në tregje. Më specifikisht, bankat mund të jenë veçanërisht të efektshme në vendet e pazhvilluara, vende me sisteme të dobëta ligjore dhe kontabël (Gerschenkron, 1962).

Për sa i përket qeverisjes së korporatave bankat janë mbiqkyrëse shumë të mira të firmave, ndryshe nga tregjet që nuk njihen si monitorues të mirë (Shleifer & Vishny, 1986). Kjo bën që bankat të kenë informacione të brendshme të kompanisë ndryshe nga tregjet. Nga kjo arrijmë të themi që në prezencë të informacionit asimetrik, bankat janë më të preferueshme se tregjet për shkak të marrëdhënies së ngushtë të krijuar me klientin dhe monitorimit të vazhdueshëm që i bëjnë firmave.

Investitorët e mundshëm (*takeovers*) në aksionet e një kompanie konsiderohen si ata që kanë më shumë informacion por realisht janë të brendshmit që kanë më shumë informacion. Edhe kur këto investitorë (*takeover*) studiojnë kompaninë në intësi në mënyrë që t'i marrin sa më shumë informacion, ndodh që investitorë të tjerë që presin përgjigje (duke pritur ndryshimet në tregje) mund të rezultojnë më fitimprurës se fillojnë të kërkojnë (*bids*) aksionet e kompanisë duke sjellë rritje çmimi dhe realisht në fund investitori studiues përfundon t'i blejë aksionet me çmim më të lartë sa e kishte parashikuar. Pra, po mos të ekzistonin këto kompani *free rider* që lejojnë këto blerjet në tregje, investitori do kishte dalë i fituar. Dalja e informacioneve të rëndësishme në këtë mënyrë i shkurajon investitorët që të shpenzojnë në kërkim (Grossman & Stiglitz, 1980). Por disa mund të përdorin tabletat helmuese/shpëtuese²¹ për të frenuar blerësit dhe për të dobësuar tregjet agresive ndaj tyre (DeAngelo, de Rice, 1983).

²¹ Tabletata shpëtuese janë të drejta të veçanta që u jepen aksionerëve apo menaxherëve të veçantë pas ndodhjes së një ngjarje të specifikuar. Ato mund të aktivizohen nga bordi drejtues pa aprovimin e aksionerëve. Ndonjëherë kompania e shenjestruar për blerje vë në zbatim një tabletë shpëtuese për tu mbrojtur ndaj përpjekjeve për kontroll. Shembull i një tablete shpëtuese është e drejta për të gjithë aksionerët që të marrin 30% të aksioneve (bazuar në numrin e aksioneve që ata zotërojnë) pa asnjë kosto, kurdoherë që një blerës potencial përpiket të blejë firmën. Tabletata shpëtuese e bën firmën më të vështirë për një firmë blerëse potenciale që kërkon të blejë firmën e shenjestruar.

Edhe pse, drejtimi i lidhjes financë-rritje është për vende specifike (Fukuda dhe Dahalan, 2012), një sektor bankar efikas jep kontributin më të madh në rritjen ekonomike dhe në të njëjtën kohë në mirëqenie. Bankat kontribuojnë më shumë për rritjen ekonomike, duke nxitur akumulimin e kapitalit me anë të ofertës së kredisë. Gjithashtu për të ruajtur kontrollin ndaj menaxherëve mund të përdoren edhe parashutat e arta²² ku specifikohet kompensimi i menaxherëve në rast se ata humbasin punën e tyre ose ndodh një ndryshim në kontrollin e firmës. Të gjitha këto zvogëlojnë efektivitetin e tregjeve si një mjet në ushtrimin e kontrollit të menaxhimit qeverisës së kompanisë.

Në tërësi mund të themi që tregjet nuk mund ta bëjnë rolin e bankave në mbledhjen e informacionit rreth firmave dhe mbikëqyrjen e menaxherëve. Këto avantazhe do të ndikojnë shumë mirë në shpërndarjen e burimeve dhe performancën ekonomike. Bankat ndihmojnë në kërkimet rreth firmave, mbikëqyrjen e menaxherëve dhe në zgjerimin e financimit industrial (Levine, 2000).

2.4.1.2 Sistemet financiare të bazuara në tregje

Tregjet financiare kanë një efekt të fuqishëm në aktivitetin real ekonomik. Ato plotësojnë boshllëqet dhe problematikat që krijojnë bankat. Sistemet bankare njihen si sisteme ku bankat kanë në kontroll pjesën më të madhe të firmës për shkak edhe të informacionit të brendshëm që ajo ka. Por shpesh herë këto ndërhyrje të bankës mund t'i sjellë firmës kosto shtesë në formën e qirave, interesave shtesë, kur duan të zgjerojnë kapitalin etj. Pra ndikimi i tyre te firmat mund të jetë negativ. Sipas Hellwig (1991) bankat mund të zhvatin më shumë interesa (fitime) se sa tregjet në rastet e financimeve specifike, apo rinegocimit që i bëhet kredisë. Kjo mund të ndikojë që firmat mund të dekurajohen për të ndërmarrë investime në risi apo teknologji (Rajan, 1992). Bankat - si emetuese borxhesh - mund të frenojnë inovacionin e korporatave dhe rritjen e tyre (Morck & Nakamura, 1999).

Bankat bëhen shkak e nxjerrjes së informacioneve nga firmat dhe në këtë mënyrë reduktojnë stimujt e firmave për të ndërmarrë projekte produktive (Rajan, 1992). Duke inkurajuar konkurrencën, sistemet e bazuara në tregje krijojnë stimuj të mëdha për rritjen e kërkim-zhvillimit (Allen, 1993). Për më tepër, bankierë të fuqishëm mund të bashkëpunojnë me menaxherët e firmës kundër investitorëve të tjerë të jashtëm dhe kjo pengesë në konkurrencën e lirë, pengon ndarjen efikase të burimeve dhe rritjes ekonomike (Wenger & Kaserer, 1998); (Weinstein & Yafeh, 1998); (Morck & Nakamura, 1999).

²² Për shembull, të gjithë menaxherët mund të kenë të drejtën të marrin 100 000 aksione të firmës kurdoherë që firma të blihet. Mendohet që një parashutë e artë u jep menaxherëve sigurinë në mënyrë që ata të përmirësojnë performancën afatgjatë të firmës. Kjo do thotë që menaxherët e mbrojtur nga parashuta e artë mund të jenë më të gatshëm të marrin vendime që rrisin pasurinë e aksionerëve në afat të gjatë megjithëse vendimet mund të ndikojnë negativisht çmimin e aksionit në periudhë afatshkurtër. Megjithatë, argumenti kundër është që një parashutë e artë i lejon menaxherët të shërbejnë interesave të tyre dhe jo interesave të aksionerëve, sepse ata përfitojnë kompensime të mëdha edhe nëse pushohen nga puna. Parashutat e arta mund të diskurajojnë përpjekjet për blerje duke rritur koston e blerjes. Një firmë potenciale blerëse e di që ajo do përballojë shpenzimet e lidhura me parashutën e artë nëse kërkon të blejë një firmë që ka vënë në zbatim parashutat e arta përpara përpjekjeve për blerje. Nëse kjo mbrojtje (ose çdo lloj tjetër) është efektive ndaj blerjeve të mundshme, ajo pengon tregun për kontrollin e korporatave duke lejuar menaxherët e disa firmave të jenë të mbrojtur ndërkohë që veprojnë në favor të interesave të tyre dhe jo të interesave të aksionerëve.

Levine (1997) pasi rishikoi të gjithë literaturën mbi marrëdhënien midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike, si për vende individuale dhe për shumë vende njëkohësisht, konkludoi që funksionimi i tregjeve financiare është mjaft i rëndësishëm për rritjen ekonomike. Rezultatet e anketave të bëra nga Levine treguan që rriten shumë më shpejt vendet me banka të mëdha dhe që kanë një treg të zhvilluar të letrave me vlerë. Për më tepër, konsolidimi i tregut bankar, ashtu edhe ai i tregut të sigurimeve shërbejnë si një shtysë për zhvillimin e mëtejshëm të firmave dhe të industrive të tjera.

Disa teori ekonomike theksojnë se bankat ofrojnë shërbime për ekonominë që ndryshojnë nga ato të parashikuara nga tregjet e letrave me vlerë, duke parashikuar se si operacioni i bankave dhe funksionimi i tregjeve të letrave me vlerë të kenë ndikime të pavarura në zhvillimin ekonomik. Për shembull, Acemoglu dhe Zilibotti (1997), Allen dhe Gale (1997, 1999), Boot dhe Thakor (1997, 2000); Dewatripont dhe Maskin (1995), Holmstrom dhe Tirole (1993), dhe Rajan (1992) argumentojnë se bankat kanë një avantazh krahasues në reduktimin e fërkimeve të tregut që lidhen me financimin e standardizuar, afatshkurtër dhe afatgjatë, të rrezikut të madh dhe të vogël, përpjekje të mirë-kolateralizuara, ndërsa tregjet e decentralizuara janë relativisht më të efektshme në marrëveshjet afatgjata, të mirë drejtuara me rrezik të lartë.

Weinstein dhe Yafeh (1998), Morck dhe Nakamura (1999) sugjerojnë se:

- bankat dhe tregjet ofrojnë shërbime të ndryshme, edhe pse ndonjëherë plotësuese, financiare dhe se
- shërbimet e ofruara nga tregjet janë relativisht më të rëndësishme për nxitjen e aktivitetit ekonomik si shtete të zhvilluara ekonomikisht.

Në përputhje me këto teori, Demircuc-Kunt dhe Maksimovic (1998), Levine dhe Zervos (1998), dhe Beck dhe Levine (2002) ofrojnë dëshmi se bankat që funksionojnë mirë dhe tregjet e kapitalit ushtrojnë efekte të fuqishme, të pavarura, dhe pozitive në aktivitetin ekonomik.

Bankierët veprojnë sipas interesave tyre, jo domosdoshmërisht në interesin më të mirë të të gjithë kreditorëve ose të shoqërisë në përgjithësi. Pra, bankierët mund të bashkëpunojnë me firma kundër kreditorëve të tjerë. Për shembull, bankat me ndikim mund të parandalojnë të jashtëm nga shkarkimi i menaxherëve jo të aftë nëse këto menaxherë janë veçanërisht bujarë ndaj këtyre bankierëve (Black dhe Moersch, 1998).

Për rastin e Gjermanisë, Wenger dhe Kaserer (1998) tregojnë se menaxherët bankar janë jashtëzakonisht të fuqishëm. Ata jo vetëm që kanë fuqinë e kontrollit mbi firmat duke qenë se janë kreditorët kryesorë për këto firma, bankat gjithashtu ushtrojnë të drejtën e votës. Për shembull, në vitin 1992, drejtuesit e bankës ushtronin mesatarisht 61 për qind të të drejtave të votave për 24 kompanitë më të mëdha dhe ku në 11 kompani kjo përqindje ishte më e lartë se 75%. Për shembull, Deutsche Bank ka mbajtur të drejtën e votës për 47 për qind të aksioneve të veta, ndërsa Dresdner voton 59 për qind të aksioneve të veta (Charkham, 1994).

Sistemet e bazuara në banka mund të përfshijnë ndërmjetësues financiarë me një ndikim të madh mbi firmat dhe ky ndikim mund të manifestohet edhe në mënyra

negative. Për shembull, bankat sapo sigurojnë informacion të mjaftueshëm për firmat, ndodh që firma fillojnë të paguajnë për të huamarrë në banka. Në aspektin e investimeve të reja apo të huamarrjeve të reja, bankat më me pushtet mund të nxjerrin me shumë fitime në të ardhmen nga firmat (se sa në një sistem të bazuar në tregje) (Hellwig, 1991). Boot dhe Thakor (2000) në studimin e tyre merren me konfliktet e mundshme mes sistemeve bankare, pikërisht nga këto lidhjet të ngushta midis bankave dhe firmave dhe sipas Dewatripont dhe Maskin (1995) kjo lloj marrëdhënie do ia vështirësojë punën bankave në mos rishikimin e kontratave.

Weinstein dhe Yafeh (1998) kanë gjetur prova në Japoni, ku firmat me lidhje të afërta me një "bankë kryesore" kishin akses në vlera të mëdha kapitale dhe nuk e vuanin likuiditetin në krahasim me firmat e tjera.

Allen dhe Gale (2000) theksojnë më tej se bankat mund të jenë efektive në eliminimin e mbledhjes dhe përpunimit dyfish të informacionit, por ato mund të jenë jo të efektshme në situata të tjera jo-standarde. Kështu, bankat mund të mos jenë grumbulluese dhe përpunuese të informacionit në situata të reja dhe të pasigurta në produkte dhe procese të reja inovative (Allen dhe Gale, 1999).

Wenger dhe Kaserer (1998) gjithashtu japin shembuj në të cilat bankat ri prezantojnë llogaritë e firmave për publikun dhe dështimin sistematik të disiplinimit të menaxhimit. Gjithashtu, Rajan dhe Zingales (2003) argumentojnë se në rast krizash ekonomike, sistemet e bazuara në tregje do të identifikojnë, do izolojnë, firmat në gjendje të vështirë dhe do mund të parandalojnë ata që mund të dëmtojnë ekonominë në vazhdim në mënyrë shumë herë më efikase se sa një sistem i bazuar në bankë.

Për më tepër, mbështetja në një sistem financiar bankar mund të jetë problematike sepse vete bankat hasin vështirësi në qeverisjen e vetvetes (Caprio & Levine, 2002). Nga ana tjetër, shumë thonë se asimetria e informacionit ndërmjet të brendshmeve dhe të jashtme të bankës janë më të mëdha sesa në vetë korporatat jofinanciare (Furfine, 2001) dhe (Morgan, 2002). Gjithashtu bankat mund të kenë probleme serioze kur bëhet fjalë për aksionerë shumë kontrollues të cilat ndikojnë drejtpërdrejtë në mënyrën e menaxhimit të tyre (Caprio, 2002). Nga ana tjetër, tregjet shumë likuide mund të zvogëlojnë nxitjen e aksionerëve për të monitoruar menaxherët, duke penguar shpërndarjen efikase të burimeve dhe rritjen e produktivitetit (Shleifer dhe Vishny, 1986; Bhidé, 1993).

Nga ana tjetër, tregjet njihen si amvisuese të mira të risqeve edhe në situata të veçanta ndërkohë që bankat janë amvisuese të mira në situata të standardizuara. Kështu që kur ekonomitë fillojnë të maturohen duke kërkuar mjete shtesë për amvisim risku, për zgjerim kapitali etj. do më kë vetëm duke shfrytëzuar mjedisin rregullator dhe ligjor mundësuar kjo nga sistemet e bazuara në tregje.

Likuiditeti i tregut të aksioneve redukton pengesat për të investuar në projekte afatgjata dhe me kthime të larta, pasi investitorët mund të shesin lehtësisht aksionet e tyre në këtë projekt para se të maturohen, duke nxitur kështu rritjen e produktivitetit (Levine, 1991; (Bencivenga, Smith, & Starr, 1996). Diversifikimi i portofolit, nëpërmjet tregut të aksioneve, mund të ketë një efekt shtesë në rritje duke inkurajuar specializimin e prodhimit (Saint-Paul, 1992). Përveç kësaj, në rastin e prodhimit të jashtëm (Romer, 1986), specializimi i mëtejshëm pritet të përmirësojë produktivitetin dhe kështu rritjen ekonomike. Nqs tregjet financiare lehtësojnë diversifikimin e riskut,

atëherë portofolet me kthime të ulëta do ktheheshin në portofole me kthime të larta (Devereux & Smith, 1994 dhe Obstfeld, 1994).

Alfaro, Ozcan dhe Sayek (2009)²³ argumenton se mungesa e një tregu financiar kombëtar të zhvilluar mund të kufizojë aftësinë e ekonomisë për të përfituar nga IHD potenciale. Analiza e Alfaro sugjeron se tregjet financiare duket se luajnë një rol veçanërisht të rëndësishëm që vendet të përfitojnë nga hyrjet direkte të kapitalit të huaj pikërisht nëpërmjet rritjes së produktivitetit total. Studimet teorike dhe empirike tregojnë se rritja e flukseve hyrëse të IHD-ve dhe rritja e efikasitetit të tregut financiar çojnë në një rritje të lartë ekonomike (Alfaro, 2009). Sipas Alfaro (2006), sa më i zhvilluar tregu financiar lokal, aq më lehtë kreditohen sipërmarrësit për të hapur biznese të reja. Rritja e numrit të mallrave të ndërmjetme jep një nxitje të sektorit të prodhimit të produkteve finale. Si rezultat tregu financiar lejon lidhjen midis firmave të huaja dhe firmave vendase duke nxitur tërheqjen e IHD-ve në vend.

2.4.2.12. 4. 1. 3 Gjetjet e studimeve mbi sistemet e bazuara në banka përballë sistemeve të bazuara në tregje

Nuk janë gjetur ende fakte që t'i diferencojë shtetet për nga struktura financiare. Më saktësisht, shtetet nuk do të rriten më shpejt, industritë e varura financiarisht nuk zgjerohen me ritme të larta, firmat e reja nuk krijohen më lehtë, aksesit i firmave për financime të jashtme nuk është më e lehtë, dhe firmat nuk do të rriten më shpejt as në sisteme financiare të bazuara në banka apo në tregje. Por ka disa teori që nxjerrin në pah rolin e sistemeve të bazuara në banka dhe tregje si shumë efektive në shpërndarjen e të ardhurave të shoqërisë dhe rritjen.

Treguesit e zhvillimit të bankës dhe të tregut janë të lidhura fort me rritjen ekonomike. Më specifikisht, të dhënat tregojnë se ekonomitë rriten më shpejt, industritë e varura në financimet e jashtme zgjerohen me ritme më të shpejta, firmat e reja formohen më lehtë, qasja e firmave në financime të jashtme është më e lehtë, dhe firmat rriten më shpejt në ekonomi me nivele më të larta zhvillimi financiar. Kreu 5²⁴ thekson rolin e sistemit ligjor në prodhimin e sistemeve financiare dhe të rritjes ekonomike. Në mënyrë të veçantë, komponenti i zhvillimit të përgjithshëm financiar (shpjeguar ky me të drejtat ligjore të investitorëve të jashtëm) dhe efikasiteti i sistemit ligjor në zbatimin e kontratave janë të lidhura pozitivisht fort me firmat, me industritë dhe suksesin e ekonomive kombëtare.

Të dyja si bankat dhe tregjet e letrave me vlerë bëhen më të mëdha relativisht me madhësinë e ekonomisë së përgjithshme, kur vendet fillojnë të zhvillohen ekonomikisht, duke konfirmuar rezultatet në Demirgüç-Kunt dhe Levine (2001). Këto rezultate shihen nëpërmjet matësve të ndryshme të zhvillimit bankar dhe letrave me vlerë të tregut, duke përfshirë normimin e tregjeve private të brendshme të bonove. Është e rëndësishme të theksohet se matësit e zhvillimit bankar dhe i tregjeve të letrave me vlerë janë raport me PBB. Kështu, konkludimet tregojnë se rritja e letrave me vlerë të tregtueshme dhe e kredive bankare ndihmon rritjen e aktivitetit ekonomik, me rritjen ekonomike të shteteve.

²³ Cituar Nga Demeti A. (2014)

²⁴ Kapitujt janë shkëputur nga libri Demirgüç-Kunt & Levine - "Financial structure dhe economic; lessons, perspective dhe growth" (2001).

Shkatërrimi i modelit tradicional të zhvillimit financiar (bazuar në sistemet e bazuara në banka, orientimi në kredi, bankat publike, llogaritë kapitale, normat e interesit, dhe ndërhyrja monetare aktive) që kanë qenë të vendosura në vendet në zhvillim në dekadat e pas-luftës, është bërë një element kryesor i reformës ekonomike dhe i procesit të përshtatjes strukturore udhëhequr nga institucionet financiare ndërkombëtare. Modeli i ri standard i strukturës financiare u mbajt për të pasqyruar imperativët e 'zhvillimit financiar' në bazë të studimit të vendeve në zhvillim dhe procesit të liberalizimit të tregut financiar në ekonomitë e zhvilluara të cilat janë duke lëvizur larg nga sistemet bazuar në banka drejt tregjeve të hapura të kapitalit. Këto reforma priten të rrisin kursimet dhe nivelet e investimeve, rritjen e normës së rritjes ekonomike dhe reduktimin e paqëndrueshmërive makroekonomike.

Nga ana tjetër, zëvendësimi i bankave nga tregjet duket të jetë një rezultat i ndryshimeve në koston e ndërmjetësimit. Në të vërtetë, modelet e hershme mbi financën e korporatave sugjerorin mungesën e zgjedhjes së llojit të financimit për vendimmarrjen e projekteve investuese të kompanisë (Modigliani dhe Miller, 1958). Caprio dhe Demirgüç-Kunt (1997) tregojnë se kompanitë rriten më shpejt dhe janë më produktive kur i vihen në dispozicion të tyre financime afatgjata. Becsi dhe Wang (1997), Pagano (1993) dhe Sidomos Levine (1997) japin fakte të shkëlqyera të funksioneve të tregjeve financiare dhe se si ata ndihmojnë në përmirësimin e zhvillimit ekonomik.

Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1998) kanë studiuar çështjen se cili lloj sistemi financiar ndihmon më mirë firmat për financim të jashtëm. Përdorimi i të dhënave në nivel firme për dyzet vende kishte të bënte me llogaritjen e përqindjeve të firmave për secilin shtet (mbështetur këto në financat e jashtme) dhe se si kjo përqindje ndryshonte nëpër sisteme financiare. Nga studimi u gjet se ishte zhvillimi i sistemit ligjor të vendit ndihmonte në një qasje të mirë në financimin e jashtëm të tyre, dhe se tregjet e aksioneve dhe sistemi bankar ndikonin në aksesin e financimeve të jashtme në mënyra të ndryshme. Për një shqyrtim kritik të efektit ligjor dhe atij të tregjeve mbi financat e korporatave shihni Stulz (1999).

Megjithatë, nuk është gjetur asnjë provë se qasja e firmave për financim të jashtëm është parashikuar nga disa fakte që vijnë nga zhvillimi relativ i tregjeve të aksioneve apo nga zhvillimi i sistemit bankar (shih gjithashtu Wurgler (2000) për një analizë të zhvillimit të industrisë).

Historianët si Gerschenkron (1962), janë përpjekur të shpjegojnë lidhjen e perceptuar midis dallimeve në model të zhvillimit ekonomik ndërmjet Britanisë dhe ekonomive kontinentale evropiane dhe dallimeve mes sistemeve financiare bazuar në banka dhe bazuar në tregje. Kohët e fundit, dallimet e studiuara në performancën relative të ekonomive Amerikane dhe Japoneze i kanë çuar vëzhguesit në përfundimin se sistemet financiare të bazuara në banka dhe ato të bazuara në tregje mund të prodhojnë forma të ndryshme të rritjes ekonomike. Allen (1993) dhe Allen & Gale (1999) sigurojnë analiza të përfitimeve relative të sistemeve financiare të bazuara në tregje dhe ato mbi banka.

Levine dhe Zervos (1996, 1998) shqyrtuan rolin e veçantë të tregjeve të aksioneve, pasi bankat ofrojnë shërbime të ndryshme nga ato të tregjeve të aksioneve, dhe konkluduan se matësit e ndryshëm të aktivitetit të tregut të kapitalit janë pozitivisht të lidhura me variablat e aktivitetit të ekonomisë reale. Rousseau dhe

Wachtel (2000), kanë përdorur një grup prej 47 vendesh duke zbuluar një rol udhëheqës të likuiditetit të tregut të aksioneve dhe sugjeruan se bursat mund të nxisin performancën ekonomike. Atje dhe Jovanovic (1993) analizuan një përzgjedhje prej dyzet vendesh nga 1980 dhe rezultatet treguan se vlera e tregimit të tregut të aksioneve në raport me PBB-së ka një ndikim të fortë në rritje, ndërkohë që kredia bankare nuk ka. Harris (1997) përdor variabla instrumentale për të njëjtin lloj studimi dhe gjen një marrëdhënie të dobët mes tregjeve të aksioneve dhe rritjes ekonomike në një mostër me vendet e zhvilluara dhe jo të zhvilluara; kurse për vendet me ekonomi të dobët, variablat e tregut të aksioneve nuk duket të ndikojnë në rritjen ekonomike.

Demirguc-Kunt dhe Levine (1996, 1996), arrijnë në përfundimin se vendet me tregje të zhvilluara të aksioneve kanë ndërmjetësues të zhvilluar mirë financiarë, dhe anasjelltas, duke lënë të kuptohet se nuk ka dallim mes sistemeve financiare të bazuara në bankë dhe atyre të bazuara në tregje.

Singh (1997) lidh rritjen e shpejtë të tregjeve të aksioneve në procesin e liberalizimit për vendet në zhvillim gjatë viteve 1980 dhe 1990 dhe argumenton se liberalizimi financiar, e bën sistemin financiar më të brishtë, duke mos krijuar gjasa për të nxitur rritjen afatgjatë. Në të kundërt, Levine (1997) mbështet pikëpamjen se tregjet e aksioneve mund të ndikojnë rritjen ekonomike nëpërmjet rritjes së likuiditetit, duke i bërë investimet më pak të rrezikshme, dhe arrin në përfundimin se zhvillimi i tregut të aksioneve shpjegon rritjen ekonomike në të ardhmen. Levine (2000) gjetën se komponentët ekzogjene të zhvillimit financiar janë të lidhura pozitivisht me rritjen ekonomike, ndërsa (Arestis, Demetriades, & Luintel, 2001) përkrah mendimin se edhe pse bankat dhe tregjet e aksioneve mund të jenë në gjendje për të nxitur rritjen ekonomike, ndikimi i bankave është shumë herë më i fuqishëm. Efikasiteti i institucioneve bankare është një faktor i rëndësishëm që nxit zhvillimin ekonomik në ekonomitë në tranzicion (Bonin dhe Wachtel, 2003)

Levine (2000) gjen se komponentët ekzogjene të zhvillimit të ndërmjetësimit financiar janë të lidhura pozitivisht me rritjen ekonomike, ndërsa (Arestis, Demetriades, & Luintel, 2001) përkrah mendimin se edhe pse të dyja bankat dhe tregjet e aksioneve mund të jenë në gjendje për nxitjen e rritjes ekonomike, kuptohet që ndikimi i bankave është më i fuqishëm.

Studimet e llojeve të ndryshme kanë sjellë rezultate të ndryshme. Së pari studimet midis shteteve si p. sh. Levine (2002) zbuloi se kontrolli i nivelit të zhvillimit, informacionit, dhe strukturës financiare nuk ndihmonte në shpjegimin e diferencave në strukturën financiare. Së dyti, duke përdorur të dhëna në nivel industrie, zbuluesit gjetën se industritë e varura financiarisht nuk rritesh më shumë apo më pak në varësi të një sistemi bankar apo tregjesh. Beck dhe Levine (2002) konfirmuan se rritja e zhvillimit financiar përshpejtëson rritjen e industrive të varura financiarisht. Së treti firmat nuk është se rriten më shumë apo më pak në sisteme bankare apo tregjesh. Së fundi (Carlin & Mayer, 1999) e zgjeroi studimin e tij duke ekzaminuar lidhjen midis strukturës financiare dhe llojeve të aktiviteteve të zhvilluara në shtete të ndryshme. Ata identifikuan se çështjet ligjore (efektiviteti i sistemit kontabël) kanë një lidhje pozitive me fragmentimin e sistemit bankar (përqendrimi i ulët bankar) dhe industrive me financim në rritje me kapital dhe me aftësi të qarta.

Shumica e studimeve i referohen Gjermanisë dhe Japonisë si sisteme financiare të bazuara në banka dhe SHBA dhe Anglinë si sisteme të bazuara në

tregje²⁵. Allen dhe Gale (1999), Demirguc-Kunt dhe Levine (2001), arrijnë në konkluzione të rëndësishme rreth sistemit financiar. Studimi i tyre i konsistuar në katër shtete nuk mjaftonte duke qenë se kishin të njëjtën normë rritjeje në afatgjatë. Beck, Demirguc-Kunt dhe Levine (2000) ndërtuan një data bazë të gjerë të serive kohore për 15 shtete për periudhën 1960-1995. Demirguc-Kunt dhe Levine (2001) i klasifikoi shtetet sipas shkallës së orientimit të tyre të bazuara në banka apo në tregje. Ata gjithashtu ekzaminuan evoluimin e sistemeve financiare në kohë edhe sipas shteteve. Ata gjetën se bankat, tregjet, institucionet jo-bankare financiare ishin më të zhvilluara në vendet e pasura dhe vinin e rriteshin me kalimin e viteve. Me pasurimin e shteteve edhe sistemi financiar rritej ku ai tregjeve më shumë në krahasim me atë bankave. Kjo tregon tendencën e shteteve të pasura në një sistem të bazuar në tregje financiare (Ergungor, 2004).

Nga studimet e bëra u konkludua se:

Së pari, në studimet midis shteteve nuk ka ndonjë konkluzion të qartë që njëri sistem është më i mirë se tjetri. Levine (2002) provoi se informacioni mbi strukturën financiare nuk shpjegoi ndryshimet midis shteteve.

Së dyti, studimet me të dhënat në nivel industrish treguan se industritë e varura financiarisht nuk kishin ndonjë rritje më të lart pavarësisht nëse sistemi financiar ku ndodheshin ishte i bazuar në bankë apo në tregje financiare.

2. 4. 2 Kreditimi Bankar dhe faktorë të tjerë ndikues në rritjen ekonomike

Dallimet në strukturën e sistemit financiar do të thotë se niveli i kreditimit mund të thotë gjëra të ndryshme në vende të ndryshme. Kredia bankare do të thotë më tepër besim ndërmjet agentëve të ndryshëm ekonomikë dhe mundësi për të mbështetur një rritje të qëndrueshme ekonomike. Zhvillimi i sektorit bankar është një element jetësor në nxitjen e mëtejshme të kreditimit për sektorin privat. Niveli deri në të cilin sektori bankar e financiar do të ishte në gjendje të thithte më shumë depozita dhe të nxiste një ndërmjetësim më të lartë financiar, do të përcaktonte edhe shtrirjen e mëtejshme të lëvrimit të kredive. Në afat të gjatë, kredia bankare lidhet pozitivisht me kursin e këmbimit dhe negativisht me efektin reduktues të shkaktuar nga huamarrja e brendshme e qeverisë. Kjo e fundit shihet se ka një ndikim më të lartë (Shijaku & Kalluci, 2013). Nga ana tjetër, një gjendje e qëndrueshme makroekonomike dhe politika të orientuara drejt uljes së kostove të kredisë, dhe një liberalizim më i madh financiar, njëkohësisht do të mbështetnin një kreditim më të lartë dhe do të ulnin rrezikun e kreditimit të sektorit privat. Përmirësimi i eficiencës së kredisë bankare dhe reduktimi i kredive me probleme do të ulnin rrezikun e perceptuar të kredisë, duke inkurajuar ofertën e kredisë. Bazuar te rezultatet, vihet re se mundësimi i politikave më të shëndetshme për rritjen ekonomike dhe përmirësimi i eficiencës së bankave do të ndikonin në tërheqjen e më shumë depozitave dhe në uljen e kostove fikse. Politikat për një sektor financiar të shëndetshëm që stimulojnë financimin e sistemit bankar dhe

²⁵ Shikoni See Goldsmith (1969), Hoshi, Kashyap, dhe Scharfstein (1990), Allen dhe Gale (1995), Levine (1997), Mork dhe Nakkamura (1999), Weinstein dhe Yafeh (1998) dhe Wenger dhe Kaserer (1998), libri i BE

kufizojnë kreditë me probleme, mbeten thelbësore për një rritje të qëndrueshme të kreditimit.

IHD-të gjithashtu mund të kontribuojnë në formimin e kapitalit, por është përdorur zakonisht në regresione (përveç Variablit të akumulimit të kapitalit) në një qasje të rritur të funksionit të prodhimit. Përveç kësaj, në qasjen e Greenwood dhe Jovanovic (1993) shkalla e investimeve dhe e variablave financiarë hyjnë në regresion së bashku. Ndërsa (Mencinger, 2003) nuk gjen asnjë lidhje të rëndësishme pozitive (por vetëm negative për disa specifika) dhe (Campos & Kinoshita, 2002) raportojnë një ndikim të rëndësishëm pozitiv të IHD-ve në rritjen ekonomike (Zizi, 2014) dhe (Borensztein, Gregorio, & Lee, 1998).

Themeluesit e idesë së liberalizimit financiar, si udhëheqës të zhvillimit financiar kanë nënvizuar idenë e dy mënyrave kryesore përmes të cilit investimet private priten të rriten. Mënyra e parë është rritja e huadhënies duke hequr tavanin e normave të interesit me qëllim rritjen e kursimeve; dhe e dyta është nëpërmjet shqyrtimit më të zgjeruar të projekteve investuese si shkak i kostove të larta të kapitalit, duke rritur kështu produktivitetin marxhinal të investimeve (McKinnon, 1973). Efikasiteti i bankave do të përmirësohet nga dhënia fund e represionit financiar duke siguruar norma reale pozitive të interesit, duke eliminuar normat e larta të rezervës së detyrueshme dhe duke larguar shpërndarjen e orientuar të kreditimit. Përvoja e liberalizimit financiar nëpër vendet të ndryshme sugjeron se procesi i liberalizimit ndryshon gjerësisht. Për më tepër, në shumicën e vendeve në zhvillim, ku ekzistojnë imperfeksionet e tregjeve dhe jo tregjeve (brenda një kuadri të liberalizuar makroekonomik), ka një mori faktorësh të tjerë përveç sasisë dhe kostos së kredisë që ndikojnë në vendimet për investime nga ana e firmave.

Së fundi, firmat në vendimarrjen e tyre për investime nuk kufizohen më nga kapaciteti i të tyre i kursimeve qoftë kjo edhe në formën e fitimeve të riinvestuara (De Melo & Tybout, 1986²⁶).

Studimet që janë bërë nëpër vendet e Afrikës (Uganda, Kenya, Malawidhe Lesotho) nuk e mbështetnin hipotezën që rritja e thellësisë financiare do sjellë rritjen e volumit të kursimeve apo aksesit në kreditim në bankat tregtare, kryesisht në zonat rurale përveç atyre rasteve kur disponojnë një kolateral (Mosley, 1999). Institucionet financiare refuzojnë huamarrësit e vegjël për shkak të kostove të larta për njësi në administrimin e kredisë dhe mungesës së kolateralit, e cila përkthehet në kthime të ulëta dhe rrezik të lartë. Ky është një problem i madh për të gjitha vendet në zhvillim, sepse firmat e vogla përbëjnë pjesën më të madhe të prodhimit dhe vendeve të reja të punës. Ky "boshllëk" ka qenë tradicionalisht adresuar nga bankat e zhvillimit të sektorit publik dhe skemave shtetërore; por këto kanë qenë përgjithësisht të shpërbëra si pjesë e reformave financiare, dhe nuk zëvendësoheshin në mënyrë efektive nga skemat e mikro-kredisë, mbulimi dhe shtrirja e të cilave kanë qenë të kufizuara në mënyrë sistematike.

Nga studimet e shumta që janë bërë nuk rezulton ndonjë lidhje pozitive dhe e fortë midis normave të interesit dhe kursimeve (Morisset, 1993)²⁷. Performanca ekonomike e vendeve në zhvillim, nga ana tjetër lidhja midis normave të interesit dhe

²⁶ Cituar nga (Gerald, 2006)

²⁷ Cituar nga (Hermes & Lensink, 2013)

thellësisë financiare vihet re në formën e kursimeve financiare, ku Warman & Thirlwall (1994) mendojnë të zëvendësohen investime jo-financiare në atë financiare.

Nga ana tjetër nuk është gjetur lidhje midis liberalizimit financiarë dhe investimeve (studimi Turqisë nga Günçavdi, Bleaney, & McKay, 1998), duke konkluduar që liberalizimi nuk lidhet ngushtësisht me normat e kursimit. Kjo ndodh për dy arsye ku së pari reformat financiare mund të orientojnë normat e kursimet nga asetete trupëzuara drejt depozitave bankare apo të sigurtave. Kjo do të sjellë rritjen e thellë sisë financiare por jo të normave të kursimit. Së dyti liberalizimi financiar ndikon në rritjen e aksesit ndaj produkteve bankare, kartave kreditit apo kredive bankare. Kjo sjell uljen e agregatit të kursimeve duke krijuar diferencën midis rritjes së aktiveve financiare dhe të detyrimeve financiare të familjeve. Në fakt, normat e kursimeve varen nga faktorë të tjerë siç janë faktorët demografikë dhe tatimorë, duke u lidhur me dhënien e pensione, financimit të shëndetësisë dhe arsimit, si dhe me strukturën e pronësisë së korporatave apo edhe organizimit të familjes²⁸.

Liberalizimi financiar nuk i solli ndryshimet e nevojshme. Së pari qeveritë kanë probleme me mbajtjen në kontroll të deficitit buxhetor, shmangien e monetizimit duke emetuar bono thesari, në vend të emetimit bondeve afatgjata. Së dyti mungesa e tregjeve vjen edhe për shkak të mungesës së lehtësirave ligjore për fondet e llojit të sigurimit apo të pensioneve.

Sikorsky (1996) vë në dukje se teoria e liberalizimi financiar u predikua për keq në tregje dhe u besua se "dështimi i qeverisë duhej luftuar duke e hequr fare qeverinë". Por ky besim bie ndesh me atë që në fakt ndodh në çdo ekonominë reale, ku institucionet sociale luajnë një rol vendimtar në mbledhjen e informacionit dhe reduktimin e pasigurisë (Gibson & Tsakalotos, 1994). Kështu zhvillimi institucional është thelbësor për zhvillimin afatgjatë, ku besimi i lartë mes pjesëmarrësve të tregut përcaktojnë se sa mirë një vend mund të konkurrojë në tregjet ndërkombëtare dhe në këtë mënyrë në ecurinë ekonomike.

Suksesi i efikasitetit në alokimin e burimeve varet gjerësisht nga minimizimi i problemeve në tregun e kapitalit, si informacioni asimetric, përzgjedhja e kundërt dhe morali hazard (Watson, 1993). Problemet në stabilitetin e makroekonomik çojnë në rritjen e variancës së kthimit të projekteve duke shkaktuar përzgjedhjen e kundërt nga ana e bankave, duke i kthyer bankat si risk kundërshtuese. Kështu që duhet parë me kujdes edhe shpërndarja e riskut kur ndodhin fenomene të tilla si rritja e menjëhershme e normave të interesit të cilat do mund ta penalizonin shumë huamarrësin të cilët e kanë nisur kontratën e kredisë me një tjetër normë interesi. Kjo do çojë në mos shlyerjen e kredisë. Sipas Mathieson (1980) kjo çon në falimentimin e bankave dhe sipas tij duhet një kontroll i ngadaltë i normave të interesit se sa një ndryshim i menjëhershëm i tij. Çrregullimet në normat e interesit i jep mundësi bankave që të shfrytëzojnë dhënien e kredive në sektorët më fitimprurës si të patundshmeve. Kjo çon në atë që njihet si boom në çmimet e aktiveve e cila shkakton që banka të marri më shumë risk, të rrisë normat e interesit, rritet instabiliteti makroekonomik dhe nqs portofolet e bankës janë të përqendruara në një sektor të vetëm, atëherë rritet kovarianca në kthimet e bankës (Brownbridge & Kirkpatrick, 1999).

²⁸Cituar nga FitzGerald (2006)

Problemet e asimetrisë së informacionit pengojnë bankat në vlerësimin e rrezikut gjatë huadhënies të tyre dhe për të kompensuar rrezikun bankat rrisin normat e tyre të kreditimit duke çuar në përkeqësimin e aftësisë kredituese të huamarrësit. Banka kështu refuzon huamarrësit e sigurt dhe nga ana tjetër firmat e reja pa historik kredimarrës të regjistruar e kanë të vështirë financimin (edhe në çfarë do lloj çmimi). Për më tepër, e njëjta gjë ndodh edhe në tregjet e kapitalit. Kjo e vë investitorin përballë vështirësive duke e bërë koston e kapitalit më të kushtueshme. Investimet do ulen duke sjellë edhe uljen e rritjes ekonomike. Nga ana tjetër investitorët përballë këtyre fakteve do zgjedhin projekte investimi më të rrezikshme, në kërkim të fitimeve më të larta. Por kjo mund të çojë në rritjen e probabilitetit të mosshlyerjes së detyrimeve të tyre duke e bërë tregun e kreditimit shumë të ndjeshëm dhe ekuilibri i tregut fillon dhe ç'ekuilibrohet. Ndryshimet e vogla të faktorëve të jashtëm si edhe ndonjë kufizim monetar do kishin një efekt të lartë në efikasitetin e tregjeve dhe të kreditimit. Institucionet financiare duke ditur se depozituesit nuk i monitorojnë ato janë më të prirur që të marrin më shumë risk përsipër.

Gjithashtu ndodh që hyrjet e reja të bankave apo të institucioneve të tjera financiare kanë rritur kërkesat për mbikëqyrje por kapaciteti mbikëqyrës lë për të dëshiruar. Por Banka Qendrore nqs e bën detyrën e saj të monitorimit dhe mbikëqyrjes atëherë ky rrezik do minimizohej. Në këto lloj rastesh kur kemi ç'ekuilibër të tregjeve financiare apo edhe të bankave, qeveria mund të ndërhyrë në formën e subvencioneve në taksa apo garancive bankare. Dështimet e tregjeve në vendet me liberalizim financiar shpesh kanë kërkuar ndërhyrjen e qeverisë. Ndërhyrja shtetërore do ketë të njëjtat probleme si një treg financiarë që vuan nga dështime kontraktuale, nga përzgjedhja e kundërt dhe morali hazard (Obstfeld & Rogoff, 1995).

Problemi i vendeve në zhvillim është mungesa e tregjeve afatgjata financiare si për obligacionet e thesarit dhe për obligacionet e korporatës. Kjo sjell vështirësi në financimin e projekteve publike në infrastrukturë apo firmat nga ana tjetër nuk mund të mbrohen (*hedge*) nga ndryshimet e kursit të këmbimit, krizave të forex-it etj. Për më tepër personeli i bankave në vendet në zhvillim nuk janë në gjendje që të identifikojnë rreziqet e projekteve dhe monitorimin e investitorëve.

Faktorë institucionalë të tilla si infrastruktura ligjore, kodi falimentimit, normat e kontabilitetit, rregullat dhënies së informacioneve shpjeguese dhe rregulloret e kujdesshme janë të gjitha të rëndësishme për nxitjen e funksionimit të tregjeve financiare dhe kapjen e fitimeve efikase, dhe janë elementë qendrorë në liberalizimin e suksesshëm financiar.

Shumë literatura empirike kanë studiuar ndikimin e zhvillimit financiar mbi pabarazinë e të ardhurave dhe varfërisë. Marrëdhënia midis financës dhe shpërndarjes së të ardhurave është e rëndësishme për të kuptuar procesin e zhvillimit ekonomik dhe është tërthorazi e lidhur me rritjen ekonomike sepse shpërndarja e të ardhurave mund të ndikojë në vendimet e kursimeve, alokimin e burimeve, në stimulimin për tu përtërirë, dhe në politikat publike. Literatura ofron parashikime kontradiktore lidhur me marrëdhënien midis zhvillimit financiar dhe shpërndarjes së të ardhurave dhe zbutjes së varfërisë. Disa teori thonë se zhvillimi ndërmjetësues financiar do të ketë një ndikim pozitiv në mënyrë disproporcionale të të varfrit²⁹.

²⁹ Beck, Demirguc-Kunt, dhe Levine (2004)

Honohan (2004) sugjeron që kredia për sektorin privat uli normat e varfërisë në një përzgjedhje prej 70 shtete. Beck (2004) jep gjithashtu një përfundim empirik, e cila tregon se zhvillimi financiar redukton pabarazinë e të ardhurave dhe nivelet e varfërisë absolute. Galor & Zeira (1993) dhe Aghion & Bolton (1997) tregojnë se asimetritë e informacionit sjellin kufizime të kreditimit për të varfrit, sepse të varfrit nuk kanë burime për të financuar projektet e tyre, as kolateral (as lidhjet politike) për të hyrë në kredi bankare.

Duke përmirësuar kostot e informacionit dhe të transaksioneve dhe duke lejuar më shumë sipërmarrës të marrin financim të jashtëm, zhvillimi financiar përmirëson shpërndarjen e kapitalit, duke ushtruar një ndikim veçanërisht të madh të të varfrit. Në një nivel më të përgjithshëm, disa teori ekonomike politike sugjerojnë se sistemet më të mira financiare bëjnë që shërbimet financiare të funksionojnë për një pjesë të madhe të popullsisë (Haber, Maurer, & Razo, 2003), (Rajan & Zingales, 2003) dhe (Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2005). Kështu, me anë të reduktimit të kufizimeve në kreditim, zhvillimi financiar mund të nxisë sipërmarrjen, formimin e firmave të reja, dhe rritjen ekonomike. Disa autorë të tjerë argumentojnë se të parët që përfitojnë nga heqja e barrierave të kreditimit janë të pasurit dhe politikanët (Lamoreaux, 1986) (Haber, 1991).

2.4.2.2 Integrimi financiar

Ka pasur një gamë të gjerë studimesh teorike dhe empirike se si zhvillimi dhe integrimi financiar ndikojnë në stabilitetin makroekonomik. Ekziston një konsensus i përgjithshëm se integrimi financiar redukton destabilitetin makroekonomik, edhe pse nuk ka ndonjë marrëveshje unike mbi ndikimin e integritit financiar në destabilitetin makroekonomik.

Aghion, Bacchetta, dhe Banerjee (2004) propozuan një kornizë për analizimin e rolit të zhvillimit dhe integritit financiar si burim i jo-stabilitetit në ekonomitë e vogla dhe të hapura. Ata treguan se ekonomitë në një nivel të ulët të zhvillimit financiar janë më të paqëndrueshme se: i) ekonomitë shumë të zhvilluara ose ii) ekonomitë shumë të pazhvilluara. Autorët shpjegojnë se në vendet që kanë nivele shumë të larta të zhvillimit financiar, shumica e firmave nuk janë të kufizuara në sigurimin e aseteve likuide, kështu që goditjet ndaj lëvizjes së parasë janë të parëndësishme. Në anën tjetër, në vendet me nivel shumë të ulët të zhvillimit financiar, firmat mund të mos huamarrin mjaftueshëm, prandaj reagimi i tyre ndaj goditjeve në mjetet monetare është mjaft i ulët. Kurse në vendet me nivele të ndërmjetëm të zhvillimit financiar goditjet ndaj lëvizjes së parasë kanë një impakt intensiv duke shkaktuar destabilitet. Megjithatë, vlerësimet e bëra nuk sugjerojnë që vendet, të cilat janë në fazën e hershme të zhvillimit financiar, janë krejtësisht të sigurta nga efektet negative të goditjeve të përkohshme në sektorin financiar. Në fakt, sipas Aghion, Banerjee dhe Piketty (1999) vendet me të meta serioze në tregun e kapitaleve, ku investitorët kanë qasje të pabarabartë në kapitale dhe në mundësitë për të investuar, luhatjet endogjene ka të ngjarë të shfaqen në PBB agregat, investimet, dhe normat e interesit. Ekonomitë që e kanë më pak të zhvilluar sektorin financiar dhe tregun e kapitaleve kanë tendencë të rriten më ngadalë dhe rritja e tyre ekonomike të jenë më të paqëndrueshme.

Sa i përket integritit financiar, Aghion dhe Banerjee (2005) theksojnë se në

vendet me nivel të ndërmjetëm të zhvillimit financiar, liberalizimi financiar i pa kufizuar mund të destabilizojë ekonominë, duke sjellë paqëndrueshmëri ekonomike në periudha afat shkurtra. Kështu që liberalizimi plotësisht i tregjeve të kapitalit nuk mund të jetë një ide e mirë të paktën derisa sektori i brendshëm financiar të jetë zhvilluar mirë. Agénor dhe Montiel (2008), pajtohen se integrimi i tregjeve financiare ndërkombëtare ekspozon shumë vende me të ardhura të mesme që të zhvendosin kapitalet e tyre, diku tjetër, duke përkeqësuar paqëndrueshmërinë makroekonomike.

Megjithatë, Loayza dhe Raddatz (2006) gjetën rezultate të paqarta mbi ndikimin e hapjes financiare në stabilitetin makroekonomik. Ata gjetën se integrimi financiar redukton ndikimin e goditjeve të jashtme, ndërsa zhvillimi i brendshëm financiar ka një rol të madh në stabilizimin e ekonomisë. Por kur ata lejuan ndërveprimet ndërmjet zhvillimit financiar dhe hapjes financiare në modelin e tyre, ata gjetën se zhvillimi financiar redukton ndikimin e goditjeve të jashtme vetëm në vende me integrim të lartë financiarë, por efekti do jetë i kundërt, kur hapja financiare është e ulët. Ky rezultat tregon se reformat në sistemin financiar vendas duhet të integrohen më shumë me tregjet financiare globale. Autorët arrijnë në përfundimin se një hapje financiare më e lartë ndaj tregjeve financiare rajonale të pazhvilluara mund të çojë në një rritje të ndikimit të goditjeve të jashtme. Në të kundërt, kur hapja financiare ndodh në një vend me tregje financiare të zhvilluara mirë, ndikimi i goditjeve të jashtme do të jetë më i ulët³⁰.

Loayza dhe Raddatz (2006) konstatuan se sa më e hapur të jetë një ekonomi, aq më i madh do të jetë impakti i ndikimit të goditjeve të jashtme mbi prodhimin, sidomos, kur këto impakte janë negative. Sa më e hapur të jetë një ekonomi aq më i madh do të jetë volumi i shkëmbimeve tregtare që përkthehet në një impakt më të madh të faktorëve të jashtëm në rritjen ekonomike. Autorët vlerësuan se rritjet e prodhimit në termat e shkëmbimeve tregtare më afërsisht 1 devijim standard nga mesatarja ndikojnë luhatjet ekonomike me 1,4 % më shumë, kur treguesi i hapjes tregtare të ekonomisë konsiderohet të jetë afërsisht 75%, krahasuar me treguesit e hapjes në nivelin 25%. Megjithatë, ndikimi është dukshëm më i vogël kur hapjet tregtare ndodhin në një vend me tregje financiare lokale të zhvilluara mirë.

Kose (2006) pohoi se në analizën e rritjes së paqëndrueshmërisë, koeficienti i vlerësimit i bashkëveprimit ndërmjet luhatshmërisë dhe integritetit tregtar është shumë pozitiv. Ata gjetën se hapja e tregtisë është e lidhur pozitivisht me paqëndrueshmërinë në prodhimin industrial. Duke trajtuar eksportet dhe importet, veç e veç, rezultatet e tyre tregojnë se importimet në një sektor rritin paqëndrueshmërinë më shumë se eksportet. Ata vlerësuan se rritjet me një devijim standard nga hapjet tregtare rritën paqëndrueshmërinë totale me rreth 15 % të variancës mesatare agregate. Në fakt, kur një ekonomi është e hapur për tregtinë ndërkombëtare, një industri është më e ndjeshme ndaj ofertës globale dhe goditjeve të kërkesës. Hapjet tregtare rrisin paqëndrueshmërinë e përgjithshme, sepse ato çojnë në specializim dhe në një strukturë më pak të diversifikuar të prodhimit.

³⁰ Autorët janë cituar edhe nga (Ndregjoni, 2015)

2.4.2.3 Forma “U” e ndikimit të Zhvillimit Financiar në Rritjen e Ekonomike

Shumë studime të tjera flasin për një lidhje në formë “U”-je të zhvillimit financiar dhe rritjen e produktivitetit. Vjen një pikë ku zgjerimi i mëtejshëm i sistemit financiar mund të zvogëlojë rritjen reale. Studimet kanë treguar se kjo lidhje për vendet me një sektor financiar të madh vjen duke rënë. Kjo tregon që për nivele të ulëta, një sistem i madh financiar sjell rritjen e produktivitetit. Por vjen një pikë ku ekonomitë e përparuara (kur kalon shumë kohë) zhvillimi bankar dhe ai i kreditit sjellin uljen e rritjes ekonomike.

Studimi (Arcand, Berkes, & Panizza, 2012), për këtë çështje u mor me arsyen pse mbi një prag të caktuar zhvillimi financiar ndalon kontributin e saj mbi rritjen ekonomike. Ata sugjeruan dy arsye të mundshme për këtë ndikim negativ: i) rritja e tepruar e kredive mund të çojë në paqëndrueshmëri të lartë ekonomike dhe rritjen e probabilitetit të krizës financiare; ii) vëllimi i lartë i kredisë është e lidhur shpesh herë me shpërndarje jo të mirë të burimeve.

Samargandi, Fidrmuc dhe Ghosh (2013) bashkë me studimin e Lind dhe Mehlum (2010) për testimin e lidhjes së përmbytur në formë U-je, nuk gjetën asnjë provë që zhvillimi financiar, ndikon në rritjen ekonomike në afatgjatë apo të shkurtër.

Cecchetti dhe Kharroubi (2012) shqyrtuan ndikimin e madhësisë dhe rritjes së sistemit financiar në rritjen e produktivitetit dhe nivelit ekonomik duke përdorur një mostër prej 50 shtetesh për periudhën 1980-2009. Studimi konstatoi se madhësia e sektorit financiar ka një efekt në formën e U-së mbi rritjen e produktivitetit ku rritja e mëtejshme e madhësisë së sistemit financiar kontribuon negativisht në rritjen e TFP. Kjo sugjeron se financat e tepërta nuk kanë efekte gjithmonë pozitive.

Greenwood dhe Jovanovic (1990) tregojnë se si ndërveprimi i zhvillimit financiar dhe ekonomik marrin formën e kurbës së përmbytur të formës së U-së për pabarazinë e të ardhurave dhe zhvillimit financiar ndërmjetësues.

Ndikimi i rritjes në sistemin financiar (ku rritja matet si punësim apo vlerë e shtuar - në rritjen reale të produktivitetit. Këtu ne gjejmë dëshmi të qarta: rritja më e shpejtë shfaqet negative për rritjen reale agregate. Një interpretim i këtij konstatimi është se shpërthimet financiare janë në thelb të këqija për prirjen e rritjes ekonomike.

2.4.3 Studimet me seri kohore

Në kundërshtim me studimet ndër-sektoriale, qasja e serive kohore përdoret për shtete specifike individuale dhe ofron mundësinë e analizimit të modelit të shkakësisë dhe evoluimit të saj me kalimin e kohës, duke qenë se modelet e shkakësisë mund të ndryshojnë për çdo shtet (Rousseau dhe Wachtel, 1998). Autorët përdorën seritë kohore të pesë vendeve duke matur zhvillimin financiar me përfshirjen e aktiveve të bankave dhe jo-bankave. Rezultatet e tyre vërtetuan lidhjen e financës si drejtuese e rritjes. Rousseau dhe Wachtel (2000), zbuluan një rol udhëheqës të likuiditetit të tregut të aksioneve dhe sugjeruan se bursat mund të nxisin performancën ekonomike. Gjithashtu autorë të tjerë si Arestis dhe Demetriades (1997) dhe gjithashtu Demetriades dhe Hussein (1996) përdorën tregues të zhvillimit financiar dhe gjetën prova se lidhja midis financës dhe rritjes ekonomike është e dy-kahëshme. Neusser dhe Kugler (1998) kanë përdorur matësit e vlerës së shtuar siguruar nga sistemi financiar në vend të matjes thjeshtë të madhësisë së sistemit financiar. Njësoj

si autorët më lart edhe këto vërtetuan se financa ndikon në rritjen ekonomike. Tsionas dhe Christopoulos (2004) kuptuan se shumë studime në formën e serive kohore nxorën disa studime të pabaza për shkak të kohës së vogël të përzgjedhur në të dhënat e modelit. Kështu që u përdorën teste e rrënjës njësi dhe kointegrimeve për ekzaminimin e lidhjes midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në 10 vende në zhvillim për të nxjerrë efektin e shkakësisë. Autorët gjithashtu vërtetuan se financa ka një ndikim afatgjatë në rritjen ekonomike.

Duke përdorur metodat e serive kohore dhe duke aplikuar modelin e korrektimit të vektorit, (Hondroyiannisa, Lolos, & Papapetroua, 1986–1999) vlerësojnë nëse ndërmjetësuesit financiarë shkaktojnë një influencë rastësore mbi rritjen ekonomike në rastin e Greqisë, për periudhën 1986-1999. Shumë studime me seri kohore kanë përdorur të dhëna vjetore por gjithashtu të tjerë kanë përdorur të dhëna tremujore për të maksimizuar informacionin e përfshirë në analizë.

Për më shumë rreth autorëve, metodologjisë dhe variablave të përdorura në studimet e serive kohore, referohuni tabelës me përmbledhjet e mëposhtme.

Tabela 2-1: Përmbledhje e studimeve me seri kohore

AUTORI/VITI	SHTETI NË STUDIM	TË DHËNAT DHE METODOLOGJIA	TREGUESIT E ZHVILLIMIT FINANCIAR	REZULTATET
Abdurohman (2003)	Indonesia	Të dhëna tremujore në nivel kombëtar për periudhën 1983-1997 Metoda Ordinale e katrorëve të vegjël me procedurën e fortë të gabimit	Zhvillimi financiarë matur nga raporti i kredisë privatit ndaj PBB	Rezultatet mbrojnë teorinë e ofertës së rritjes ekonomike, zhvillimi financiar nxit rritjen ekonomike
Abu-Bader & Abu-Qarn (2005)	Egypt	Të dhëna vjetore në nivel kombëtar për periudhën 1960-2001 Analiza e serisë kohore (Testi i shkak-pasojës së Grangerit dhe korrigjimi i vektorit të gabimit)	Thellësia financiare matur nga katër tregues: (1) M2 ndaj PBB; (2) M@ minus paranë ndaj PBB; (3) raporti i kredisë privatit ndaj PBB; (4) raporti i kredisë së institucioneve jofinanciare private ndaj totalit të kredive vendase dhënë privatit	Zhvillimi financiar shkakton rritjen (Granger-it) nëpërmjet eficensës në investime si edhe nëpërmjet rritjes së burimeve të investimeve
Adamu & Kargbo (2011)	Sierra Leone	Të dhëna vjetore në nivel kombëtar për periudhën 1970-2008 Analiza e serisë kohore (rrënja e njëjtë dhe testi i kointegrimit)	Indeksi i zhvillimit financiar përfshin tre tregues (raporti i detyrimeve/depozitave ndaj PBB, raporti i kredisë vendase dhënë privatit ndaj PBB, pesha e kredisë private ndaj totalit të kredisë vendase)	Zhvillimi Financiar ushtron një efekt statistikisht të rëndësishëm në zhvillimin ekonomik dhe investimet janë një kanal i rëndësishëm në të cilën zhvillimi financiar ndihmon rritjen ekonomike
Adamopoulos (2009)	Ireland	Të dhënat vjetore në nivel kombëtar për periudhën 1965-2007 Analiza e serisë kohore	Indeksi i përgjithshëm të aksioneve të tregjeve Kreditë privatit të bankave	Testi i shkakësisë së Grangerit tregon që rritja ekonomike shkakton zhvillimin e kreditimit, ndërkohë që ka një marrëdhënie shkakësore dykahëshe midis tregut të aksioneve dhe rritjes ekonomike. Konkludohet nga studimi që rritja

			vendase ndaj PBB	ekonomike ka një efekt pozitiv në zhvillimin e tregut të aksioneve dhe të kreditimit
Akinboade (2000)	Tanzania	Të dhëna vjetore në nivel kombëtar për periudhën 1966-1996 Metoda Statike Ordinale e katrorëve të vegjël SOLS dhe Metoda Dinamike Ordinale e katrorëve të vegjël DOLS me procedurën e fortë të gabimit	Thellësia bankare si M3 ndaj PBB	Marrëdhënia midis financës dhe rritjes rezulton çuditërisht negative dhe e rëndësishme mbi të gjitha gjatë kohës së liberalizimit financiar dhe jo e rëndësishme gjatë kohës së mbylljes (<i>repression</i>) financiare
Al-Malkawi, et al. (2012)	United Arab Emirates	Seria e të dhënave vjetore për periudhën 1974-2008 Përqasja/Metoda Autoregressive e shpërndarjes me vonesë ARDL së kointegrimit	Raporti i monetazimit M2/PBB Raporti i kredisë privatit të bankave tregtare ndaj PBB	Lidhja midis rritjes ekonomike dhe zhvillimit financiarë rezultoi negative dhe statistikisht e rëndësishme. Rezultatet gjithashtu sugjeruan një shkakësi dy-kahëshe midis dy variablave. Gjithashtu studimi mbështet edhe teorinë <i>demand- follows</i> dhe <i>supply- leadig</i> për UAE.
(Ang & McKibbin, 2007)	Malaysia	Të dhëna vjetore në nivel kombëtar për periudhën 1960-2003 Analiza e serive kohore (testi i rrënjës së njëjtë dhe testi i kointegrimit i ndërtuar sipas Përqasjes/Metoda Autoregressive e shpërndarjes me vonesë)	Zhvillimi financiar përcaktuar si raporti i kredisë bankare i sektorit privat ndaj PBB	Zhvillimi financiar sjell rritjen nëpërmjet promovimit të kursimeve dhe investimeve private. Zbulimet nga studimi mbrojnë hipotezën e zhvillimeve endogjene financiare dhe modelit të rritjes duke pohuar që financa drejton rritjen ekonomike duke përmirësuar eficensën e investimeve.
Aslam et al. (2011)	Pakistan	Të dhëna vjetore në nivel kombëtar për periudhën 1960-2003 Analiza e serive kohore (testi i	Thellësia financiare matur nga (1)M2 para e gjerë; (2) Kredia vendase reale siguruar nga bankat	Pranohet hipoteza e supply leading. Zhvillimi financiarë ndihmon në rritjen ekonomike

		rrënjës së njëjtë dhe testi i shkakësisë)		
Asteriou & Simon (2000)	United Kingdom	Të dhëna vjetore të Britanisë së madhe Analiza e serive kohore (testi i shkakësisë dhe testi i kointegrimit)	Matës të zhvillimit financiarë dhe i tregjeve	Pranohet hipoteza e <i>supply leading</i> , kështu që drejtimi shkakësisë është nga financa drejt sektorit real të ekonomisë
Aziz & Duenwald (2002)	China	Të dhëna vjetore në nivel provincial për periudhën 1988-1997 Analiza e të dhënave panel (regresioni panel i efektit fix)	Zhvillimi Financiarë matur nga kredia e sektorit jo shtetëror ndaj PBB	Rritja e kredisë nuk shkakton një efekt të rëndësishëm mbi rritjen ekonomike, por kreditë nga bankat jo shtetërore ushtrojnë një efekt pozitiv dhe statistikisht të rëndësishëm mbi rritjen ekonomike
Bhattacharya & Sivasubramanian (2003)	India	Të dhëna vjetore për periudhën 1970-'71 në 1998-1999 Analiza e serive kohore (testi i rrënjës së njëjtë dhe testi i kointegrimit)	Zhvillimi Financiarë matur nga para e gjere M3	Zhvillimi financiar sjell rritjen ekonomike dhe jo anasjelltas
Bida Ndako (2010)	South Africa	Të dhëna tremujore në nga T1 1983-T4 2007 Analiza e serive kohore	Kredia bankare ndaj sektorit privat Raporti i kthimit Vlera e aksioneve të tregtuara	Në afatgjatë, rezulton një shkakësi dy-kahëshe midis financës dhe rritjes duke përdorur si variabla sistemin bankar, ndërkohë kur përdoren variablat e tregjeve financiare rezulton me një drejtim një-kahësh shkakësia nga rritja në sistemin e tregjeve. <i>Impulse response function</i> dhe <i>Variance decomposition</i> tregon që financa ka një ndikim afat shkurtër mbi rritjen nga ana tjetër rezultatet SVAR tregojnë një lidhje të vogël të faktit që financa ndikon rritjen në afatgjatë.
Chang (2002)	China	Të dhëna tremujore për periudhën 1987-1999	Zhvillimi financiar matur nga kredia e sektorit jo shtetëror ndaj	Ekziston një lidhje e pavarur midis zhvillimit financiarë dhe rritjes ekonomike. Rezultatet

		Analiza e serive kohore (Modeli VAR shumë-variabël, cointegrimi dhe testi i shkakësisë së Granger-it)	PBB	empirike nuk mbështetin as hipotezën e demand-following e as supply leading.
Chakraborty (2010)	India	Të dhëna kombëtare për periudhën tremujore nga 1987-1999 Analiza e serive kohore (Testi i kointegrimit dhe metoda e korigjimit të vektorit të gabimit)	Kapitalizimi i tregut financiar dhe zhvillimi financiar (norma e interesit të tregut të parasë)	Nuk pranohet hipoteza që zhvillimi i tregut të aksioneve mund të luante një rol të rëndësishëm në rritjen ekonomike. Nga ana tjetër, reformat në sistemin bankar duken se kanë ndikuar në promovimin e rritjes ekonomike rëndësishëm.
Choe & Moosa (1999)	Korea	Të dhëna kombëtare vjetore për periudhën 1987-1999 Analiza e serive kohore (testi i shkakësisë dhe modeli non-nested)	Lëvizja e fondeve për familjarët dhe sektorit të biznesit Aktivet financiare të familjarëve dhe detyrimet financiare të sektorit të biznesit	Zhvillimi financiarë në përgjithësi çon në rritjen ekonomike dhe ndërmjetësuesit financiarë janë shumë më të rëndësishëm se sa tregjet e kapitalit në këtë marrëdhënie.
Driktasis & Adamopoulos (2004)	Greece	Të dhëna tremujore për periudhën T1 1960-T4 2000 Modeli Autoregresive shumë variabël VAR	Raporti i ofertës monetare M2 ndaj PBB	Një lidhje e fortë dy-kaheshe shkakësore midis zhvillimit financiarë dhe rritjes ekonomike.
Ghali (1999)	Tunisia	Të dhëna kombëtare vjetore për periudhën 1963-1993 Analiza e serive kohore (rrënjës së njëjtë, testi i kointegrimit dhe i shkakësisë së Grangerit)	Raporti i detyrimeve/ depozitave bankare ndaj PBB nominale Raporti i pretendimeve të bankave në formën e kredive private ndaj PBB nominale	Zhvillimi financiarë dhe rritjes ekonomike rezultuan me një lidhje të qëndrueshme afat-gjatë me një drejtim shkakësie nga financa në rritjen ekonomike. Ndryshimet afat-shkurtra dhe lëvizjet afat-gjata në raportet financiare kanë një efekt të rëndësishëm mbi rritjen ekonomike.
Gurgul & Lukasz		Të dhëna tremujore për periudhën	Raporti i kredive private	Raportet e shkakësisë u evidentuan nga

(2011)	Poland	T12000-T4 2009 Analiza e serive kohore	bankare ndaj GNP nominale, Raporti i depozitave bankare ndaj PBB nominale, Raporti i kthimit të WSE ndaj PBB nominale, Norma interbankare skontimit të rezervës bankare	zhvillimi i tregut të aksioneve në rritjen ekonomike dhe nga rritja ekonomike në zhvillimin bankar. Kjo tregon që drejtimi i shkakësisë shpjegohet shumë herë më mirë duke përcaktuar sektorin përkatës financiar.
Halicioglu (2007)	Turkey	Të dhëna kombëtare vjetore për periudhën 1968-2005 Analiza e serive kohore (testi i kointegrimit dhe i shkakësisë së Grangerit)	Raporti i parasë së jashtme M2 ndaj GNP nominale, Raporti i detyrimeve së depozitave bankare ndaj GNP nominale	Midis zhvillimit financiarë dhe rritjes ekonomike u evidentua një lidhje afatgjatë. Politikat për de-rregullimin e sistemit financiar dhe promovimin e sektorit financiar do ndikojnë në rritjen ekonomike.
Hasan & Zhou (2006)	China	Të dhëna vjetore ku përfshihen 31 provinca Kineze për periudhën 1986-2002 Analiza e të dhënave panel	Kreditë nga bankat e shtetëzuara ndaj PBB, Huadhënia private ndaj totalit të kredisë, bondet korporate ndaj PBB, numri i firmave të listuara ndaj totalit të firmave	Studimi tregon që zhvillimi i tregjeve financiare, e institucioneve dhe instrumentave financiare kanë ndikuar shumë në rritjen ekonomike të Kinës.
Hernandez & Parro (2005)	Chile	Të dhëna kombëtare vjetore për periudhën 1961-2001 Analiza tekstuale, grafikore dhe analiza e korrelacionit	Matësi i thellësisë financiare është përdorur raporti i kredisë private ndaj PBB	Për periudhën e studimit zhvillimi financiar ka kontribuar shumë rëndësishëm në rritjen ekonomike të Kilit.
Humérez & Yáñez (2010)	Bolivia	Të dhëna tremujore për periudhën 2000- 2009 Analiza e serive kohore (VAR dhe SVAR)	Matësi i thellësisë financiare është përdorur raporti i M3 ndaj PBB dhe norma e rritjes së produktit të sektorit financiar	Zhvillimi financiarë ka një ndikim pozitiv dhe modest mbi rritjen ekonomike. është e nevojshme promovimi i një sistemi më eficient dhe të zhvilluar të sistemit financiarë në mënyrë që kjo të ndikojë në rritjen e efektit të rritjes mbi sektorin financiarë.
Johannes (2011)	Cameroon	Të dhëna kombëtare vjetore për periudhën 1975-2005	Për thellësinë financiare (paraja+ kërkesa+ interesi i	Zhvillimi financiarë ka një ndikim pozitiv mbi rritjen në afat-gjatë nëpërmjet mbledhjes dhe

		Analiza e serisë kohore (testi i rrënjës së njëjtë, kointegrimit dhe shkakësisë)	detyrimeve të bankave dhe ndërmjetësuesve të tjerë financiarë ndaj PBB) dhe të tjerë matës të eficensës së sistemi financiarë (Kredia bankare alokuar firmave private)	alokimit eficient të burimeve financiare. Në mënyrë që këto të ndikojnë në rritjen e efekteve pozitive financiare, janë të nevojshme ndërmarrja e reformave të thella dhe eficientë në alokimin e burimeve.
Islam (2012)	Malaysia	Të dhëna vjetore për periudhën 1974-2004. Mekanizmi i Ko-integrimit dhe i korrigjimit të gabimit	Raporti i totalit të aktiveve financiare i institucioneve jo-bankare ndaj PBB	Ndërmjetësuesit financiarë jo banka dhe rritja ekonomike janë të kointegruara me njëra tjetrën. Gjithashtu ekziston një drejtim shkakësie unike afatgjatë nga ndërmjetësuesit financiarë jo banka drejt rritjes ekonomike por jo anasjelltas.
Kenourgios & Samitas (2007)	Poland	Të dhëna tremujore për periudhën 1994- 2004 Analiza e serive kohore (teknikat e ko-integrimit)	Gross claims mbi sektorin financiarë pjesëtuar PBB. Kredia ndaj sektorit privat i bankave depozituese pjesëtuar nga PBB Aksionet e tregtuara në bursë ndaj PBB si %	Në afat-gjatë, kredia ndaj sektorit privat ka qenë një ndër arsytet rritjes ekonomike në Poloni.
Koetter & Wedow (2006)	Germany	Të dhëna vjetore për periudhën 1994-2003 Analiza e të dhënave dinamike panel	Zhvillimi financiarë është matur në konstesktin e sasisë dhe cilësisë. Sasia është e matur nga shuma e kredisë dhe të sigurtave ndaj PBB, dhe cilësia matet nga eficensa në kosto matur me analiza frontiere stikastike	Cilësia e ndërmjetësimit financiarë ndikon rritjen, duke sugjeruar që rritja ekonomike kërkon zhvillim bankar më të mirë por jo më të shumtë në sasi. Variabli i kredisë ndaj PBB i përdorur në shumë studime nuk rezultoi i rëndësishëm në këtë studim.
Ljungwall & Li (2007)	China	Të dhëna vjetore për periudhën 1983-2003 për 23 provincat Kineze Analiza e të dhënave panel (vlerësimi GMM)	Matës alternativë: (1) Thellësia financiare, (2) Ndërhyrja qeveritare në burimet financiarë, (3) transaksionet e drejtuara ndaj tregut	Ndërmjetësimi financiarë i orientuar më shumë drejt tregjeve financiare është faktori që lidh FDI (IHD) në rritjen ekonomike. Reformat financiare në vazhdim do sjellin një përmirësim të mjedisit për kapitalin vendas dhe të huaj.
Lopez (2003)		Të dhëna tremujore për periudhën	Matësi i thellësisë financiare	Variacioni i kredisë shpjegon edhe variacionin e

	Venezuela	1983-2002	është përdorur nga kredia private	PBB.
		Analiza e serive kohore		
Lopez & Rodriguez (2009)	Mexico	Të dhëna tremujore për periudhën 1990-2004 Analiza e serive kohore (testi i rrënjës së njëjtë, kointegrimit dhe shkakësisë)	Matësi i thellësisë financiare është përdorur raporti i M4 ndaj PBB nominale	Zhvillimi financiar ushtron një efekt pozitiv ndaj rritjes ekonomike. Lidhja shkakësore midis tyre është dy-këahshe.
Murinde & Eng (1994)	Singapore	Të dhëna vjetore kombëtare për periudhën 1960-1990 Testi i serive kohore	Matësit e thellësisë financiare: (1)M2 ndaj PBB, (2) M3 ndaj PBB	Studimi rezulton të mbrohet hipoteza e supply-leading kështu që zhvillimi financiar shpjegon rritjen ekonomike.
Morales (2007)	Bolivia	Të dhëna vjetore kombëtare për periudhën 1981-2005 Analiza e korrelacionit dhe regresionit	Matësi i thellësisë financiare është përdorur: depozitat bankare ndaj PBB	Nga studimi del se sistemi financiarë në Bolivi është shumë i vogël, (përveç faktit të prezencës së lartë të raportit të depozitave ndaj PBB) për të ndikuar në rritjen ekonomike të vendit. Faktorë të tjerë që ndikojnë produktivitetin janë shumë herë më të rëndësishme.
Ngai Wa (2002)	Macau	Të dhëna vjetore kombëtare (1984-2000) Analiza ko-tekstuale dhe e trendit	Dy matësit e thellësisë financiare: (1) M2 ndaj PBB, (2) Kredia bankare ndaj PBB	Nga studimi del që ekziston një korrelacion midis rritjes reale ekonomike dhe zhvillimit financiarë.
Odhiambo (2007)	Kenya	Të dhënat vjetore kombëtare për periudhën 1965-2005 Analiza e serive kohore (Metoda e kointegrimit të Johansen-Juselius dhe mekanizmi i rregullimit të	Thellësia financiare matur me M2 ndaj PBB	Ekziston një lidhje shkakësore një-kahëshe midis thellësisë financiare dhe rritje ekonomike. Faktohet që rritja Granger shkakton kursimet dhe kursimet Granger shkaktojnë thellësinë financiare.

		gabimit)		
Paudel & Perera (2009)	Sri Lanka	Të dhënat vjetore kombëtare për periudhën 1955-2005 Analiza e serive kohore (Metoda e kointegrimit të Johansen-Juselius dhe mekanizmi i rregullimit të gabimit)	Gjashtë matësit e zhvillimit financiarë: M2 ndaj PBB, M3 ndaj PBB	Zhvillimi financiarë shkakton rritjen ekonomike në dy mënyra shkakësie.
Prakash (2009)	India	Të dhëna mujore nga 1993-2008 Testi i shkakësisë së Granger-it në kornizën e Vektorit Auto-Regresion)	Katër matësit e zhvillimit financiarë: kapitalizimi i tregut, paraja e jashtme broad M3, tregtia e jashtme, kredia bankare Y5	Testi i kointegrimit zbulon një ekuilibër të ri afatgjatë në marrëdhënien midis financës dhe rritjes. Testi i shkakësisë së Grangerit zbuloi një lidhje shkakësie dy-kahëshe midis ofertës monetare dhe rritjes ekonomike, kreditimit bankar dhe rritjes ekonomike, ofertës monetare dhe tregtisë së jashtme, kapitalizimit të tregut dhe tregtisë së jashtme. Gjithashtu konfirmohet një lidhje shkakësore një midis kapitalizimit të tregut dhe rritjes ekonomike.
Rahman (2004)	Bangladesh	Të dhënat vjetore kombëtare për periudhën 1976-2002 Analiza e trendeve dhe e serive kohore (Vector Auto Regression VAR)	Tre matësit e zhvillimit financiarë: (1) raporti i kredive private ndaj PBB, (2) Depozitat totale ndaj PBB, (3) Paraja e jashtme Broad (M2) ndaj PBB	Zhvillimi financiarë shkakton një impakt afatgjatë mbi investimet dhe të ardhurat nga kapitali. Kështu që zhvillimi financiarë ka një efekt direkt dhe indirekt (nëpërmjet mesatares së investimit) në të ardhurat nga kapitali.
Sunde (2011)	Namibia	Të dhëna tremujore për periudhën 1990-2008 Analiza e serive kohore (testi i shkakësisë)	Thellësia bankare matet nga: (1) raporti i kredive private ndaj PBB, (2) normat e kredidhënies, (3) raporti i aseteve likuide ndaj PBB	Ekziston një lidhje shkakësore dy-kahëshe midis thellësisë financiare dhe rritje ekonomike.
Thangavelu & Beng (2004)	Australia	Të dhëna tremujore për periudhën 1960-1990	Zhvillimi financiarë matet nëpërmjet: (1)raporti i	Ekziston një lidhje shkakësore midis ndërmjetësimit financiarë dhe tregjeve

		Analiza e serive kohore, Modeli VAR	detyrimeve të brendshme ndaj PBB, kthimi nga kapitali ndaj PBB	financiare ndaj rritjes ekonomike.
Valev (2008)	Bulgaria	Të dhëna gjashtë-mujore për 14 sektorë ekonomikë për periudhën 1999-2005 Analiza e të dhënave panel (procedura GMM)	Matës alternativë për kredinë bankare si p. sh kredia dhënë firmave private, maturimi i kredisë, madhësia mesatare, sasia e kredive, kreditë në monedha të ndryshme	Për çdo rritje prej 10% pikë të raportit të kredisë ndaj PBB, rritje vjetore ekonomike rezulton me 0. 3% pikë. Efekti i kreditimit të investimeve është veçanërisht i fortë në manifakturë dhe në transport.
Vaona (2008)	Italy	Të dhëna vjetore në nivel bashkie Analiza e ndër-sektoriale dhe regresionit panel	Për matjen e zhvillimit financiarë është përdorur kredia private ndaj PBB	Rezultatet nga të dhënat ndërsektoriale dhe të dhënave panel tregojnë që më shumë financë sjell më shumë rritje ekonomike.
Waqabaca (2004)	Fiji	Të dhëna vjetore kombëtare për periudhën 1990-2000 Analiza e serive kohore (Metoda e kointegrimit, rrënjës së njëjtë, dhe vektori bi-variate auto-regresivë)	Variablat e përdorur për matjen e zhvillimit financiarë ishin tre (1) Raporti i aktiveve financiare me PBB; (2) Detyrimet likuide ndaj PBB; (3) kredia dhënë privatit ndaj PBB	Ekziston një lidhje pozitive midis zhvillimit financiarë dhe rritjes ekonomike. Drejtimi i shkakësisë rezulton nga rritja drejt zhvillimit financiarë.
Yang & Hoon (2008)	Korea	Të dhëna vjetore kombëtare për periudhën 1971-2002 Test për super-ekzogjenitetin në ekzaminimin nëse zhvillimi financiar shkakton rritjen ekonomike dhe anasjelltas	Zhvillimi financiarë është matur nga raporti i (shuma e kredive dhe zbritjet e të gjithë institucioneve financiare dhe vlera e tregtueshme e të sigurtave (aksione dhe bonde) ndaj PBB	Faktohet pohimi që financa shkakton rritjen por jo anasjelltas. Kështu që Korea duhet t'i japi prioritet reformave financiare se sa rritjes ekonomike.
		Të dhëna nga 286 qytetet e Kinës	(1) Raporti i kredive totale të sistemit bankarë (institucioneve bankare dhe jo-bankare) ndaj	Treguesit tradicionalë të zhvillimit financiarë janë përgjithësisht pozitivisht të lidhur me rritjen ekonomike. Madhësia dhe thellësia e

Zhang (2012)	China	për periudhën 2001-2006 Regresioni ndër-sektorial dhe i diferencuar dhe sistemi GMM për të dhënat panel dinamike	PBB-së. (2) Raporti i depozitave të familjarëve në sistemin financiar ndaj PBBS (3) Pësja e investimeve të aseteve fikse financuar nga kreditimi i brendshëm se sa nga ndihmat qeveritare (4) Raporti i depozitave të korporatave ndaj totalit të depozitave në sistemin financiarë	sektorit financiarë inkurajon rritjen ekonomike Me një përdorim më të madh të tregut dhe transaksioneve financiare të orientuara nga përfitueshmëria, me mobilizimin e depozitave të korporatave, zhvillimin e ndërmjetësuesve financiarë, dhe me hyrjen e Kinës në Organizatën Botërore të Tregtisë sollën efekte pozitive në rritjen ekonomike
Boyreau (2003)	China	Të dhëna vjetore për 26 provinca për vitet 1990-1999 Modeli i regresionit duke përdorur sistemin e vlerësimit GMM	Katër tregues të ndërmjetësimit financiar: (1) raporti depozitave totale bankare ndaj PBB; (2) raporti i kredive ndaj depozitave të bankave shtetërore; (3) raporti i kredive të bankave shtetërore ndaj PBB; (4) Indeksi i përqendrimit të bankave	Thellësia financiare nuk kontribuon në performancën ekonomike. Rritja e kreditimit nga sektori bankar shtetëror solli një impakt negativ mbi rritjen ekonomike. Provincat me sektorë bankarë më të diversifikuar rezultojnë të rriten më shpejt.
Nasr (2010)	Egypt	Të dhënat e pesë anketimeve mbajtur në periudhën 2004-2006 nga Banka Botërore, Qendra për zhvillim Social e Universiteteve dhe qeverisë	Tregues të ndryshëm të thellësisë financiare, aksesit ndaj financës, kornizës institucionale dhe rregullatore	Potenciali për zhvillim financiarë në Egjipt është shumë i madh duke qenë se politikat makroekonomike dhe themelet e mjedisit të biznesit janë shumë mbështetëse. Pronësia shtetërore e aseteve reale financiare ka diskurajuar konkurrencën dhe zhvillimin e thellë dhe të mirë-rregulluar të sistemit financiarë, duke përfshirë edhe institucionet jo bankare. Bankat e vogla private dhe të huaja janë shumë herë më aktive në zgjerimin e aksesit në financë të familjarëve dhe bizneseve të vogla dhe të mesme.
Hussain &	India	Të dhënat vjetore për periudhën	Një tregues i përbërë nga 4 lloje	Lidhja midis zhvillimit financiarë dhe rritjes

Chakraborty (2012)	1985-2009 në Assam një qytet Indian	të ndryshme variablash financiarë	ekonomike rezultoi kointegruese. Testi i shkaktësisë së Grangerit sugjeron se zhvillimi financiarë shkakton rritjen ekonomike në rastin e Assam-it. Funkcioni i impulse response është përdorur për të gjitha variablat. konkludohet që sistemi financiarë në Assam duhet të eksplorohej sepse është dhe kanali kryesor i rritjes ekonomike.
	Modeli i serive kohore	(1) Numri i degëve të bankave për 1000 banorë; (2) Raporti i kredisë se të gjitha bankave tregtare të një shteti përmbi PBB e sektorëve të ndryshëm të një shteti; (3) Pesha e sistemit financiar ndaj PBB; (4) Raporti kredi/depozita e të gjitha bankave tregtare në Assam	

Burimi: *(Përshtatje e autorit referuar Reyes, 2014)*

KREU III

METODOLOGJIA E PUNIMIT

3. 1 Mënyrat e testimit

Pas shqyrtimit teorik trajtuar më lart, pjesa më e rëndësishme është dhe pjesa metodologjike e studimit. Shumë studime janë bërë në përmirësimin e matjes së zhvillimit financiar dhe në gjetjen e metodotave ekonometrike të duhura për të lidhur sa më mirë konceptet teorike me të dhënat konkrete në kuptimin e lidhjes midis rritjes ekonomike dhe zhvillimit financiar. Më poshtë janë përmendur disa prej studimeve empirike më të rëndësishme në fushën e lidhjes së zhvillimit financiar dhe ekonomisë.

3. 1. 1 Studimet empirike midis shteteve në kërkim të lidhjes së financës dhe rritjes ekonomike

Goldsmith (1969) nënvizon në studimin e tij si më poshtë:

“Një nga problemet më të mëdha në fushën e financës, në mos më i rëndësishmi...është efekti që struktura dhe zhvillimi financiar kanë mbi rritjen ekonomike”³¹

Goldsmith mori në studim 35 shtete për periudhën kohore 1860-1963, duke mbledhur të dhëna për vlerën e aktiveve të ndërmjetësve financiarë ndaj produktit të brendshëm. Ai gjeti se madhësia e ndërmjetësimit financiar është i lidhur pozitivisht me cilësinë e funksioneve financiare mundësuar nga sektori financiar (rritet me zhvillimin e shteteve). Ai gjithashtu dokumentoi një lidhje pozitive midis zhvillimit financiar dhe niveleve të aktivitetit ekonomik. Nga ana tjetër Goldsmith nuk ka mbajtur një qëndrim nëse financa shkakton rritjen. Gjithashtu ai nuk ka sjellë dot gjetje mbi lidhjen e rritjes ekonomike dhe strukturës financiare sepse nuk kishte mundur të siguronte të dhëna mbi zhvillimet e tregut të të sigurtave për pjesën më të madhe të shteteve. Studimi i tij rezultoi me këto mangësi:

- Nuk kërkoi për faktorë të tjerë që mund të influenconin zhvillimin ekonomik
- Nuk ekzaminoi nëse zhvillimi financiar shoqërohet me rritjen produktive dhe akumulimin e kapitalit siç e thekson dhe teoria
- Treguesi i përdorur me të cilin ai mat madhësinë e sektorit ndërmjetësues financiar nuk mund të konsiderohet si matës i mirë i sistemit financiar
- Studimi nuk studion drejtimin e shkakësisë
- Studimi nuk përfshin rolin e tregjeve financiare, institucioneve të tjera ndërmjetësuese jo-bankare në rritjen ekonomike.

2.4.2.43. 1. 1. 1 Studimi i autorëve King dhe Levine

Në fillimet e 1990, King dhe Levine (1993) u bazuan në punën që kishte bërë më parë Goldsmith. Studimi i tyre përfshinte 77 shtete për periudhën 1960-1989. Qëllimi i tyre ishte kontrolli i efektit të faktorëve afatgjatë, akumulimi i kapitalit, kanalet e rritjes së produktivitetit duke ndërtuar kështu masa shtesë mbi nivelin e zhvillimit financiar.

King dhe Levine përdorën matësit e mëposhtëm të zhvillimit financiar:

³¹ Cituar nga (Levine, 2005), marrë në faqen 390 të studimit të Goldsmith

- Thellësinë (detyrimet likuide³²ndaj PBB-së)
- Banka {kreditit bankar ndaj (aseteve e bankave të nivelit të dytë + asetet e bankës qendrore)}³³
- Sektori privat (kreditimi i sektorit privat ndaj PBB)³⁴

Treguesit e rritjes ekonomike:

- Norma mesatare e rritjes reale të PBB për person
- Norma mesatare e rritjes reale të tregjeve të kapitalit për person
- Rritja totale e prodhimit³⁵

Modeli i propozuar nga autorët është si më poshtë:

$$G(j) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon$$

- *F(i)* përfaqëson vlerën e treguesit të “i” të zhvillimit financiar mesatarisht për periudhën 1960-1989
- *G(j)* përfaqëson vlerën e treguesit të rritjes “j” (rritjen e PBB për person, tregut të kapitalit për person ose rritja prodhimit) mesatarisht për periudhën 1960-1989
- *X* përfaqëson matricën e informacionit për të kontrolluar për faktorë të tjerë shoqëruar me rritjen ekonomike (p. sh të ardhurat për person, edukimi, stabiliteti politik, treguesit e kursit të këmbimit, tregtia, fiskaliteti dhe politika monetare)

Autorët konkluduan që ekzistonte një lidhje e fortë pozitive midis çdo treguesi të zhvillimit financiar *F(i)* dhe tre treguesve të rritjes *G(j)*. Koeficientet e thellësisë rezultuan me 0. 2 për vendet me rritjen më të ulët dhe me 0. 6 për vendet me rritjen më të madhe. Diferenca midis vendeve me rritjen më të ulët (25% e vendeve) dhe shteteve me rritjen më të lartë është rreth 5% për çdo vit për 30 vitet në studim. Prandaj, rritja në thellësi vetëm eliminon 20% të kësaj difference në rritje.

Studimi i tyre konkludoi në përfundimin se vlera e thellësisë financiare në 1960 parashikon normën e rritjes ekonomike mbi 30 vitet në vazhdim. Regresioni tregon se thellësia financiare në 1960 është një parashikues i mirë i Variablës të varur *G(j)*. Gjithsesi nuk tregohet se çfarë e shkakton ndryshimin e zhvillimit financiar. Ata thjesht tregojnë efektet e rritjes afatgjatë nga ndryshimet e zhvillimit financiar.

La Porta, Silanes dhe Shcleifer (2002) përdorën një tjetër tregues të zhvillimit financiar. Ato ekzaminuan shkallën e pronësisë publike të bankave në botë. Duke qenë se bankat me kapital shtetëror janë më pak efektive në ofrimin e shërbimeve financiare atëherë

³² Detyrimet likuide të sistemit financiar përfshinin para në të holla+detyrimet bankare me afat dhe detyrimet me afat jo-bankare)

³³ E dhe pse ky matës na tregon rëndësinë që kanë e dhe institucionet e tjera financiare si ofrues shumë të mirë të funksioneve financiare. Gjithashtu bankat janë kredituese të mira e dhe të sektorit publik qeveritar, ku qëllimi jonë është kreditimi që ajo i bën sektorit privat mbi të gjitha.

³⁴ Ky tregues është i rëndësishëm sepse bankat që angazhohen më shumë në financimin e sektorit privat kanë ndihmuar në krijimin e firmave kërkuese, duke ushtruar qeverisjen e korporatave, shërbimet e amvisimit të riskut, mobilizimin e kursimeve dhe në lehtësimin e transaksioneve.

³⁵ Njihet ndryshe si “mbetja e Solow” (Solow residual) përcaktuar si Norma mesatare e rritjes reale të PBB për person - 0. 3* Norma mesatare e rritjes reale të tregjeve të kapitalit për person

kjo e dhënë u mendua se ishte një tregues shumë i mirë i lidhjes së ndërmjetësimit financiar dhe rritjes ekonomike. Autorët treguan se:

- shkalla e lartë e kapitalit shtetëror në banka është e lidhur me mungesën e efikasitetit në zhvillimin bankar
- shkalla e lartë e kapitalit shtetëror në banka është e lidhur me një zhvillim të ngadalshëm të rritjes ekonomike

Sipas King dhe Levine treguan që financa parashikon rritjen por ato nuk u morën me çështjen e shkakësisë. Shumica e autorëve edhe pse përmisuan studimet e tyre, ato u fokusuan vetëm në një segment të sistemit financiar, të bankat dhe treguesit e tyre (Shan & Morris, 2002). Ata nuk matën direkt shkallën me të cilën sistemi financiar përmirëson kostot e transaksionit dhe të informacionit.

3. 1. 1. 2 Treguesi i tregut të kapitalit në studimet e rritjes ekonomike (studimet midis shteteve)

Ka shumë arsye që tregojnë se sa e rëndësishme është studimi i lidhjes midis rritjes ekonomike dhe funksionalitetit të tregjeve të kapitalit. Siç e trajtuam më lart, kishte studime që e lidhnin zhvillimin e tregjeve pozitivisht apo negativisht me rritjen ekonomike, akumulimin e kapitalit apo rritjen e prodhimit. Gjithashtu teori të ndryshme, fokusohen në rolin konkurrues të bankave me tregjet në ofrimin e funksioneve financiare, në ekspansionin e korporatave, apo rolin e tyre plotësues të njëra tjetrës.

Hulumtuesit Levine dhe Zervos (LZ, 1998) ndërtuan tregues të ndryshëm për matjen e zhvillimit të tregut me rritjen ekonomike, akumulimin e kapitalit, rritjen e prodhimit. Në një përzgjedhje prej 42 vendesh për periudhën 1976-1993³⁶, Levine mori për bazë vetëm raportin e kthimit (vlera totale e aksioneve tregtuara në bursën e një shteti ndaj kapitalizimit të tregut)³⁷. Ky raport tregoi luhatshmëri sipas shteteve të ndryshme. Tregjet aktive si ai i Japonisë dhe SHBA-së rezultuan me kthime rreth 0. 5% (për periudhën 1976-1993), ndërkohë tregje të tjera më pak likuide si Bangladeshi, Kili etj raportonin kthime rreth 0. 06%. Nga studimi i Levine dhe Zervos (cit më lart) u gjet se niveli fillestar i likuiditetit të tregjeve dhe i zhvillimit bankar (kreditimi bankar³⁸) ishin të lidhura pozitivisht dhe të rëndësishëm me rritjen ekonomike, akumulimin e kapitalit, rritjen e prodhimit. Rezultatet konkrete treguan që: një rritje e likuiditetit të tregut të kapitalit me një devijim standard prej 0. 3 do të sillte ndryshimin e PBB me 0. 8 përqind për çdo vit. Duke e akumuluar për 18 vjet, kjo tregon që PBB reale do të rritej rreth 15 %. Kurse një rritje e kreditimit bankar me një devijim standard prej 0. 5 do të sillte një ndryshim të PBB me 0. 7 përqind për çdo vit. Të mbledhura së bashku, tregu dhe bankat do të ndihmonin në rritjen e PBB me 30% për 18 vjet dhe në rritjen e produktivitetit me 25%.

Levine dhe Zervos nënvizuan se lidhja midis tregjeve, bankave dhe rritjes duket më e qartë nëpërmjet rritjes së produktivitetit duke qenë në linjë me autorë të tjerë (Levine, 1991)(Bencivenga, Smith, & Starr, 1996).

³⁶ Levine citon se këto tregues u përdorën nga Demirguc dhe Levine (1996)

³⁷ Ky tregues nuk është matës direkt i kostove të tregtimit apo i aftësisë për të shitur të sigurta në çmim të caktuar. Ky raport mat tregtimin ndaj madhësisë së tregut duke reflektuar informacione të tregtimit. Ky raport tregoi luhatshmëri sipas shteteve.

³⁸ Ndryshe nga King dhe Levine (1993) ku "Private" maste kreditimin total ndaj sektorit privat, Levine dhe Zervos (1998) me Variablin e kreditimit bankar matin vetëm kredinë e bankave ndaj sektorit privat.

Autorët gjithashtu gjetën në studimet e tyre se kapitalizimi i tregut pjesëtuar me PBB nuk është i lidhur fort me Variablin e varur duke treguar se nuk është e rëndësishme vetëm listimi në bursat vendase për një shpërndarje të mirë të burimeve. Por është aftësia e tregtimit nëpërmjet teknologjive produktive që influencon në shpërndarjen e burimeve dhe rritjen ekonomike.

Studimi i tyre kishte disa mangësi:

1. Ato nuk trajtuan çështjen e shkakësisë
2. Ata nuk matën kostot direkte të realizimit të një transaksioni. Gjithashtu nuk morën parasysh se marrja dhe përpunimi i informacionit është i ndryshëm për shtete të ndryshme.³⁹
3. Modeli i tyre nuk kishte mjaftueshëm të dhëna për integrimin ndërkombëtar financiar⁴⁰.
4. Në këtë model, tregtia nuk është parë si një faktor që ndikon në rritjen ekonomike.
5. Modeli i tyre nuk përfshin tregjet e obligacioneve dhe shërbimet financiare që ofrojnë firmat jo-financiare.
6. Tregjet financiare nuk janë gjithmonë sigurieset e likuiditetit duke e bërë të vështirë që të konkludojmë nëse ekziston një lidhje e fortë midis rritjes dhe diversifikimit të shërbimeve financiare në afatgjatë.

3.1.1.3 Përdorimi i variablave e instrumental në studimet midis shteteve

Për të kuptuar nëse lidhja midis financës dhe rritjes ekonomike është drejtuar nga mbetje të njëkohshme, duhet një variabël tjetër instrumental që shpjegon diferencat midis shteteve në zhvillimin financiar por të mos jetë i lidhur me rritjen ekonomike pavarësisht lidhjes me zhvillimin financiar dhe përcaktuesve të tjerë të rritjes. Levine, Loayza dhe Beck (LLB, 2000), Levine(1998, 1999) përdorën treguesit e origjinës ligjore të La Porta-ës (1997, 1998)⁴¹ si variabla instrumental. Duke qenë se financa është e bazuar në kontrata, baza ligjore dhe rregullatore janë të rëndësishme për tu përfshirë në model. LLB (2000) propozuan modelin e tyre për 71 shtete me metodën e regresionit të përgjithësuar të momenteve (GMM):

$$G(j) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon$$

- $F(i)$ përfaqëson vlerën e treguesit të "i" të zhvillimit financiar mesatarisht për periudhën 1960-1995
- $G(j)$ përfaqëson rritjen e PBB për person, mesatarisht për periudhën 1960-1995
- X përfaqëson Variablin ekzogjen

Modeli "Z" përfaqëson treguesin e origjinës ligjore dhe shërben për matjen e zhvillimit financiar. Modeli përdor kriteret lineare, në mënyrë që Variabli "Z" të mos jetë i lidhur me termin e gabimit. Kuptimi logjik i këtij kushti është që origjina ligjore mund të ndikojë rritjen e PBB për person vetëm nëpërmjet treguesve të zhvillimit financiar dhe variablave të tjerë "X". King dhe Levine (1993) përdorën treguesin e kredisë private duke përjashtuar kredinë ndaj qeverisë dhe firmave të tjera publike dhe bankës qendrore. Por

³⁹ Pavarësisht se autorët përdorën tre lloj matësish për likuiditetin (vlera totale e aksioneve të tregtuara në bursat vendase ndaj PBB; Vlera e tregtuar ndaj luhatshmërisë së kthimit të aksioneve; kthimi ndaj luhatshmërisë së kthimit të aksioneve), pasiguria ekziston përsëri.

⁴⁰ Ata konkluduan se integrimi ndërkombëtar financiar nuk pritet të eliminojë rëndësinë e sistemeve financiare kombëtare në të ardhmen e afërt duke mos gjetur një lidhje të fortë midis rritjes dhe aftësisë së investitorëve të diversifikojnë riskun ndërkombëtarisht.

⁴¹ Ky variabël njihet ndryshe e dhe me toponimin LLSV (1998) përfaqëson Variablin i cili kategorizon sistemet ligjore në atë Britanik, Francez, Gjerman dhe Skdheinav sipas rëndësisë të gjithsecilit në mbrojtjen e të drejtave të kreditorëve dhe aksionerëve duke ndihmuar kështu në promovimin e zhvillimit financiar.

ndryshe nga LZ, autorët përfshijnë kreditimin e institucioneve jo-depozituese. Studimi rezultoi me identifikimin e një lidhjeje të fortë midis komponentëve ekzogjenë të zhvillimit financiar dhe rritje ekonomike në afatgjatë. Gjithashtu lidhja midis financës dhe rritjes ekonomike është e fortë dhe kjo jo se rritja është për shkak të mbetjeve të njëkohshme (*simultaneity bias*). Faktori ligjor rezulton me një impakt të madh mbi zhvillimin financiar në rritjen ekonomike.

3.1.2 Metodologjia e të dhënave dinamike panel

Studimi i LLB (2000) dhe BLL (Beck, Levine, Loayza, 2000) përdorën një model panel GMM sipas regresionit të mëposhtëm:

Y - Variabli i varur

X^1 - variabla shpjegues me kohëvonesë

X^2 - një set variablash shpjegues

μ - efekti specifik për çdo shtet i pa-observuar

ε - termi i gabimit për çdo vit

i, t – shtetet dhe periudhat

E mira e studimeve panel është aftësia e eksplorimit të variacioneve të serive kohore dhe sasia e të dhënave. Këto modele mënjanojnë mbetjet e regresioneve midis shteteve. BLL ekzaminon lidhjen midis zhvillimit financiar dhe burimeve të rritjes (ritja e produktivitetit, akumulimit fizik të kapitalit dhe kursimeve), ndërkohë LLB përdor vlerësuesin e sistemit për të ekzaminuar lidhjen midis zhvillimit të ndërmjetësuesve financiarë dhe rritjes ekonomike. Rezultatet treguan një lidhje pozitive midis komponentëve të jashtëm të zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike, rritjes produktive dhe akumulimit të kapitalit.

Tabela më poshtë jep rezultatet e studimeve:

Tabela 3-1: Modeli panel GMM dhe MKV (1960-1995)

Variabli i Varur: Rritja Reale e PBB për person

Procedura e ndjekur	Kreditimi ndaj privatit	Shtetet	Vlera p-(testi i serisë së korrelacionit)
<i>Midis Shteteve</i>	0.003	63	0.516
<i>GMM Panel</i>	0.001	77	

Variabli i Varur: Rritja produktive

<i>Midis Shteteve</i>	0.004	63	0.77
<i>GMM Panel</i>	0.001	77	

Variabli i Varur: Rritja kapitalit për person

<i>Midis Shteteve</i>	0.006	63	0.014
<i>GMM Panel</i>	0.001	77	

Burimi: Levine (1995)

Koeficientet e regresionit sugjerojnë një impakt të madh ekonomik të zhvillimit financiar mbi rritjen ekonomike. P. sh. Vlera e kreditit privat të Meksikës për periudhën 1960-95 ishte 22.9% i PBB-së. Studimet e BLL dhe LLB përdorën modele lineare, por studimet e tjera sugjerojnë se është e nevojshme që lidhja e financës me ekonominë t'i shtohen edhe faktorë të tjerë.

Rioja dhe Valev(2004a) përdorën të njëjtat metoda ekonometrike dhe të dhëna dhe konkluduan që sistemi financiar i vendeve të pasura ndikon më shumë rritjen ekonomike, ndërkohë në vendet e varfra më pak. Për autorët do ishte interesante të dihej se cilët ishin

faktorët që ndikonin në këtë zhvillim ekonomik jo-linear. Ata supozuan që impakti mund të mos ishte linearë, duke konkluduar se financa ndikon pak në përshpejtimin e ekonomisë në krahasim me vendet e zhvilluara dhe me rritje mesatare ekonomike.

Rousseau dhe Wachtel (2002) si kundërpërgjigje e çështjeve të jo-linearitetit, treguan se impakti pozitiv i financës mbi rritjen zvogëlohet nga vlera të larta inflacioni.

Qasja endogjene e rritjes, ndahet gjerësisht midis dy shkollave të mendimit, e theksuar edhe në vitet e fundit (Benhabib dhe Spiegel 2000) për ekzistencën e informacionit asimetrik dhe të pasigurisë, të cilat mund të shkaktojnë mos shpërndarje të mirë të fondeve, duke gjeneruar një rritje të hendeikut të financimit dhe barazisë. Ata rezultuan në një marrëdhënie pozitive mes zhvillimit financiar dhe faktorit të rritjes totale të produktivitetit dhe investimeve.

Loyaza dhe Ranciere (2002) zgjeruan studimin e tyre në gjetjen e efekteve afatgjatë dhe afatshkurtër të financës me ekonominë. Duke përdorur Variablin e ndërmjetësimit financiar të studimit LLB (kreditimi privat), gjetën një lidhje afatgjatë dhe pozitive të financës me ekonominë, ndërkohë që lidhja në afatshkurtër rezultoi negative.

2.4.2.53. 1. 2. 1 Rezultate dinamike panel dhe tregjet e kapitalit

Rousseau dhe Wachtel (2002), mendojnë se ekziston një marrëdhënie jolineare midis financës dhe rritjen ekonomike. Gjithashtu Rousseau dhe Wachtel (2000), duke përdorur një përzgjedhje prej 47 vendesh, zbuluan rolin udhëheqës të likuiditetit në tregun e aksioneve dhe sugjeruan se bursat nuk mund të nxisin performancën ekonomike. Beck dhe Levine (2002) ofruan fakte se bankat që operojnë mirë dhe tregjet e letrave me vlerë, ushtrojnë efekte të fuqishme, të pavarura, dhe pozitive në jetën ekonomike të vendit.

LZ në studimin e tyre gjetën se niveli fillestar i likuiditetit të tregut të aksioneve dhe niveli fillestar i zhvillimit bankar (*Bank Credit*) ishin të lidhura pozitivisht dhe në mënyrë të konsiderueshme me normat e ardhshme të rritjes ekonomike, akumulimit të kapitalit, si dhe rritjes së produktivitetit gjatë 18 vitet e ardhshme edhe pas kontrollit të bërë të ardhurave, shkollimit, inflacionit, shpenzimeve qeveritare, tregut të kursit të këmbimit, dhe stabilitetit politik.

Tabela 3-2: Studimet Panel pas përfshirjes së tregjeve të kapitalit

Variabli i Varur (1976-1993)	Variabli i Pavarur		
	Kreditimi Bankar	Kthimi i Tregut Financiar	R²
<i>Rritja Reale e PBB për person</i>	(0.022)	(0.005)	0.50
<i>Rritja kapitalit për person;</i>	(0.025)	(0.024)	0.51
<i>Rritja produktive</i>	(0.020)	(0.029)	0.40

Burimi: Levine dhe Zervos (1998) cit nga Levine (1994)

Nga studimi i tyre i përmbledhur në tabelën 3, shohim se rritja e kapitalit për person shfaq edhe lidhjen më të fortë me variablat e pavarur të përzgjedhur me R² prej 0.51.

3. 1. 3 Studimet e financës dhe rritjes në nivel firmash/industrish

Rajan dhe Zingales (RZ,1998) janë edhe autorët e parë që studiuan lidhjen e zhvillimit financiar në rritjen ekonomike në nivel industrish ku argumentuan se një sistem financiar bankar dhe tregjesh ndihmon fraksionet e tregut në përzgjedhjen e financimeve të brendshme apo të jashtme. Ulja e kostove të financimeve të jashtme ndihmon firmat të rriten duke çuar në krijimin e firmave të reja.

Modeli i përdorur nga RZ ishte e re në fushën e studimeve të ngjashme:

$$Rritja_{(i,k)} = Shuma\{\alpha_j Shteti_j\} + shuma \{\beta_j Industria_i\} + \gamma Aksionet_{i,k} + \delta(Jashtme_k * Zhvillimi Financiar_i) + \varepsilon_{i,k}$$

RZ përdori të dhënat e 36 industrive për 42 shtete, ku SHBA u përjashtua nga studimi përderisa ai ishte i varur nga financimet e jashtme. Për matjen e zhvillimit financiar, RZ ekzaminoi kapitalizimin total dhe kreditimin e brendshëm ndaj PBB si dhe standardet kontabël. Nga studimi u gjetën se koeficientet e $\{Jashtme_k * KapitalizimitTotal\}$ ishin pozitive dhe statikisht të rëndësishëm në nivelin 1%. Kjo sjell që rritja e zhvillimit financiar rrit në mënyrë disproporcionale rritjen e industrive që varen nga financimet e jashtme.

Demirguç-Kunt dhe Maksimovic (1996) zbuluan se ato firma të cilat kanë akses në tregjet e zhvilluara të letrave me vlerë karakterizohen nga norma më të larta rritjeje. Beck, Demirguç-Kunt dhe Maksimovic (2004) gjetën në studimin e tyre të mëvonshëm se industritë e përbëra nga firma të vogla rriten më shpejt në shtete me sistem financiar më të zhvilluar.

Sipas Rajan dhe Zingales (1998), bankat e fuqishme kanë më shumë mundësi të ushtrojnë presion firmave për të paguar detyrimet e tyre se sa mund ta bëjnë tregjet atomistike. Gjithashtu, Rajan dhe Zingales (2003) argumentojnë se në përgjigje të goditjeve negative në ekonomi, sistemet e bazuara në tregje do të jenë në gjendje të identifikojnë, të izolojnë firmat në gjendje të vështirë financiare dhe për të parandaluar ndonjë rast të ngjashëm që mund të dëmtojë ekonominë në përgjithësi ndryshe nga çdo mund të bënte një sistem i bazuar në bankë.

Cetorelli dhe Gambera (2001) nga ana tjetër ekzaminuan rolin e përqendrimit bankar mbi aksesin e kapitalit të firmave. Duke përdorur metodologjinë e RZ, ata gjetën se përqendrimi i bankave promovon rritjen e atyre industrive që njihen si përdorues të mëdhenj të financimeve të jashtme, por nga ana tjetër ky përqendrim bankar ka efekte jo të mira mbi rritjen e përgjithshme ekonomike.

Claessens dhe Laeven (2005) ndryshe nga dy autorët më lart nuk janë dakord që përqendrimi bankar dhe efekti i tregjeve financiare ndikojnë rritjen e industrive. Ata gjetën se është sistemi bankar konkurrencial që ndikon në rritjen e industrisë (duke aksesuar shumë më mirë financimet e jashtme).

3. 1. 4 Studimet e bazuara në seritë kohore të shteteve individuale

Shumë prej studiuesve kanë përdorur seritë kohore për identifikimin e lidhjes midis financës dhe rritjes ekonomike. Studimet e tyre konsistojnë në gjetjen e një lidhje kointegruese afatgjatë të zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike si dhe identifikimin e kahut të drejtimit sipas testit të shkakësisë. Studimet e tyre kanë për bazë funksionin si më poshtë:

$$F = (PBB / Zhvillimi financiar / Qeveria / Inflacioni / Përqendrimi bankar / Kriza financiare)$$

Autorët Al-Malkawi, Marshdeh dhe Abdullah (2012) në studimin e tyre me seri kohore morën në studim gjetjen e një lidhjeje midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në Malajzi kanë zgjedhur dy funksionet e mëposhtme:

Tabela 3-3: Testet e gjetjes së një lidhje afatgjatë sipas statistikës F

	Ekuacioni	Statistika F
Modeli 1	F(GDP/GOV, TO, INF, DC)	1. 9174
Modeli 2	F(GDP/GOV, TO, INF, M2)	4. 812

Burimi: Studimet e autorëve Al-Malkawi, Marshdeh, & Abdullah (2012), fq. 114

Modelet e tij propozojnë matjen e zhvillimit financiar me kredinë e brendshme (DC) dhe parane e gjerë M2. Gjithashtu modelit i janë shtuar edhe variabla kontroll për gjetjen e faktorëve të tjerë në PBB.

Nga rezultatet autorët gjetën:

Tabela 3-4: Koeficientet e dala nga modeli ARDL përzgjedhur nga AIC (1, 1, 0, 0, 1)

Regresorët	Koeficientet Afat-gjatë	Testi T-(probl)
Intercepti	34,196***	12. 869 (0. 000)
t	0. 0747***	6. 6710 (0. 000)
LM2	-0. 8173***	-4. 5838 (0. 000)
LGOV	-0. 81142***	-2. 4540 (0. 000)
LTO	-0. 8891***	-2. 2750 (0. 032)
INF	-0. 1648	-2. 2801 (0. 031)

Adj-R²=0. 99

Statistika F- = 475. 55 (0. 000)

D-W=1. 978

LM=0. 00535 (0. 942)

Burimi: Studimet e autorëve Al-Malkawi, Marshdeh, & Abdullah (2012), fq. 114

Autorët identifikuan një lidhje negative midis PBB dhe zhvillimit financiar matur me parane e gjerë M2, rezultat që tregonte se sistemi financiar nuk ishte i zhvilluar mjaftueshëm që të ndikonte pozitivisht në rritjen ekonomike. Për më tepër, Al-Yousif (2002) sugjeroi që kjo lidhje negative midis këtyre dy variablave mund t'i atribuohet më shumë faktit të një cikli biznesi se sa një lidhjeje afatgjatë ekonomike. Gjithashtu ai argumentoi se kjo ndodh edhe "për shkak se ndërmjetësuesit bankarë operojnë në një mjedis të dobët rregullator me pritshmëri jo të mira edhe në politikat e qeverisë". Termat e korigjimit të gabimit (EC) kishin shenjat e pritshme negative.

Ebu-Bader dhe Abu-Qarn (2008)shqyrtuan marrëdhënien shkakësore midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në Egjipt gjatë periudhës 1960-2001 duke përdorur një kornizë trivariate VAR. Punimi i tyre sugjeron se shkakësia ishte dy-kahëshe. Për më tepër, studimi tregon se ndikimi i zhvillimit financiar mbi rritjen është nëpërmjet investimeve dhe efikasitetit.

K. dhe Pentecost (2000)studiuuan lidhjen midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në Turqi. Ata përdorin pesë matës të zhvillimit financiar, testin e shkakësisë së Granger-it dhe metodologjinë e korigjimit të vektorit të gabimit (VECM). Rezultatet treguan se drejtimi i shkakësisë shkon nga zhvillimi financiar drejt rritjes ekonomike kur përdoret raporti para/ të ardhurave, ndërsa ajo shkon nga rritja ekonomike drejt zhvillimit financiarë kur zhvillimi financiar përfaqësohet nga depozitat bankare, kredia dhënë sektorit privat dhe raportet e kreditimit të vendit.

Bolbol, Fatheldin dhe Omran (2005)analizoi marrëdhënien mes strukturës financiare të Egjiptit dhe faktorit të përgjithshëm të produktiviteti gjatë periudhës 1974-2002. Rezultati tregoi se treguesit e bankës kanë një efekt negativ mbi produktivitetin nëse është ndërvepruar me të ardhurat e kapitalit, ndërsa matësit e bazuar në tregje kanë një ndikim pozitiv mbi produktivitetin. Studimi sugjeron se diversifikimi i sistemit financiar nga reformimi në tregun e aksioneve mund të rrisë mbi produktivitetin në Egjipt.

Vazakidis & Adamopoulos (2011)rezultuan se një rritje me 1% e indeksit të tregut të aksioneve do shkaktonte një rritje ekonomike prej 0,19% në Britani të Madhe; një rritje e kredihënies bankare prej 1% do shkaktonte një rritje ekonomike prej 0. 05 %, ndërsa një rritje e produktivitetit prej 1% do shkaktonte një rritje ekonomike për 0. 02%.

Ghali (1999) hetoi çështjen nëse financat kontribuonin në rritja ekonomike në Tunizi. Në punim u përdorën dy matës të zhvillimit financiar; raporti i detyrimit e depozitave bankare ndaj PBB-së dhe raporti i kërkesave të bankave për sektorin privat ndaj PBB-së nominale dhe zbuluan nëpërmjet testit të Granger-it ekzistencën e një marrëdhënie afatgjatë të qëndrueshme midis zhvillimit financiar dhe prodhimit real për frymë ku shkakësia shkon nga financa drejt rritjes.

3. 2 Vështrim i shkurtër i sistemit bankar shqiptarë⁴²

Përpara vitit 1990, sektori bankar ashtu si edhe vetë ekonomia e vendit ishte plotësisht e centralizuar. Sistemi bankar ishte i përbërë nga një nivel, i përbërë kështu nga Banka e Shtetit - autoriteti monetar dhe kreditues i ekonomisë; Drejtorja e Përgjithshme e Arkave të Kursimit dhe të Sigurimit – shërbente si depozitues e kursimeve të publikut dhe siguruese e pasurisë; dhe Banka Bujqësore – siguruese e ofertës për fonde të sektorit bujqësor. Në një studim mbi ecurinë e sistemit bankar, (Cani & Hadëri, 2003)evidentuan se disa mangësi thelbësore që karakterizojnë sistemin bankar përpara viteve ‘90-të ishin:

- a) ndërmjetësim i kufizuar financiar, lloje të kufizuara produktesh dhe shërbimesh
- b) mungesë vlerësimi i rrezikut dhe sidomos administrimi i rrezikut të kredive;
- c) një sistem kontabël bankar dhe i njëjësive ekonomike i dobët në krahasim me rregullat ndërkombëtare të kontabilitetit, i cili fokusohet në procesin e regjistrimit dhe kontrollit, duke “injoruar” në këtë mënyrë procesin e analizës financiare;

⁴² Ali Shingjergji; “Ndikimi i faktorëve makroekonomikë dhe bankar në nivelin e kredive me probleme në sistemin bankar shqiptar”, Temë Disertacioni

- d) një mungesë e theksuar eksperience mbi praktikat ndërkombëtare dhe bashkëkohore të drejtimit dhe menaxhimit bankar.

Pas rënies së sistemit komunist në fillim të viteve 1990, Shqipëria hyri në një periudhë transitore, e cila u shoqërua nga një sërë ndryshimesh sociale dhe ekonomike. Pjesa më e madhe e kooperativave dhe e firmave shtetërore u privatizuan menjëherë duke krijuar biznese të vogla familjare të përqendruara kryesisht në tregun e mallrave. Ndërsa, për sa i përket ndërmjetësimit financiar, ai ka qenë fare pak i pranishëm për të mos thënë inekzistent.

Viti 1992 solli një ndryshim të rëndësishëm në sistemin bankar, si pjesë e sistemit financiar me anë të miratimit të ligjeve “Për Bankën e Shqipërisë” dhe “Për sistemin bankar në Republikën e Shqipërisë”. Ky ndryshim bëri të mundur kalimin në sistemin me dy nivele të strukturës financiare dhe hodhi bazat institucionale dhe ligjore, për një sistem bankar të bazuar në iniciativën e lirë dhe strukturën e tregjeve.

Struktura me dy nivele nënkuptonte krijimin e Bankës Qendrore si niveli i parë (ku si autoritet përgjegjës u legjitimua Banka e Shqipërisë), dhe krijimi i bankave tregtare si niveli i dytë, i cili në momentin e krijimit ishte i përbërë nga tre banka: Banka e Kursimeve, Banka Kombëtare Tregtare dhe Banka Tregtare Agrare.

Deri në fund të vitit 1996 u licencuan edhe pesë banka të tjera, dy prej të cilave me kapital grek, një në pronësi të qeverisë së Kosovës dhe dy të tjera *joint ventures* të Qeverisë Shqiptare me një Bankë Italiane dhe një Bankë Arabe. Pavarësisht këtyre zhvillimeve, sistemi vazhonte të haste në vështirësi nga e kaluara, si në kuadrin ligjor, ashtu edhe në atë rregulator.

Paralelisht sistemit formal bankar, gjatë kësaj periudhe, ekzistonte edhe një sistem i konsoliduar joformal, në të cilin individë apo firma të palicencuara merreshin me mbledhje depozitash, dhënie kredish apo edhe shkëmbime valutore, të njohur si fajdexhinj. Pjesëmarrja në këtë strukturë nga ana e publikut ishte e lartë, pasi ofroheshin norma shumë të larta interesi. Akumulimi gradual i shumë problemeve, mos-adresimi i tyre në kohën dhe mënyrën e duhur (Dushku, 2009), mungesa e një edukate financiare, ose mungesa e përpjekjes nga ana e autoriteteve shtetërore lejuan krijimin e strukturës informale e njohur si sistemi piramidal, ose që njihet ndryshe si “kriza e vitit 1997”.

Mbas krizës së vitit 1997, sistemi financiar hyri në një fazë tjetër të zhvillimit të tij. Aktualisht, sistemi ynë financiar përbëhet nga 16 banka tregtare (numër i pandryshuar që nga viti 2014) me origjinë kapitali të huaj dhe vendas, 22 institucione financiare jo banka⁴³ si dhe nga 10 shoqëri sigurimi. Përveç numrit të rritur të bankave, sistemi bankar është shoqëruar me privatizimin e Bankës Kombëtare Tregtare, Bankës së Kursimeve, si dhe me ristrukturime të tjera. Ndër bashkimet e para kujtojmë atë të Bankës Amerikane të Shqipërisë me Bankën Italo-Shqiptare. Bankat private me kapital shqiptar, janë karakterizuar nga norma të shpejta rritjeje. Pavarësisht rritjes në numër dhe rritjes së aktivitetit të tyre për bankat shqiptare vihej re mungesa e një sistemi të specializuar, për shembull si krijimi i bankave të investimeve, tregjeve financiare.

Struktura e sektorit bankar dhe financiar shqiptar në fund të vitit 2014 përbëhet nga:

- Sektori bankar mbetet segmenti kryesor i ndërmjetësimit financiar në Shqipëri. Aktivitetet e tij në fund të dhjetorit 2014, u ngjiten në 91.7% të Prodhimit të

⁴³(Shqipërisë, bankofalbania.org)

Brendshëm Bruto (PBB) me një rritje prej 1. 2 pikë përqindje ndaj një viti më parë. Ky sektor mbizotërohet nga pesë banka - të cilat së bashku përbëjnë 68. 4% të portofolit të kredisë së sistemit dhe 73. 4% të depozitave.

- Në fund të vitit 2014, aktivet e sektorit bankar u ngjitën në nivelin 1,294 miliardë lekë, duke shënuar një rritje vjetore prej 4. 8%, nga 3. 9% që ishte një vit më parë. Në rritjen e aktiveve ka kontribuar kryesisht zgjerimi i portofolit të kredisë dhe i atij të investimeve në letra me vlerë, duke reflektuar rritjen e pjesëmarrjes së sektorit në ankandet e titujve të borxhit të qeverisë.
- Financimi i veprimtarisë është siguruar prej rritjes së depozitave nga publiku, të cilat zënë 82. 3% të totalit të aktivitetit të sektorit bankar. Në nivel të agreguar, depozitat në banka në fund të vitit shënuan një normë rritjeje 4. 6%, nga 3. 6% që shënonin një vit më parë.
- Struktura e sistemit bankar dhe financiar, në fund të vitit 2014, përbëhet nga 16 banka, 22 subjekte financiare jo banka (SFJB).
- Viti 2014, regjistron të licencuara rreth 33 subjekte të reja për veprimtarinë e zyrave të këmbimit valutor, ndërkohë që 10 subjekte bën mbylljen e licencës. Në fund të vitit 2014, në tregun e këmbimeve valutore kryejnë aktivitetet 356 zyra të këmbimit valutor të licencuara.
- Numri i shoqërive të kursim-kreditit vazhdoi të reduktohet, si rezultat i revokimit të 8 licencave për nisje të procedurave për likuidim nga ana e tyre, duke regjistruar 113 shoqëri të hapura dhe unione të kursim kreditit nuk kanë pësuar ndryshim duke ndenjur në numrin e 2 unioneve të kursim kreditit.
- Numri i shoqërive të sigurimit të jo jetës kanë shkuar në 7 (nga 8 që ishin licencuar në 2013), kurse shoqëritë e jetës numërojnë 2, numër ky i pandryshuar që nga 2009.
- Numri i shoqërive komisionere të licencuara në këtë treg vazhdon të jetë 13 dhe numri brokerave fizikë të punësuar në shoqëritë komisionere është 18.
- Pjesa më aktive e tregut të letrave me vlerë është tregu me pakicë i letrave me vlerë të qeverisë Shqiptare. Në këtë treg operojnë kryesisht bankat, të licencuara nga AMF për të kryer këtë veprimtari.
- Në këtë treg ushtrojnë aktivitetin e tyre edhe tre fonde pensioni vullnetar⁴⁴. Gjithashtu viteve të fundit i janë shtuar edhe dy fonde investimi në monedhën lek dhe në monedhën euro⁴⁵.
- Në tregun financiar jobankar, viti 2014 u shoqërua me licencimin e një subjekti të ri në fushën e veprimtarisë së qirasë financiare, duke e çuar numrin e subjekteve

⁴⁴Fondet e pensionit përkatësisht “Raiffeisen Invest, shoqëri administruese e fondeve të pensionit dhe sipërmarrjeve të investimeve kolektive” sh. a., e cila administron Fondin e Pensionit Vullnetar Raiffeisen, “Shoqëri administruese e fondeve të Sigal–Life Uniqa Group Austria” sh. a., e cila administron Fondin e Pensionit Vullnetar Sigal, si dhe “Shoqëri administruese e fondit të pensionit SiCRED” sh. a., e cila administron Fondin e Pensionit Vullnetar SiCRED.

⁴⁵Fondi i Investimeve “Raiffeisen Prestigj” i licencuar më datë 13. 12. 2011 dhe Fondi i Investimeve “Raiffeisen Invest Euro” i licencuar më datë 26. 09. 2012, të cilat administrohen nga shoqëria “Raiffeisen Invest”.

financiare jo banka të licencuara në 22.

- Instrumentet e tjerë financiarë si leasingu e faktoringu janë pak të zhvilluara në Shqipëri, venture capital pothuaj nuk ekziston në praktikë, ndërsa business angle nuk janë as nga ana ligjore ekzistente (Demeti, 2014).
- Bazuar në të dhënat e Bankës së Shqipërisë në aktivitetin e leasingut operojnë 6 kompani dhe ky aktivitet është rritur gjatë viteve 2011 dhe 2012, por ka pësuar tkurje gjatë vitit 2013. Sa i takon faktoringut në vendin tonë operojnë 3 kompani, aktiviteti financiar i tyre ka filluar në tremujorin e dytë 2011 dhe ka pasur rritje gjatë vitit 2012, por përsëri është tkurur gjatë vitit 2013.

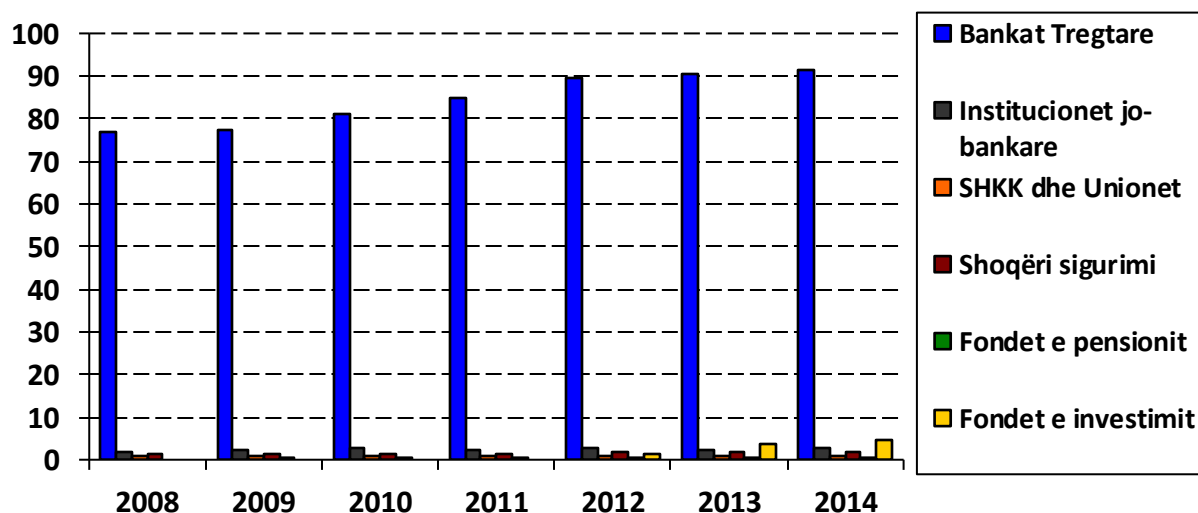
Tabela 3-5: Pesha e segmenteve të sistemi financiar ndaj PBB-së në vite

<i>Autoriteti Mbikëqyrës</i>	<i>Institucionet Financiare</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Banka e Shqipërisë</i>	Bankat Tregtare	76.7	77.5	80.9	84.7	89.6	90.5	91.56
	Institucionet jo-bankare	1.7	2.2	2.7	2.5	2.7	2.5	2.7
	SHKK dhe Unionet	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
<i>Autoriteti i Mbikëqyrjes Financiare</i>	Shoqëri sigurimi	1.4	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7
	Fondet e pensionit		0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04
	Fondet e investimit					1.21	3.7	4.5

Burimi: Banka e Shqipërisë (2014) Raporti i stabilitetit financiar 6 mujori i dytë 2014

Ndërsa, në figurën e dytë është paraqitur ecuria e aktiveve të tyre (si përqindje), ndaj ndaj PBB-së nëpër vite. Vihet re se sistemi bankar përbën pjesën më të madhe të sistemit total financiar, rreth 96 për qind dhe pjesa tjetër përbëhet nga shoqëritë e sigurimit dhe institucionet financiare, jo-banka.

Grafiku 3-1: Pesha e përbërësve të sistemit financiar

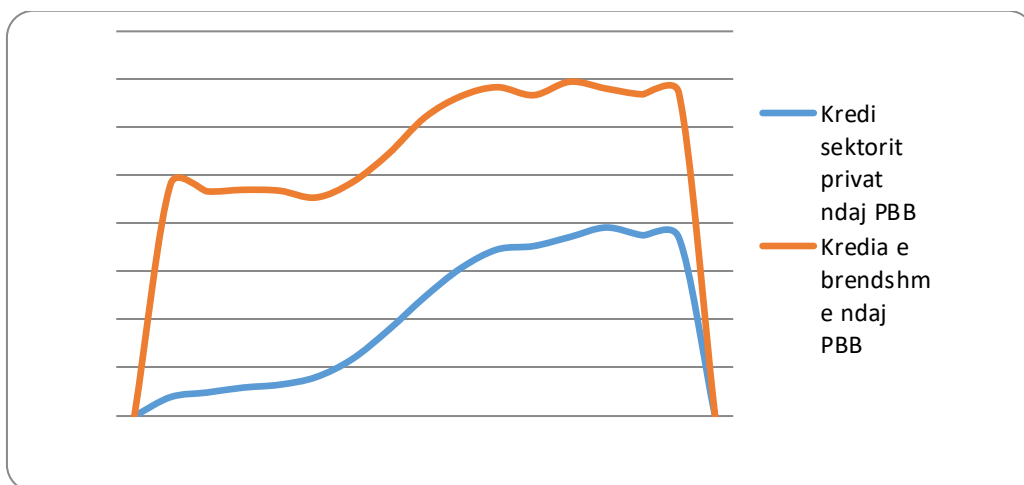


Burimi: Banka e Shqipërisë, AMF ((2015)

Për sa i përket reformave të bëra në sektorin financiar të Shqipërisë, i referohemi raportit të Konkurrueshmërisë Globale të Forumit Ekonomik Botëror GCI 2013/2014 (WEF 2014), zhvillimi i tregut financiar në Shqipëri vlerësohet me 3.4 pikë dhe renditet në vendin e 114 (nga 148 vende të marra në shqyrtim), nga 3.27 pikë me një përmirësim prej 14 vendesh në krahasim me një vit më parë. Ky përmirësim ka ardhë për shkak të përmirësimit të besueshmërisë së sistemit financiar duke e pozicionuar Shqipërinë e 94 me 4.2 por eficaenca vlerësohet dobët me 2.6 pikë duke e pozicionuar Shqipërinë në vendin 131. Situata makroekonomike e paraqit Shqipërinë më mirë me rreth 3.8 pikë, në vendin e 122. Në të gjithë nën-indikatorët e mjedisit makroekonomik vihet re se vlerësimet për Shqipërinë janë më të ulëta, kryesisht sektori i balancës së buxhetit të shtetit (si % e GDP) e pozicionon Shqipërinë dobët në vendin e 123, me -6.2 pikë dhe për borxhin e shtetit vlerësohet për 70.5 pikë, në vendin e 113. Politikat e inflacionit e pozicionon vendin ndër vendet e para për menaxhim të mirë të inflacionit.

Kreditimi i ekonomisë është edhe pjesa më e rëndësishme e një ekonomie që frymëmerr. Kredia e dhënë institucioneve bankare përbën rreth 96% të totalit të kredisë së dhënë nga sistemi financiar dhe përbën 39.7% të PPB në fund të vitit 2013. Kredia e dhënë nga institucionet financiare jo-banka është mjaft e ulët. Portofoli i mikro-kredisë të këtyre institucioneve deri më dhjetor 2013 përbën: 3.1% të totalit të aktiveve të sistemit financiar, dhe 4.1% të totalit të kredisë dhënë nga sistemi financiar.

Grafiku 3-2: Kredia për ekonominë në vite



Burimi: BSH (Raporti vjetor 2014)

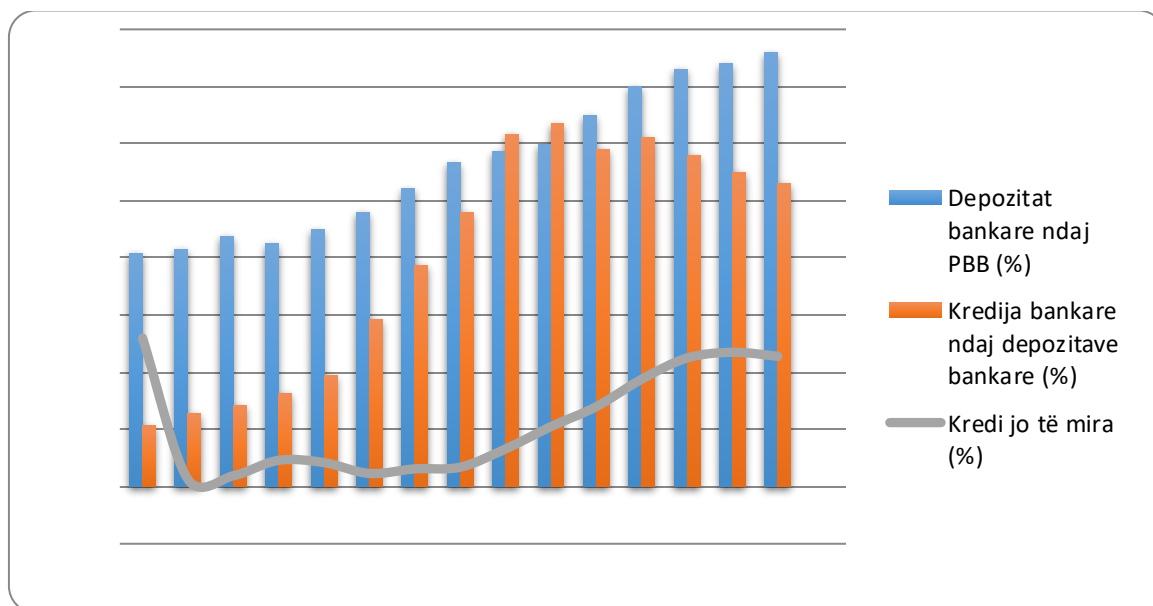
Grafiku 2 paraqet ecurinë e kreditimit bankar për periudhën 2000-2014. Shikojmë që kredia e brendshme ndaj PBB ka pasur një rritje të qëndrueshme deri në 2009, ku pas këtij viti rritja e raportit ka pësuar rënie deri në fillim të 2011. Kriza financiare botërore bëri që bankat mëma të frenonin dhe të kufizonin dhënien e kredisë. Viti 2011 regjistroi rritje të para të kreditimit ndaj PBB, por 2012 dhe deri në 2014 na tregojnë për një rritje rënës të raportit, kjo lidhur edhe me zhvillimet ekonomike në vend, rritja e kredive të këqija, politikat e ndryshueshme fiskale etj. Ndërkohë që kredia sektorit privat mbetet në nivele më të ulëta se kredia e brendshme, duke nënkuptuar që gati gjysma e pjesës tjetër të kredisë së dhënë shkon për sektorë të tjera ekonomike, si individëve dhe qeverisë.

Teprica e kredisë u rrit me rreth 12 miliardë lekë dhe ndryshimi vjetor i saj rezultoi në

2. 2% në fund të vitit 2014, nga -1. 2% që shënonte në fund të vitit 2013. Një zhvillim pozitiv i këtij viti ishte rikuperimi i qëndrueshëm i kredisë në lekë, rritja vjetore e së cilës rezultoi 6. 1% në fund të vitit 2014. Ndërkohë, kredia në valutë vijoi të tkurret, por me ritme më të zbutura se një vit më parë.

Financimi i veprimtarisë është siguruar prej rritjes së depozitave nga publiku, të cilat zënë 82. 3% të totalit të aktivit të sektorit bankar. Në nivel të agreguar, depozitat në banka në fund të vitit shënuan një normë rritjeje 4. 6%, nga 3. 6% që shënonin një vit më parë.

Grafiku 3-3: Ecuria e depozitave bankare në vite



Burimi: BSH (Raporti vjetor 2014)

Ndërkohë që kredia bankare përkundrejt depozitave paraqitet e ulët duke dëshmuar për një nivel të ulët të kreditimit bankar nën nivelin e 70% (referojuni Grafikut 2). Vetëm vitet 2008 dhe 2009 dëshmojnë për një rritje të peshës së kredisë ndaj depozitave duke treguar një politikë ekspansioniste të bankave të nivelit të dytë, por që më pas me rritjen e kredisë së keqe mbi 20% solli përsëri shtrëngimin e saj duke rënë nën 50% të depozitave të marra. Ndërkohë niveli i depozitave pësoi rritje pavarësisht krizës në huadhënie.

Normat e kthimit vjetor nga aktivet mesatare dhe nga kapitali mesatar ishin përkatësisht 0. 89% dhe 10. 53%, duke u përmirësuar ndjeshëm në krahasim me një vit më parë kryesisht si rezultat i rritjes së përfitueshmërisë së sistemit

3. 2. 1 Ecuria e rritjes ekonomike në Shqipëri

Shqipëria post-komuniste ka përjetuar një normë relativisht të lartë të rritjes të PBB. Bazuar në të dhënat e Bankës Botërore ajo është mesatarisht 5. 42% për periudhën 1992-2011, çka është përafërsisht 50% më e lartë se norma mesatare e rritjes së vendeve të Ballkanit. Nga këto vende vetëm Bosnja dhe Hercegovina dhe Kosova duket të kenë kaluar Shqipërinë duke përjetuar rritje ekonomike mesatare më të lartë. Megjithatë të dhënat për këto 2 vende nuk janë të disponueshme për të gjithë periudhën e studimit. Megjithatë, siç tregon figura 4. 1 norma e rritjes së PBB real në Shqipëri nuk ka qenë shumë e qëndrueshme⁴⁶.

⁴⁶ Cituar nga Gjanci (2014)

Nuk është surprizë që norma e rritjes ishte negative në fillim të tranzicionit. Ajo u rrit shpejt nga 1993 në 1995. Të dhënat tregojnë që në 1995 Shqipëria përjetoi normën më të lartë të rritjes së PBB real të periudhës post-komuniste. Norma e rritjes gjatë 1995 ishte më shumë se 13%. Pas 1995 norma e rritjes ekonomike të vendit ra ndjeshëm për shkak të situatës politike të paqëndrueshme që rezultoi nga shembja e skemave piramidale. Ajo arriti vlerën më të vogël prej -10.2% gjatë 1997. Trendi u kthye gjatë 1998 kur PBB real i vendit u rrit me 12.7%. Norma e rritjes kishte një trend rënës nga 1999 në 2002 por mbeti pozitive. Ajo u rrit ngadalë nga 2003 në 2008 dhe më pas ra sërish gjatë periudhës 2009- 2011 ndoshta për shkak të ndikimit negativ të krizës ekonomike botërore që filloi në 2007.

Ekonomia shqiptare shënoi një aktivitet të përmirësuar ekonomik në vitin 2014. Sipas të dhënave të INSTAT-it, vlera e shtuar bruto u rrit me 1.4% gjatë tre tremujorëve të parë të vitit dhe treguesit e tërthortë sugjerojnë se ajo është përsheptuar më tej në tremujorin e katërt. Treguesit e stabilitetit të përgjithshëm ekonomik e financiar të vendit shënuan përgjithësisht përmirësime, ndonëse ekonomia shqiptare vazhdon të operojë me kapacitet jo të plotë dhe të përballet me një ambient të jashtëm të pafavorshëm. Në aspektin makroekonomik, inflacioni dhe pritjet inflacioniste vazhduan të qëndrojnë në nivele të ulëta. Në sferën e financave publike, viti 2014 u karakterizua nga një politikë fiskale konsoliduese. Të ardhurat fiskale u rritën dhe, duke përjashtuar pagimin e detyrimeve të prapambetura, deficitit buxhetor u reduktua.

Vlerësimet e Bankës së Shqipërisë sugjerojnë se rritja ekonomike e vitit 2014 do të jetë më e lartë se ajo e vitit paraardhës. Kjo rritje është mbështetur në masën më të madhe nga rritja e konsumit dhe e investimeve private, si pasojë e përmirësimit të besimit të biznesit e të konsumatorit, përmirësimit të balanceve në sektorin privat dhe kushteve më të mira të financimit. Politika konsoliduese fiskale rezultoi në reduktimin e stimulit fiskal dhe kërkesa e huaj nuk ndihmoi rritjen ekonomike. Problemet ekonomike të partnerëve tanë tregtarë nuk favorizuan rritjen e kërkesës për mallra e shërbime shqiptare; në prani edhe të disa goditjeve të ofertës ato u reflektuan në një rritje të ulët të eksporteve tona.

Ndonëse në rritje, kërkesa agregate ishte e pamjaftueshme për të vënë në shfrytëzim të plotë kapacitetet prodhuese të ekonomisë. Dobësia ciklike e kërkesës ka krijuar një mjedis ekonomik me presione të dobëta për rritjen e pagave, të kostove të punës, të marzheve të fitimit dhe të inflacionit të çmimeve të konsumit. Gjithashtu, inflacioni i ulët nën objektivin e BSH solli një prezencë të disinflacionit në ekonomi. Për rrjedhojë, inflacioni i çmimeve të konsumit regjistroi një vlerë mesatare prej 1.6% gjatë vitit 2014, duke mbetur nën objektivin e Bankës së Shqipërisë.

Tabela 3-6: Disa tregues të ekonomisë në vite

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Inflacioni total (në %)</i>	3.36	2.28	3.56	3.45	2.04	1.94	1.63
<i>Rritja reale e PBB-së (në %)¹</i>	7.5	3.7	3.75	3.17	1	1.45	1.45
<i>Agregati M3 (rritje vjetore, fund periudhe)</i>	7.7	6.8	12.5	9.2	5	2.3	4
<i>Kredia për sektorin privat (rritje vjetore, fund)</i>	32.1	10.3	10.1	10.4	1.4	-1.4	2.0

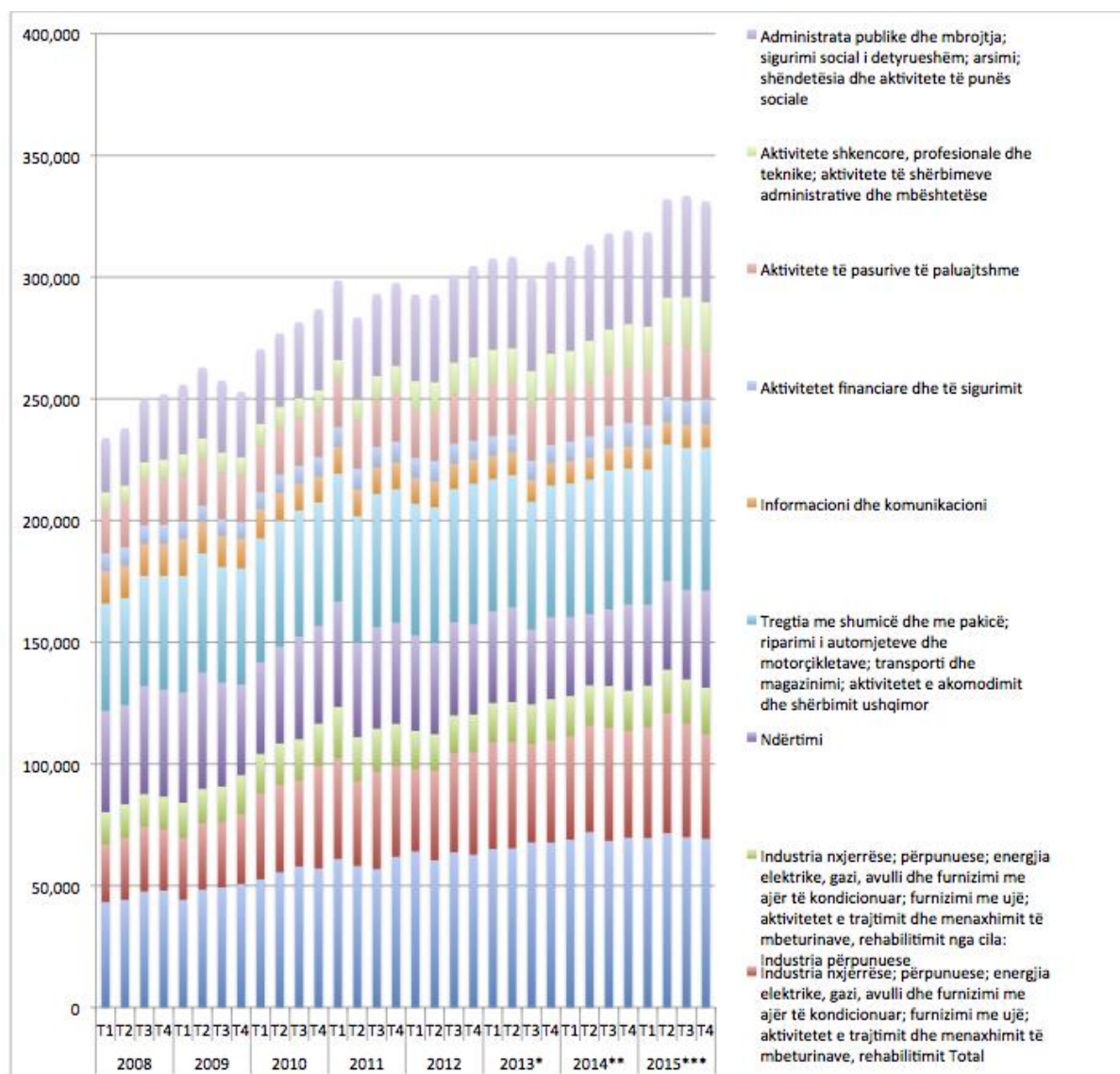
periudhe)

--	--	--	--	--	--	--	--

Burimi: BSH (Raporti vjetor 2014)

Në ndryshim nga një vit më parë, performanca e ekonomisë u drejtua nga sektori i shërbimeve, ndërkohë që sektori prodhues dha një kontribut më të ulët në rritje. Aktiviteti i sektorit të shërbimeve shfaqti tendencë përmirësimi gjatë vitit, duke kontribuar me 1.2 pikë përqindje në rritjen e vlerës së shtuar gjatë nëntë muajve të parë. Ndër degët e shërbimeve, kontributin më të lartë në rritje e dhanë “Shërbimet e tjera” dhe “Tregtia, hotelet dhe restorantet”.

Grafiku 3-4: Ecuria vjetore e PBB-së reale (në %) dhe kontributet e komponentëve të vlerësuar nga ana e prodhimit (në pikë përqindje).



Burimi: BSH (Raporti vjetor 2014)

Sektori prodhues kontribui me 0.2 pikë përqindje në rritjen e vlerës së shtuar totale në ekonomi, por ky kontribut ishte rreth 1 pikë përqindje më i ulët se një vit më parë. Prodhimi bujqësor dhe ai industrial llogaritet të kenë kontribuar me 1 pikë përqindje në rritje. Ndërkohë, dobësia e shfaqur nga sektori ndërtues u përkthye në një kontribut negativ prej

rreth 0.8 pikësh përqindje në rritjen vjetore të vlerës së shtuar totale.

3.3 Metodologjia e përdorur

Qëllimi i studimit tonë mbetet identifikimi i lidhjes midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike. Të dhënat e përdorura janë të dhëna sasiore në formën e serive kohore. Ato do ndahen në dy lloj variablash kryesore; rritja ekonomike si variabël i varur (Y) dhe matësit e zhvillimit financiar dhe variablat e tjerë kontroll si variabla të pavarur. Rritja ekonomike është matur me vlerën e shtuar bruto⁴⁷ dhe në studim gjendet në formën logaritmike të saj (duke qenë se vlerat janë në mln lekë dhe është parë e nevojshme normalizimi i vlerave të tyre). Për grumbullimin e të dhënave janë përdorur të dhëna sekondare, në nivel makroekonomik. Të dhënat janë grumbulluar nga faqet zyrtare të institucioneve financiare vendase edhe të huaj. Seritë kohore të përdorura janë marrë nga databaza e serive kohore që ofron Banka e Shqipërisë dhe nga Instituti i Statistikave. Të dhëna të tjera plotësuese u jemi referuar edhe raporteve vjetore dhe mujore të këtyre institucioneve por edhe institucioneve ndërkombëtare si Banka Botërore, Fondi Monetar Ndërkombëtar.

Ndërkohë zhvillimi financiar është menduar të matet nëpërmjet raporteve financiare të madhësisë/thellësisë (monetizimit dhe ndërmjetësimit), raporteve të eficensës, stabilitetit financiar (Beck, Dermiguc, Levine, 2000). Gjithashtu është menduar të shtohen në studim edhe variabla të tjera kontroll. Supozimi i studimit është se zhvillimi i sektorit financiar është i lidhur pozitivisht me produktin ekonomik (King dhe Levine, 1993b). Është e rëndësishme që të testohen empirikisht rrugët nëpërmjet të cilës zhvillimi financiar realizon një efekt pozitiv në rritjen ekonomike.

Këto mënyra mund të jenë rritja në investime, përmirësimi i produktivitetit ose rritja e normave të kursimit. Me konceptin e zhvillimit financiar do nënkuptojmë rolin e ndërmjetësuesve financiarë dhe tregjeve financiare. Duke qenë se tregu financiar në Shqipëri nuk ushtron funksionet e saj (pavarësisht se ligjërisht ekziston), atëherë zhvillimi financiar në rastin e Shqipërisë konsiston vetëm në nivel ndërmjetësuesish financiar depozituese (banka). Me ndërmjetësues financiarë përveç bankave përfshijmë edhe rolin e institucioneve të tjera financiare por jo depozituese si shoqëritë e sigurimit, fondet e investimit, fondet e pensionit. Duke pasur parasysh që kemi një sistem financiar i përbërë vetëm nga bankat dhe nga institucione të tjera ndërmjetësuese, ne mund të konsiderohemi në ato shtete që kemi një sistem financiar të bazuar në banka. Në Shqipëri roli i institucioneve të tjera ndërmjetësuese ka qenë i vonshëm (të dhënat e tyre nuk datojnë nga 2002) dhe pesha që zënë ato është shumë e vogël sa që përfshirja e tyre nuk do ndikonte në gjetjet e studimit tonë. Kështu që, matja e zhvillimit financiar do realizohet vetëm nga tregues makroekonomik të bankave të nivelit të dytë dhe analizimi i zhvillimit financiar do bëhet sipas madhësisë/thellësisë, eficensës dhe stabilitetit financiar. Pjesa më e madhe e studimeve, zhvillimin financiar e kanë matur nëpërmjet thellësisë së tij, ndërkohë në studimin tim efektet e zhvillimit financiar jam menduar të mat jo vetëm peshën e thellësisë financiare por edhe të eficensës dhe stabilitetit financiar si tregues të mundshëm të ndikimit ekonomik në Shqipëri.

47Prodhiimi (Output): Aktivitet i ushtruar nën kontrollin dhe përgjegjësinë e një njësie institucionale që kombinon burimet në fuqi punëtore, kapital dhe produkte të shërbime për të prodhuar produkte ose kryer shërbime. Proceset e pastra natyrore pa ndërhyrjen ose kontrollin e njeriut nuk bëjnë pjesë në prodhim. Ekzistojnë tre lloje të prodhimit: prodhim tregu; prodhim i prodhuar për konsum final vetjak dhe prodhim tjetër jo-tregu. **Konsumi ndërmjetës:** Vlera e produkteve ose shërbimeve të transformuara ose plotësisht të konsumuara gjatë procesit të prodhimit. Përdorimi i aktiveve fikse të vëna në punë nuk merret parasysh; ai evidentohet në konsumin e kapitalit fiks. **Vlera e shtuar bruto:** Vlera e shtuar bruto përfaqëson kontributin e aktiviteteve të ndryshme në PBB dhe llogaritet si diferencë midis prodhimit dhe konsumit të ndërmjetëm.

Modeli ekonometrik është realizuar nëpërmjet programit kompjuterik të Eviews 9, si programi më i përshtatshëm për përpunimin e të dhënave në formën e serive kohore.

3.3.1 Modelet Ekonometrike të përdorura

Në linjë me literaturën, raportet e ndërmjetësimit dhe monetizimit janë përdorur për të faktuar thellësinë financiare. Për testimin e lidhjes shkakësore, modeli shumë variabël do shkruhet në formën e një modeli vektori të përgjithshëm, të një Variabli të varur dhe variablat e tjerë të pavarur:

$$V = f(PBB, ZHF, IR, IFL, PB, PPBH)$$

Bazuar në postulatet teorike dhe (Christopoulos & Tsionas, 2004), lidhja midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike mund të shkruhet si më poshtë.

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 * F_t + \beta_2 * IR_t + \beta_3 * Inf_t + \beta_4 * Përqt_t + \beta_5 * P.B.H_t + u_t$$

yt- rritja vjetore ekonomike

Ft – matësit e zhvillimit financiar

IRt – indeksi i reformave

Inf_t – inflacioni si %

Përqt – përqendrimi i bankave

Duke pasur parasysh se fokusi i këtij punimi është gjetja e lidhjes/ marrëdhënies midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike, atëherë rekomandohen analiza kointe-integruese dhe procedurat e korrigjimit të gabimit (teknikë e favorizuar edhe në literatura të ngjashme për modelimin e këtyre lidhjeve).

Hapi i parë është vlerësimi i një VAR të thjeshtë duke përdorur treguesit e zhvillimit financiar dhe variablat e tjerë (kontroll) për zhvillimin financiar dhe rritjes ekonomike. Identifikimi i stacionaritetit të variablave në diferencat e tyre ose jo na çon në testimin për një lidhje integruese midis këtyre dy variablave. Së fundmi, për seritë të cilat rezultojnë ose kur nuk rezultojnë në i kthejmë në diferencat përkatës, vlerësojmë ekzistencën ose jo të lidhjes kointegruese, testojmë për lidhjen shkak-pasojë dhe në fund përdorimin e modelit Autoregresivë.

3.3.2 Testi i stacionaritetit/ Testi i Unit Root

Është themelore testimi i stacionaritetit në të dhënat e serive kohore për të evituar një regresion të pakuptimtë p. sh gjetja e një lidhje kur nuk ekziston. Stacionariteti i serive kohore tregon që mesatarja e saj dhe varianca janë të pavarura në kohë, në qoftë se një seri ka variancë dhe mesatare që ndryshon në kohë; kjo tregon që ka një rrënjë njësi⁴⁸. Të dhënat jo-stacionare pastaj mund të konvertohen në stacionare nga diferencat në (k) herë, cilësohet si e integruar e rendit (k), përcaktuar si I (k); Prandaj, një seri që nuk ka nevojë të jetë e diferencuar cilësohet si I (0). Prezenca e trendit stokastik është e përcaktuar duke testuar prezencën e unit root në çdo seri kohore.

⁴⁸ Një seri kohore konsiderohet stacionare nëse të gjitha momentet e serive kohore (varianca, mesatarja etj) janë të pavarura nga koncepti i kohës. Variablat jo-stacionarë kanë një variancë asimtodikisht infinite. Kur kombinimi linear i serive jo-stacionare individuale është stacionare themi që ato janë të integruara (Lee, 2005).

- Testi ADF mbështetet në një transformim parametrik të modelit që eliminon korrelacionin serial në kohë të termimit të gabimit.
- Testi PP (1988) propozon transformime jo-parametrike të statistikave t, të tilla që në hipotezën e prezencës së rrënjës njësi, statistika e transformuar të ketë shpërndarje Dickey Fulley.

Nqs konstatohen se variablat nuk janë stacionare në nivel, hapi tjetër është diferenca e variablave në shkallën e parë, e dytë e kështu me radhë dhe më pas testimi nëse janë stacionarë pas transformimeve. Hipotezat e ngritura nga testet e DF, ADF dhe Ng/Perron mbi variablat e bazuara në diferencën e tyre të parë.

H0: Variablat nuk janë stacionarë

H1: Variablat janë stacionarë

Nqs pranohet H1 themi që të gjithë variablat janë të integruar me njëri tjetrin.

Testi më i zakonshëm i unit root është ai i Augmented Dickey-Fuller (ADF) test, megjithatë, (Phillips & Perron, 1988), ka vërtetuar se ADF ka tendencë të jetë i njëanshëm drejt mos-refuzimit të hipotezës alternative të unit root (duke qenë se ekziston një ndryshim strukturor në mesataren e një ndryshore stacionare). Të dy testet janë përdorur për të testuar hipotezën zero se një seri ka rrënjë njësi (jo-stacionare) kundrejt hipotezës alternative të stacionaritetit. Nëse vlera e testit statistikor është më e ulët se vlera kritike e McKinnon hipoteza zero hidhet poshtë, dhe variablat janë konsideruar stacionare.

3.3.3 Analiza Kointegruese: Qasja e Testit të Lidhjes

Pasi konfirmohet që të gjithë variablat e përfshira në testin shkakësisë janë të integruara në rreth të ndryshme, hapi tjetër është testimi në mënyrë të pavarur i ekzistencës së një lidhje kointegruese midis secilit prej variablave të zhvillimit financiar dhe PBB. Variablat e serisë kohore janë konsideruar të jenë të kointegruara në qoftë se ata kanë një marrëdhënie lineare dhe të dyja janë të integruara të njëjtën drejtim/mënyrë. Nëse janë duke u vlerësuar seri jo-stacionare dhe jo-kointegruese duke përdorur testin afatgjatë të qëndrueshmërisë, atëherë do rezultojë një regresion i rremë. Ky problemi i regresionit lind në rastin kur seri të palidhura me njëra tjetrën janë parë të jenë të lidhura për shkak të faktit se ata ndajnë një prirje të përbashkët në kohë. Për të shmangur këtë problem, ne kemi nevojë për të siguruar që seritë kohore të përdorura janë të stacionare ose kointegruese. Për këtë arsye, përdoren testet e rrënjës-njësi dhe të kointegrimit përpara se të procedohet me testin e shkakësisë së Grangerit.

Në modelin ARDL, testimi i lidhjes kointegruese realizohet nga Testi i Lidhjes (Bound Test) i cili tregon për një lidhje kointegruese midis variablave. Testimi i lidhjes kointegruese është bazuar në statistikën F ku shpërndarja asimptotike e statistikës F nuk është standarde respektivisht nëse variablat janë I(0) apo I(1). Pesaran, Shin, & Smith (2001) kanë tabuluar dy lloj setesh të këtyre variablave kritike⁴⁹. Hipotezat e ngritura për këtë test janë:

H0: Variablat nuk janë të kointegruara

H1: Variablat janë të kointegruara

Nëse testi F qëndron mbi nivelin e boundit, H0 hidhet poshtë duke treguar se ekziston

⁴⁹ Testi përfshin kufij asimptotik të vlerave kritike, të cilët varen nga rendi i integritetit të variablave I(d) (ku $0 \leq d \leq 1$). Kufiri i sipërm i testit korrespondon me vlerat kritike për seritë I(1), ndërsa kufiri i poshtëm është formuar nga vlerat kritike për seritë I(0) (Vika & Luci, 2011).

një lidhje koinegruese në afatgjatë. Nëse statistika F qëndron poshtë nivelit të poshtëm të boundit, H_0 nuk hidhet poshtë duke treguar mungesën e kointegrimit. Nëse testi F qëndron në mes bound-it atëherë testi bëhet jo i besueshëm.

3.3.4 Testi i shkakësisë (Granger Test)

Sipas Granger (1969)⁵⁰ – “Variabli X shkakton Y nëq Y i parashikueshëm rritet kur merret në konsideratë X”. Kështu që X “shkakton Granger” Y nëq vlerat e kaluara të X ndihmojnë për të shpjeguar Y. Gjithsesi, nëq shkakësia Granger vërteton këtë kjo nuk garanton që X shkakton Y. Por sugjeron që X mund të shkaktojë Y. Teknikat që do përdorim për studimin kanë si kusht kryesorë që variablat duhet të jenë stacionarë ose të kointegruar.

Funksioni i shkakësisë së Grangerit mund të shkruhet si më poshtë⁵¹:

$$GDP = \sum \beta * FD_{t-i} + \sum \lambda * GDP_{t-1} + \delta_t$$

$$FD = \sum \mu * FD + \sum \theta * GDP_{t-1} + \varepsilon_t$$

Testi i Shkakësisë së Grangerit teston hipotezat:

$H_0: \beta = 0$: Zhvillimi financiar (X) nuk e shkakton rritjen ekonomike (Y).

$H_1: \beta \neq 0$: Zhvillimi financiar (X) e shkakton rritjen ekonomike (Y).

dhe

$H_0: \theta = 0$: Rritja ekonomike (Y) nuk e shkakton zhvillimin financiar (X).

$H_1: \theta \neq 0$: Rritja ekonomike (Y) e shkakton zhvillimin financiar (Y).

- Nëq koeficientet e FD të vonuara janë statistikisht të ndryshme nga zero, atë herë $\beta \neq 0$ dhe seti i koeficientëve të PBB së vonuar nuk është statistikisht i ndryshëm nga zero, ku $\neq 0$ atëherë kemi të bëjmë me shkakësi në një drejtim nga FD-PBB.
- Nëq koeficientet e PBB të vonuara janë statistikisht të ndryshme nga zero ($\theta \neq 0$) dhe seti i koeficientëve të FD së vonuar nuk janë statistikisht të ndryshëm nga zero, ku $\mu = 0$ atëherë kemi të bëjmë me shkakësi në një drejtim nga PBB-FD.
- Nëse të dy koeficientet e vlerësuar mbi koeficientet e vonuar FD dhe PBB janë statistikisht të ndryshëm nga zero, dmth $\sum \beta_i \neq 0$ dhe $\sum \theta_i \neq 0$, atëherë ekziston një lidhje shkakësore në dy drejtime: $PBB \leftrightarrow FD$.
- Së fundi pavarësia nënkuptohet kur grupet e koeficienteve të PBB dhe FD nuk janë statistikisht të rëndësishëm në të dy ekuacionet, dmth $\sum \theta_i = 0$ dhe $\sum \beta_i = 0$

⁵⁰Testi i shkakësisë së Grangerit është përdorur mbi teknikat e tjera sepse kjo teknikë është e favorshme si për një përzgjedhje të vogël apo të madhe (Guilkey & Salemi, 1982) dhe (Geweke, Meese, & Dent, 1983).

⁵¹(Ndlovu, 2013):

Për të testuar hipotezën, shkakësia Granger përdor statistikën e testit F. Hipoteza zero refuzohet nëse vlera F. e llogaritur e tejkalon vlerën kritike F në një nivel të caktuar intervali ku zhvillimi financiar shkakton ekonominë.

Megjithatë, testet tradicionale të shkakësisë vuajnë nga dy mangësi metodologjike (shih gjithashtu Odhiambo, 2004). Së pari, këto teste standarde nuk shqyrtojnë karakteristikat bazë të serive kohore të variablave. Nëse variablat janë të kointegruara, atëherë këto teste që kanë të përfshira variabla të diferencuara do të keq-përcaktohen deri në momentin që nuk përfshihet termi i vonuar i korigjimit të gabimit (Engle & Granger, 1987). Së dyti, këto teste duhen kthyer si seri stacionare mekanikisht nga diferenca e variablave dhe si pasojë eliminimin e informacionit afatgjatë vendosur në formën origjinale të variablave. Në krahasim me metodën konvencionale të shkakësisë Granger, korigjimi i gabimit bazuar në testin e shkakësisë lejon përfshirjen e termi të vonuar të korigjimit të gabimit i cili rrjedh nga ekuacioni i kointegrimit. Duke përfshirë këtë term, informacioni afatgjatë që humbet nga diferenca riparaqitet në një mënyrë statistikisht të pranueshme (Jalil & Ma, 2008).

3.3.5 Modeli ARDL

Përveç kësaj, janë adresuar problemet e endogjenitetit. Sipas Pesaran dhe Shin (1999), modeli i ARDL me GLV-ve përdoret për korrelacionet seriale dhe problemet endogjene. (Jalil, 2008) argumenton se endogjeniteti është problemi më i vogël, nëse modeli i vlerësuar ARDL-së nuk ka korrelacion serial. Në këtë qasje, të gjitha variablat janë supozuar të jenë endogjene si në afat të gjatë dhe në afat të shkurtër ku parametrat e modelit janë vlerësuar në të njëjtën kohë (Khan, Qayyum, & Sheikh, 2005). Çështja e endogjenitetit krijuar sidomos nga lidhja shkakësore midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike nuk mund të jetë e jetë e përcaktueshme më parë për shkak se literatura sugjeron se mund të ekzistojë një lidhje dykahëshe mes zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike.⁵² Së fundi, ARDL është testuar në një mostër të vogël më superiore në krahasim me Johansen dhe Juselius (1990) dhe testit të kointegrimit (Pesaran dhe Shin, 1999).

Në këtë studim, ne përdorim Auto regresionin e shpërndarjes së kohëvonesave (ARDL)⁵³ e zhvilluar nga (Pesaran, 1997). Kjo qasje ka disa avantazhe ekonometrike mbi qasjen e (Engle-Granger, 1987⁵⁴).

- Avantazhi kryesor i modelit ARDL të Pesaran qëndron në faktin se ky model përdoret kur të dhënat dalin stacionarë në nivele të ndryshme integeri $I(0)$ dhe $I(1)$. Nqs të dhënat do ishin të gjithë integer $I(0)$ ose të gjithë $I(1)$ atëherë do mund të përdornim modelin Johansen dhe VECM. Variabli i varur duhet të jetë $I(1)$ ndërsa variablat shpjegues mund të jenë një përzierje variablash $I(0)$ dhe $I(1)$ (Pesaran et al. 2001).
- Ajo ka veti mjaft të mira për zgjedhjet e vogla duke e bërë këtë metodë shumë të përshtatshme kur të dhënat në trajtën e serive kohore janë të disponueshme për periudha të shkurtra kohore (Pesaran dhe Shin 1999; (Narayan, 2004). Studime empirike për vende të veçanta që përdorin metodën ARDL në zgjedhje të vogla të dhënash (në trajtën e serive kohore) me më pak se 30 vrojtime nuk janë të pazakonta⁵⁵.

⁵³ Metoda ARDL është shumë popullore sepse ka disa avantazhe të rëndësishme krahasuar me metodat e tjera që mund të përdoren për të vlerësuar modele regresioni me të dhëna në trajtën e serive kohore.

⁵⁴ Për variabla tërësisht integer të nivelit fillestar $I(0)$ ose integer të $I(1)$, shumica e studiuesve kanë përdorur testin e kointegrimit Johansen dhe modelin e VECM të korigjimit të gabimit.

⁵⁵ Për shembull, Gaikwad dhe Fathipour (2013) përdorin qasjen ARDL për të studiuar ndikimin e FDI në PBB të Indisë duke përdorur 18 vrojtime vjetore. Pattichis (1999) (cituar nga Masih, Fahd, Ahmad, Daud, Ainulashikin Marzuki, 2004) përdor qasjen ARDL për të vlerësuar funksionin e kërkesës të importit të Qipros me vetëm 20 vrojtime vjetore në dispozicion të tij. Duke përdorur të njëjtën metodologji me të njëjtin numër vrojtimesh (26),

- β Ajo lejon për vonesa optimale të ndryshme për variabla të ndryshëm të përfshirë në model (Pahlavani 2005).
- Ajo mund të adresojë problemet e mundshme të endogjenitetit duke ofruar vlerësime të besueshme edhe kur variablat shpjegues janë endogjenë (Tchantchane, Rodrigues, & Fortes, 2013); (Durmaz dhe Lee 2013)
- Ajo mund të adresojë gjithashtu edhe problemet e shkaktuara nga variablat e lënë ashtë modelit (Narayan 2004).
- Metoda ARDL⁵⁶ jo vetëm teston pranimin e lidhjeve afatgjata por edhe i vlerëson ato duke përdorur si informacionin afatshkurtër por edhe informacionin afatgjatë. Përveç kësaj, lidhjet afatgjata dhe afatshkurtra midis variablave mund të vlerësohen njëkohësisht.
-

Modeli ARDL është një specifikim dinamik që përfshin vlera të zhvendosura në kohë të variablave të varur dhe shpjegues si dhe vlerave korrente të variablave shpjegues për të vlerësuar si lidhjet afatgjata edhe ato afatshkurtra midis disa variablave në shqyrtim. Modeli ARDL mund të shprehet si një model VAR i rendit p:

ku:

- V_t është një vektor kolonë i variablave y_t dhe x_t (y_t është Variabli i varur ndërsa x_t është një vektor kolonë i k variablave shpjegues).
- c_0 përfaqëson një vektor kolonë me $(k + 1)$ komponentë konstantesh,
- α përfaqëson një vektor kolonë me $(k + 1)$ komponentë koeficientesh trendi kohor,
- η_i përfaqëson një matricë $(k + 1) * (k + 1)$ parametrash VAR për vonesën i,
- ε_t është një vektor kolonë me $(k + 1)$ komponentë termash gabimi (zhurma e bardhë)
- t përfaqëson kohën ndërsa p është gjatësia optimale e vonesës.

Ai mund të paraqitet si një model VEC në formën vijuese:

ku:

- Δ është operatori i diferencës së parë,
- λ është një matricë $(k + 1) * (k + 1)$ koeficientesh afatgjatë, dhe
- Γ_i dhe Φ_i janë përkatësisht një vektor kolonë $(k + 1)$ dhe një matricë $(k + 1) * k$ koeficientesh afatshkurtër.

Matrica e koeficienteve afatgjatë mund të ndahet si:

$$\lambda = \begin{bmatrix} \lambda_{yy} & \lambda_{yx} \\ \lambda_{xy} & \lambda_{xx} \end{bmatrix}$$

Ky ekuacion mund të shihet gjithashtu si një model ARDL i rendit (p, q, r, s, v). Përfshirja e Variablit “dummy” që merr vetëm vlera 0 ose 1 në modelin e mësipërm nuk shkakton ndonjë problem meqë pjesa e vrojtimeve ku Variabli “dummy” është jo zero është

Tchantchane (2013) studiojnë ndikimin e dërgesave të emigrantëve, shpenzimeve të shkollimit dhe investimit në ritjen ekonomike të Filipineve.

⁵⁶ Testi i kufijve të kointegrimit ARDL u zhvillua nga Pesaran dhe Shin (1999) dhe Pesaran (2001).

2/10 = 10% (Pesaran et al. 2001). Gjithashtu përfshin një variabël të tillë “dummy” në modelin e përdorur për të marrë në konsideratë ndikimin e krizës financiare që përfshiu Azinë Lindore në rritjen ekonomike të Malajzisë.

Parametrat afatshkurtër dhe afatgjatë të modelit janë vlerësuar njëherësh. Së treti të gjithë variablat janë supozuar si endogjenë. Testi i lidhjes përfshin modelin e regresionit të pakufizuar të korigjimit të gabimit.

Hipotezat e ngritura për modelin ARDL janë:

H_0 : *Treguesit e zhvillimit financiar nuk ndikojnë në produktin ekonomik*

$$(\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0)$$

H_1 : *Treguesit e zhvillimit financiar ndikojnë në produktin ekonomik*

$$(\beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0)$$

Pasi të vendoset kointegrimi midis variablave, lidhja afatgjatë midis PBB dhe variablave shpjegues mund të vlerësohet si:

- Δ përfaqëson diferencën,
- p është madhësia e vonesës (lag), dhe
- λ është parametri i shpejtësisë së rregullimit drejt ekuilibrit
- β_i - tregojnë dinamikat afatshkurtra
- EC_{t-1} është termi i korigjimit ndërkohë që EC është mbetja e përfutur nga ekuacion. Ky term negativ dhe i rëndësishëm mbron kointegrimin midis variablave dhe ekuilibrin afat-gjatë të modelit.

Pesaran dhe Shin (1999) rekomandojnë që për të dhënat tremujore të provohen jo më shumë se 8 vonesa kohore. Si rrjedhim, gjatësia e vonesës së variablave shpjegues në studimin tonë është përcaktuar sipas kriterit Schwarz.

Pasi të kemi vlerësuar parametrat afatgjatë, lidhja afatshkurtër mund të nxirret duke përdorur një model korigjimi të gabimit, të formës (Vika & Luci, 2011). EC është termi i korigjimit të gabimit dhe marrim ekuacionin e lidhjes afatgjatë si më poshtë:

Variabli i Zhvillimit financiar si më lart përfaqëson të gjithë matësit e thellësisë/ eficensës/ stabilitetit financiar. Variabli kontroll përfshin disa variabla si përqendrimi bankar, indeksi HHI, inflacioni si dhe nga variabli *dummy* i krizës botërore.

3. 4 Matësit e zhvillimit financiar

Literatura e përdorur mbi zhvillimin financiar ka ofruar disa tregues për matjen e tij. Punimi përfshin disa matës/ variabla të ndara në 3 kategori sipas karakteristikave të zhvillimit të institucioneve financiare (Demirgüç-Kunt, Feyen & Levine, 2012⁵⁷). Autorët rekomandojnë

⁵⁷Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, (2010), "Benchmarking Financial Systems around the World". Në punimin e tyre ata përdorin këto katër karakteristika si një bazë për të përshkruar, krahasuar, dhe analizuar sistemet financiare në mbarë botën dhe zhvillimin e tyre gjatë disa dekadave të fundit. Duke u fokusuar në këto katër karakteristika të institucioneve dhe tregjeve financiare, punimi kërkon të sigurojë një formë empirike dhe substanciale në konceptin kompleks, shumë dimensional të funksionimit të sistemit

variabla të tjera shtesë për matjen e karakteristikave të tregjeve financiare por në rastin e Shqipërisë kjo është ende e pamundur për shkak të mungesës së një tregu financiar funksional. Kështu që variablat e përzgjedhur janë vetëm tregues financiar të bankës të cilët në vetvete përmbajnë shumë informacion. Variablat përmbajnë të gjithë informacionin financiar duke nënkuptuar tërësinë e marrëdhënies së bankës me huamarrësit si konsumator, pronar të bizneseve mikro, mesme dhe të mëdha.

Gjithsej janë kryer 49 observime: ku të dhënat e marra për Shqipërinë janë të dhëna sasiore, tre-mujore dhe në formën e serive kohore. Variablat e përdorura në model janë llogaritur 16 variabla për periudha tre-mujore nga 2002IV deri në 2015II. Variabli i varur në model është sasior. Ndërsa si variabla të pavarura që supozojmë se shpjegojnë këtë variabël kemi zgjedhur matësit e zhvillimit financiar si matës të thellësisë financiare (Kredia private ndaj PBB, Aktivet bankare ndaj PBB, Aktivet bankare ndaj Aktivet bankare + Aktivet e Bankës Qendrore, Detyrimet Likuide ndaj PBB, Kredia e brendshme ndaj PBB, Kredi sektori privat/ kredit të brendshëm, Paraja e ngushtë ndaj PBB, Kredia bankare ndaj Depozitave, Depozitat Bankare ndaj PBB); matësit e eficensës financiare (Kthimi nga Aktive dhe Kthimi nga Kapitali); matës të stabilitetit financiar (Kreditë jo të mbara); variablat të tjerë kontroll (Përqendrimi bankar, Indeksi HHI, Inflacioni, Kriza financiare).

Katër karakteristikat matëse të zhvillimit financiar janë si më poshtë:

- a) Madhësia dhe thellësia e sistemit bankar (thellësia financiare)
- b) Eficensa e sistemit bankar (eficensa)
- c) Stabiliteti i sistemit bankar (stabiliteti)
- d) Variabla të tjera, plotësuese që shpjegojnë rritjen ekonomike

Tabela 3-7: Variablat e përzgjedhur

MATËSIT E ZHVILLIMIT FINANCIAR

1. THELLËSIA MADHËSIA	a) Kredia bankare për sektorin privat ndaj PBB (%) (X1) (+) b) Aktivet e bankave ndaj PBB (%) (X2) (+) c) Aktivet bankare ndaj aktiveve {bankave tregtare + bankës qendrore} ndaj PBB (%) (X3) (+) d) Detyrimet likuide (M3) ndaj PBB (%) (X4) (+/-) e) Kredia e brendshme e sektorit financiar ndaj PBB (%) (X5) (+) f) Paraja e gjerë M2 ndaj PBB (%) (X6) (+/-) g) Kredia bankare për sektorin privat ndaj kreditit të brendshëm (X7) (+) h) Depozitat bankare ndaj PBB (W4) (+/-)
2. EFICENSA	i) Kthimi nga aktivi (Z1) (+) j) Kthimi nga kapitali (Z2) (+)
3. STABILITETI	k) Kreditë e këqija ndaj totalit të kredive (%) (Q1) (-) l) Kredia bankare ndaj depozitave bankare (%) (Q2) (+)
4. TË TJERA	m) Përqendrimi i bankave (%) (W1) (-) n) Indeksi HHI i bankave (W2) (-) o) Inflacioni (W3) (+/-)

financiar. Punimi pranon se thellësia, aksesit, efikasiteti dhe stabiliteti financiar nuk mund të kapin plotësisht të gjitha tiparet e sistemeve financiare dhe nuk bën asnjë përpjekje për të ndërtuar një indeks të vetëm, të përbërë i sistemeve financiare.

Shenjat e vendosura përkrahë variablave janë edhe sugjerimet e literaturës për efektin pozitiv apo negativ të tyre në Variablin tonë të varur.

3.4.1 Thellësia, madhësia financiare

Ka një literaturë të gjerë që demonstrojnë lidhjen midis thellësisë financiare, duke filluar nga kreditimi i sektorit privat nga njëra anë dhe deri te reduktimi i varfërisë në afatgjatë nga ana tjetër (Levine, 2008). Studimet me regresione midis shteteve konfirmojnë një lidhje të fortë pozitive midis thellësisë financiare dhe rritjes ekonomike. Por, ka autorë të cilët madhësinë e sektorit bankar, nuk e kanë gjetur të jetë ndikues në rritjen ekonomike. Për më tepër, vlera e saj në kohëvonesë (*lagged*) në një regresion, është gjetur të jetë e rëndësishme por me efekt negativ në rritjen ekonomike. Arsyet për rezultate të tilla janë gjetur në karakteristikat specifike të procesit të tranzicionit dhe të reformave relativisht të ngadalta në sektorin bankar me të gjitha problemet e saj, të tilla si kreditë e këqija, mungesa e mbikëqyrjes efektive, konkurrenca e dobët etj.

Një diskutim tjetër i gjerë është bërë për identifikimin e treguesve të duhur të thellësisë/ monetizimit. Ndër këto përmendim:

- Totali i aktiveve të Bankave ndaj PBB dhe Aktivet bankare ndaj aktiveve⁵⁸ {bankave tregtare + bankës qendrore} na japin idenë e peshës që zë sistemi bankar përkundrejt madhësisë së PBB dhe ndaj aktiveve të Bankës Qendrore duke dashur të veçojmë efektin që mund të ketë në vlerësim përfshirja e Bankës Qendrore në sistemin financiar.
- Paraja e gjerë ndaj rritjes (Raporti i M2/PBB)⁵⁹ si një matës i mirë i shkallës reale të sektorit financiar në një ekonomi në rritje, ku paraja shërben si mjet pagese dhe si mjet kursimi. Paraja e ngushtë reflekton më mirë funksionin si mjet pagese, dhe paraja e gjerë atë si mjet kursimi (Dushku 2007). Ky variabël mat vlerën monetare të transaksioneve se sa funksionin e mobilizimit të kursimeve që bën sistemi financiarë. Pra tregon aftësinë e sistemit për të ofruar shërbime financiare se sa kanalizimin e fondeve nga kursimtarët te huamarrësit. Kështu që ekonomitë jo të zhvilluara mund të kenë një vlerë të lartë të parasë në mungesë të alternativave për investim.
- Ndërkohë detyrimet likuide ndaj PBB (M3/PBB)⁶⁰ njihet si zëvendësues i parasë së gjerë. Ai referohet detyrimeve likuide te sistemit bankar. Edhe pse M3⁶¹ kapërcen disa mangësi që lidhen me M1 dhe M2, ai ende e përmban M2 dhe për këtë arsye mund të ndikohet nga faktorë të tjerë që nuk kanë lidhje me thellësinë financiare. Ky është konsideruar në përgjithësi si treguesi kryesor i monetizimit/thellësisë financiare; ky variabël tregon madhësinë proporcionale të sektorit financiar në tërësinë e ekonomisë. Ai është një matës më i gjerë i agregatit monetar dhe një rritje i këtij raporti mund të interpretohet si një përmirësim i thellësisë financiare në ekonomi (Boulila dhe

⁵⁸ Këto variabla janë sugjeruar nga autorët Beck, Dermiguc dhe Levine (2000), King dhe Levine (1993) dhe Levine, Loayza, dhe Beck (1998)

⁵⁹ Ky variabël është sugjeruar nga autorët: (Bittencourt, 2012), Ferda (2007), Zaman (2012), Al- Yousif (2002), Gelb (1989) dhe King dhe Levine (1993).

⁶⁰ Shiko Demetriades dhe Hussein, 1996; Luintel dhe Khan, 1999; Suleiman dhe Abu- Qarn, 2007; Johannes, et al., 2011.

⁶¹ Detyrimet likuide përfshijnë monedhat, depozitat me interes dhe pa interes dhe shumë instrumenta të tjerë.

Trabelis, 2002) dhe një tregues i madhësisë së ndërmjetësimit financiar (Nowbusting, Ramsohok, & Ramsohok, 2010).

Ndër raportet e ndërmjetësimit janë përzgjedhur:

- Depozitat e bankave ndaj PBB⁶² si përmirësues i variablit të mësipërm M3/PBB, i cili konsiderohet jo-eficient në sistemet financiare në zhvillim. Ky variabël po t'i hiqet efekti i monedhës në qarkullim mendohet të japë efektin real të përqendrimit të parasë në formën e investimit në depozita, kështu që raporti i depozitave të bankave ndaj PBB tregon se si kursimet lokale janë mobilizuar në mënyrë eficiente. Një vlerë e lartë e raportit para e gjerë ndaj PBB mund të tregojë një zgjerim të parasë në qarkullim se sa një rritje e depozitave të bankave. Kështu që për të pasur një matje më të mirë të zhvillimit financiar, paraja në qarkullim duhet përjashtuar dhe prej asaj merret raporti i depozitave të bankave ndaj PBB (XU, 2000). Gjithsesi ky tregues i zhvillimit financiar reflekton aftësinë e ndërmjetësuesve financiarë në mobilizimin e kursimeve por nuk është i lidhur ngushtë me shërbimet e tjera financiare si menaxhimi i riskut dhe përpunimi i të dhënave (Simwaka, Munthali, Chiumia, Kabango, 2012).
- Tregues tjetër përmendim kredinë e brendshme bankare⁶³ ndaj PBB⁶⁴, e cila tregon rritjen e sistemit bankar. Ky variabël përbëhet nga të gjitha kërkesat e institucioneve publike, atyre private dhe familjare ndaj sistemit bankar duke treguar kështu thellësinë financiare dhe rolin që luan sektori formal bankar në ekonomi.
- Kredia bankare ndaj totalit të depozitave⁶⁵ ndihmon në aftësinë kthyesë të depozitave në kredi, se sa është në gjendje sistemi bankar në alokimin e duhur të fondeve të mbledhura nga kursimet.
- Raporti i kredisë dhënë sektorit privat ndaj PBB⁶⁶ përdoret shpesh për të vlerësuar alokimin e aseteve financiare ku dy variablat më lart nuk mund ta sigurojnë dot. Ky tregues përfaqëson aktivet e brendshme të sistemit financiar, të cilat janë treguesit me peshën më të madhe në bilancin e konsoliduar të sistemit financiar dhe pritshmëria e lidhjes me rritjen ekonomike është pozitive. Kështu që ky variabël është i lidhur me sasinë dhe eficientësinë e investimeve, dhe kështu me rritjen e ekonomike (Gregorio & Guidotti, 1995b). Është supozuar se kreditimi i sektorit privat është shumë herë më eficient se sa kreditimi i sektorit publik. Dhe kreditimi i privatit tregon cilësinë e përmirësuar të investimeve që buron nga vlerësimi që i bëjnë ndërmjetësuesit financiar projekteve të qëndrueshme. Ky variabël është një burim financiar ofruar sektorit privat në formën e kredive, blerjes së të sigurtave të borxhit, kreditimit të tregtisë dhe çfarëdo lloji të arkëtueshme krijuar nga pala tjetër (WDI-2012, f. 287). Ky variabël është një tregues shumë i mirëzhvillimit të sektorit financiar në vendet në zhvillim.
- Raporti tjetër i kredisë dhënë sektorit privat ndaj kredisë së brendshme kap esencën e shpërndarjes së aktiveve të brendshme në një ekonomi. Një sistem financiar që krediton një kompani shtetërore ose vetë qeverinë mund mos të jetë duke vlerësuar

⁶² Shiko Demetriades dhe Hussein, (1996); Luintel dhe Khan, (1999); Simwaka, Munthali, Chiumia, Kabango, 2012; Ferda (2007).

⁶³ Kredia e brendshme ndahet si kredia dhënë privatit dhe sektorit shtetëror. Qëllimi punimit është kreditimi dhe jo huamarrja, me të cilën kuptojmë huamarrja e qeverisë nëpërmjet të sigurtave të borxhit (Kokaveshi, Kola, 2013)

⁶⁴ Shiko (Kokaveshi, Kola, 2013); (Simwaka, Munthali, Chiumia, Kabango, 2012); Nik, Nasab, Shahriari, 2013).

⁶⁵ Shiko (Simwaka, Munthali, Chiumia, Kabango, 2012); Nik, Nasab, Shahriari, 2013).

⁶⁶ Colombage (2009), Kar et al. (2011), Khan dhe Senhadji (2003), Zaman et al. (2012) dhe Gregorio dhe Guidotti (1995). Sipas Boulila dhe Trebelisi (2002),

menaxherët, selektuar projekte efçente investuese ose mbledhjen e riskut njësoj siç mund ta bënte kur krediton sektorin privat. Kreditimi i qeverisë nga bankat sidomos në vende me sistem financiar të rregulluar konsiderohet si i kapur nga qeveria dhe bankat nuk do mund ta kontrollojnë dot këtë. Roli i bankave është më i rëndësishëm kur krediton sektorin tregtar privat.

3.4.2 Eficensa financiare

Për ndërmjetësuesit financiarë, eficensa është ndërtuar fillimisht për të matur koston e kreditimit të ndërmjetësimit. Raportet për matjen e eficensës janë të rëndësishme sepse bankat mund të promovojnë rritjen ekonomike të një vendi jo vetëm duke rritur kreditimin në sistem por edhe duke përmirësuar detyrën e tyre si ndërmjetësues (Hasan, Koetter, & Wedow, 2009). Një detyrë e mirë e bankave është edhe identifikimi i cilësisë së huamarrësve, duke mbrojtur kështu kursimet e investuara dhe vazhdimin e kreditimit nga ana e bankave. Efiçenca është mbarëvajtje financiare që një bankë e arrin ose e rrit pa dëmtuar imazhin, detyrimin ligjor, social, etj. Efiçenca në politikën e kredisë dhe në krejt veprimtarinë e bankës i referohet rrethanës kur shpenzimet japin maksimumin e dobisë apo nivelin maksimal të të ardhurave neto para dhe/ose pas taksave. Nga aspekti i rrezikut, shpenzimet pasqyrojnë të gjitha rreziqet që ndërmerr banka brenda aspektit të shpenzimeve dhe humbjeve që njeh edhe autoriteti tatimor si të zbritshme për efekt të llogaritjes së fitimit të tatueshëm (Aliaj, 2014). Përzgjedhja e variablave të eficensës jo gjithmonë është tregues i mirë sepse ndërkohë që institucionet financiare duan të rritin përfitimet e tyre, kanë një lidhje jo të kuptueshme (*close*) sepse për shembull, një sistem financiar joefikas mund të raportojë relativisht përfitueshmëri të lartë nëse ekonomia në ato momente është në rritje ekonomike, ndërsa një sistem i ndryshëm ekonomik i goditur nga një shok negativ mund të gjenerojë humbje (Čihák, Demirgüç-Kunt, Feyen, & Levine, 2012).

Kështu variablat e përshtatshëm për këtë situatë mbeten:

- Kthimi nga aktivet: Hierarkia e rëndësisë së variablit shpjegon funksionin qëllimor që është fitimi. Në model ne e përkufizojmë funksionin qëllimor të bankës si „maksimizim fitimi kundrejt një niveli të implikuar të dëndurisë së rrezikut dhe të ashpërsisë së tij, pra të kostos”. Për këtë arsye, fitimi në gjuhën standarde njihet si e ardhura neto pas taksave. Si variabël është marrë në raport ndaj aktiveve të bankës që e kanë krijuar këtë të ardhur neto pas taksave. Hierarkia në fjalë respektohet për analiza të tjera të ndarjes në emërues duke përfshirë të ardhurat neto ndaj kapitalit.⁶⁷

- Kthimi nga kapitali: Edhe në këtë variabël fitimi është po i njëjti; ardhura neto pas taksave. Si variabël është marrë në raport ndaj kapitalit të bankës që e kanë krijuar këtë të ardhur neto pas taksave.

3.4.3 Stabiliteti financiar

Stabiliteti financiar është një karakteristikë e rëndësishme e sektorit financiar. Stabiliteti financiar është pjesë e procesit të zhvillimit të jashtëm financiar. Për ta ilustruar këtë, supozojmë një shtet ku bankat e atij vendi kanë një standard kreditimi shumë të dobët, duke dhënë kredi lart e poshtë, pa menaxhimin e duhur të riskut dhe monitorimit të kredisë. Nga ana sipërfaqësore, kjo do mund të duket si një rritje e shpejtë për shkak të thellësisë dhe aksesit në rritje të financës. Sektori financiar mund të duket eficient, për një periudhë të caktuar kohore: pa një proces të duhur të pranimit të kredisë, duke ulur kostot deri në momentin që kredia kthehet e keqe. Këtu qëndron edhe problemi: sistemi do të jetë shumë i paqëndrueshëm dhe do sjellë një krizë financiare. Në procedurën amvisuese dhe vlerësuese të

⁶⁷ Shiko (Aliaj, 2014), Disertacioni i doktoraturës.

bankave raporti i kredive me probleme (NPL) ndaj kredive gjithsej shpreh raportin e rrezikut të pakontrolluar sipas parametrave të duhur (kreditë jo të mbara) ndaj rrezikut tërësor agregat të krejt portofolit të kredive.

- Kreditë e këqija ndaj PBB. Në vendet në tranzicion është e rëndësishme të merret në konsideratë pesha e kredive që nuk kanë performuar mirë duke inflatuar kreditë bankare (Fink, Haiss, Mantler, 2005). Variabla të tilla si raporti i kredive me probleme mund të jetë më mirë i njohur se Z-score, por ata janë njohur të jenë tregues të vonuar të rëndësisë për shëndetin financiar të bankës (p. sh., Čihák dhe Schaeck 2010).

Ky tregues shpreh disa marrëdhënie:

- a. Marrëdhënie brenda departamentit të kredisë p. sh. sa mirë është dizenuar një produkt kredie;
- b. Marrëdhënie ndërmjet departamentit të kredisë dhe departamentit të marketingut të bankës p. sh. sa arrijtje në klientë të rinj dhe sa ka koeficientin e ruajtjes së klientëve ekzistues një produkt krediti, sa shitje kryq gjeneron dhe si ndikojnë këto në imazhin dhe reputacionin e bankës.
- c. Marrëdhënie ligjore si debitor-kreditor. Një kredi shkel konceptin për të qenë e mbarë kur tejkalon mbi 30 ditë mos shlyerja e saj. Banka si palë huadhënëse para shenjave të një situate të tillë rrit praninë e garancive anësore (*collateral*) që huamarrësi vë shtesë, ose kërkon shlyerje të menjëhershme të kredisë që e ka parashikuar në kontratën e kredisë si shlyerje të përshpejtuar
- d. Marrëdhënie të drejtuesve me Aksionarët dhe institucionet mbikëqyrëse sepse, rritja e kredive me probleme ul aktivet dhe si rrjedhojë pakëson kapitalin. Për aksionarët është kosto shtesë për rregullatorët është prag për heqjen e licensës së bankës.
- e. Marrëdhënie të bankës me depozituesit dhe publikun.

Të gjitha këto krijojnë rrethana rreziqe ligjore që nuk analizohen vetëm si specifike për një bankë por në nivel sistematik.

- Kredia bankare ndaj depozitave është një variabël i rëndësishëm që shërben për matjen e likuiditetit të bankës. Nëqoftëse raporti është shumë i lartë tregon që banka mund të ketë problem me likuiditetin kur do i duhen para për nevoja emergjente; nëqoftëse është shumë e ulët tregon që banka nuk po fiton ashtu siç priste nga mos dhënia e kredive përkundrejt depozitave.

Stabiliteti është një çështje shumë e rëndësishme e cila tregon mënyrën se si Banka Qendrore mbikëqyr bankat e nivelit të dytë. Roli i politikave reformuese, mbikëqyrëse përbën një hallkë të rëndësishme në përmbushjen e detyrave të bankave të nivelit të dytë brenda rregulloreve të tyre të brendshme të vetë bankës dhe rregulloreve të përcaktuara nga Banka Qendrore. Kështu që një efekt pozitiv dhe i rëndësishëm i variablave të stabilitetit në rritjen ekonomike do tregojë politikën e mirë të ndjekur nga vetë bankat dhe Banka Qendrore në kredidhënie dhe në monitorimin e riskut gjatë procesit të kredidhënies.

3.4.4 Variabla të tjera

Pjesë e studimit mendohet të jenë edhe variabla të tjera, të njohura ndryshe edhe si variabla kontroll. Këto variabla na ndihmojnë në shpjegimin më mirë të rritjes ekonomike dhe zhvillimit financiar. Variablat e tjerë lidhen me mikrostrukturën e sektorit financiar në veçanti; madhësinë relative të institucioneve financiare dhe madhësinë relative të segmenteve kyçe (aktivet totale të bankave etj), lidhen me faktorët makroekonomike, me ndikimin e reformave në sistem financiar në vite.

- Përqendrimi i bankave është i barabartë me pjesën e totalit të aktiveve tre bankave më të mëdha (Beck, Demirgüç, Kunt, dhe Levine 2001). Ky variabël mat shkallën e përqendrimit në industrinë bankare.
- Indeksi HHI është për të parë përqendrimin e tregut bankar. Indeksi HHI merr vlera nga 0 në 1. Në SHBA është indeksi orientues i Departamentit të Drejtësisë (*Department of Justice*) për të vlerësuar shkallën e përqendrimit të tregut në pak banka {firma}. P. sh., një indeks mbi 1800 lexohet si nivel i lartë i përqendrimit të tregut⁶⁸.
- Inflacioni (matur si rritja vjetore e deflatorit të PBB) matet duke përdorur indeksin e çmimeve të konsumit në fund-periudha. Një numër studimesh kanë gjetur efekte të rëndësishme të inflacionit dhe reformave në rritjen ekonomike në vendet në tranzicion (Havrylyshyn, Izvorkski, & Rooden, 1998) Grogan & Moers, 2001).
- Variabli dummy i krizës bankare botërore është përfshirë në model për të hulumtuar ndikimin e mundshëm të krizës ekonomike botërore në konkurueshmëri/ produktivitet. Ky variabël është ndërtuar duke shënuar me numrin 0 vlerat përpara krizës (2008T3) dhe me numrin 1 vlerat e tjera duke filluar nga 2008T4⁶⁹.

Sistemet e thella financiare nuk sigurojnë shkallë të lartë të aksesit financiar; sistemet shumë efikase financiare nuk janë domosdoshmërisht më të qëndrueshme se sa ato që janë më pak efikase, dhe kështu me radhë. Secila prej këtyre karakteristikave ka një lidhje me aspektet e zhvillimit më të gjerë socio-ekonomik, dhe secili prej tyre është i lidhur fort me politikat sektoriale financiare dhe me pjesën tjetër të krijimit të mjedisit financiar.

3.5 Ndërtimi i modelit empirik

Literatura teorike parashikon që zhvillimi financiar është i lidhur pozitivisht me rritjen ekonomike. Modeli ynë do i japë përgjigje dy pyetjeve bazë kërkimore shkencore:

1. A ekziston një lidhje midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në Shqipëri? Cili është drejtimi i shkak pasojës midis zhvillimit dhe rritjes ekonomike?
2. A ekziston një lidhje kointegruese afatgjatë midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në Shqipëri? Cilat janë efektet afatgjatë dhe afatshkurtër të ndikimit të secilit faktor të zhvillimit financiar dhe faktorëve të tjerë të jashtëm në rritjen ekonomike?

⁶⁸ Hoti, I. (2001), Fjalor enciklopedik tregjuhësh, anglisht, italisht, shqip për bankën, biznesin, ekonominë etj (cit. (Aliaj)

⁶⁹ Referuar (Demeti, 2014)

Ndërkohë hipotezat që vijnë në ndihmë pyetjes kërkimore mund të rendisim:

Për lidhjen shkakësore (Granger Test):

H₂: Zhvillimi financiar shkakton rritjen ekonomike

H₃: Rritja ekonomike shkakton në Zhvillimin financiar

H₄: Rritja ekonomike dhe Zhvillimi financiar shkaktojnë njëra tjetrën

Ku më specifikisht do studiojmë lidhjen e secilit tregues që shpjegon zhvillimin financiar me rritjen ekonomike:

H₅: Treguesit e thellësisë (ndërmjetësimit), eficensës, stabilitetit financiar shkaktojnë rritjen ekonomike

H₅₁: Totali i aktiveve të Bankave ndaj Aktiveve të {B+BQ} shkakton rritjen ekonomike

H₅₂: Totali i aktiveve të Bankave ndaj Aktiveve totale shkakton rritjen ekonomike

H₅₃: Totali i aktiveve të Bankave ndaj PBB shkakton rritjen ekonomike

H₅₄: Paraja e gjerë ndaj rritjes shkakton rritjen ekonomike

H₅₅: Detyrimet likuide ndaj PBB shkakton rritjen ekonomike

H₅₆: Depozitat e bankave ndaj PBB shkakton në rritjen ekonomike

H₅₇: Raporti i kredisë dhënë sektorit privat ndaj PBB shkakton rritjen ekonomike

H₅₈: Kredia dhënë sektorit privat ndaj kredisë së brendshme shkakton rritjen ekonomike

H₅₉: Kredia e brendshme bankare ndaj PBB shkakton rritjen ekonomike

H₅₁₀: ROA shkakton rritjen ekonomike

H₅₁₁: ROE shkakton në rritjen ekonomike

H₅₁₂: Kreditë e këqija ndaj PBB shkakton rritjen ekonomike

H₅₁₃: Kredia bankare ndaj totalit të depozitave shkakton rritjen ekonomike

H₅₁₄: Inflacioni shkakton rritjen ekonomike

H₅₁₅: Përqendrimi i bankave shkakton rritjen ekonomike

H₅₁₆: Indeksi H i aktiveve bankare shkakton rritjen ekonomike

H₅₁₅: Kriza bankare botërore si variabël dummy shkakton rritjen ekonomike

Nga sa më sipër jemi përpara situatës të përzgjedhjes së një modeli i cili duhet të përmbushë kriteret e mëposhtme:

1. Të dhëna duhet të jenë të pranueshme, modeli duhet të jetë konsistent me teorinë, pra të ketë kuptim ekonomik.
2. Niveli i rëndësisë së përdorur në studim është 5% por në disa raste kemi pranuar edhe nivelin 10%.
3. Duke qenë se qëllimi ynë është të vlerësojmë lidhjen kointegruese afatgjatë mbi bazën e funksionit të Regresionit të Shpërndarjes së Kohëvonesave (ARDL). Ndërtojmë funksionin afatgjatë me variablat e sqaruar.

$$\begin{aligned}
LogGVA = & \alpha + \beta_0 \text{Kredija} \frac{\text{private}}{\text{PBB}} + \beta_1 \text{Aktivet bankare/PBB} \\
& + \beta_2 \text{Aktivet bankare}/\{\text{Aktivet bankare} + \text{Aktivet e Bankës Qendrore}\} \\
& + \beta_3 \text{Detyrimet Likuide/GDP} + \beta_4 \text{Kredija e brendshme/PBB} \\
& + \beta_5 \text{Kredi sektori privat/ kredisë të brendshme} \\
& + \beta_6 \text{Paraja e ngushtë/PBB} + \beta_7 \text{Kredija bankare/Depozitave} \\
& + \beta_8 \text{Depozitat Bankare/PBB} + \beta_9 \text{Kreditë jo të mbara} \\
& + \beta_{10} \text{Kthimi nga Aktive} + \beta_{11} \text{Kthimi nga Kapitali} \\
& + \beta_{12} \text{Përqëndrimi bankar} + \beta_{13} \text{Indeksi HHI} + \beta_{14} \text{Inflacioni} \\
& + \beta_{15} \text{Krizja financiare}
\end{aligned}$$

4. Siç edhe sqaruar më sipër variablat e pavarur i kemi grupuar në katër grupe, dhe brenda të njëjtin grup janë përfshirë disa variabla matës të zhvillimit financiarë. Variablat janë stacionarë në diferencë të parë I(1) ose janë nivelin e tyre fillestarë I(0) sipas testeve të prezantuara më lartë.
5. Modeli ynë të jetë i besueshëm duhet të testohen mbetjet e ekuacion për korrelacion serial, për heteroskedasticitetin, për stabilitetin e termave të gabimit. Nëse termat e gabimit do krijojnë atëherë koeficientet të llogaritur me metodën e katrorëve më të vegjël megjithëse mund të jenë linear, të pazhvendosur dhe kanë shpërndarje normale, nuk janë eficient kundrejt koeficienteve të tjerë.
6. Si rrjedhojë testet, t, F dhe χ^2 nuk janë të vlefshëm. Për të testuar termat e gabimit për autokorrelacion përdorim testin Breusch-Godfrey⁷⁰(BG) i cili njihet ndryshe edhe si testi LM. Bazuar në vlerën e statistikës F, prob=0.15>0.05, H0 nuk bie poshtë dhe themi që nuk ka korrelacion serial te mbetjet e ekuacionit.
7. Një nga supozimet e rëndësishme të modelit të regresionit linear është që mbetjet duhet të kenë të njëjtën variancë për disa zgjedhje, pra duhet të plotësojnë kushtin e (*homoskedasticity*). Për të testuar mbetjet (*residuals*) përdorim testin e White (White's General Heteroscedasticity Test). Testi llogarit një probabilitet 0.96>0.05, H0 nuk bie poshtë dhe themi që nuk ka heteroskedaticitet te mbetjet e ekuacionit.
8. Testi i stabilitetit na ndihmon të testojmë formën e modelit. Përdorim testin Ramsey RESET⁷¹. Statistika (F) = 0.34; Prob=0.5787>0.05, H0 nuk bie poshtë dhe themi që ka stabilitet te mbetjet e ekuacionit. Si përfundim mund të themi që modeli i zgjedhur është i duhuri.

Tabela 3-8: Testet e besueshmërisë së modelit empirik

	Prob. F(2,5)
--	--------------

⁷⁰ L. G. Godfrey, "Testing Against General Autoregressive dhe Moving Average Error Models When the Regressor include Lagged Dependent Variables," dhe T. S. Breusch, "Testing for Autocorrelation in Dynamic Linear Models," "Australian Economic Papers."

⁷¹ J. B. Ramsey, "Test for Specification Errors in Classical Linear Least Squares Regression Analysis," "Journal of the Royal Statistical Society."

Autokorrelacioni Serial	LM Test	0.1558
Testi i Heteroskedasticitetit	White Test	0.96
Testi i stabilitetit	Ramsey RESET Test	0.57

Burimi: Llogaritjet e autorit

Një nga kriteret që duhet të përmbushë modeli i përzgjedhur është që mbetet duhet të jenë rastësore dhe të studiojmë shpërndarjen e tyre. Pra koeficientet e vlerësuar të modelit të mësipërm janë të vlefshëm për interpretim. Vlen të theksohet që modeli i regresionit i përdorur shpjegon thuajse gjithë ndryshueshmërinë e variablit të varur $\{R^2 = 0.998368\}$.

KREU IV

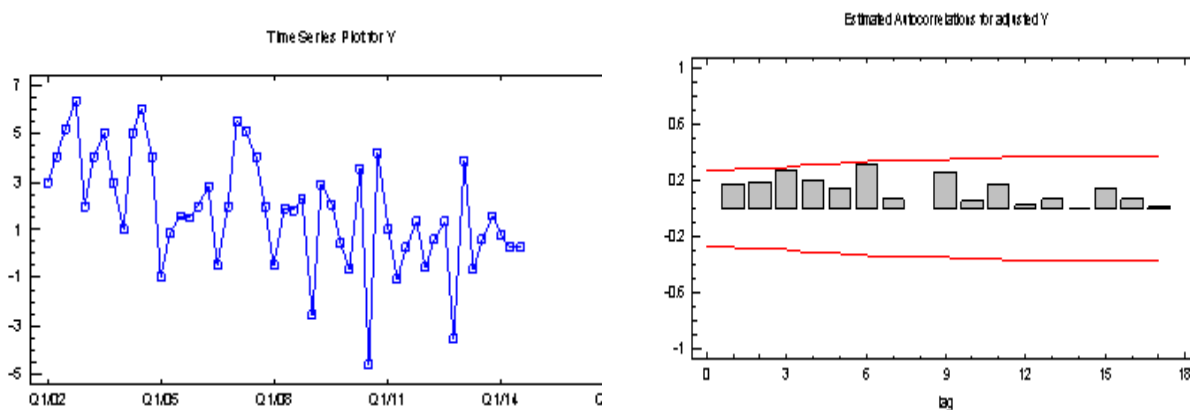
GJETJET DHE REZULTATE

Para vlerësimit secili prej variabla në model testohet për stacionaritet duke përdorur testet konvencionale të rrënjëve unitare. Ne paraqesim më poshtë grafikët e variabla dhe diferencave të para të tyre kundrejt kohës për të na ndihmuar të zgjedhim formën më të përshtatshme të ekuacionit të testit.

4.1 Dinamika dhe autokorrelacioni

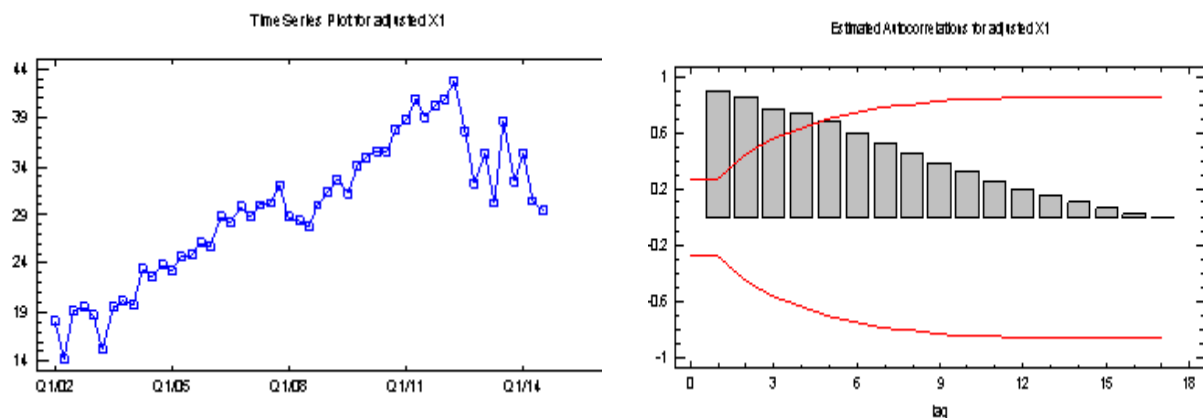
Grafikët e mëposhtëm japin një paraqitje grafike të dinamikës së variabla në vite. Gjithashtu ne do mund të identifikojmë se cilët prej variabla duken të jenë stacionarë në nivel të parë dhe cilët do mund të kthehen stacionarë në diferencë të parë apo të dytë.

Grafiku 4-1: Paraqitja grafike e variabla të marra në studim (y)



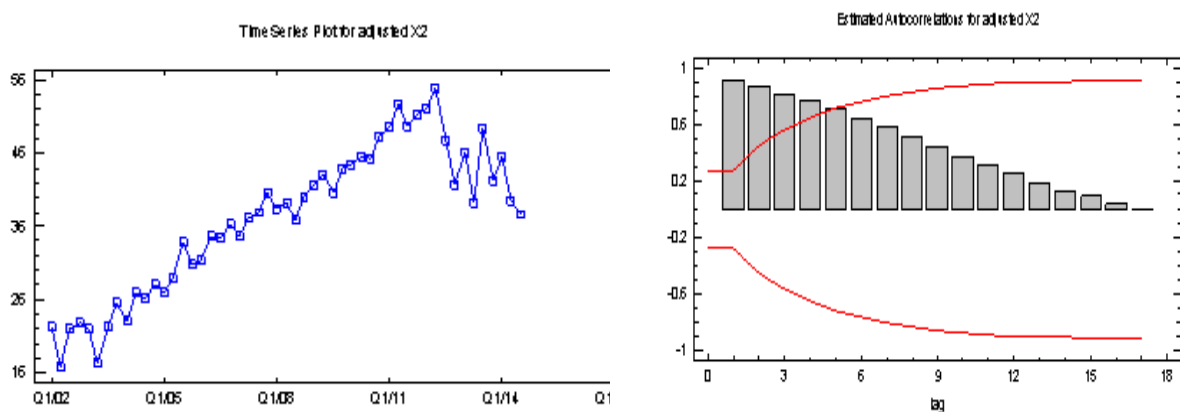
Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Treguesi i kredisë dhënë sektorit privat, nga paraqitja grafike duket që nuk është brenda vijave të kuqe duke treguar mungesë stacionariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e parë.



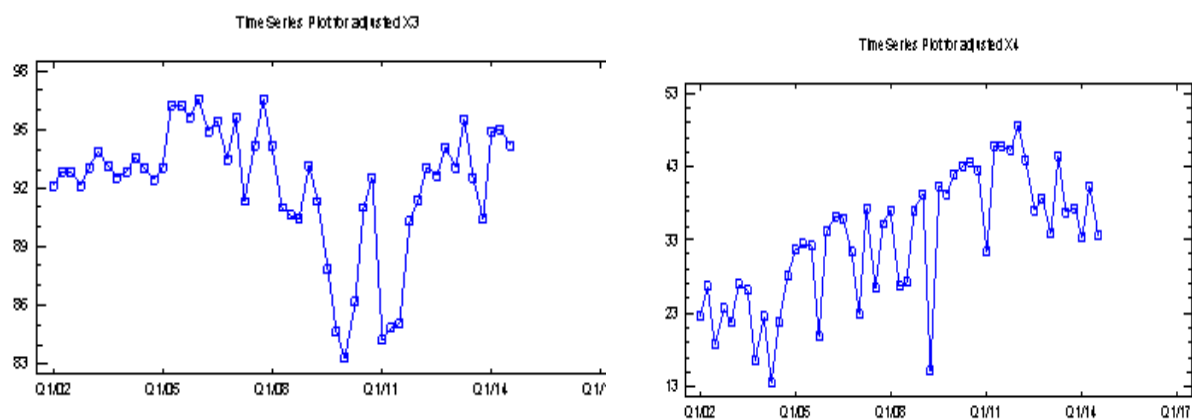
Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Treguesi i Aktiveve Bankare (X2) duket që nuk është brenda vijave të kuqe duke treguar mungesë stacionariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e parë.



Burimi: (Llogaritjet e autorit)

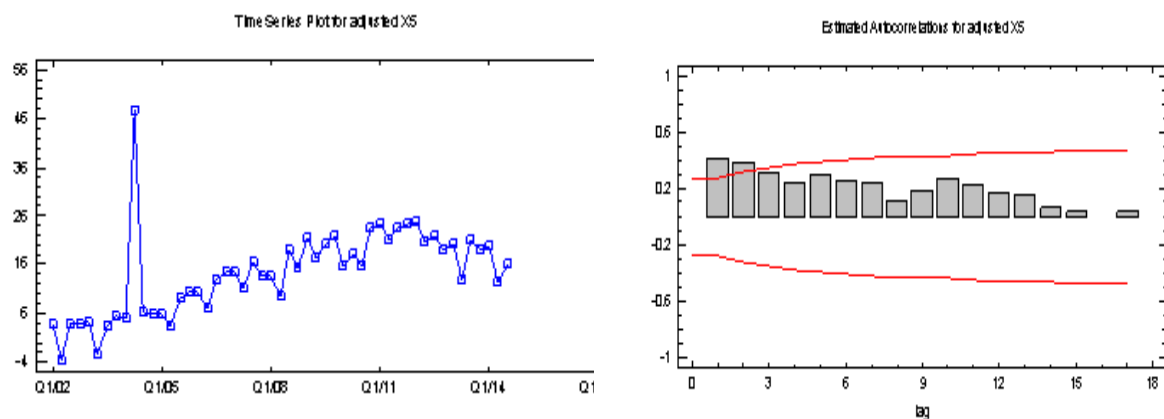
Treguesi i aktiveve bankare ndaj aktiveve të Bankës Qendrore (X3) duket që është brenda vijave të kuqe duke treguar prezencë stacionariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e parë sipas testit KPSS por jo stacionarë sipas testit PPerron.



Burimi: (Llogaritjet e autorit)

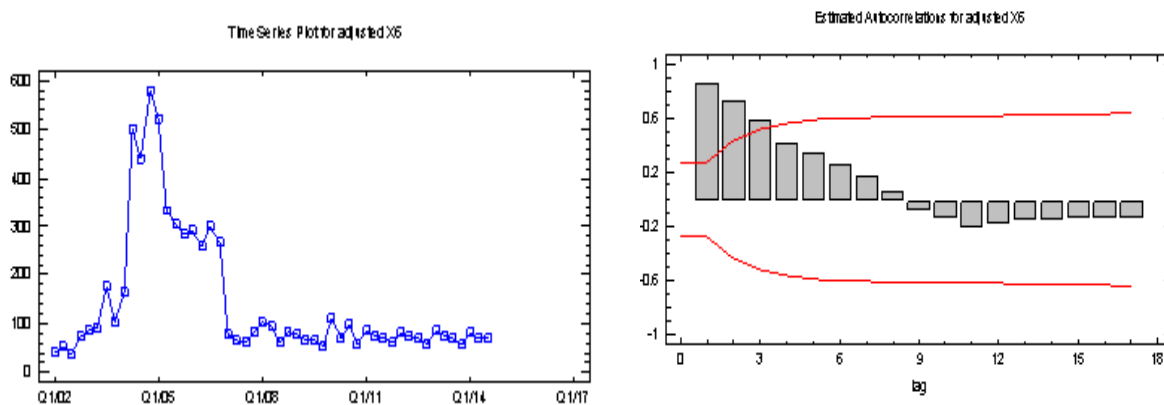
Treguesi i detyrimeve likuide (X4) shfaqet stacionare sipas testit PP por jo shumë e sigurt si stacionarë në nivel fillestarë nga testit KPSS.

Treguesi i kredisë së brendshme (X5) duket që nuk është brenda vijave të kuqe duke treguar mungesë stacionariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e pare.

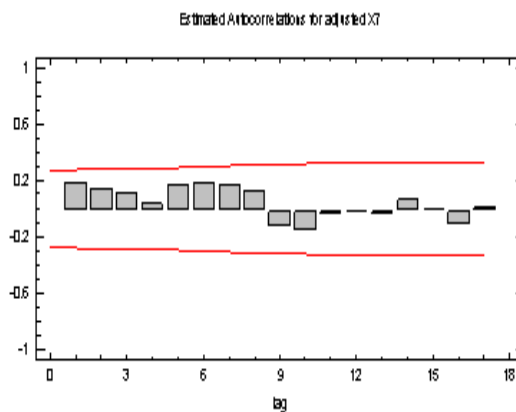
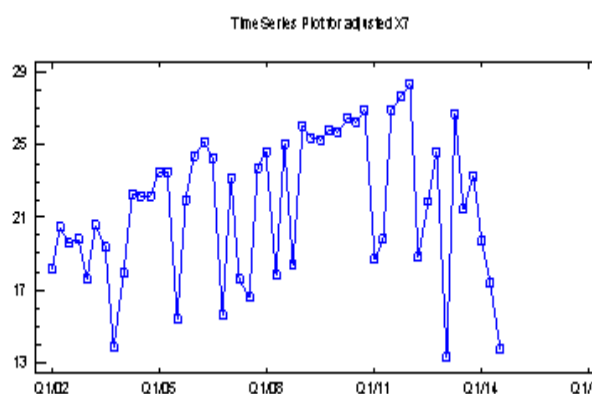


Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Treguesi i kredisë dhënë sektorit privat (X6) duket që nuk është brenda vijave të kuqe duke treguar mungesë stacionariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e pare.

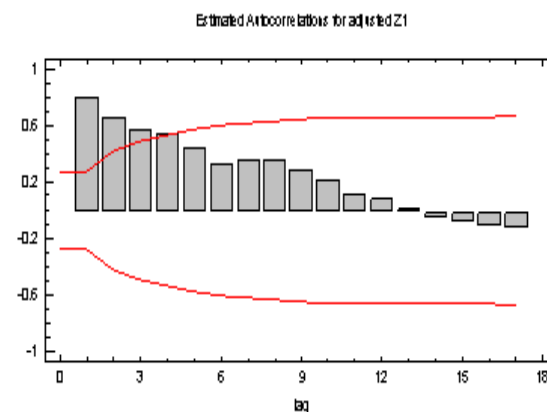
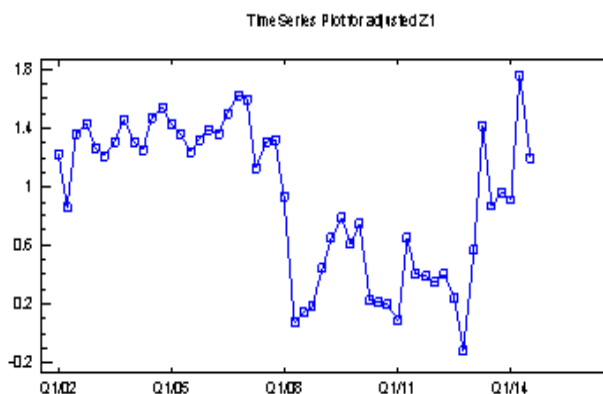


Treguesi i parasë së gjërë (X7) duket që është brenda vijave të kuqe duke treguar prezencë stacionariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e parë.



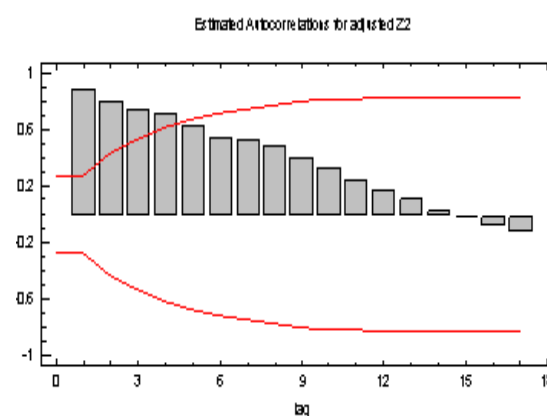
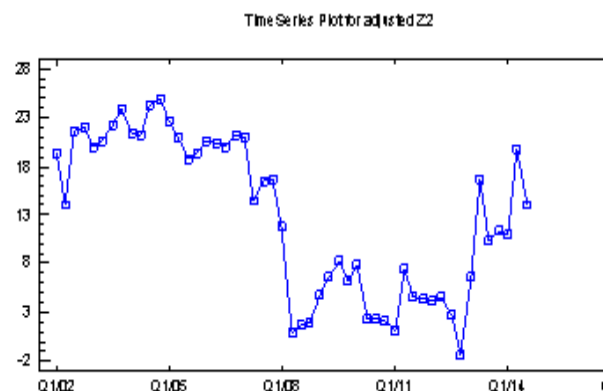
Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Treguesi i kthimit nga aktivet (Z1) duket që nuk është brenda vijave të kuqe duke treguar mungesë stacionariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e parë.



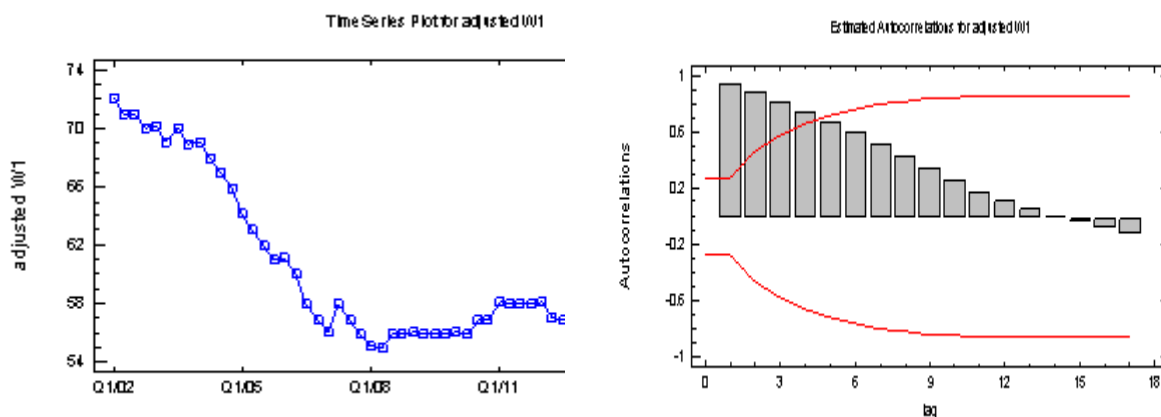
Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Treguesi i kthimit nga kapitali (Z2) është stacionare sipas testit PP por duket e pasigurt nga testi i KPSS për nivel 1% nivel sigurie.



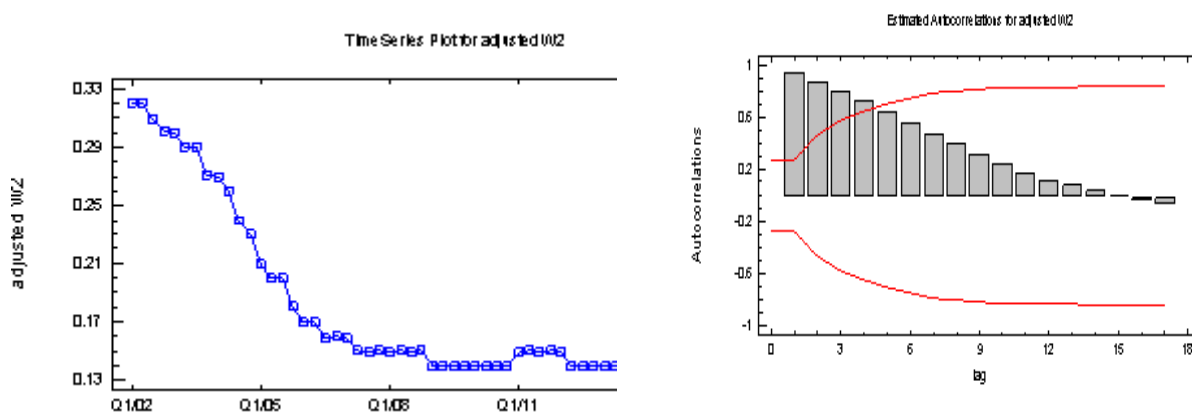
Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Treguesi i përqëndrimit bankar (W1) duket që nuk është brenda vijave të kuqe duke treguar mungesë staconariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e parë.



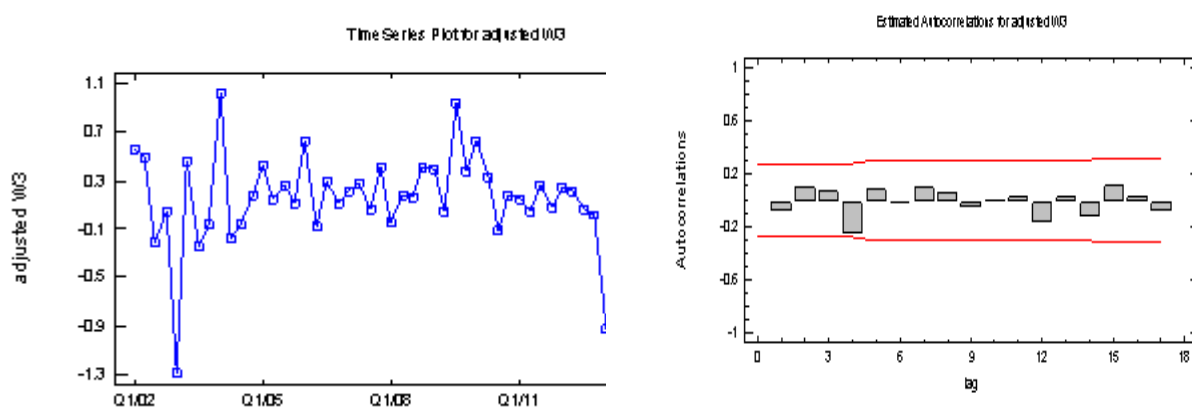
Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Treguesi i indeksit HHI (W2) duket që nuk është brenda vijave të kuqe duke treguar mungesë staconariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e parë.



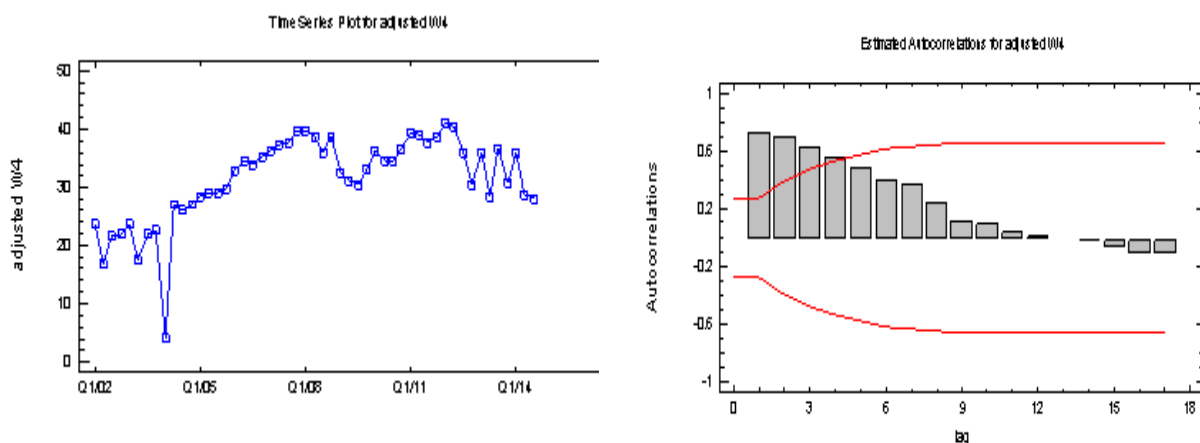
Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Treguesi i Inflacionit (W3) duket që është brenda vijave të kuqe duke treguar prezencë staconariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e parë.



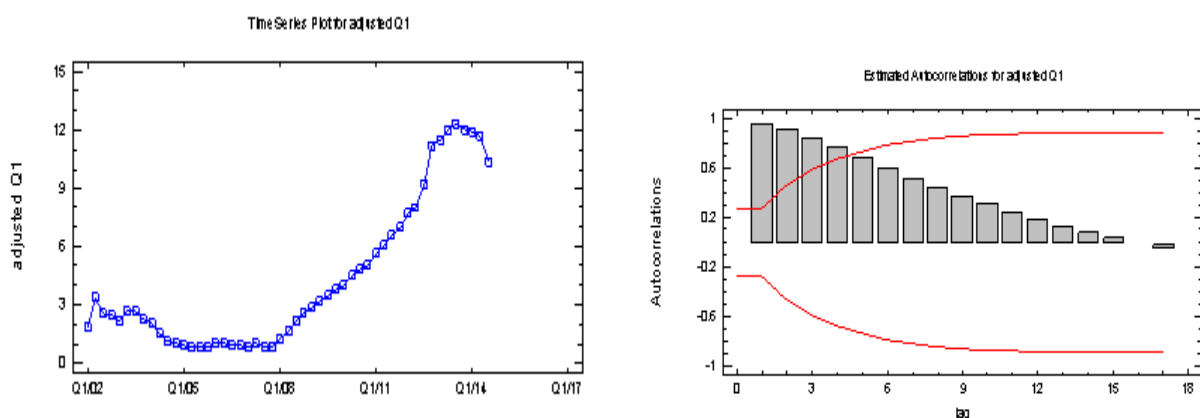
Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Treguesi i Depozitave Bankare (W4) duket që nuk është brenda vijave të kuqe duke treguar mungesë stacionariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e parë.



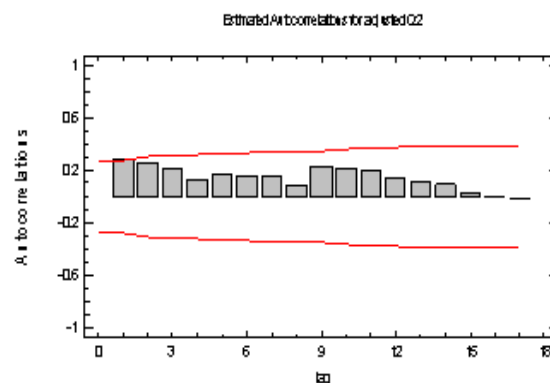
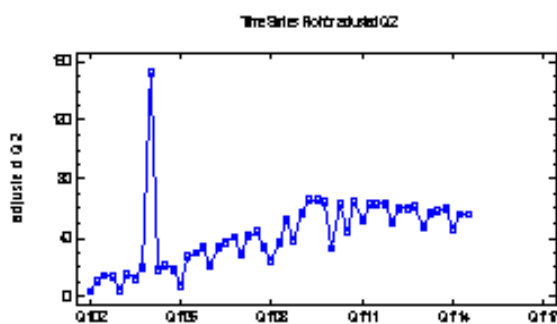
Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Treguesi i kredive që nuk performojnë mirë (NPL, Q1) duket që nuk është Brenda vijave të kuqe duke treguar mungesë stacionariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e parë.



Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Treguesi i kredive bankare (Q2) duket që nuk është Brenda vijave të kuqe duke treguar mungesë stacionariteti dhe është e nevojshme të bëhet diferenca e saj e parë.



Burimi: (Llogaritjet e autorit)

Pas paraqitjes grafikore variablat testohen për stacionaritetin e tyre nëpërmjet testeve të rrënjës njësi sipas hipotezave të mëposhtme:

Sipas testit Philips Perron:

H0: Variablat ka rrënjë njësi

H1: Variablat nuk ka rrënjë njësi

Sipas testit të Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin:

H0: Variablat nuk janë stacionarë

H1: Variablat janë stacionarë

Tabela më poshtë përfaqëson rezultatet e unit root test bazuar në teknikat e PP dhe KPSS për variablat e përmendur më sipër. Nga këto rezultate shikojmë se disa prej tyre kthehen stacionarë në diferencën e tyre, dhe disa të tjerë kërkojnë diferencën e tyre të dytë.

Variabli i vlerës bruto të shtuar është kthyer në vlerën e saj në log, e njëjta gjë është bërë edhe me Variablin e indeksit HH1. Interpretimet e tyre do bëhen në formën e koeficienteve të elasticitetit.

Tabela 4-1: Testet e ADF; PP dhe KPSS të Stacionaritetit⁷²:

VARIABLAT STACIONARË NË DIFERENCË TË PAJ I(1)	ADF TEST	PP TEST	KPSS TEST	VARIABLAT STACIONARË NË NIVELIN FILLESTAR I(0)	ADF TEST	PP TEST	KPSS TEST
DLOGy2		0.00*	0.09**	DLOGy2	0.00*	0.67	0.74
DX1	0.00*	0.00*	0.31***	DX1	0.00*	0.36	0.78

⁷²Statistikat e testeve dhe vlerat kritike janë llogaritur nga programi statistikor EViews 7. 1. Gjatësitë e vonesave apo gjerësitë e intervaleve janë zgjedhur automatikisht nga programi. Zgjedhja e gjatësive të vonesave për testet ADF dhe PP bazohet në Kriterin e Informacionit të Schwarz {SIC}. Në testin KPSS gjerësia e intervalit përcaktohet nga përdorimi i metodave spektrale të vlerësimit të Bartlett kernel. Vlerat kritike si në testin ADF dhe në testin PP u referohen vlerave kritike të përlogaritura nga Mac Kinnon (1996) ndërsa ato në testin KPSS u referohen përlogaritjeve të Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992). Inferenca bëhet bazuar në nivelet e rëndësisë prej 1% dhe 5% që përdoren më shpesh.

DX2	0.00*	0.00*	0.29****	DX2		0.43	0.82
DX3	0.025*	0.00*	0.18****	DX3		0.05*	0.24****
X4	0.00*			X4		0.004*	0.75
DX5	0.00*	0.00*	0.32***	DX5		0.4	0.82
DX6	0.00*	0.00*	0.12****	DX6		0.24	0.33****
X7	0.00*			X7		0.00*	0.31****
DQ1		0.00*	0.28****	DQ1		0.96	0.72****
Q2				Q2		0.00*	0.50****
DZ1		0.00*	0.28****	DZ1		0.96	0.72****
Z2				Z2		0.00*	0.50****
DW1		0.00*	0.65	DW1		0.095	0.71****

Burimi: Llogaritjet e autorit (Eviews 9)

* dhe ** tregojnë refuzim të hipotezës zero $\{H_0\}$ për testet ADF, PP dhe KPSS në nivelin e rëndësisë 5% dhe 5% përkatësisht.

*** KPSSf < 0.46 është stacionarë në 5%

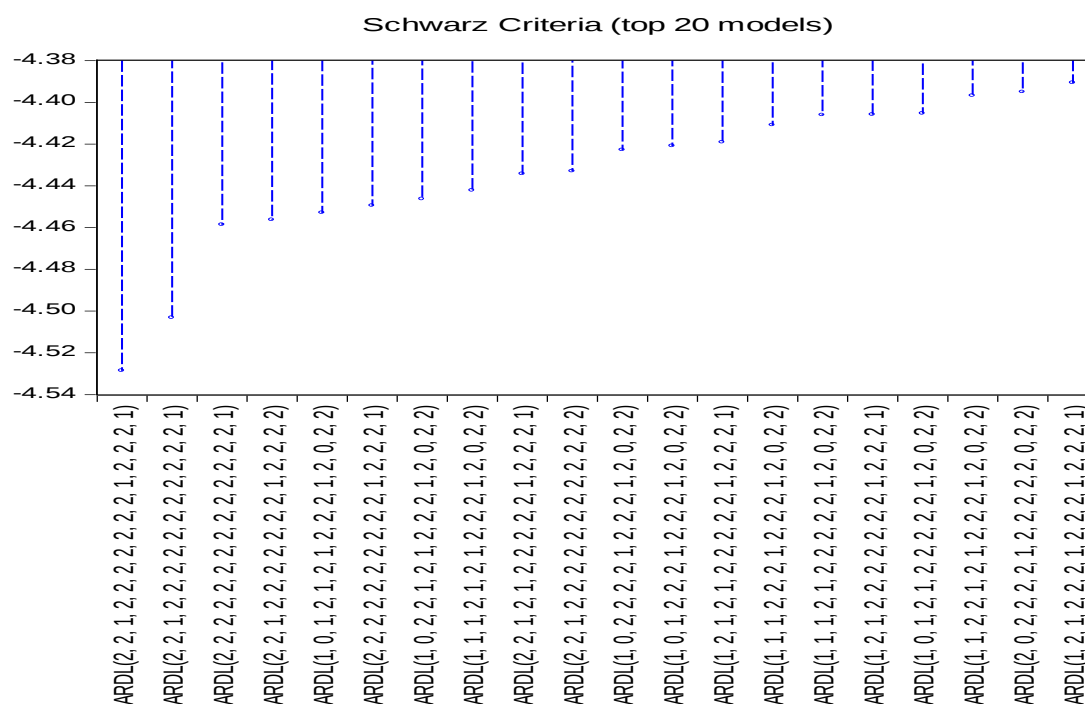
**** KPSSf < 0.74 është stacionarë në nivel të parë vetëm për 1%

4.1.1 Testi i përcaktimit të lag-ut

Për të aplikuar modelin e shkaktësishëm të Grangerit një komponent i rëndësishëm është përzgjedhja e kohëvonesës së ndikimit të variablave në model. Në literaturë, studimet që analizojnë lidhjen e financës dhe rritjes ekonomike, përgjithësisht aplikojnë deri në 4 tremujorë kohëvonesë, ndërkohë në rastin e Shqipërisë, kohëvonesa e përzgjedhur nga programi Eviews rezulton deri në dy tre-mujorë.

Testi i përzgjedhjes së lag-ut realizohet nëpërmjet kriterit Schwarz, ku modeli me këtë kriter që të rezultojë i përshtatshëm, duhet të jetë me vlerën më të ulët. Ky test tregon se përdorimi i lagut 1 gjithashtu nuk mund të përjashtohet. Për më shumë informacion referojuni tabelës. Kriteri i Schwarz solli që kriteri i kohëvonesës nga tabela rezultoi ARDL (2, 2, 1, 2, 2, 2, 2, 2, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 1) sipas vlerës më të vogël rezultuar nga tabela prej -4.53.

Tabela 4-2: Kriteri Schwarz për identifikimin e kohëvonesave



Burimi: Llogaritjet e autorit (Eviews)

Në përgjigje të pyetjes së parë shkencore: “A ekziston një lidhje midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në Shqipëri? Cili është drejtimi i shkak pasojës midis zhvillimit dhe rritjes ekonomike?”

Realizojmë testin e shkakësisë së Grangerit për të identifikuar kahun e shkakësisë midis zhvillimit financiarë dhe vlerës së shtuar bruto me anë të hipotezave:

4. 2 Rezultatet e modelit të parë të shkakësisë Granger

Pyetja e parë kërkimore që ne shtruan ishte: A ekziston një lidhje midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në Shqipëri? Cili është drejtimi i shkak pasojës midis zhvillimit dhe rritjes ekonomike?

Në studimin tonë jemi përpjekur të testojmë edhe njëherë kahun e lidhjes midis faktorëve, matës të zhvillimit financiar dhe variabla të tjerë plotësues me rritjen ekonomike. Siç e kemi nënvizuar më lart, matësit e zhvillimit financiar i kemi ndarë si tregues që matin thellësinë, eficientësinë, stabilitetin dhe faktorë të tjerë plotësues. Nr i kohëvonesave të përdorur në model është për 2 vite.

Tabela e mëposhtme shpjegon kahun e shkakësisë së rritjes ekonomike me matësit e thellësisë financiare. Rritja ekonomike ndikon në kreditimin ndaj privatit si % e PBB (DX1) por me nivel sigurie 90%. Ndërkohë që rritja ekonomike shkakton aktivet e bankës ndaj PBB me nivel sigurie 91%, ashtu si shkakton edhe në detyrimet likuide me nivel sigurie 91. 5%. Kurse faktori i pestë (DX5), kreditimi i brendshëm ndaj PBB me nivel sigurie 94,5% shkakton rritjen ekonomike. Këto janë edhe matësit e thellësisë financiare të cilat arrijnë të shpjegohen edhe të shpjegojnë rritjen ekonomike.

Duke konsideruar një ndër pyetjet kërkimore të shtruara më lart, testi i granger-it ndihmon në përgjigjen e kësaj pyetje. Duke i futur në testim të gjitha variablat na rezultojnë që vetëm Variabli X6 ose që njihet ndryshe si kredia e sektorit privat ndaj kredisë së brendshme shkakton produktin e brendshëm në Shqipëri dhe jo e anasjelltas për nivel sigurie 5%.

Tabela 4-3: Testi Granger

<i>Hipotezat</i>	<i>T-test</i>	<i>Probl</i>
<i>DX6 does not Granger Cause DLOGY2</i>	9. 57936	0. 0004
<i>DLOGY2 does not Granger Cause DX6</i>	0. 58516	0. 5614
<i>DUM does not Granger Cause DLOGY2</i>	0. 50881	0. 6048
<i>DLOGY2 does not Granger Cause DUM</i>	17. 3254	3. E-06

Burimi: Llogaritjet e autorit (Eviews)

Gjithashtu nga testi i Grangerit identifikojmë një tjetër lidhje shkakësore e produktit të brendshëm me variablat e tjerë kontroll. Kjo tregon që sistemi ynë konsiderohet njihet si “supply leading” kur zhvillimi financiar ndikon në ekonominë e Shqiptare, kur zhvillimi financiar përfaqësohet nga një tregues i thellësisë/ ndërmjetësimit financiar si kredia e dhënë sektorit tregtarë. Huamarrja tregtare i jep një shtysë të madhe ecurisë ekonomike në vend.

Gjithashtu testi Granger na tregoi se kriza botërore financiare gjithashtu shkakton ecurinë ekonomike. Pra, çdo goditje financiare botërore do sjellë efekte edhe në ekonominë Shqiptare. Ky ishte një rezultat që pritej pasi të gjitha ekonomitë botërore u prekën nga kriza financiare e 2007, duke vërtetuar se edhe ekonomia jonë (pavarësisht se efektet kriza i pati më vonë se ekonomitë botërore) është e ndjeshme ndaj çdo krize në financat ndërkombëtare.

4. 3 Për gjetjen e qëndrueshmërisë afatgjatë të rritjes ekonomike dhe zhvillimit financiar (ARDL)

Në përgjigje të pyetjes së dytë shkencore: “A ekziston një lidhje kointegruese afatgjatë midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike në Shqipëri? Cilat janë efektet afatgjatë dhe afatshkurtër të ndikimit të secilit faktor të zhvillimit financiar dhe faktorëve të tjerë të jashtëm në rritjen ekonomike”

Realizojmë modelin ARDL sipas hipotezave të mëposhtme:

– Për lidhjen afatgjatë

H_0 : Zhvillimi financiar (Treguesit e thellësisë (ndërmjetësimit), eficensës, stabilitetit financiar) nuk ndikon në afatgjatë në rritjen ekonomike

H_1 : Zhvillimi financiar (Treguesit e thellësisë (ndërmjetësimit), eficensës, stabilitetit financiar) ndikon në afatgjatë në rritjen ekonomike

Tabela 4-4: Testi i Lidhjes (Bound Test)

Hipoteza zero: Nuk ekziston marrëdhënie afatgjatë

Testi Statistikor	Vlera	k
Statistika F	7. 757049	14

Vlera Kritike e Lidhjes

Niveli i rëndësisë	I0 Lidhja	I1 Lidhja
10%	3. 77	3. 23
5%	4. 35	3. 69
2. 5%	4. 89	4. 29
1%	5. 61	3. 47

Burimi: Llogaritjet e autorit (Eviews)

Statistika F rezultuar nga modeli është 7. 75 dhe është më i madh se vlera e sipërme në tabelë për nivel sigurie 5%. Studimi hedh poshtë hipotezën zero; ku $7.75 > 3.69$ duke na treguar se ekziston një lidhje afatgjatë midis variablave. Kjo tregon që të gjitha variablat shpjeguese të zhvillimit financiar dhe ato kontroll janë të lidhura në afatgjatë me ekonominë tonë, duke na vërtetuar se ekziston një marrëdhënie afatgjatë me drejtim shkakësie nga sistemi ynë financiar drejt ekonomisë së vendit tonë.

4. 4 Procedura e vlerësimit të lidhjes afatgjatë dhe afatshkurtër

Pasi ne vlerësuam ekzistencën e një lidhje afatshkurtër dhe afatgjatë midis variablave, studimi vlerësoi parametrat afatgjatë dhe afatshkurtër sipas procedurës specifike të modelit ARDL. Përzgjedhja e kohëvonesave (lag) do jetë e bazuar në kriterin e informacionit Schwarz për shkak të një përzgjedhje konsistente. Testet e heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit do rregullohen nga përdorimi i koeficientit të matricës kovariante HAC.

Ekuacioni Afatgjatë i Kointegrimit

Modeli i ARDL na ndihmon të identifikojmë faktorët afat-gjatë koeintegruar të cilët ndikojnë në vlerën e ekonomike të shtuar.

Tabela 4-5: Koeficientet Afatgjatë të Koentegrimit

VARIABLAT	KOEFICIENTËT AFATGJATË	STATISTIKA -T	PROB.
Z1	0. 151347	3. 854602	0. 0063
X7	-0. 559091	-3. 700339	0. 0077
X5	-0. 817210	-1. 533630	0. 1690
X4	0. 166561	1. 638180	0. 1454
X2	0. 891146	1. 652539	0. 1424
X1	-1. 620840	-1. 590556	0. 1557
W3	0. 016707	1. 263953	0. 2467
LOG(W2)	-0. 667279	-3. 411610	0. 0113
W1	0. 016108	1. 728537	0. 1275
Q1	0. 028291	9. 501835	0. 0000

X3	-0.203813	-0.509789	0.6259
Q2	0.060968	1.449560	0.1905
DUM	0.136393	2.718394	0.0298
W4	0.326922	1.387548	0.2078
C	12.567818	13.318006	0.0000

Burimi: Llogaritjet e autorit (Eviews)

Nga Tabela 4-5, shikojmë që kthimi nga aktivet, detyrimet likuide (M3), aktivet totale bankare, inflacioni, përqendrimi i bankave, kreditë jo të mira, kredia bankare ndaj depozitave, kriza botërore ndikojnë pozitivisht në ekonominë tonë. Ndërsa paraja e gjerë (M2), kredia e brendshme, aktivet bankare, indeksi HHI, aktivet bankare ndaj aktiveve të bankës qendrore + aktiveve të bankave ndikojnë negativisht në PBB.

Vetëm disa variabla dolën të rëndësishme nga modeli, si kthimi nga aktivet, paraja e gjerë (M2), Indeksi HHI, kreditë jo të mbara, dhe Variabli Dummy-i (i krizës botërore) dhe intercepti, me nivel sigurie më të vogël se 5%.

$$\text{Cointeq} = \text{LOG VLSHB} - (0.1513 * \text{ROA} - 0.5591 * \text{M2} - 0.6673 * \text{HHInd} + 0.0161 * \text{NPL} + 0.1364 * \text{Kriza})$$

Ekuacioni afatgjatë më lart na tregon se një rritje me 1 njësi në kthimin nga aktivi i bankave, vlera e shtuar bruto rritet me 0.15 njësi. Rritja me një njësi e parasë së gjerë sjell uljen me 0.559 njësi të vlerës së shtuar bruto, ndërkohë efektin më të madh në rënien e vlerës së shtuar prej 0.667 njësi e sjell rritja me një njësi e indeksit të përqendrimit HHI. Kredia jo e mbarë e sistemit tonë bankar kur rritet me një njësi sjell rritjen e vlerës së shtuar me 0.028 njësi, ashtu si edhe kriza botërore sjell rritjen e vlerës së shtuar me 0.136 njësi për çdo rritje me një njësi.

Ekuacioni Afatshkurtër i Kointegrimit

Modeli ARDL vlerëson brenda të njëjtit sistem ekuacionesh edhe lidhjen afatshkurtër të tyre. Pas gjenerimit të modelit afatgjatë, në tabelën më poshtë do shohim lidhjen afatshkurtër midis variablave. Variablat në model janë në diferencë të parë dhe stacionarë.

Nga tabela ne shohim se kthimi nga aktivet, inflacioni, indeksi HHI, përqendrimi bankar, aktivet bankare/aktivet bankare+aktivet e BQ janë të rëndësishëm dhe ndikojnë pozitivisht në vlerën e shtuar bruto, me nivel rëndësie 5%. Kredia e brendshme dhe përqendrimi bankar me kohëvonesë 3-mujore ndikojnë pozitivisht në vlerën e shtuar bruto por me nivel sigurie 10%. Aktivet bankare, kreditimi bankar/depozitat bankare, kriza botërore ndikojnë negativisht në vlerën e shtuar bruto, në nivel rëndësie 5%. Paraja e gjerë ndikon negativisht në vlerën e shtuar bruto por me nivel sigurie 10%.

Tabela 4-6: Koefcentët Afatshkurtër në formën kointegruese

Variabli	Koeficienti	Statistika-t	Prob.
DLOG(GDP(-1))	0.213422	4.363923	0.0033
D(Z1)	0.094733	2.719698	0.0298
D(Z1(-1))	-0.024731	-1.325729	0.2266
D(X7)	-0.318768	-1.884624	0.1015
D(X5)	0.168585	0.436686	0.6755
D(X5(-1))	0.740044	2.031842	0.0817
D(X4)	-0.052680	-0.615716	0.5576
D(X4(-1))	-0.068945	-1.717224	0.1296
D(X2)	-0.277507	-0.236248	0.8200

D(X2(-1))	-1.807098	-3.442669	0.0108
D(X1)	-2.470257	-1.297149	0.2357
D(X1(-1))	1.094523	2.420316	0.0461
D(W3)	0.027970	4.947301	0.0017
D(W3(-1))	0.025006	7.850733	0.0001
DLOG(W2)	-0.017769	-0.124180	0.9047
DLOG(W2(-1))	0.715977	3.646809	0.0082
D(W1)	0.018939	2.932655	0.0219
D(W1(-1))	0.027781	2.220076	0.0619
D(Q1)	-0.012036	-1.552749	0.1644
D(X3)	0.094468	0.232278	0.8230
D(X3(-1))	0.615098	3.561441	0.0092
D(Q2)	-0.009933	-0.109742	0.9157
D(Q2(-1))	-0.077210	-4.617353	0.0024
D(DUM)	0.064443	1.661871	0.1405
D(DUM(-1))	-0.088104	-3.672610	0.0079
D(W4)	-0.218506	-0.337809	0.7454
CointEq(-1)	-0.991035	-5.876674	0.0006

Burimi: Llogaritjet e autorit (Eviews)

$$\begin{aligned}
 VSHB = & -0.99 + 0.095ROA - 0.32M2 + 0.75KredBrend(-1) - 1.8AktBank(-1) \\
 & + 1.09KredPriv(-1) + 0.028Infl + 0.025Infl(-1) + 0.072HHInd(-1) \\
 & + 0.019PërqBank + 0.028PerqBank(-1) + 0.61AktBankQendr(-1) \\
 & - 0.077KredBank/DepozBank(-1) - 0.088Kriza(-1)
 \end{aligned}$$

Më konkretisht, një rritje e vlerës së shtuar që do ta largonte atë nga ekuilibri afatshkurtër do të rregullohej nga një rritje, nga një rritje e kredisë së brendshme me 0.74 njësi, me një rënie me 1.09 njësi aktive bankare, nga një rritje me 1.09 njësi e kreditimit të sektorit privat, rritje nga një rritje me 0.025 njësi inflacioni, rritje me 0.71 njësi indeksi HHI, rritje me 0.0189 përqendrimi bankar, rritje me 0.61 aktivet bankare ndaj atyre të BQ, pas tre muajsh. Ndërsa rritja e ROA me 0.09 njësi, e inflacionit me 0.027 dhe rritja e përqendrimit bankar me 0.018 njësi do ta sillte vlerën e shtuar në ekuilibër menjëherë. Rritja e vlerës së shtuar që do sillte largimin e saj nga ekuilibri afatshkurtër dhe do e kthente atë në ekuilibër një rënie e parasë së gjerë me 0.31 njësi menjëherë ndërsa do kthehej në ekuilibër nqs aktivet bankare totale bien me 1.8 njësi, kreditimi bankar ndaj depozitave bie me 0.077 njësi dhe kriza botërore bie me 0.088 njësi me një efekt pas tre muajsh. Ndryshimi i PBB tre muaj më parë me 1% do sillte një impakt mbi PBB e sotshëm duke e rritur me 2%.

Nga studimi rezulton që kohëvonesat e vlefshme dhe që japin efektin e financës në ekonomi konsistojnë për periudhat tre-mujore deri në gjashtë-mujore duke na treguar rëndësinë e ndikimit që ka kreditimi afatshkurtër në rritjen e vlerës së shtuar bruto në vend.

4.5 Analiza e rezultateve

Tregu jeton me blerësit faktik (*actual buyer*) dhe këta rrjedhin nga blerësit e mundshëm apo blerësit potencial. Bankat duke kredituar mund të shndërrojnë një blerës të mundshëm në blerës faktik, duke krijuar kërkesë shtesë në treg ku ndikimi i kredisë që ofron sistemi bankar në rritje kërkesë për mallra dhe shërbime. Çdo njësi kredie e akorduar mundëson blerje në njësi shtesë të sasive të mallrave dhe shërbimeve në treg, që d.t.th., se VSHB/ PBB rritet (ndikimi i kredisë që ofron sistemi bankar në rritjen ekonomike). Impakti afatshkurtër i disa

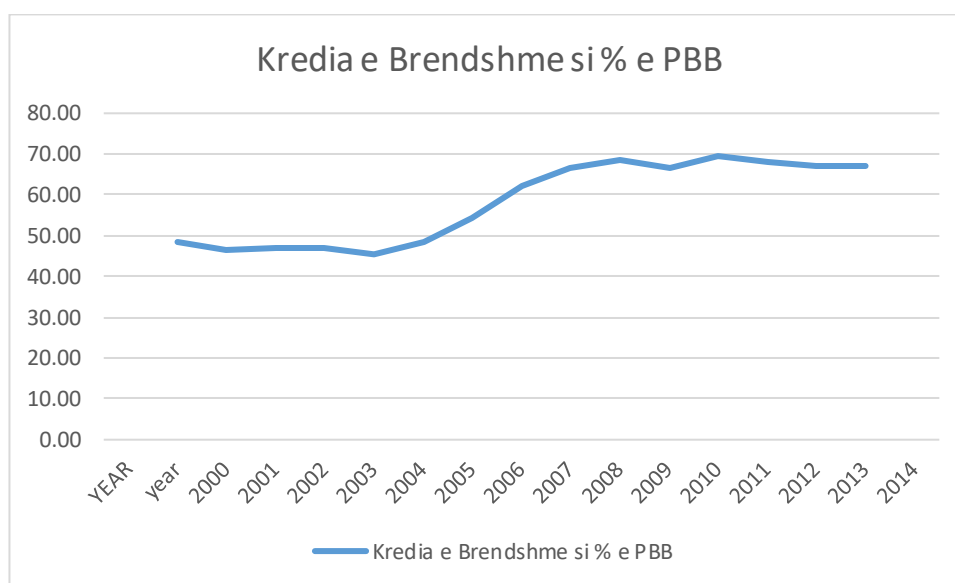
faktorëve financiarë në vlerën e shtuar bruto na tregon që kreditimi afatshkurtër (kryesisht në formën e kapitalit punues⁷³) lehtëson barrën e riskut të biznesit dhe të likuiditetit.

Ecuria e kreditimit bankar

Njëkohësisht për çdo njësi shtesë që blihet me kredi bankare në treg krijon TVSH shtesë apo të ardhura shtesë ndaj Qeverisë nëpërmjet pagesës së Taksës së Vlerës së Shtuar (*value added tax -VAT*) (ndikimi i kredisë që ofron sistemi bankar në rritjen e të ardhurave të Qeverisë). Këto rritje të ardhurash nga qeveria realisht do e ndihmonin qeverinë që mos kërkonte shumë borxh nga bankat e nivelit të dytë, duke çuar kështu në uljen e kredisë së brendshme (uljen e pjesës së financimit publik nga shteti). Por një gjë e tillë nuk ka ndodhur, sepse realisht pesha e borxhit të brendshëm është rritur dhe pesha e zërit bono thesari si financim nga bankat ka ardhur në rritje duke frenuar deri diku kreditimin e sektorit privat. Pavarisht kësaj bankat kanë reduktuar ekspozimin e tyre ndaj riskut të kredisë dhe përmirësimin e stabilitetit të tyre. Ky impakt vihet re edhe nga afekti pozitiv i ROA në vlerën e shtuar ekonomike.

Rritja e kreditimit nga bankat do të sillnin, më shumë para në qarkullim, rritjen e likuiditetit për bizneset, individët dhe qeverinë; konsumi i lartë nga këto aktorë ekonomikë do të sillte më shumë TVSH⁷⁴ për shtetin dhe më shumë të ardhura të cilat do ulnin kërkesën e qeverisë për financim nëpërmjet bonove.

Grafiku 4-2: Kredia e brendshme si përqindje e PBB



Burimi: BB (2014)

Të gjitha këto do ndikonin që të kërkohej edhe të ofrohej më shumë të mira edhe shërbime në treg të cilat direkt do sillnin rritjen e ekonomisë. Ky hon mund të jetë një sinjal për një efekt të pritshëm fluskë (*bubble effect*) (Hoti, 2013) i cili e ekspozon sistemin bankar në një rrezik sistematik. Kjo sepse nëse nga agregati i kredisë në ekonomi nuk gjeneron TVSH, d.t.th., se një pjesë e kreditimit nuk ka motivuar blerje reale, nuk ka rritur kërkesën por thjesht mund të ketë zëvendësuar kreditë e maturuara me kredi me maturim të freskuar. Këtë fenomen e shikojmë edhe te lidhja negative që rezultoi midis parasë së gjerë dhe vlerës së

⁷³ Po t'i referohemi ekuacionin afatshkurtër më lart, efektet e faktorëve në VSHB deri në tre-muaj, shih ekuacionin afatshkurtër, rezultuar nga modeli ARDL.

⁷⁴ P.sh., nëse Banka e Shqipërisë raporton se agregati i kredisë në ekonomi është 400 miliard lekë, d.t.th., se me TVSH 20%, afërsisht 80 miliard lekë duhet të ndikojnë në rritjen e të ardhurave të Qeverisë.

shtuar ekonomike; që pavarësisht se paraja e gjerë me kalimin e viteve është rritur, nga studimi ynë rezultoi që kjo rritje nuk ndikonte pozitivisht në ekonomi. Zakonisht kjo marrëdhënie negative argumentohet si mungesë e një zhvillimi financiar të mirëfilltë, gjë që faktotet edhe nga mungesa e një sistemi financiar pjesërisht të zhvilluar i përqëndruar në duart e bankave dhe me pak shërbime të ofruara. Prania e një tregu financiar dytësor, prania e një roli më të madh të institucioneve të tjera financiare jo-bankare dhe shumë shërbimeve të tjera financiare do i krijonte mundësi njerëzve që paratë t'i qarkullonin në alternativa të tjera investimesh. Efekt negativ që sjellë paraja e gjerë në vlerën e shtuar tregon që njerëzit i kanë bllokuar paratë e tyre duke mos i qarkulluar ato. Kursimet e popullit Shqipëtar rezultojnë kryesisht të përqëndruara në formën e depozitave. Kjo tregon që paraja e gjerë ku përfshihen depozitat pa afat, me afat realisht kanë rezultuar në formën e “parasë së plogësht”⁷⁵.

Rezultatet e studimit na treguan se kredija e brendshme ka efekt pozitiv në vlerën ekonomike të shtuar, ç’ka tregon që kreditimi i sektorit publik përveç ndaj atij të privatit ka vlerat e saja pozitive mbi ekonominë. Duke qenë se investimet në bono thesari të qeverisë sjellin të ardhura fikse, ekspozimi ndaj luhatjeve të normave të interesit ka qenë më i ulët, ç’ka do të thotë se risku i normave të interesit ka qenë i ulët, megjithatë investimi përgjithësisht afatshkurtër ka rezultuar me riinvestime me norma të ulëta interesi dhe rënie të ardhurash, ç’ka i ka ekspozuar investitorët ndaj riskut të riinvestimit. Pavarësisht se rritja e kredisë së brendshme ka një ndikim pozitiv mbi vlerën e shtuar, ky është një efekt afatshkurtër (tre-mujor) kryesisht në forma pagash, shpërblimesh, pagesash qeveritare, shpenzimesh të tjera për shoqërinë, ku në të njëjtën kohë financimi i sektorit publik ka qenë i rehatshëm edhe për bankat të cilat kanë refuzuar riskun duke siguruar stabilitetin e tyre financiar. Këtë siguri e shohim edhe në ndikimin pozitiv të performancës bankare (përfaqësuar nga raporti i ROA) në afatshkurtër dhe afatgjatë mbi ekonominë tonë duke vërtetuar se bankat gjatë gjithë kësaj kohe kanë qenë të kujdesshme në ruajtjen e stabilitetit të tyre duke u përkthyer në efekt pozitiv në ekonominë tonë. Shëndeti i bankave është shfaqur i rëndësishëm për ecurinë tonë ekonomike. Duke iu referuar pyetjes sonë të dytë shohim që zhvillimi financiar i matur nga këndvështrimi i stabilitetit rezultoi i rëndësishëm në ecurinë ekonomike.

Dukuritë e mësipërme informojnë gjithashtu se gjendja relativisht e lartë e depozitave është edhe për faktin se bizneset kanë preferuar të huamarrin shumë më pak nga bankat se po përdorin financimin e njeri tjetrit. Por financimi i bizneseve, pra i sektorit privat realisht mbetet si zëri më me rëndësi në sistemin financiar ku bën të mundur shpjegimin dhe shkaktimin e rritjes ekonomike. Testi i Grangerit na ndihmon të kuptojmë se sistemi financiar Shqiptar i përfaqësuar nga kredia private shkaktonte rritjen ekonomike, duke e cilësuar sistemin tonë si “supply-leading”. Ndihma dhënë sektorit privat në uljen e rrezikut të likuiditetit ka ndihmuar në rregullimin e aktivitetit të bizneseve duke ulur rrezikun e biznesit (kapital punues për të vazhduar aktivitetin) rrezikun e furnitorëve dhe nga ana tjetër edhe rrezikut të të arkëtueshmeve (ku klientët kanë mundësi të shlyejnë detyrimet e tyre),

Spikatës është fakti se agregati i kredisë drejtohet gjithnjë e më tepër në huadhëniet qeveritare. Kritikat konsistojnë në faktin se, monetizimi i deficitit buxhetor duke u financuar me huamarrje, ul disponibilitetin e parave në ekonomi duke pasur si kosto oportune kërkesën e mohuar për huamarrje nga individë dhe firma. Kjo ndikon (a) në rritjen e çmimit të interesit së huasë, dhe (b) në pakësimin e fondeve disponibël për t’ia kredituar bizneseve apo konsumatorëve. Por pavarësisht pikës së parë shohim që Banka e Shqipërisë po ndihmon duke ulur normën bazë të interesit dhe rritjen kështu të kërkesës së aktorëve financiare për kredi.

⁷⁵ Para e plogësht nënkuptojmë para të cilat nuk investohen në alternativa investimi me norma kthimi, por para e cila nuk gjeneron fitime.

Kreditimi në ekonomi ka vijuar të ngadalësohet që nga viti 2012 në 9.4% nga 10.9% në. Teprica e kredisë u rrit me për 3,4 miliard lek, ku kredia e rritur ndaj firmave shtetërore zë 48,5% apo 1,9 miliard lek. Kreditë në lek janë shtuar 18,3% ndërsa kreditë në valutë janë pakësuar për 5%. Duke marrë në konsideratë se rreth 50% e agregatit të kredisë drejtohet për financim të qeverisë apo të ndërmarrjeve të saj dhe jo për individë dhe firma private. Kjo d.t.th., se sistemi bankar dhe Banka e Shqipërisë nuk po negociojnë rrezikun me ekonominë. Kështu, duke kredituar qeverinë, bankat kontribuojnë në politikë inflatore duke u krijuar një bumerang krize në vlerë rënie të lekut. Bankat do të pësojnë realisht ulje të fuqisë blerëse të kredive në lek. Për tu mbrojtur do të korrigjojnë normën e interesit, që d.t.th., se humbja do të kompensohet pjesërisht nga huamarrësit ekzistues dhe pjesërisht nga ulja e normës reale të interesit në depozita. Një situatë e tillë do të japë impakt negativ edhe në financat fiskale. Niveli i huamarrjes për financimin e deficitit buxhetor⁷⁶ përcakton shkallën e eficiencës së Qeverisë. Kjo d.t.th., se Qeveria nuk mund të krijojë deficit ose të huamarrë për të financuar deficitin në fjalë përtej limitit 3% ndaj PBB.

Analiza e këtij raporti përqendrohet: **i)** Në kushte të tjera të pandryshueshme, rritja e shpenzimeve qeveritare që nuk sjell rritje po aq ose aspak rritje të PBB e rrit raportin deficit buxhetor/PBB. Kjo ndodh kur Qeveria shpenzon më shumë për shlyerje interesash të borxheve të maturuara dhe jo për blerje të mallrave dhe shërbimeve të fundme (rritje të PBB). Kjo ka ndodhur, sepse shpenzimet qeveritare kanë pësuar rënie pas vitit 2009⁷⁷, duke pasur një tendencë të ulët në rritje deri në 2015, ç'ka konfirmon mungesën e kontributit të shpenzimeve qeveritare në PBB; **ii)** Në kushte të tjera të pandryshueshme, rritja e shpenzimeve qeveritare më shumë nga rritja e arkëtimeve nga taksat e rrit raportin deficit buxhetor/PBB. Kjo ndodh kur Qeveria rrit shpenzimet ndërkohë që arkëtimet nga taksa rriten më pak ose aspak. Kur arkëtohen më pak taksa d.t.th., se ka rënie të PBB ose evazion fiskal. Ky është fenomen i viteve të fundit, ku realizimi i të ardhurave nga tatimet ka munguar; **iii)** Në kushte të tjera të pandryshueshme, rritja e taksave është më e vogël se rritja e PBB e rrit raportin deficit buxhetor/PBB. Të gjitha këto kanë sjellë që politikat qeveritare nuk kanë rezultuar në favor të rritjes ekonomike në Shqipëri.

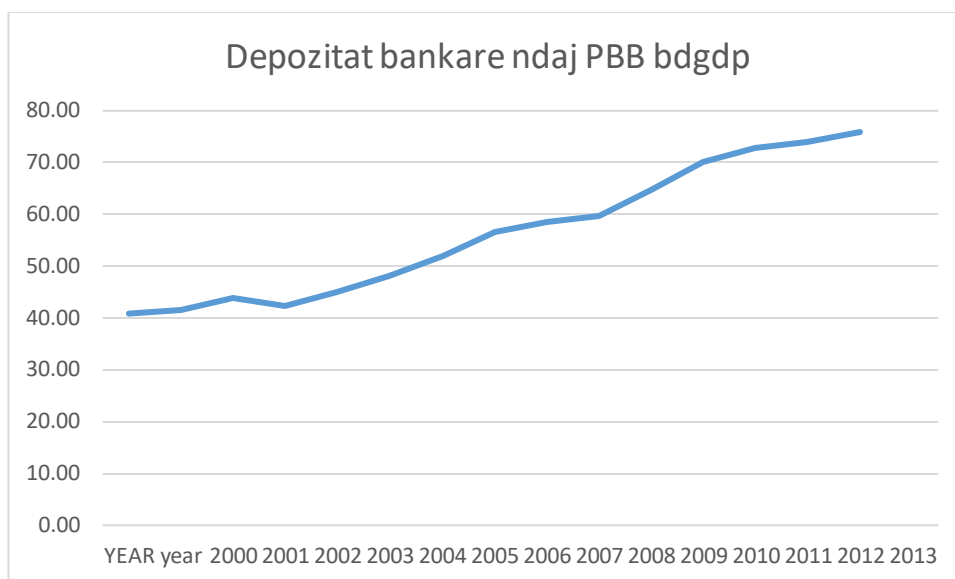
Ecuria e Depozitave Bankare

Më lart identifikua që depozita është edhe produkti që blihet më shumë nga kursimtarët Shqipëtarë, kjo edhe për faj të sistemit por edhe të sjelljes së kursimtarit si risk-kundërshtues të riskut.

⁷⁶ Funkcioni baze shtron problemin nëse financimi i Qeverisë rrit pjesën që përthith më shumë PBB apo jo. Lidhja është: (G-Tx)/PBB (Hoti, 2013)

⁷⁷ <http://www.tradingeconomics.com/albania/government-spending>

Grafiku 4-3: Depozitat Bankare ndaj PBB në vite



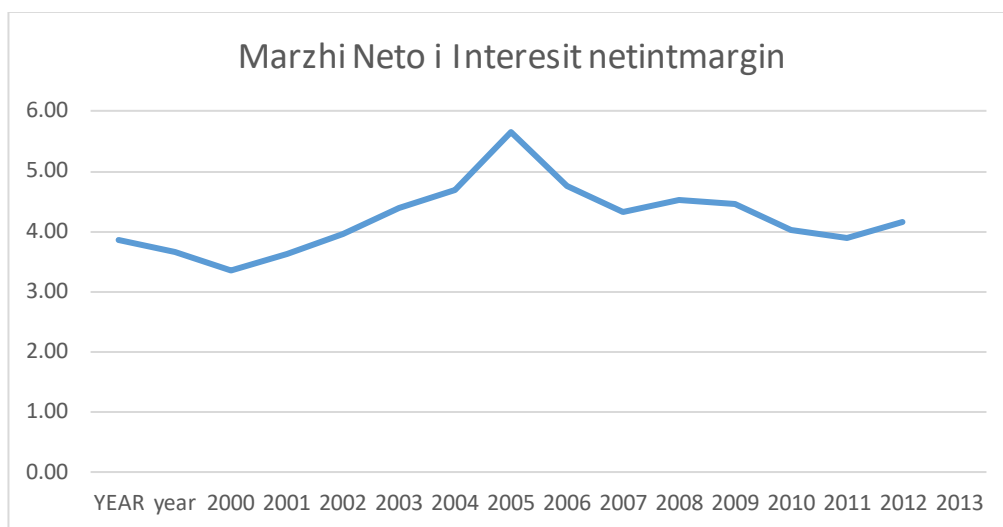
Burimi: BB (2014)

Rritja e depozitave, siç vërehet nga grafiku 7, ka pësuar rritje, që nga periudha e krizës botërore duke treguar prirjen e njerëzve për të preferuar depozitën si një investim të sigurt. Vitet e fundit (sidomos viti 2015), aktiviteti ekonomik filloi të zgjerohej, mbështetur kryesisht nga kontributi pozitiv i investimeve private dhe i eksporteve neto ndërkohë që investimet publike dhe konsumi privat rezultuan me një ecuri më të dobët⁷⁸ si rezultat i kushteve të vështira të tregut të punës dhe paqëndrueshmërisë së besimit të konsumatorëve. Kjo tregon që në vend të bllokimit të parave në formën e depozitave, por të investohen në projekte investimesh private do ndikonin më pozitivisht në ekonomi. Rënia e konsumit privat ka sjellë që inflacioni të rezultoi i ulët dhe shpeshherë në rënie, duke reflektuar ecurinë e çmimeve të naftës, rritjen e dobët ekonomike dhe qëndrueshmërinë e kursit të këmbimit. Ky fenomen rezultoi i faktueshëm edhe në studimin tonë, ku ekonomia Shqiptare ka nevojë për një shtysë inflacioniste që ekonomia të rinëkëmbet. Kjo lidhet me lidhjen pozitive që rezultoi nga studimi midis inflacionit dhe ekonomisë, ku është inflacioni ai që e sjell vlerën e shtuar ekonomike në ekuilibër për një periudhë të shkurtër tre-mujore.

Në rastin e Shqipërisë shikojmë që raporti kredi/depozita nuk është i mjaftueshëm për të ndikuar pozitivisht në rritjen ekonomike ku shtimi i depozitave nuk shoqërohet me shtim të kredisë. Kjo tregon që ky raport që njihet si raporti i ndërmjetësimit nuk është i mirë menaxhuar që të sjellë ndikime pozitive. Rritja e depozitave sjell edhe rritje të shpenzimeve nga interesat, dhe nëqoftëse bankat nuk japin kredi atëherë ato nuk mund të sigurojnë të ardhura nga interesa të mjaftueshme për të realizuar fitimin e kërkuar. Realisht kjo ka ndodhur, ulja e kreditimit të bankave ka ulur marzhin e tyre të fitimit (shikoni grafikun 9) dhe kjo ka sjellë që raporti i kredi/depozita të ketë rezultuar i lidhur negativisht me performancën ekonomike.

⁷⁸ Raporti i Stabilitetit Financiar, Banka e Shqipërisë (2015)

Grafiku 4-4: Marzhi Neto i Interesit në vite



Burimi: BSH (2014)

BQ pohon se depozitat janë rritur 10%, ndërkohë që përpunimi i depozitave në kredi është 53% (fundi i 2014). Nëse një bankë që grumbullon 100 njësi depozita, nga të cilat 10 njësi i mban rezervë të detyrueshme, atëherë potenciali kreditues i bankës do të ishte për 90 njësi kredi {100-10} ose mbi 9 herë. Në një farë mënyrë BQ e ka shtruar si alarm të fshehur, ku indirekt shohim uljen e aftësisë kredituese të bankave të nivelit të dytë. Ne vlerësojmë se jemi në përjetimin e kurthit të kredisë, ku rezultatet tona na tregojnë që bankat duhen të kenë kujdes në rritjen e kredisë përkundrejt depozitave dhe sjelljet e fundit të bankave kanë treguar të jenë të kujdesshëm. Gjithashtu, ecuria e ngadalë e aktivitetit kreditues përballë tendencës së individëve për kursim, ka ndikuar në rënien e raportit të kredisë ndaj depozitave totale (Hoti, 2013). Në terma vjetorë, depozitat në lekë kanë ngadalësuar lehtësisht normën e rritjes, duke e zbritur atë në 2.5% dhe duke reflektuar reduktimin e normave të rritjes të depozitave me afat në lekë. Ky ngadalësim, është ndikuar edhe nga preferenca e individëve për të investuar kursimet e tyre në bono thesari në treg primar. Gjithashtu, rritje kanë shfaqur edhe investimet e individëve në institucione financiare jo banka. Këto zhvillime konfirmojnë preferencën e ulët të individëve për të mbajtur para likuide apo për t'i investuar ato dhe tendencën e tyre drejt kursimit.

Por ulja e normave të interesit (nga ulja e normës bazë të interesit) për efekt të stimulit të kredithënies ka ndihmuar edhe në rënien e interesave të depozitave duke ulur ndikimin e madh negativ që do kishte ky raport në financat e bankës, duke qenë se kostoja nga interesat e depozitave do dis-favorizonte fitimet e bankës.

Tabela 4-7: Ecuria e Institucioneve financiare jo-bankare

Periudha	(në mln. lekë)		
	31. 12. '12	31. 12. '13	31. 12. '14
Totali i investimeve të Fondeve të Pensionit	275. 38	421. 68	581. 71
Totali i investimeve të Fondeve të Investimit		50,507	64,041

Burimi: AMF (2014)

Rënia e interesave në depozita ka krijuar mundësi zhvillimi edhe investimeve në kurse këmbimi apo në fonde pensioni/ investimi (shikoni tabelën 4-7).

Ecuria e Kredive jo të mbara

Rreziku i kredisë që shoqëron dhënien e një kredie nga bankat tregtare është prezent dhe ka sjellë ndikim jo pozitiv në portofolet e kredisë së bankave. Kjo e tregon edhe rritja e kredive jo të mira duke vërtetuar që kreditimi i bërë nga bankat mbetet jo cilësorë duke mos ndihmuar realisht aktorët financiarë në qëllimet e tyre. Përkeqësimi i cilësisë së portofolit të kredisë me rreth gati 18% nga viti 2011, i ka shtyrë bankat të jenë të kujdesshme në lehtësimin e kushteve të kredidhënies dhe përzgjedhëse në projektet që ato financojnë.

Por interesante mbetet fakti i një ndikimi të dobët por pozitiv i kredive që nuk performojnë mirë në vlerën ekonomike të shtuar. Duhet të kuptojmë që këto kredi që nuk i janë kthyer bankës kanë shkuar për aktivitete prodhuese, për aktivitete të ndryshme. Ata kanë përdorur paratë e bankës dhe moskthimi i tyre indirekt ka sjellë uljen e kostove të firmave. Në këtë mënyrë ata kanë zëvendësuar vetëfinancimet e tyre me huamarrjen bankare. Pavarësisht se ky tregues është negativ për eficientësinë dhe stabilitetin e bankave, në ekonomi pasqyrohet ndryshe duke vonuar thjesht falimentimin e tyre në të ardhmen. Gjithashtu duhet të marrim në konsideratë afatin e shkurtër e llogaritjes së kredive jo të mira si dhe cilësia e të dhënave.

Efekti i kreditimit të sektorit privat

Bankat indirekt janë kontribuese e investimeve në ekonomi në formën e investimeve me rrezik (mund t'i referohemi raportit të Kredi/Aktiveve dhe aktiveve/PBB) apo investimeve pa rrezik (si të Mirat e Thesarit). Struktura e investimeve si sistem bankar d.t.th., se sistemi preferon 51,5% kreditim në rrezik dhe rreth 30% kreditim pa rrezik, por nëse shohim në mënyrë analitike vërehet një shpërputhje e kësaj ligjësie⁷⁹. Përfundimi është se bankat kanë perceptime shumë të ndryshme ndaj rrezikut të aplikuesve për huamarrje. Kjo dukuri nuk shqyrtohet dhe as raportohet nga ana e Bankës Qendrore. Për këtë arsye në të ardhmen kërkohet një normim (*rating*) A i bankave (Aliaj, 2014).

Rreziku i likuiditetit mbetet i lartë, sepse Qeveria mban peshë të lartë të borxhit afatshkurtër madje në rritje dhe peshë të ulët të borxhit afat gjatë. Duke qenë se peshën më të lartë e ka borxhi afatshkurtër, kjo d.t.th., se ekonomia jonë nuk po ristrukturohet drejt investimeve. Fakti se 60% e borxhit financohet tërësisht nga sistemi bankar, ku vetëm 1 Bankë si Raiffeisen ka mbi 34,5% të financimit të borxhit, tregon për shkallë të lartë koncentrimi dhe varësie. Qeveria është huamarrësi më i madh i sistemit bankar që financo 60% të borxhit të saj (impakt 0 në PBB). Struktura e borxhit krijon një kosto të lartë oportuniteti. Kjo d.t.th., se bankat gërryejnë bazën monetare të tyre duke ja huadhënë Qeverisë sepse po kaq i pakësohen fondet disponibël për ti huadhënë në ekonomi-biznesit privat.

Nga studimi rezulton që kredia ndaj sektorit privat është efiçente dhe me kah pozitiv në ekonomi, çka pohon teorinë e propozuar më lart, që bankat po ndihmojnë qeverinë në

⁷⁹ Banka si BKT dhe RBAL janë në struktura të ngjashme ndërmjet kreditimit në ekonomi dhe për kreditimin në Qeveri. Nga ana tjetër, fakti se këto dy banka formojnë mbi 65% të agregatit të kreditimit të deficitit buxhetor, d.t.th., se Qeveria motivohet të huamarrë nga këto banka dhe nga ana tjetër, këto janë bankat që kontribuojnë në rritjen e propensitetit marginal për të huamarrë të qeverisë. Bankat më rrezikmarrëse, ndonëse më të vogla janë Banka Veneto dhe Procredit, ndërsa banka më kundërshtarë e rrezikut është Intesa SanPaolo që investon më shumë në të Mira Thesari se sa në ekonomi (Aliaj, 2014).

financimin e saj duke munguar kështu kreditimin e biznesit i cili sipas studimit do ndihmonte më shumë (shiko koeficientët nga ekuacioni) vlerën e shtuar në ekonomi.

Nga ana tjetër shohim që kredia e brendshme e realizuar nga institucione të ndryshme financiare brenda vendit ka një ndikim pozitiv në ekonomi. Kjo tregon që aktorët financiarë preferojnë mënyra të tjera financimi përveç bankave tregtare për nevojat e tyre. Kjo do të thotë shfrytëzime alternativash të tjera, duke iu drejtuar shoqërive financiare por jo-depozituese, kompanive të lizingut, kompanive të sigurimit, fondeve të pensionit apo institucioneve të tjera të këmbimit, të cilat sjellin efektin pozitiv në VSHB për një efekt pas 3 muajve në afatshkurtër. Çdo rritje e kredisë bankare ndaj sektorit privat shkakton rritjen e VBSH dhe këtë shohim kryesisht në afatshkurtër se sa në afatgjatë. Për shkak të këtij ndikimi pozitiv është e nevojshme liberalizimi ekonomik duke sjellë së pari liberalizimin bankar. Këtë po e shohim kryesisht edhe në politikën e Bankës Qendrore në politikat e saj në promovim të kreditimit. Politikë e cila konsiston me uljen e vazhdueshme që i është bërë normës bazë të interesit për efekt të kreditimit të ekonomisë e cila sipas studimit tonë rezultoi edhe si ndër faktorët kryesorë në Vlerën e Shtuar Bruto në vend. Thellësia financiare si matës i zhvillimit financiar është edhe stimuluesja kryesore e rritjes ekonomike.

Nga studimi në testin e shkakësisë së Grangerit shikojmë që thellësia financiare në Shqipëri e përfaqësuar nga kredia bankare dhënë sektorit privat është edhe shkaktarja e produktit ekonomik në Shqipëri duke e konsideruar sistemin tonë si “*supply leading*”, ku kreditimi i sektorit privat përbën ofertën e nevojshme që i duhet ekonomisë që të zhvillohet.

Shumica prej autorëve kanë konstatuar se raporti i kredisë private përfaqëson një nga faktorët kryesorë të funksionimit të sektorit financiar. Që faktori i kreditimit të sektorit privat të ketë një impakt të tillë në vlerën e shtuar bruto ka ndikuar edhe mirë funksionimi i autoriteteve vendase në politikat që ato kanë ndërmarrë. Një ndikim negativ i kreditimit në përgjithësi do tregonte për probleme në politikat financiare. Këtë problem e shohim në lidhjen negative që ekzistonte në afatshkurtër të kredisë së përgjithshme përkundrejt depozitave. Kjo tregon mos alokimin e mirë që i është bërë zërit të kredisë në bilanc përkundrejt depozitave që mbliidhen nga depozituesit. Por, kredia ndaj sektorit privat shfaqet me ndikim pozitiv mbi vlerën e shtuar bruto çka tregon që kreditimi i privatit janë politika të nevojshme kreditimi që duhet të ndërmarë banka.

Efekti i përqendrimit bankar

Nga ana tjetër sistemi ynë bankar shquhet si për përqendrim të tregut në tre bankat kryesore në vend. Banka Raiffeisen zotëron 38% të totalit të depozitave dhe aktiveve (ndaj 6 bankave), banka BKT zotëron 23% të depozitave dhe 22 % të aktiveve ndjekur nga banka Intesa me 15% të depozitave dhe 16% të aktiveve (Aliaj, 2014). Të treja këto banka zotërojnë 76% të depozitave dhe aktiveve. Prandaj në rastin tonë tregu bankar si për depozitat edhe për kreditë duhet konsideruar shumë i koncentruar. Indeksi i përqendrimit të tregut për kreditë është 0.20, që tregon përsëri për një treg të përqendruar. Banka Raiffeisen, BKT dhe Intesa zotërojnë 66% të totalit të kredive të dhëna nga këto banka. Ndërkohë, të treja së bashku zotërojnë 53% të totalit të depozitave të sistemit bankar. Indeksi HHI duke marrë për bazë kreditë rezulton 0.08. Gjithashtu edhe në analizën e strukturës së deficitit buxhetor, po këto tre banka financojnë monetizimin e borxhit qeveritar për 60%, që do të thotë se këto krijojnë varësi të lartë të qeverisë duke përqendruar rrezikun Sovran⁸⁰.

Kjo na bën të mendojmë se përqendrimi bankar i lartë në tre bankat kryesore në vend mund të shpëtojë qeverinë për financime dhe kjo për një periudhë afatshkurtër ndihmon që

⁸⁰ Bankat duke vlerësuar se kanë marrëdhënie të mira nga financimet që i kanë bërë qeverisë mund të implikohen në hazardin moral se e dhe po patën probleme e marrin për fakt të kryer mbështetjen financiare nga qeveria në një skenar rënës të biznesit të tyre (Aliaj, 2014)

qeveria të ketë të ardhura të mjaftueshme për shpenzimet e saja qeveritare të cilat në fund do ndihmojnë situatën ekonomike. Por, në periudha afatgjata rezulton që ky përqendrim të ketë një lidhje kointegruese, por negative me vlerën e shtuar në vend, çka na tregon që nëse ndonjëra prej tyre refuzon financimin e qeverisë kjo krijon impakt dhe hazard moral të lartë drejt një rreziku sistemik që shkon deri në kontrollin e sjelljes së qeverisë dhe të institucioneve që varen prej saj. Gjithashtu përqendrimi i tyre në depozita, aktive edhe kredi i bën ato më të prirur që të luajnë me interesat dhe kushtet e kreditimit apo të depozitave. Kjo do shkaktonte ulje shërbimesh, kredi më të shtrenjta, problem me likuiditetin për bankat e vogla të cilat do vuanin mungesën e depozitave etj. E gjitha kjo do mënjanohej nëq Banka e Shqipërisë do të kishte marrë masa për reduktimin e pozicionit të tyre në treg, gjë që se ka bërë deri më tani.

Efekti i menaxhimit të aktiveve të bankës

Rritja e aktiveve të bankave në vend jo gjithmonë tregon për një efekt pozitiv në vlerën e shtuar ekonomike, çka tregon që rritja e aktiveve të bankës nuk ka ardhur nga rritja e kredisë por mund të kenë qenë faktorë të tjerë si p. sh rritja e parasë gjendje, rritja e investimeve për degët e tyre, rritja e financimit ndaj sektorit shtetëror të cilat realisht kanë rezultuar jo të mjaftueshme të ndikojnë pozitivisht në ekonomi.

Gjithashtu nga studimi rezulton që mirëfunksionimi i bankave, pra efica e bankave përfaqësuar me raportin e kthimeve nga aktivet rezulton të ketë një lidhje afatgjatë dhe pozitive kointegruese me produktin ekonomik. Por që ROA të ndikojë pozitivisht duhet një mirë menaxhim i cilësisë së aktiveve. Bankat janë treguar të kujdesshme në riskun e kredisë edhe pas rritjes së kredive jo të mbara bankat morën masa duke shtrënguar kreditimin nga aktorëve privatë dhe rritjen e investimeve me risk zero (bono thesari qeveritare), (Aliaj, 2014). Gjithashtu, marzhi neto në interesa i bankës zvogëlohet dhe banka ndjek politikën e uljes së normave të interesit të depozitave. Në fakt normat e interesit të depozitave nga Banka janë ulur shumë thuajse 6-8 herë më pak se normat e interesit të depozitave të bankave konkurren e në treg. Pavarësisht këtyre, spread-i i interesave nuk ka ndryshuar (Aliaj, 2014).

Mungesa e cilësisë së aktiveve të bankave realisht na rezulton në një ndikim negativ të aktiveve të bankës në rritjen e vlerës së shtuar bruto. Kjo tregon që rritja e aktiveve jo domosdoshmërisht tregon për cilësi të mirë të tyre (efekt që vihet re në afatshkurtër, me efekte më kohëvonesa 3-mujore). Rezultatet sugjerojnë që një rritje prej 10% e këtij matësi të zhvillimit financiar, shoqërohet me një pakësim prej 0.00227% të normës së rritjes ekonomike afatgjatë (Gjanci, 2014). Një efekt negativ por i vogël në ekonomi, ku jep shpresë se bankat me disa përmirësime do mund ta kthejnë cilësinë e aktiveve të tyre në avantazh të vlerën ekonomike në vend.

Efekti i Krizës Financiare

Gjithashtu pjesë e studimit tonë ishte dhe impakti i krizës financiare botërore e cila për rastin e Shqipërisë në mënyrë specifike rezultoi të ishte e rëndësishme në të dyja pyetjet tona shkencore. Kriza financiare u listua si faktorë i dytë i rëndësishëm në testin tonë të shkaktësisë (pyetja e parë kërkimore) ku rezultoi si shkaktare e zhvillimeve ekonomike në Shqipëri duke nënvlerësuar rëndësinë që ajo ka ndërkombëtarisht, sdomos me vendet me të cilët ne kemi lidhje ekonomike dhe financiare. Për sa i përket efektit pozitiv që kishte ky tregues, në afatgjatë në vlerën tonë të shtuar (pyetja e dytë kërkimore), mund të analizohet në disa këndvështrime, ku p.sh 1) Ne karakterizohemi nga një ekonomi informale e lartë e cila indirekt nuk preket nga dështimet e sistemeve financiare ligjore; 2) Prania e një evazioni fiskal bën që fitimet e kompanive të mos dëmtohen nga tatimet e shtetit; 3) Nga shumica e vendeve perëndimore dhe atyre lindore, Shqipëria karakterizohet nga një sistem bankar të mirëkapitalizuar, ku bankat gjatë kohës së krizës nuk lejuan që kapitali vendas të lëvizte

jashtë duke ruajtur stabilitetin dhe pavarësinë e bankave bija qoftë edhe në hartimin e bilanceve të tyre⁸¹.

⁸¹(BSH, Raportet e 2008, 2009, 2010)

KREU V

KONKLUZIONE DHE REKOMANDIME

Diskutimet për identifikimin e një lidhje midis rritjes ekonomike dhe zhvillimit financiar janë gjithmonë e më shumë prezente. Studimet individuale apo studime me grup shtetesh kanë ndihmuar në gjetjen e lidhjes, e kahut dhe e shenjës së lidhjes midis financës dhe ekonomisë. Faktorët financiarë sëbashku me rreziqet që i shoqërojnë ato luajnë një rol të rëndësishëm në ecurinë ekonomike të një vendi. Industria bankare po implikohet në mënyrë të alternuar nga rrezik biznesi në rrezik financiar dhe anasjelltas. Mungesa e suksesit të bizneseve ka sjellë që këto biznese nuk shlyejnë më kreditë e marra duke shkaktuar vështirësi financiare për bankat (kjo rezultoi edhe me një rritje të kredive jo të mbara). Nga ana tjetër rreziqet e portofolit të bankave pasqyrojnë edhe rrezikun e firmave huamarrëse duke krijuar një portofol rreziqesh të larmishme. Kjo kushtëzon gjithashtu kreditimin e ekonomisë. Kushtëzimi i kreditimin në Shqipëri rezultoi i rëndësishëm përderisa nga studimi ecuria jonë ekonomike shkaktohej pikërisht nga kreditimi i sektorit bankar. Lidhje kjo pozitive dhe identifikuese si “supply leading”, rezultat ky i ndryshëm nga studimet e mëparshme në këtë fushë (për Shqipërinë)⁸². Ata konkluduna në një lidhje dy-kahëshe të zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike por duhet pasur parasysh numri i vogël i variablave të marra në studim dhe përzgjedhja e vogël e të dhënave. Rezultati ynë “supply leading”, sado i ndryshëm është në të njëjtën linjë me autorët më lart duke qenë se lidhja e dy-anëshme përfshin linjën e njëanshme. Studimi ynë përfshin më shumë observime (për periudhë më gjatë kohore 2002IV-2015II) dhe variabëla që matin zhvillimin financiar në këndvështrime të ndryshme (thellësi, stabilitet, efikasitet dhe variabla kontroll), ç’ka e përforcojnë më shumë rezultatin e dalë nga studimi.

Modelet e sofistikuar matematikore dhe burime njerëzore të kualifikuar janë resurse të rralla për bankat, për Bankën e Shqipërisë, po ashtu edhe palët e tjera lojtare të tregut financiar e bankar. Ulja e kreditimit në vend për shkak edhe të rritjes së kredive jo të mbara, ka ardhë edhe për shkak të profesionalizimit dhe seriozitetit të munguar nga ana e punonjësve të bankës (risku operacional) të cilët dështuan në përzgjedhjen (risku i informacionit asimetrik dhe përzgjedhjes së kundërt në ex-ante) e klientëve huamarrës të mirë dhe zbatimin e “teorisë së sinjaleve” (Hoti, 2011). Gjithashtu, risku operacional rezultoi edhe në procesin ex-post, ku ekspozimi ndaj moralit hazard është i lartë dhe drejtuesit e bankave hasën vështirësi në monitorimin e tyre duke i kaluar ato në përmbarim gjyqësor. Por, detyra e bankave nuk është roli i tyre si menaxhuese e pasurive të paluajtshmen (ekzekutimet e kolateralit) (Imeraj, 2016) por ekzekutimi me sukses i teorive të sinjalizimeve dhe teorisë së monitorimit, duke ulur kreditë që nuk performojnë mirë.

Sa më shumë ekonomia shqiptare liberalizohet, aq më shumë pasurohet kërkesa për produkte të ndryshme si sisteme elektronike informacioni të sofistikuar, lehtësim i punës së burimeve njerëzore (risi teknologjike si banking-un elektronik, mobile banking, etj.) Këto ulin ekspozimin ndaj rrezikut por ashpërsia është më e lartë (Aliaj, 2014). Këto do të ndihmonin në e uljen e ekspozimit ndaj reziqeve të informacionit asimetrik dhe moralit hazard dhe do ndihmonin bankat të menaxhonin më mirë portofolet e tyre dhe do lehtësonin procesin e kreditimit në ekonomi.

Burimi kryesor i rrezikut në librat e bankave është grupimi i llogarive të dështuara p. sh. në kreditë e ndërtimit. Ndryshimet negative në kushtet makroekonomike dhe financiare

⁸² Shiko (Dushku, 2009) dhe (Kokaveshi & Kola, 2013).

ndikojnë në aftësinë paguese të të gjitha firmave huamarrëse (financiare dhe jo-financiare), në ekonomi që përcillet deri tek portofolet e bankave. Ajo që ndodhi në sistemin bankar pas gushtit 2008 ka treguar se, në kushte të paqëndrueshme ekonomike, madhësia e një banke qoftë vendore apo globale nuk është garanci absolute për stabilitetin e saj financiar. Pavarisht se stabiliteti bankar në vendin tonë nuk rezultoi i rëndësishëm për ecurinë ekonomike, kjo nuk do të thotë që problemet bankare nuk sjellin falimentime dhe panik bankar, ç'ka do e rëndonte ekonominë e vendit tonë. Niveli i kredive jo të mbara dhe masa eregjistrimit së kredive nga aktivi i bilancit (*write off*) asnjëherë nuk raportohen drejtë dhe saktë për shkak të transaksioneve fiktive të kredive duke rritur transaksionet e shitjes së kredive nga një bankë në tjetrën, pa sjellë rritje të PBB.

Rreziku i kredive tregtare shndërrohet në rrezik bankar sepse firmat kreditore në mallra/shërbime me pritje kur nuk arkëtojnë paratë ekspozohen ndaj rrezikut të huamarrjeve nga bankat, nga ana tjetër mosarkëtimi i shitjeve me kredi (rrezik kredie) shndërrohet në rrezik likuiditeti duke mos paguar bankën. Pavarisht se mospagesat e kredive ndaj bankave mund t'i kenë lehtësuar bizneset ku paratë mund të jenë përdorur në funksion të biznesit të tyre ose thjeshtë mund të kenë shtyrë detyrimet e tyre, duhet kuptuar që bankat nga ana e tyre kanë perceptuar rrezik më të lartë duke tkurrur kështu kreditimin.

Shtrengimi i agregatit të kredisë ka ndodhur edhe për faktin se gjenerimi i kredive me probleme (NPL) është nxitur edhe nga rritja e huamarrjes tregtare (blerje me pagesë të mëvonshme) duke krijuar mungesë likuiditeti palëve shitëse me arkëtim të mëvonshëm. Për 30%-40% të agregatit të kredisë tregtare në vlerë rrjedh nga kontratat qeveritare të mbetura të pashlyera nga ana e qeverisë.

Në një aspekt tjetër, punimi provon se bankat kanë një sjellje të përbashkët në strukturimin e portofolit, duke ulur veprimtarinë e tyre si kredituese dhe duke u orientuar drejt investimeve me rrezik minimal (të Mira Thesari, Eurobonde, etj.). Kjo lloj politike që po ndjekin bankat (pavarisht uljes së normës bazë të interesit disa herë nga BSH) po ulin mundësinë e kontributit pozitiv të kreditimin bankar në ekonominë e vendit tonë.

Studimi provoi se përqendrimi bankar rezultonte me një lidhje negative me ekonominë e vendit tonë dhe këtë e shohim se Shqipëria ka një industri dhe treg të shformuar bankar ku konkurrojnë 16 banka dhe vetëm 3 prej tyre zotërojnë 53% të depozitave dhe 42% të kredive të totalit të tregut. Gjithashtu janë po këto tre banka që financojnë monetizimin e borxhit qeveritar për 60%, që do të thotë se këto krijojnë varësi të lartë të qeverisë duke përqendruar rrezikun Sovran. E thënë ndryshe nëse ndonjëra prej tyre refuzon financimin e qeverisë kjo krijon impakt dhe hazard moral të lartë drejt një rreziku sistemik që shkon deri në kontrollin e sjelljes së qeverisë dhe të institucioneve që varen prej saj, duke mbështetur kështu të njëjtin konkluzion të dalë nga Aliaj (2014).

Performanca e zhvillimit dhe e ndërmjetësimit financiar luan një rol të rëndësishëm, në aktivitetin ekonomik të të gjitha vendeve, si edhe të Shqipërisë. Ky material u fokusua në evidentimin e lidhjes midis zhvillimit financiar dhe ecurisë ekonomike në Shqipëri, gjatë periudhës 2002T4 – 2015T2. Për të parë impaktin e aspekteve të ndryshme të zhvillimit financiar, përdorëm tre kategori matësish të zhvillimit financiar të ndryshëm dhe variabla të tjerë plotësues të teorisë së rritjes. Testi i Granger-it dhe modeli ARDL u përdor për testimin e kësaj lidhjeje. Rezultatet empirike treguan që ekziston një lidhje e një-anshme midis një treguesi financiar dhe rritjes ekonomike, duke vërtetuar fenomenin “*supply-leading*”. Ndërsa, në periudhën afatshkurtër dhe afatgjatë marrim rezultate të ndryshme bazuar në tregues të ndryshëm për zhvillimin financiar, duke provuar rëndësinë e thellësisë dhe eficensën së zhvillimi financiar në vlerën e shtuar ekonomike.

Institucioni politik më i lartë që është Qeveria në shumicën e vendeve në zhvillim edhe në Shqipëri ka nivelin më të lartë të hazardit moral në lidhje me opacitetin (mungesën e transparencës) duke cenuar moralin institucional (p.sh., INSTAT, Banka e Shqipërisë) për të ofruar informacion objektiv, të vërtetë, të përgjegjshëm dhe në kohë për mbarë publikun pjesë e të cilit është qeveria vetë edhe entet e saj. Mungesa e të dhënave paraqet probleme të dukshme për studime që përfshijnë zhvillimet financiare dhe rritjen ekonomike.

Rekomandime

Qeveria duhet të inkurajojë biznesin nëpërmjet politikave strukturore, fiskale. Duhet të ketë vullnetin e mirë që të zgjerojë zhvillimin financiar edhe në dimensione të tjera si bërja funksionale e tregjeve financiare. Duhet të ketë një plan konkret ekonomik, ku rëndësi duhet t'i japë sektorit privat jo vetëm atij tregtar por edhe atij prodhues duke qenë se ky sektor ka qenë gjithmonë nën potencialin e tij.

Banka Qendrore duhet të jetë e vëmendshme ndaj sinjaleve ekonomike në vend, në kërkesën për kredi, rregullimin e bazës ligjore njësoj për të gjithë, në gjetjen e zgjidhjeve për uljen e kredive jo të mira, duke u fokusuar më shumë në teoritë e “Sinjalizimit dhe Monitorimit”. E nevojshme mbetet rishikimi i politikave të kreditimit duke nxitur bankat të marrin më shumë risqe, pra të kalojnë nga financimi i sektorit publik por në atë privat, pavarësisht se kjo implikon risk kredie përsipër. Gjithashtu ajo duhet të vendosë rregulla që të ulë pozitat dominuese të disa bankave, përderisa në afatgjatë përqendrimi i tyre sillte ndikim negativ në ekonomi. E rëndësishme është edhe rregullimi dhe respektimi i të drejtave pronësore e cila do jetë bazë për cilësinë e kredive dhe kjo do të përmirësonte raportin e ROA e cila nga studimi na rezultojnë një lidhje pozitive me vlerën e shtuar ekonomike.

Hartimi i politikave të përshtatshme të integritetit dhe zhvillimit financiar kërkon detyra të tilla:

- Mbështetja e tyre me studime empirike të plota dhe të besueshme për situatën reale të vendit dhe jo përshtatje të studimeve të marrë nga shtete të tjera.
- Përmirësimi i legjislacionit dhe institucioneve përkatëse dhe zbatueshmëria e tyre si në rastin e vënies në funksionim të bursës së Tiranës;
- Qëndrueshmëri në politikat fiskale në mos demoralizimin e biznesit dhe stimuj fiskalë për bizneset e reja që t'i krijohet lehtësi në huamarrje.

Limitimet dhe sugjerimet për studime të mëtejshme

Pavarësisht se studimi ka kaluar në një sërë rishikimesh literature, modelesh ekonometrike statistikore, studimi ka disa kufizime. Si mëposhtë:

- Në këtë punim jemi përqendruar vetëm te matësit e zhvillimit financiar dhe lidhja e sistemit bankar me sektorin privat. Nuk kemi marrë në konsideratë impaktin e qeverisë në ecurinë ekonomike nëpërmjet treguesve si të ndryshimit të taksave, borxhit publik, deficitit buxhetor, bilancit tregtar, shpenzimet qeveritare etj. Gjithashtu tregues të tjerë si investimet e huaja direkte, tregtia e hapur apo eksporte dhe importet.
- Një diskutim të gjerë ka marrë edhe baza ligjore në kuadrin e reformave financiare si faktorë të rëndësishëm që shpjegojnë lidhjen midis zhvillimit financiar dhe rritjes ekonomike. La Porta (1997) në studimin e tij arriti të llogariste disa indekse rreth ligjeve që mbrojnë aksionerët, kreditorët por këto indekse janë të pamjaftueshme për t'i përfshirë në studim. Edhe pse, Banka për Rindërtim dhe Zhvillim, vitet e fundit mundëson indekse matëse të reformave në sektorin bankar dhe të tregjeve financiare, ne nuk mundëm t'i përdornim në studim duke qenë se të dhënat e përdorura janë tre-

mujore (ndërkohë që indekset janë vjetore) dhe nuk nisin nga periudha jonë e studimit 2002.

- Cilësia e të dhënave është një tjetër kufizim sidomos prezantimi i produktit të brendshëm bruto dhe i vlerës bruto të shtuar i cili raportohet ndryshe nga institucione financiar kombëtare dhe ndërkombëtare. Gjithashtu një pjesë e variablave të pavarur nuk janë përfshirë në studim për shkak të mungesës së të dhënave tre-mujore. Studimi konsiston në vetëm për rastin e Shqipërisë, por po t'i referohemi literaturës, punimi do ishte më gjithëpërfshirës nëse do kishim marrë në studim edhe shtete të tjera (kryesisht ekonomitë në zhvillim të Evropës Juglindore). Për shkak të ndryshimeve të shpeshta të sistemit tonë financiar, ne jemi kufizuar edhe në periudhën e marrë në studim.
- Modeli nuk shikon lidhjen midis rritjes ekonomike dhe financës ndërkombëtare, si dhe lidhjen midis zhvillimit financiar, rritjes së produktivitetit dhe akumulimit të kapitalit. Lidhje këto që mund të shërbejnë si shtysë për hulumtime të tjera kërkimore në këtë fushë.

BIBLIOGRAFIA

- A, D.-K., & V, M. (2002). "Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm level data". *Journal of Financial Economic*, 65, 337–363.
- A.W.A., B., S.J., G., & A., T. (1993). "Reputation and discretion in financial contracting". *American Economic Review* 83, 83, 1165–1183.
- Abdurohman (2003). The role of financial development in promoting economic: Empirical evidence of Indonesian economy. *Journal Keuangan dan Moneter*, 6(2).
- Abu-Bader, S. & Abu-Qarn, A. (2005). *Financial development and economic growth: Time series evidence from Egypt*. Discussion Paper No. 05-14, Monaster Center for Economic Research.
- Abu-Bader, S., & Abu-Qarn, A. (2008). "Financial development and economic growth: empirical evidence from MENA countries". 12, 803-817.
- Abu-Bader, S., & Abu-Qarn, A. (2008). "Financial development and economic growth: empirical evidence from MENA countries",. *Review of Development Economics*, 12, 803-817.
- Acemoglu, D. S., & Robinson, J. A. (2001). "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation". *American Economic Review*, 91, 1369- 1401.
- Acemoglu, D., Aghion, P., & Zilibotti, F. (2003). "Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth". *Working Paper*, 9066.
- Adamopoulos, A. (2009). Financial development and economic growth: An empirical analysis for Ireland. *International Journal of Economic Sciences and Applied Research* 3 (1), 75-88.
- Adamu, P. & Kargbo, S. (2011). Financial development and economic growth in Sierra Leone. *Journal of Monetary and Economic Integration*, 9(2), 30-61.
- Agenor, P.-R., & Montiel, P. (2008). "Development Macroeconomics". *Princeton University Press, Third Edition*..
- Aghion, P., & Banerjee, A. (2005). "Volatility and Growth."
- Aghion, P., & Bolton, P. (1997). "A trickle-down theory of growth and development with debt overhang". *Review of Economic Studies*, 64, 151–172.
- Aghion, P., Bacchetta, P., & Banerjee, A. (2004). "Financial Development and the Instability of Open Economies". *Journal of Monetary Economics*, 51 (6), 1077-1106.
- Aghion, P., Banerjee, A., & Piketty, T. (1999). "Dualism and Macroeconomic Volatility.". *The Quarterly Journal of Economics*, 114 (4), 1359-1397.

- Aghion, P., Howitt, P., & Mayer-Foulkes, D. (2005). "The effect of financial development on convergence: Theory and evidence". *Quarterly Journal of Economics*, 120, 173–222.
- Ahmed, S. (1998). "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth: Comment". *Journal of Money Credit and Banking*, 30 (3), 614-620.
- Ahmed, S., & Ansari, M. (1998). "Financial Sector Development and Economic Growth: The South Asian Experience". *Journal of Asian Economics*, 9 (3), 503-517.
- Akinboade, OI. (2000). The relationship between financial deepening and economic growth in Tanzania. *Journal of International Development*, 12, 939-950.
- Al-Malkawi, H.-A. N., Marashdeh, H. A., & Abdullah, N. (2012). Financial Development and Economic Growth in the UAE: Empirical Assessment Using ARDL Approach to Co-integration. *International Journal of Economics and Finance*, 4 (5).
- Al-Malkawi, H., Marashdeh, H., & Abdullah, N. (2012). Financial development and economic growth in the UAE: Empirical assessment using ARDL approach to co-integration. *International Journal of Economics and Finance*, 4(5), 105-115.
- Al-Yousif, Y. K. (2002). "Financial development and economic growth another look at the evidence". 11, 131-150.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., & Sayek, S. (2009). "FDI, Productivity and Financial Development". *The World Economy*.
- Aliaj, A. (2014). Modelim për renditjen dhe normimin e sigurisë financiare të bankave në vendet në zhvillim – aplikim në mjedisin bankar të shqipërisë;. *Dizertacioni i doktoraturës*.
- Allen, D. S., & Ndikumana, L. (1998). Financial Intermediation and Economic Growth in Southern Africa. *Working Paper 1998-004B*.
- Allen, F. (1990). "The market for information and the origin of financial intermediaries". *Journal of Financial Intermediation*, 1, 3-30.
- Allen, F., & Gale, D. (1997). "Financial markets, intermediaries, and intertemporal smoothing". *Journal of Political Economy*, 105, 523–546.
- Allen, F., & Gale, D. (1999). "Diversity of opinion and financing of new technologies". *Journal of Financial Intermediation*, 8, 68–89.
- Ang, J. (2007). What are the mechanisms linking financial development and economic growth in Malaysia? *Economic Modeling*, 25(1), 38-53.
- Arcand, J.-L., Berkes, E., & Panizza, U. (2012). "Too Much Finance?". *IMF Working Paper WP/12/161*.
- Arestis, & Demetriades. (1996). "Finance and Growth: Institutional Aspects and Causality". *University of East London Economic Working Papers* (5).

- Arestis, P., & Demetriades, P. (1997). "Financial development and economic growth: Assessing the evidence". *Economic Journal*, 107, 783- 799.
- Arestis, P., Demetriades, P., & Luintel, K. (2001). "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets". *Journal of Money, Credit and Banking*, 33, 16-41.
- Arrow, K. J. (1963–64). "The role of securities in the optimal allocation of risk-bearing", *Review of Economic Studies*, 31 (2).
- Aslam, M., Awam, M., Shaheen, S. & Waqas, M. (2011). Financial development, international trade and economic growth: Empirical evidence from Pakistan. *Romanian Journal of Fiscal Policy*, 2:2, July-December 2011, 11-19.
- Asteriou, D. & Simon, P. (2000). Financial development and economic growth: Time series evidence for the case of the UK. *Economia*, 4:2, 122-41.
- Atje, R., & Jovanovic, B. (1993). "Stock markets and development". *European Economic Review*, 37, 632–640.
- Aziz, J. & Christoph, D. (2002). *Growth-financial intermediation nexus in China*. IMF Working Paper No. 02/194.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street*, Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1962 edition, 53.
- Balassa, B. (1989, September). Financial Liberalization in Developing Countries. *Bangladesh Development Studies*, 30(2 & 3), 113-128. [1 SEP]
- Barra, C., Destefanis, S., & Lavadera, G. L. (2013). Financial Development and Economic Growth: Evidence from Highly Disaggregated Italian Data. (346).
- Beck, T. (2008). "The Econometrics of Finance and Growth". *Palgrave Handbook of Econometrics*, 2.
- Beck, T., & Levine, R. (2002). "Industry Growth and Capital Accumulation: Does Having a Market- or Bank-based System Matter?". *Journal of Financial Economics*, 64, 147–180.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, & A., M. V. (2004). "Financial and legal constraints to firm growth: Does size matter?". *Journal of Finance*, 60, 137–177.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2000). "A New Database on Financial Development and Structure". *World Bank Economic Review*, 14, 597-605.
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000). "Finance and the Sources of Growth". *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 261-300.
- Becsi, Z., & Wang, P. (1997). "Financial Development and growth". *Economic Review*, 46-62.
- Bell, C. &. (1993). "Occupational choice and the process of development". *Journal of Political Economy*, 101, 274–298.

- Bell, C., & Rousseau, P. (2001). "Post-independence India: A case of finance led industrialization". *Journal of Development Economics*, 65, 153-175.
- Bencivenga, V. R., & Smith, B. D. (1993). "Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model". *Journal of Economic Dynamics and Control*, 17, 97-122.
- Bencivenga, V., & Smith, B. (1991). "Financial intermediation and endogenous growth". *Review of Economics Studies*, 58, 195-209.
- Bencivenga, V., Smith, B., & Starr, R. (1995). "Transactions costs, technological choice, and endogenous growth". *Journal of Economic Theory*, 67, 53-177.
- Bencivenga, V., Smith, B., & Starr, R. (1996). 'Equity Markets, Transaction Costs and Capital Accumulation: An Illustration'. *10* (2), 241-265.
- Benhabib, J. &. (2000). "The role of financial development in growth and investment". *Journal of Economic Growth*, 5, 5, 341-360.
- Bhattacharya, P. & Sivasubramanian, M. (2003). Financial development and economic growth in India: 1970-1971 to 1998-1999. *Applied Financial Economics*, 13, 925-929.
- Bhattacharya, S., & Pfleiderer, P. (1985). "Delegated portfolio management". *Journal of Economic Theory*, 36, 1-25.
- Bhide, A. (1993). "The hidden costs of stock market liquidity". *Journal of Financial Economics*, 34, 31-51.
- Bida Ndako, U. (2010). Stock markets, banks and economic growth: A time-series evidence from South Africa. Department of Economics, University of Leicester, UK.
- Bittencourt, M. (2012). "Financial development and economic growth in Latin America: Is Schumpeter right?". *Journal of Policy Modeling*, 34, 341-355.
- Black, S., & Moersch, M. (1998). "Financial structure, investment and economic growth in OECD countries". *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models. North-Holland, New York*, 157-174.
- Blackburn, K., & Hung, V. (1998). "A Theory of Growth, Financial Development, and Trade". *Economica*, 65, 107-24.
- Bolbol, A., Fatheldin, A., & Omran, M. (2005). "Financial Development, Structure, and Economic Growth: The Case of Egypt, 1974-2002". *19*, 171-194.
- Bolbol, A., Fatheldin, A., & Omran, M. (2005). "Financial Development, Structure, and Economic Growth: The Case of Egypt, 1974-2002". *Research in International Business and Finance*, 19, 171-194.
- Bonin, J., & Wachtel, P. (2003). Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the First Decade, Financial Markets, Institutions & Instruments. *12* (1), 1- 66.

- Boot, A., & Thakor, A. (1997). "Financial system architecture". *Review of Financial Studies*, 10, 693–733.
- Boot, A., & Thakor, A. (2000). "Can relationship banking survive competition?". *Journal of Finance*, 55, 679–713.
- Borensztein, E., Gregorio, J. D., & Lee, J.-W. (1998). "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?". *Journal of International Economics*, 45, 115- 135.
- Boulila, G., & Trabelsi, M. (2002). "Financial development and long-run growth: Granger causality in a bivariate VAR structure, evidence from Tunisia: 1962-1997". *Working Paper, Faculte des Sciences Economiques et de Gestion de Tunisia*.
- Boyd, J., & Prescott, E. (1986). "Financial intermediary-coalitions". *Journal of Economics Theory*, 38, 211– 232.
- Boyd, J., & Smith, B. (1992). "Intermediation and the equilibrium allocation of investment capital: Implications for economic development". *Journal of Monetary Economics*, 30, 409–432.
- Boyreau, G. (2003). *Financial intermediation and growth: Chinese style*, World Bank, Policy Research Working Paper Series No. 3027.
- Breusch, T. S. (1978). "Testing for Autocorrelation in Dynamic Linear Models, ". *Australian Economic Papers*, 17, 334-355.
- Brownbridge, M., & Kirkpatrick, C. (1999, 9-10 July). "Financial Regulation in Developing Countries: A Critical Survey". *Finance and Development Research Programme Workshop*.
- Campos, N. F., & Kinoshita, Y. (2002). "FDI as Technology Transferred: Some Panel Evidence from the Transition Economies". *William Davidson Working Paper*, 438.
- Cani, S., & Hadëri, S. (2003). "Sistemi Financiar në Tranzicion: Progres apo Brishtësi". 1 - 4.
- Caprio, G. J. (2003). "Governance and bank valuation". *National Bureau of Economic Research Working Paper*.
- Caprio, G. J., & Levine, R. (2002). "Corporate governance in finance: Concepts and international observations". *Financial Sector Governance: The Roles of the Public and Private Sectors. The Brookings Institution*, 17–50.
- Caprio, G., & Demirgüç-Kunt, A. (1997). "The role of long term finance; Theory and evidence". 10, 291-321.
- Carlin, W., & Mayer, C. (1999). "Finance, Investment and Growth". *Unpublished Working Paper*.
- Carosso, V. (1970). *Investment Banking in America*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Cecchetti, S., & Kharroubi, E. (2012). "Reassessing the Impact of Finance on Growth".

- Cetorelli, N., & Gambera, M. (2001). "Banking structure, financial dependence and growth: International evidence from industry data". *Journal of Finance*, 56, 617–648.
- Chakraborty, I. (2010). Financial development and economic growth in India: An analysis of the post-reform period. *South Asia Economic Journal*, 11(2), 287-308.
- Chandavarkar, A. (1992, January 20). "Of Finance and Development : Neglected and Unsettled Questions", 133-142.
- Chang, T. (2002). Financial development and economic growth in mainland China: A note on testing demand- following or supply-leading hypothesis. *Applied Economics Letters*, 9(13), 869-73.
- Charkham, J. (1994). "Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries". Clarendon Press, Oxford.
- Choe, C. & Moosa, I. (1999). *Financial system and economic growth: The Korean experience*. World Development, 27(6), 1069-1082.
- Choong, C. K., Zulkornain, Y., & Venus, L. K. (2005). "Export-Led Growth Hypothesis in Malaysia: An Investigation Using Bounds Test". *Sunway Academic Journal*, 2, 13-22.
- Christopoulos, D., & Tsionas, E. (2004). "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests". *Journal of Development Economics*, 73 (1), 55-74.
- Christopoulos, D., & Tsionas, E. (2004). "Financial development and economic growth: Evidence from panel unit root and cointegration tests". *Journal of Development Economics*, 73, 55–74.
- Čihák, M. (2012). "Benchmarking Financial Systems around the World". *Policy Research Working Paper 6175*, 13.
- Čihák, M., & Schaeck, K. (2010). "How Well do Aggregate Prudential Ratios Identify Banking System Problems?". *Journal of Financial Stability*, 6 (3), 130–144.
- Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). "Benchmarking Financial Development Around the World.". *World Bank Policy Research Working Paper 6175*..
- Claessens, S., & Laeven, L. (2005). "Financial dependence, banking sector competition, and economic growth".. *Journal of the European Economic Association*, 3, 179–207.
- De Gregorio, J. (1996a). "Borrowing constraints, human capital accumulation, and growth". *Journal of Monetary Economics*, 37, 49–71.
- De La Fuente, A., & Marin, J. M. (1996). "Innovation, Bank Monitoring, and Endogenous Financial Development". *Journal of Monetary Economics*, 38, 269-301.
- DeAngelo, H., & Rice, E. (1983). "Anti-takeover amendments and stockholder wealth". *Journal of Financial Economics*, 11, 329–360.

- Deidda, L., & Fattouh, B. (2002). "Non-linearity between finance and growth". 74 (3), 339-345.
- DeLong, J. (1991). "Did Morgan's men add value? An economist's perspective on finance capitalism". In: Temin, P. (Ed.), *Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information*, 205–236.
- Demeti, A. (2014). Rritja e konkurrueshmërisë së ekonomisë shqiptare në kuadër të integritetit rajonal e global".
- Demetriades, P., & Hussein, K. (1996). "Does financial development cause economic growth? Time series evidence from 16 countries". *Journal of Development Economics*, 51, 387–411.
- Demirguc-Kunt, A. D., Feyen, E., & Levine, R. (2012, August 24). 'The Evolving Importance of Banks and Securities Markets'. *The World Bank Economic Review Advance Access published*.
- Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2000). "Financial structure and bank profitability". *Policy research working papers*, 2430.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (1996). "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts". 19 (2), 291-322.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2001). Financial Structures and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development". *MIT Press, MA*.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998). "Law, finance, and firm growth". *Journal of Finance*, 53, 2107– 2137.
- Devereux, M. B., & Smith, G. (1994)). "International risk sharing and economic growth". *International Economic Review*, 35, 535-550.
- Dewatripont, M., & Maskin, E. (1995). "Credit efficiency in centralized and decentralized economies". *Review of Economic Studies*, 62, 541–555.
- Diamond, D., & Dybvig, P. (1983). "Bank runs, deposit insurance, and liquidity". *Journal of Political Economy*, 91, 401–419.
- Dow, S., & Fuentes, C. R. (1997). "Regional finance: a survey". *Reg Stud* 31, 903-920.
- Drakos. (2002). 'Imperfect competition in banking and macroeconomic performance: evidence from transition countries'. *Workshop in Transition Economies*.
- Dritsakis, N. & Adamopoulos, A. (2004). Financial development and economic growth in Greece: An empirical investigation with Granger causality analysis. *International Economic Journal*, 18(4), 547-59. [11 SEP]
- Durmaz, N., & Lee, J. (2013). "An Empirical Analysis of Import Demand Function for Turkey: An ARDL Bounds Testing Approach". *University of Houston-Victoria Economics & Finance Working Paper Series*.

Dushku, E. (2009). Zhvillimi Financiar dhe Rritja Ekonomike: Rasti i Shqipërisë. (B. e. Shqipërisë, Re.) *Buletini Ekonomik, Banka e Shqipërisë*, 12, 143.

Emecheta, D. B. (2014). Impact of bank credit on economic growth in nigeria: application of reduced vector autoregressive (var) technique. *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 2 (9), 11-21.

Engle, R., & Granger, C. (1987). Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. *Econometrica*.. 55 (2), 251–276.

Ergungor, O. E. (2004). Market- vs. bank-based financial systems: Do rights and regulations really matter?. *Journal of Banking and Finance*, 28, 2869-2887.

Favara, G. (2003). An Empirical Reassessment of the Relationship between Finance and Growth..

Ferda, H. (2007, November). "The financial development and economic growth nexus for Turkey".

financiare, A. i. (a.d.). Gjetur në <http://www.amf.gov.al/publikime.asp>

Fink, G., & R. Haiss, P. (1999). *Central European Financial Markets from an EU Perspective Theoretical aspects and statistical analyses.*, 34.

Fink, G., Haiss, P., & Mantler, H. C. (2005). The finance-growth nexus. Market economies vs. transition countries. *Europainstitut*, 64.

Fischer, S., & Sahay, R. (2000). "The Transition Economies After Ten Years". *IMF Working paper 2000/30*.

FitzGerald, V. (2006, March). "Financial development and economic growth: a critical view". *World Economic and Social Survey 2006*.

Fry, M. J. (1988). "Money, Interest and Banking in Economic Development". *The John Hopkins University Press*.

Fuentes, C. R. (2006). "Regional monetary policy".

Fukuda, T., & Dahalan, J. (2012). 'Finance-Growth-Crisis Nexus in Asian Emerging Economies: Evidence from VECM and ARDL Assessment'. *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 5 (2), 69-100.

Furfine, C. (2001)). "Banks as monitors of other banks: Evidence from the overnight federal funds market". *Journal of Business*, 74, 33–57.

Gaikwad, P. S., & Fathipour, G. (2013). "The Impact of Foreign Direct Investment (FDI) on Gross Domestic Production (GDP) in Indian Economy". *Information Management and Business Review*, 5 (8), 411-416.

Galor, O., & Zeira, J. (1993). "Income Distribution and Macroeconomics". *Review of Economic Studies*, 60, 35-52.

- Gelb, A. H. (1989). "Financial policies, growth, and efficiency". *Policy Planning, and Research Working Papers*, 202.
- Gerald, V. F. (2006). Financial development and economic growth: A critical view. *Background paper for World Economic and Social Survey*.
- Gerschenkron, A. (1962). "Economic Backwardness in Historical Perspective".
- Geweke, J., Meese, R., & Dent, W. (1983). 'Comparing Alternative Tests of Causality in Temporal Systems: Analytical Results and Experimental Evidence'. *Journal of Econometrics*, 21, 161-194.
- Ghali, K. (1999). "Financial Development and Economic Growth: The Tynisian Experience". *Review of Development Economics*, 3 (3), 310 - 322.
- Ghali, K. H. (1999). Financial development and economic growth: The Tunisian experience. *Review of Development Economics*, 3(3), 310-22.
- Gibson, H. D., & Tsakalotos, E. (1994). 'The Scope and Limits of Financial Liberalisation in Developing Countries: A Critical Survey',. *Journal of Development Studies*, 30 (3), 578-628.
- Gjanci, G. (2014). "The role of remittances received on the post-communist albania's financial development". *Journal European Scientific*, 10 (7).
- Gjini, A. (2013). Three essays on economic growth of Central and Eastern European countries the effect of tfp on growth: the case of 12 CEE countries..
- Goldsmith, R. W. (1969). "Financial Structure and Development". *New Haven, Yale University Press*.
- Greenwood, J. S. (1996). "Financial markets in development, and the development of financial markets". *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21, 145–181.
- Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). "Financial development, growth, and the distribution of income". *Journal of Political Economy*, 98, 1076–1107.
- Gregorio, J. D., & Guidotti, P. E. (1995b). "Financial Development and Economic Growth". 433-448..
- Grogan, L., & Moers, L. (2001). "Growth empirics with institutional measures for transition countries". *Economic systems* 25.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. (1980). "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets". *American Economic Review*, 70, 393-408.
- Grossman, S., & Hart, O. (1980). "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation". *Bell Journal of Economics*, 11, 42–64.
- Guilkey, D. K., & Salemi, M. (1982). 'Small Sample Properties of Three Tests for Granger-Causal Ordering in a Bivariate Stochastic System'. *Review of Economics and Statistics*, 64, 668-681.

- Günçavdi, O., Bleaney, M., & McKay, A. (1998). 'Financial liberalisation and private investment: evidence from Turkey'. *Journal of Development Economics*, 57, 443-455.
- Gurgul, H. and Lukasz, L. (2011). Financial development and economic growth in Poland in transition: Causality analysis. MPRA Paper No. 38034.
- Gurley, J., & Shaw, E. (1955). "Financial aspects of economic development". *American Economic Review*, 45, 515-538.
- Haber, S. (1991). "Industrial concentration and the capital markets: A comparative study of Brazil, Mexico, and the United States, 1830-1930". *Journal of Economic History*, 51, 59-580.
- Haber, S., Maurer, N., & Razo, A. (2003). The Politics of Property Rights: Political Instability, Credible Commitments, and Economic Growth in Mexico..
- Harris, M., & Stulz, R. (2003). *Handbook of the Economics of Finance* (Völl. e Vol. IB, chap. 14). Amsterdam, North-Holland.
- Harris, R. (1997). Stock markets and development: a re-assessment.. *European Economic Review*, 41, 139-146.
- Harrison, P., Sussman, O., & Zeira, J. (1999). "Finance and Growth: Theory and Evidence", Washington, DC.
- Hasan, I. & Zhou, M. (2006). Financial sector development and growth: The Chinese experience. United Nations University, UNU-WIDER, Research Paper No. 2006/85.
- Hasan, I., Koetter, M., & Wedow, M. (2009). "Regional growth and finance in Europe: Is there a quality effect of bank efficiency?". *Journal of Banking and Finance*, 33 (8), 1446-1453.
- Havrylyshyn, O., Izvorkski, I., & Rooden, R. v. (1998). "Recovery and growth in transition economies 1990-1997: A stylized regression analysis".
- Hellwig, M. (1991). "Banking, financial intermediation, and corporate finance". In: Giovanni, A., Mayer, C. (Eds.), *European Financial Integration*. Cambridge University Press, Cambridge, 35-63.
- Hermes, D. N., & Lensink, R. (2013). "Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries".
- Hernandez, L. & Parro, F. (2005). *Sistema financiero y crecimiento económico en Chile*. Estudios Públicos, Banco Central de Chile.
- Hicks, J. (1969). "A Theory of Economic History". Oxford: Clarendon Press.
- Holmstrom, B., & Tirole, J. (1993). "Market liquidity and performance monitoring". *Journal of Political Economy*, 101, 678-709.

Hondroyannis, G., Lolos, S., & Papapetrou, E. (2004). "Financial Markets and Economic Growth in Greece, 1986-1999". *Working Paper, Bank of Greece*, 17.

Honohan, P. (2004). "Financial development, growth, and poverty: how close are the links?". *World Bank Policy Research Working Paper Series 3203*..

Hoti, I. (2011). "Amvisimi i Rrezikut dhe Industria e Sigurimeve", *Instituti i Inxhinierisë Financiare për Bankë dhe Sigurime*, Tiranë.

Hoti, I. (2013, Tetor). "Ekonomika e Parasë, bankës dhe e tregjeve financiare", Libër, Tiranë.

Hoti, I. (2013). "Fjalor enciklopedik trigjuhësh, anglisht, italisht, shqip për bankën, biznesin, ekonominë etj".

Hoti, I. (Janar, 2013). " Përjasje të Reja në Doktrinën e Identifikimit, të Vlerësimit dhe të Kontrollit të Rrezikut Sistemik dhe Specifik në Industrinë Bankare të Shqipërisë, Impakti i Basel II/Basel III", *Tema e disertacionit*, Universiteti Bujqësor i Tiranës, Fakulteti i Ekonomisë dhe i Agrobiznesit, Tiranë.

Humérez, J. & Yáñez, E. (2010). *Desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico: Una aproximación a partir del caso Boliviano: 2000-2009*. Tercer Encuentro Economistas de Bolivia, Banco Central de Bolivia.

Hussain, F. & Chakraborty, K. (2012). Causality between financial development and economic growth: Evidence from an Indian State. *The Romanian Economic Journal*, 15:45, 27-47.

Huybens, E., & Smith, R. (1999). "Inflation, financial markets, and long-run real activity". *Journal of Monetary Economics*, 43, 283–315.

Imeraj, J (2016, Qershor). "Pasuritë e Paluajtshme dhe performanca e kredive bankare", *Disertacioni i Doktoraturës*, Universiteti "Aleksandër Mosiu", Durrës.

Islam, A. (2012). An empirical analysis of causality between development of non-bank financial intermediaries and the economic growth in Malaysia. *European Journal of Social Sciences*, 30:4, 654-664.

Jacoby, H. (1994). "Borrowing constraints and progress through school: Evidence from Peru".. *Review of Economics and Statistics*, 76, 151–160.

Jaffee, D., & Levonian, M. (2001). 'The structure of banking systems in developed and transition economies'. *European Financial Management*, 7 (2), 161–181.

Jalil, A., & Ma, Y. (2008). "Financial development and economic: Time series evidence from Pakistan and China". *Journal of Economic Cooperation*, 29 (2), 29-68.

Jansen, K. (1990). "Finance, growth and stability". *Gower Publishing Company limited*.

Johannes, T., Njong, A. & Cletus, N. (2011). Financial development and economic growth in Cameroon, 1970- 2005. *Journal of Economics and International Finance*. 3:6, 367-375.

- Johansen, S., & Juselius, K. (1990). "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to the Demand for the Money". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 169 - 210.
- Jorgenson, D. (1995). "Productivity". *Cambridge, MA: MIT Press, I & II*.
- Jorgenson, D. (2005). "Accounting for growth in the information age". In: Aghion, P., Durlauf, S. (Eds.), *Handbook of Economic Growth*, 1A, Chapter 10.
- Jung, W. (1986). "Financial development and economic growth: International evidence". *Economic Development and Cultural Change*, 34, 333–346.
- K, M., & Pentecost, E. (2000). "Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue". *Economic Research Paper No. 00/27*.
- Kabir Hassan, B. (a.d.). Financial Development and Economic Growth in The Organization of Islamic Conference Countries.
- Kasekende, L. (2008). "Developing a Sound Banking System". Tunisia: Paper presented at IMF Seminar.
- Kenourgios, D. & Samitas, A. (2007). Financial development and economic growth in a transition economy: Evidence for Poland. *Journal of Financial Decision Making*, 3(1), 35-48. [L1]
[SEP]
- Khan, A. (1999). "Financial Development and Economic Growth".
- Khan, A., Qayyum, A., & Sheikh, S. (2005, March 9). Financial Development and Economic Growth: The Case of Pakistan. *Munich Personal RePEc Archive (MPRA)*, 2145, fv. 819–837.
- Khan, M., & Senhadji, A. (2000). "Financial Development and Economic Growth; An overview". *IMF, WP/00/2009*.
- King, R., & Levine, R. (1993). "Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence". *Journal of Monetary Economics*, 32, 513–542.
- King, R., & Levine, R. (1993a). "Finance and growth: Schumpeter might be right". *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717–738.
- King, R., Levine, R., Mayer, C., & Vives, X. (1993c). "Financial intermediation and economic development". *Financial Intermediation in the Construction of Europe*, 156–189.
- Koetter, M. & Wedow, M. (2006). Finance and growth in a bank-based economy: Is it quantity or quality that matters? Discussion Paper: Series 2: Banking and Financial Studies No. 02/2006, Deutsche Bundesbank, Frankfurt, Germany.
- Koivu. (2002). 'Do efficient banking sectors accelerate economic growth in transition countries?'. *BOFIT Discussion Paper*, 14.

- Kokaveshi, E., & Kola, T. (2013). The Causality Direction Between Financial Development and Economic Growth. Case of Albania. *International Journal of Scientific & Engineering Research*, 4 (11), 1067.
- Kose, A. (2002). "Explaining business cycle in small open economies: How much do world prices matter?". *Journal of International Economics*, 56 (2), 299-327.
- Kristo, S. (a.d.). Efficiency of the Albanian banking system: Traditional approach and Stochastic Frontier Analysis.
- Kuznets, S. (1955). "Economic Growth and Income Inequality". *The American Economic Review*, 45 (1), 1-28.
- L. Alfaro, S. K.-O., & Sayek, S. (2009). "FDI, Productivity and Financial Development".
- L. G. Godfrey. (1978). "Testing Against General Autoregressive dhe Moving Average Error Models When the Regressor include Lagged Dependent Variables, ". *Econometrica*, 46, 1293-1302.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002). "Government ownership of commercial banks". *Journal of Finance*, 57, 265–301.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., S. A., & Vishny, R. (1997). "Legal determinants of external finance". *Journal of Finance*, 52, 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). "Law and finance". *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155.
- Laeven, L., & Levine, R. (2005). "Is there a diversification discount in financial conglomerates?". *Journal of Financial Economics*. In press.
- Lamoreaux, N. (1994). "Insider Lending: Banks, Personal Connections, and Economic Development in Industrial New England". *Cambridge University Press*.
- Lee, J. (2005). Financial Intermediation and Economic Growth Evidence from Canada. *Eastern Economics Association* (fv. 1-4). New York: Eastern Economics Association.
- Levhari, D., & Srinivasan, T. (1969). "Optimal savings under uncertainty". *Review of Economic Studies*, 35, 153–163.
- Levine, R. (1991). "Stock markets, growth, and tax policy". *Journal of Finance*, 46, 1445–1465.
- Levine, R. (1997). "Financial development and economic growth: Views and agenda". *Journal of Economic Literature*, 35, 688–726.
- Levine, R. (1998). "The legal environment, banks, and long-run economic growth".. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30, 596–613.
- Levine, R. (1999). "Law, finance, and economic growth". *Journal of Financial Intermediation*, 8, 36–67.

- Levine, R. (2000). "Bank-based or market-based financial systems: Which is better?". *Working Paper 0005*.
- Levine, R. (2004). "Finance and Growth: Theory and Evidence". *NBER Working Paper*, 10766.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). "Stock markets, banks, and economic growth". *American Economic Review*, 537–558.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). "Financial intermediation and growth: Causality and Causes.". *Journal of Monetary Economics*, 46 (1), 31-77.
- Liang, Q., & Teng, J. Z. (2006). Financial Development and Economic Growth: Evidence from China". *China Economic Review*, 17 (4), 395-411.
- Lind, J. T., & Mehlum, H. (2010). "With Or Without U? The Appropriate Test for a U-Shaped Relationship". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72 (1), 109-118.
- Ljungwall, C. & Li, J. (2007). Financial sector development, FDI and economic growth in China. China Center for Economic Research, Working Paper Series, No. E2007005.
- Loayza, N. V., & Raddatz, C. (2006). "The Structural Determinants of External Vulnerability". *World Bank Policy Research Working Paper 408988*.
- Loayza, N., & Ranciere, R. (2002). "Financial fragility, financial development, and growth".. *World Bank mimeo*.
- Lopez, A. (2003). *Análisis de la relación entre intermediación crediticia y crecimiento economico en Venezuela*. Banco Central de Venezuela.
- Lopez, F. & Rodriguez, D. (2009). Desarrollo financiero y crecimiento económico en Mexico, Problemas del desarrollo, 6(159).
- Lucas, R. E. (1988, July 22). "On the Mechanics of Economic Development ". *Journal of Monetary Economics*,.
- Luintel, K., & Khan, M. (1999). "A quantitative reassessment of the finance-growth nexus: Evidence from a multivariate VAR".. *Journal of Development Economics*, 60, 381–405.
- Marvel, M. R., & Lumpkin, G. (2007, November). *Technology Entrepreneurs' Human Capital and Its Effects on Innovation Radicalness*. Gjetur October 2007, nga Wiley Online library : <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6520.2007.00209.x/abstract>
- Mathieson, R. J. (1980, September). 'Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy'. *Journal of Development Economics*, 359-395.
- McKinnon, R. (1973). "Money and Capital in Economic Development".
- Mehl, A., & Winkler, A. (2003). "The finance-growth nexus and financial sector environment: new evidence from Southeast Europe. Banking and financial sector in transition and emerging market economies". 20-21.

Mehl, A., Vespro, C., & Winkler, A. (a.d.). The finance-growth nexus and financial sector environment: new evidence from Southeast Europe..

Meier, G. M. (1984). *Pioneers in Development*.

Mencinger, J. (2003). "Does Foreign Direct Investment Always Enhance Economic Growth?, Kyklos". 56, 493-510.

Merton, R. (1995). "A functional perspective of financial intermediation". *Financial Management* (24), 23-41.

Merton, R. C. (1987). "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information". *Journal of Finance*, 42, 483-510.

Merton, R., & Bodie, Z. (1995). "A conceptual framework for analyzing the financial environment". *The Global Financial System: A Functional Perspective*., 3-31.

Merton, R., & Bodie, Z. (2004). "The design of financial systems: Towards a synthesis of function and structure".. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 10620.

Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2010). *Financial Markets and Institutions* (Völl. i Seventh edition). United States of America, Boston: Pearson Education, Inc.

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment". *American Economic Review*, 48.

Morales, J. A. (2007). *Profundización financiera y crecimiento económico en Bolivia*. Documento de Trabajo No. 05/07, Instituto de Investigaciones Socio-Económicas, La Paz, Bolivia.

Morales, M. (2003). "Financial Intermediation in a Model of Growth Through Creative Desctruction". *Macroeconomic Dynamics*, 7, 363-393.

Morck, R., & Nakamura, M. (1999). "Banks and corporate control in Japan". *Journal of Finance*, 54, 319-340.

Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). "Corporate governance, economic entrenchment and growth". *Journal of Economic Literature*. In press.

Morgan, D. (2002). "Rating banks: Risk and uncertainty in an opaque industry".. *American Economic Review*, 92, 874-888.

Morisset, J. (1993). Does Financial Liberalization Really Improve Private Investment in Developing Countries?. *Journal of Development Economics* 40, 133-150.

Mosley, P. (1999). "Micro-Macro Linkages in Financial Markets: The Impact of Financial Liberalisation on Access to Rural Credit in Four African Countries". 31 *Finance And Development Research Programme Working Paper Series*, 4.

Murinde, V. & Eng, F. (1994). Financial development and economic growth in Singapore: Demand following or supply leading? *Applied Financial Economics*., 4, 391-404.

- Narayan, P. K. (2004). "Reformulating critical values for the bounds f-statistics approach to cointegration: an application to the tourism demand model for fiji ". *Monash university, Department of Economics*.
- Nasr, S. (2010). *Access to finance and economic growth in Egypt*. World Bank.^[1]_{SEP}
- Ndlovu, G. (2013). "Financial Sector Development and Economic Growth: Evidence from Zimbabwe". *National University of Science and Technology*, 3 (2), 435-446.
- Ndregjoni, A. (2015). Pritjet racionale dhe modelimi ekonometrik i pritjeve në paqëndrueshmëritë ekonomike. Në D. i. Doktoraturës.. Durrës: Universiteti "Aleksandër Moisiu".
- Neusser, K., & Kugler, M. (1998). "Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries".
- Ngai Wa, H. (2002). *Finance and growth: The case of Macau*. Monetary Authority of Macau.
- Nowbusting, B., Ramsahok, S., & Ramsahok, K. (2010). "A Multivariate Analysis of Financial Development and Growth in Mauritius: New Evidence". *Global Journal of Human Social Science*, 10 (1), 2-13.
- Obstfeld, M. (1994). "Risk-taking, global diversification, and growth". *American Economic Review*, 84, 1310-1329.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995). Exchange Rate Dynamics Redux. *The Journal of Political Economy*, 103 (3), 624-660.
- Odedokun, M. O. (1996). Alternative econometric approaches for analysing the role of the financial sector in economic growth: Time-series evidence from LDCs.. *Journal of Development Economics*, 50.
- Odhiambo, N. (2007). Financial depth, savings and economic growth in Kenya: A dynamic causal linkage. *Economic Modeling*, 25(4), 704-713.
- Odhiambo, N. M. (2004). "Is financial development still a spur to economic growth? A causal evidence from South Africa". *Savings and Development*, 28, 47 — 62.
- Pagano, M. (1993). "Financial markets and growth". *European Economic Review* 37, 613-622.
- Patrick, H. (1966). "Financial development and economic growth in underdeveloped countries".. *Economic Development Cultural Change*, 14, 174–189.
- Patrick, H. T., & Park, Y. C. (1994). "The financial development of Japan, Korea and Taiwan".
- Paudel, R. & Perera, N. (2009). Financial development and economic growth in Sri Lanka. *Applied Econometrics and International Development*, 9(1).

- Pesaran, H. (1997). "The Role of Econometric Theory in Modelling the Long Run". *Economic Journal*, 107 (440), 178-191.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships, [2001]. *Journal of Applied Econometrics*, 16, 289-326.
- Phillips, P. C., & Perron, P. (1988). "Testing for a Unit Root in Time Series Regression". *Biometrika*, 75, 335–346.
- Prakash, R. (2009). The nexus between financial development and economic growth in India: Evidence from multivariate VAR model. *International Journal of Research and Reviews in Applied Sciences*, 1(2), 141-151.
- Rahman, H. (2004). Financial development – Economic growth nexus: A case study for Bangladesh. *The*
- Rajan, R. (1992). "Insiders and outsiders: The choice between informed and arms length debt".. *Journal of Finance*, 47, 1367–1400.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). "What do we know about capital structure? Some evidence from inter- national data". *The Journal of Finance*, 50 (5), 1421–1460.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1988). "Financial dependence and growth".. *American Economic Review*, 88, 559– 586.
- Rajan, R., & Zingales, L. (2003). *Saving Capitalism from the Capitalists*. Random House.
- Ramakrishnan, R., & Thakor, A. (1984). "Information reliability and a theory of financial intermediation". *Review of Economic Studies*, 51, 415–432.
- Ramsey, J. B. (1969). "Test for Specification Errors in Classical Linear Least Squares Regression Analysis, ". *Journal of the Royal Statistical Society, series B*, 31, 350-371.
- Razin, A., Sadka, E., & Coury, T. (2003). "Trade openness, investment instability and termsof-trade volatility.". *Journal of International Economics*, 61 (2), 285-306.
- Rioja, F., & Valev, N. (2004a). "Finance and the sources of growth at various stages of economic development". *Economic Inquiry*, 42, 27–40.
- Rioja, F., & Valev, N. (2004b). "Does one size fit all?: A reexamination of the finance and growth relationship". *Journal of Development Economics*, 74 (2), 429–447.
- Robinson, J. (1952). *The Rate of Interest and Other Essays*. MacMillan, London. Chapter "The generalization of the general theory".
- Romer, P. (1990). "Human capital and growth: Theory and evidence". *Carnegie – Rochester Conference Series on Public Policy*, 32, fv. 251-286. Rochester.
- Rousseau, P., & Wachtel, P. (1998). "Financial intermediation and economic performance: Historical evidence from five industrial countries". *Journal of Money, Credit and Banking*, 30, 657–678.

Rousseau, P., & Wachtel, P. (2000). "Equity markets and growth: cross-country evidence on timing and outcomes, 1980–1995". *Journal of Business and Finance*, 24, 1933–1957.

Rousseau, P., & Wachtel, P. (2002). "Inflation thresholds and the finance-growth nexus". *Journal of International Money and Finance*.

Saint-Paul, G. (1992). "Technological choice, financial markets and economic development". *European Economic Review*, 36, 763–781.

Samargandi, N., Fidrmuc, J., & Ghosh, A. S. (a.d.). Is the Relationship between Financial Development and Economic Growth Monotonic for Middle Income Countries?.

Schumpeter, J. A. (1912). "Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Dunker & Humblot",. *The Theory of Economic Development, 1912, translated by R. Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.*

Serres, A. d., Kobayakawa, S., Sløk, T., & Vartia, L. (2006). Regulation of Financial Systems and Economic Growth. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=965693>, 506.

Shan, J., & Morris, A. (2002). "Does Financial Development 'lead' Economic Growth?". *International Review of Applied Economics*, 16 (2), 153-168.

Sharma, S. (2007). Financial Development and Innovation in Small Firms. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1014510>, 4350.

Shaw, E. (1973). "Financial Deepening in Economic Development".

Shijaku, G., & Kalluci, I. (2013). Determinants of bank credit to the private sector: The case of Albania. 09 (48).

Shingjergji, A. (2014). Ndikimi i faktorëve makroekonomikë dhe bankar në nivelin e kredive me probleme në sistemin bankar shqiptar". *Temë Disertacioni*.

Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). "Large shareholders and corporate control". *Journal of Political Economy*, 94, 461–488.

Shqipërisë, B. e. (a.d.). *bankofalbania.org*. Gjetur në https://www.bankofalbania.org/web/Raporti_i_Stabilitetit_Financiar_3433_1.php

Shqipërisë, B. e. (a.d.). Gjetur në Bankofalbania.org: https://www.bankofalbania.org/web/Raporti_Vjetor_i_Mbikeqyrjes_2614_1.php

Shqipërisë, B. e. (a.d.). *Raporti Vjetor i Bankës së Shqipërisë*. Gjetur në https://www.bankofalbania.org/web/Raporti_Vjetor_2611_1.php

Sikorsky, M. T. (1996). "Financial Liberalization in Developing Countries".

Simwaka, K., Munthali, T., Chiumia, A., & Kabango, G. (2012). "Financial development and economic growth in Malawi: an empirical analysis". 7 (3).

- Singh, A. (1997). "Financial liberalization, stock markets, and economic development". *The Economic Journal*, 107, 771–782.
- Sirri, E. R., & Tufano, P. (1995). "The Economics of Pooling". *The Global Financial System: A Functional Approach*, Eds: D. B. Crane, et al., Boston, MA, 81-128.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London: W. Stahan & T. Cadell.
- Statistikave, I. i. (a.d.). Gjetur në <http://www.instat.gov.al/al/home.aspx>
- Statistikave, I. i. (a.d.). Gjetur në <http://www.instat.gov.al/al/themes/llogarit%C3%AB-kombetare.aspx?tab=tabs-5>
- Stulz, R. M. (1999). "Financial Structure, Corporate Finance, and Economic Growth".
- Sucre Reyes, M. A. (2014). Finance, growth and social fairness: Evidence for Latin America and Bolivia. *Center for Economic Research*.
- Sunde, T. (2011). Financial sector development and economic growth in Namibia. *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences*, 1(2), 76-80.
- Sussman, O. (1993). "A Theory of Financial Development". n: *Finance and Development: Issues and Experience*, Ed: A. Giovannini, 2, 9-64.
- Tadesse, S. (2005). "Financial development and technology". 749.
- Tchantchane, A., Rodrigues, G., & Fortes, P. C. (2013). "An Empirical Study of the Impact of Remittance, Educational Expenditure and Investment on Growth in the Philippines". *Applied Econometrics and International Development*, 13 (1), 173-186.
- Thangavelu, S. & Beng, J. (2004). Financial development and economic growth in Australia: An empirical analysis. *Empirical Economics*, 29(2), 247-60.
- Thorsten, B., & Levine, R. (2000). "New firm formation and industry growth: Does having a market-based or bank-based system matter?". *University of Minnesota, Carlson School of Management*.
- Ünalms, D. (2002). 'The causality between financial sector development and economic growth : the case of Turkey',. *Research Department Working Papers of the Central Bank of Turkey*.
- Valev, N. (2008). Financial development and economic growth in Bulgaria. Working paper, Georgia State University.
- Vaona, A. (2008). Regional evidence on financial development, finance term structure and growth. *Empirical economics: A quarterly journal of the Institute for Advanced Studies*, 34(1), 185-202. [1]
[2]
[3]
[4]
[5]
[6]
[7]
[8]
[9]
[10]
[11]
[12]
[13]
[14]
[15]
[16]
[17]
[18]
[19]
[20]
[21]
[22]
[23]
[24]
[25]
[26]
[27]
[28]
[29]
[30]
[31]
[32]
[33]
[34]
[35]
[36]
[37]
[38]
[39]
[40]
[41]
[42]
[43]
[44]
[45]
[46]
[47]
[48]
[49]
[50]
[51]
[52]
[53]
[54]
[55]
[56]
[57]
[58]
[59]
[60]
[61]
[62]
[63]
[64]
[65]
[66]
[67]
[68]
[69]
[70]
[71]
[72]
[73]
[74]
[75]
[76]
[77]
[78]
[79]
[80]
[81]
[82]
[83]
[84]
[85]
[86]
[87]
[88]
[89]
[90]
[91]
[92]
[93]
[94]
[95]
[96]
[97]
[98]
[99]
[100]
- Vazakidis, A., & Adamopoulos, A. (2011). Financial Development and Economic Growth: An Empirical Analysis for the UK. *European Research Studies*, XIV (2).

Vika, I., & Luci, E. (2011). Ekuilibri i kursit real të këmbimit lekë- euro: Sa i shmangur është ai? *Buletini i Bankës së Shqipërisë*.

Waqabaca, C. (2004). "Financial Development and Economic Growth in Fiji".

Waqabaca, C. (2004). *Financial development and economic growth in Fiji*. Working paper 2004/03, Economics, Department Reserve Bank of Fiji.

Warman, F., & Thirlwall, A. P. (1994). "Interest Rate, Savings, Investment and Growth in Mexico 1960-90: Tests of Financial Liberalisation Hypothesis". *Journal of Development Studies*, 30 (3), 629-649.

Warman, F., & Thirlwall, A. P. (1994). "Interest Rate, Savings, Investment and Growth in Mexico 1960-90: Tests of Financial Liberalisation Hypothesis",. *Journal of Development Studies*, 30 (3), 629-649.

Watson, C. M. (1993). "Financial Liberalization and the Economic Adjustment Process". *Development Studies Working Papers, No 61, QEH*.

Weinstein, D., & Yafeh, Y. (1998). "On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan".. *Journal of Finance*, 53, 635–672.

Wenger, E., & Kaserer, C. (1998). "The German system of corporate governance: A model which should not be imitated". 41–78.

Wurgler, J. (2000). "Financial Markets and the Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics*.

Xu, Z. (2000). "Financial development, investment, and economic growth. *Economic Inquiry*". 38 (2), 331–344.

Y.K., A.-Y. (2002). "Financial development and economic growth another look at the evidence from developing countries", *Review of Financial Economics*, 11, 131-150.

Yang, Y. & Hoon, M. (2008). Does financial development cause economic growth? Implications for policy in Korea. *Journal of Policy Modeling*, 30(5), 827-840.

Zaman, K., Z. Izhar, M. K., & Ahmad, M. (2012). "The relationship between financial indicators and human development in Pakistan. *Economic Modeling*", 29, 1515-1523.

Zhang, J., Wang, L. & Wang, S. (2012). Financial development and economic growth: Recent evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, 40, 393–412.

Zilibotti, & Acemoğlu. (1997). Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth". *Journal of Political Economy* (105), 709–775.

Zizi, A. (2014). "Ndikimi i investimeve të huaja direkte në rritjen ekonomike dhe faktorët nxitës në përthithjen e tyre: Rasti i Shqipërisë, Durrës". *Dizertacioni i Doktoraturës*.

APENDIKS A

Shpjegimi i Variabëlave të përdorur:

- LogY=LogVSHB (milion lek): Logaritmi i Vlerës Bruto të Shtuar, me çmime bazë, në milion lekë, vlerë e marrë nga INSTAT.
- Kredia bankare dhënë sektorit privat: Burimet financiare të dhëna sektorit privat nga bankat vendase te parasë si përqindje e PBB-së. Bankat vendase te parasë përfshijnë bankat tregtare dhe institucionet e tjera financiare që pranojnë depozita të transferueshme, të tilla si depozita pa afat. Kredia private nga bankat depozituese dhe institucionet e tjera financiare (FMN, BB dhe Statistikat Financiare Ndërkombëtare).
- Detyrimet likuide: Detyrimet likuide janë të njohura edhe si paraja e gjerë. Ajo përbën shumë n e monedhës dhe depozitave në bankën qendrore (M0), plus depozitat e transferueshme dhe monedhë n elektronike (M1), plus depozitat me afat dhe të kursimit, depozitat e transferueshme ne monedhe te huaj, certifikatat e depozitave, dhe letrave me vlerë te marrëveshjeve te riblerjes (M2), plus çeqet e udhëtarëve, depozita me afat në valutë, letrat tregtare, dhe aksionet e fondeve të përbashkëta ose fondeve te tregut të mbajtura nga banorët (FMN, BB dhe Statistikat Financiare Ndërkombëtare).
- Depozitat bankare: Monedhë plus detyrime pa afat dhe me afat te bankave dhe ndërmjetësve financiare jo banka.
- Aktivet e bankave pjesëtuar me totalin e aktiveve të bankave tregtare dhe aktivet e bankës qendrore: Rëndësia e këtij Variabli është që bankat kanë shumë herë më shumë gjasa në identifikimin e investimeve fitimprurëse, monitorimit të menaxherëve, menaxhimin e lehtësuar të rrezikut dhe mobilizimin e kursimeve se sa mund ta bëje banka qendrore
- Kredija jo e mbarë (NPL): Raporti i kredive te pashlyera (pagesat e interesit dhe kapitalit të vonuara mbi 90 ditë apo më shumë) ndaj totalit të kredive bruto (vlera e përgjithshme e portofolit të kredisë). Shuma e kredisë regjistruar si jo-performuese përfshin vlerën bruto të kredisë, siç është e regjistruar në bilanc, jo vetëm shumën që rezultoi e pakthyeshme. (Fondi Monetar Ndërkombëtar, Raporti Global i Stabilitetit Financiar).

APENDIKS B

TESTI RRËNJËS NJËSI

TESTI ADF-SË

Për Y

ADF Test Statistic	-3.707452	1% Critical Value*	-3.5682
		5% Critical Value	-2.9215
		10% Critical Value	-2.5983

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(Y)

Method: Least Squares

Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-0.701542	0.189225	-3.707452	0.0006
D(Y(-1))	-0.184931	0.144472	-1.280052	0.2069
C	1.175002	0.483609	2.429653	0.0191
R-squared	0.452212	Mean dependent var		-0.076995
Adjusted R-squared	0.428395	S.D. dependent var		3.129879
S.E. of regression	2.366331	Akaike info criterion		4.619828
Sum squared resid	257.5780	Schwarz criterion		4.735654
Log likelihood	-110.1858	F-statistic		18.98706
Durbin-Watson stat	2.087373	Prob(F-statistic)		0.000001

Seria Y është stacionare, -3.7<-2.92, bile <-3.568

X1

ADF Test Statistic	-6.249767	1% Critical Value*	-3.5713
		5% Critical Value	-2.9228
		10% Critical Value	-2.5990

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(X1,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003:3 2015:2

Included observations: 48 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X1(-1))	-1.664849	0.266386	-6.249767	0.0000
D(X1(-1),2)	0.133943	0.154641	0.866155	0.3910
C	0.441740	0.505814	0.873323	0.3871
R-squared	0.725688	Mean dependent var		-0.126498
Adjusted R-squared	0.713496	S.D. dependent var		6.436035
S.E. of regression	3.444954	Akaike info criterion		5.372159
Sum squared resid	534.0467	Schwarz criterion		5.489109
Log likelihood	-125.9318	F-statistic		59.52342
Durbin-Watson stat	2.040568	Prob(F-statistic)		0.000000

Seria X1 është jostacionare, kurse D(X1) është stacionare

X2

ADF Test Statistic	-6.719860	1% Critical Value*	-3.5713
		5% Critical Value	-2.9228
		10% Critical Value	-2.5990

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(X2,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003:3 2015:2

Included observations: 48 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X2(-1))	-1.750946	0.260563	-6.719860	0.0000
D(X2(-1),2)	0.210125	0.152450	1.378321	0.1749
C	0.681197	0.633164	1.075862	0.2877
R-squared	0.720736	Mean dependent var		-0.152583
Adjusted R-squared	0.708324	S.D. dependent var		7.962781
S.E. of regression	4.300461	Akaike info criterion		5.815783
Sum squared resid	832.2284	Schwarz criterion		5.932733
Log likelihood	-136.5788	F-statistic		58.06890
Durbin-Watson stat	2.106380	Prob(F-statistic)		0.000000

Seria X2 është jostacionare, kurse D(X2) është stacionare

X3

ADF Test Statistic	-2.799310	1% Critical Value*	-3.5682
		5% Critical Value	-2.9215
		10% Critical Value	-2.5983

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(X3)
Method: Least Squares
Sample(adjusted): 2003:2 2015:2
Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X3(-1)	-0.307347	0.109794	-2.799310	0.0075
D(X3(-1))	0.113746	0.147312	0.772144	0.4440
C	28.34127	10.11825	2.801005	0.0074
R-squared	0.147136	Mean dependent var		0.030837
Adjusted R-squared	0.110055	S.D. dependent var		2.503528
S.E. of regression	2.361751	Akaike info criterion		4.615953
Sum squared resid	256.5818	Schwarz criterion		4.731779
Log likelihood	-110.0909	F-statistic		3.967967
Durbin-Watson stat	1.978311	Prob(F-statistic)		0.025718

Seria X3 është stacionare

X4

ADF Test Statistic	-8.491030	1% Critical Value*	-3.5713
		5% Critical Value	-2.9228
		10% Critical Value	-2.5990

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(X4,2)
Method: Least Squares
Sample(adjusted): 2003:3 2015:2
Included observations: 48 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X4(-1))	-1.975330	0.232637	-8.491030	0.0000
D(X4(-1),2)	0.372974	0.137285	2.716783	0.0093
C	0.556513	1.137059	0.489432	0.6269
R-squared	0.760303	Mean dependent var		0.022433
Adjusted R-squared	0.749649	S.D. dependent var		15.72376
S.E. of regression	7.867393	Akaike info criterion		7.023792
Sum squared resid	2785.314	Schwarz criterion		7.140742
Log likelihood	-165.5710	F-statistic		71.36835
Durbin-Watson stat	2.235778	Prob(F-statistic)		0.000000

Seria X4 është jostacionare, kurse D(X4) është stacionare

X5

ADF Test Statistic	-7.873785	1% Critical Value*	-3.5713
		5% Critical Value	-2.9228
		10% Critical Value	-2.5990

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(X5,2)
Method: Least Squares
Sample(adjusted): 2003:3 2015:2
Included observations: 48 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X5(-1))	-1.936980	0.246004	-7.873785	0.0000
D(X5(-1),2)	0.300334	0.142490	2.107750	0.0407
C	0.560934	1.289435	0.435023	0.6656
R-squared	0.767219	Mean dependent var		-0.077269
Adjusted R-squared	0.756873	S.D. dependent var		18.08148
S.E. of regression	8.915603	Akaike info criterion		7.273944
Sum squared resid	3576.959	Schwarz criterion		7.390894
Log likelihood	-171.5747	F-statistic		74.15720
Durbin-Watson stat	2.175701	Prob(F-statistic)		0.000000

Seria X5 është jostacionare, kurse D(X5) është stacionare

X6

ADF Test Statistic	-4.813276	1% Critical Value*	-3.5713
		5% Critical Value	-2.9228
		10% Critical Value	-2.5990

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(X6,2)
Method: Least Squares
Sample(adjusted): 2003:3 2015:2

Included observations: 48 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X6(-1))	-1.051281	0.218413	-4.813276	0.0000
D(X6(-1),2)	-0.021557	0.148819	-0.144850	0.8855
C	0.628972	10.92239	0.057586	0.9543
R-squared	0.537628	Mean dependent var		0.258612
Adjusted R-squared	0.517078	S.D. dependent var		108.8826
S.E. of regression	75.66538	Akaike info criterion		11.55098
Sum squared resid	257636.2	Schwarz criterion		11.66793
Log likelihood	-274.2235	F-statistic		26.16207
Durbin-Watson stat	1.991859	Prob(F-statistic)		0.000000

Seria X6 është jostacionare, kurse D(X6) është stacionare

X7

ADF Test Statistic	-3.778250	1% Critical Value*	-3.5682
		5% Critical Value	-2.9215
		10% Critical Value	-2.5983

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(X7)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003:2 2015:2

Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X7(-1)	-0.788594	0.208719	-3.778250	0.0005
D(X7(-1))	-0.087330	0.155040	-0.563273	0.5760
C	17.12461	4.617176	3.708893	0.0006
R-squared	0.420825	Mean dependent var		-0.110186
Adjusted R-squared	0.395643	S.D. dependent var		5.621302
S.E. of regression	4.370022	Akaike info criterion		5.846683
Sum squared resid	878.4661	Schwarz criterion		5.962509
Log likelihood	-140.2437	F-statistic		16.71164
Durbin-Watson stat	1.948249	Prob(F-statistic)		0.000004

Seria X7 është stacionare

Q1

ADF Test Statistic	-6.365922	1% Critical Value*	-3.5745
		5% Critical Value	-2.9241

10% Critical Value

-2.5997

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(Q1,3)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003:4 2015:2

Included observations: 47 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(Q1(-1),2)	-1.588599	0.249547	-6.365922	0.0000
D(Q1(-1),3)	0.128329	0.126830	1.011826	0.3172
C	-0.026386	0.062867	-0.419711	0.6767
R-squared	0.668921	Mean dependent var		-0.044043
Adjusted R-squared	0.653872	S.D. dependent var		0.730734
S.E. of regression	0.429910	Akaike info criterion		1.211222
Sum squared resid	8.132209	Schwarz criterion		1.329316
Log likelihood	-25.46371	F-statistic		44.44936
Durbin-Watson stat	1.852307	Prob(F-statistic)		0.000000

Seria Q1 është jostacionare, kurse D(Q1,2) është stacionare

Q2

ADF Test Statistic	-3.605977	1% Critical Value*	-3.5682
		5% Critical Value	-2.9215
		10% Critical Value	-2.5983

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(Q2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003:2 2015:2

Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Q2(-1)	-0.619013	0.171663	-3.605977	0.0008
D(Q2(-1))	-0.192294	0.140985	-1.363926	0.1792
C	27.57153	8.035297	3.431301	0.0013
R-squared	0.412558	Mean dependent var		0.938735
Adjusted R-squared	0.387017	S.D. dependent var		30.65919
S.E. of regression	24.00407	Akaike info criterion		9.253593
Sum squared resid	26504.98	Schwarz criterion		9.369419
Log likelihood	-223.7130	F-statistic		16.15282
Durbin-Watson stat	2.070614	Prob(F-statistic)		0.000005

Seria Q2 është stacionare

Z1

ADF Test Statistic	-6.214583	1% Critical Value*	-3.5713
		5% Critical Value	-2.9228
		10% Critical Value	-2.5990

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(Z1,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003:3 2015:2

Included observations: 48 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(Z1(-1))	-1.389076	0.223519	-6.214583	0.0000
D(Z1(-1),2)	0.230410	0.159094	1.448266	0.1545
C	-0.002055	0.046799	-0.043906	0.9652
R-squared	0.583844	Mean dependent var		-0.022292
Adjusted R-squared	0.565349	S.D. dependent var		0.490867
S.E. of regression	0.323619	Akaike info criterion		0.641961
Sum squared resid	4.712815	Schwarz criterion		0.758911
Log likelihood	-12.40707	F-statistic		31.56632
Durbin-Watson stat	2.041214	Prob(F-statistic)		0.000000

Seria Z1 jostacionare, D(Z1) stacionare

Z2

ADF Test Statistic	-6.252012	1% Critical Value*	-3.5713
		5% Critical Value	-2.9228
		10% Critical Value	-2.5990

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(Z2,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003:3 2015:2

Included observations: 48 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(Z2(-1))	-1.351838	0.216224	-6.252012	0.0000
D(Z2(-1),2)	0.230163	0.151641	1.517818	0.1361
C	-0.180268	0.551741	-0.326726	0.7454
R-squared	0.579414	Mean dependent var		-0.273542
Adjusted R-squared	0.560721	S.D. dependent var		5.758364
S.E. of regression	3.816535	Akaike info criterion		5.577024
Sum squared resid	655.4672	Schwarz criterion		5.693974
Log likelihood	-130.8486	F-statistic		30.99679
Durbin-Watson stat	2.028900	Prob(F-statistic)		0.000000

Seria D(Z2) stacionare

W1

ADF Test Statistic	-6.919183	1% Critical Value*	-3.5745
		5% Critical Value	-2.9241
		10% Critical Value	-2.5997

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(W1,3)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003:4 2015:2

Included observations: 47 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(W1(-1),2)	-1.941110	0.280540	-6.919183	0.0000
D(W1(-1),3)	0.175932	0.154846	1.136169	0.2620
C	0.058834	0.137201	0.428814	0.6702
R-squared	0.833004	Mean dependent var		0.021277
Adjusted R-squared	0.825413	S.D. dependent var		2.250501
S.E. of regression	0.940340	Akaike info criterion		2.776551
Sum squared resid	38.90651	Schwarz criterion		2.894645
Log likelihood	-62.24894	F-statistic		109.7397
Durbin-Watson stat	2.059281	Prob(F-statistic)		0.000000

Seria D(W1,2) stacionare

W2

ADF Test Statistic	-4.164545	1% Critical Value*	-3.5682
		5% Critical Value	-2.9215
		10% Critical Value	-2.5983

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(W2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003:2 2015:2

Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
W2(-1)	-0.067232	0.016144	-4.164545	0.0001
D(W2(-1))	-0.010803	0.139304	-0.077550	0.9385
C	0.008661	0.002883	3.004486	0.0043
R-squared	0.307032	Mean dependent var		-0.003469
Adjusted R-squared	0.276903	S.D. dependent var		0.006938
S.E. of regression	0.005899	Akaike info criterion		-7.368686
Sum squared resid	0.001601	Schwarz criterion		-7.252860
Log likelihood	183.5328	F-statistic		10.19058
Durbin-Watson stat	1.963725	Prob(F-statistic)		0.000217

Seria W2 stacionare

W3

ADF Test Statistic	-8.434940	1% Critical Value*	-3.5682
		5% Critical Value	-2.9215
		10% Critical Value	-2.5983

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(W3)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003:2 2015:2

Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
W3(-1)	-1.701247	0.201690	-8.434940	0.0000
D(W3(-1))	0.458634	0.133015	3.448000	0.0012
C	0.245027	0.089805	2.728438	0.0090
R-squared	0.661106	Mean dependent var		-0.037414
Adjusted R-squared	0.646371	S.D. dependent var		0.978636
S.E. of regression	0.581963	Akaike info criterion		1.814449
Sum squared resid	15.57930	Schwarz criterion		1.930275
Log likelihood	-41.45400	F-statistic		44.86775
Durbin-Watson stat	2.118368	Prob(F-statistic)		0.000000

Seria W3 stacionare

ADF Test Statistic	-7.249933	1% Critical Value*	-3.5713
		5% Critical Value	-2.9228
		10% Critical Value	-2.5990

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(W4,2)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003:3 2015:2

Included observations: 48 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(W4(-1))	-1.913936	0.263994	-7.249933	0.0000
D(W4(-1),2)	0.209637	0.148196	1.414592	0.1641
C	0.358950	0.763517	0.470126	0.6405
R-squared	0.796095	Mean dependent var		-0.114906
Adjusted R-squared	0.787033	S.D. dependent var		11.42022
S.E. of regression	5.270248	Akaike info criterion		6.222493
Sum squared resid	1249.898	Schwarz criterion		6.339443
Log likelihood	-146.3398	F-statistic		87.84553
Durbin-Watson stat	2.077723	Prob(F-statistic)		0.000000

Seria D(W4) stacionare

Equation: UNTITLED

Specification: LOG(PBB) LOG(PBB(-1)) LOG(PBB(-2)) Z1 Z1(-1) Z1(-2)

X7 X7(-1) X5 X5(-1) X5(-2) X4 X4(-1) X4(-2) X2 X2(-1) X2(-2) X1 X1(-1)

X1(-2) W3 W3(-1) W3(-2) LOG(W2) LOG(W2(-1)) LOG(W2(-2)) W1 W1(-

-1) W1(-2) Q1 Q1(-1) X3 X3(-1) X3(-2) Q2 Q2(-1) Q2(-2) DUMDUM(-1)

DUM(-2) W4 W4(-1) C

Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.586774	6	0.5787
F-statistic	0.344304	(1, 6)	0.5787

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	5.98E-05	1	5.98E-05
Restricted SSR	0.001102	7	0.000157
Unrestricted SSR	0.001042	6	0.000174

TESTET E STACIONARITETIT TE PP-Së DHE KPSS

Log y2

Null Hypothesis: LOGY2 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.193457	0.6703
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	1.026507
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.026507

Null Hypothesis: D(LOGY2) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.113761	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.571310	
5% level	-2.922449	
10% level	-2.599224	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	1.077022
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.076084

Null Hypothesis: LOGY2 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.791632
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	13.23881
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	69.85848

Null Hypothesis: D(LOGY2) is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.094181
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	1.056968
-----------------------------------	----------

HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.992079
--	----------

x1

Null Hypothesis: X1 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 49 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.839756	0.3575
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.001194
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000437

Null Hypothesis: D(X1) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 48 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-13.10219	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.571310	
5% level	-2.922449	
10% level	-2.599224	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.001105
-----------------------------------	----------

HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000487
--	----------

Null Hypothesis: X1 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.786207
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.005162
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.025426

Null Hypothesis: D(X1) is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 15 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.311841
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.001312
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000441

x2

Null Hypothesis: X2 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth h: 49 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.690423	0.4298
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.001970
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000660

Null Hypothesis: D(X2) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth h: 48 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-13.17067	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.571310	
5% level	-2.922449	
10% level	-2.599224	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.001767
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000818

Null Hypothesis: X2 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.818128
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.010128
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.051521

KPSS Test Equation

Null Hypothesis: D(X2) is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 16 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.291204
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000

	10% level	0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)		
Residual variance (no correction)		0.002135
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.000787

x3

Null Hypothesis: X3 has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.916084	0.0506
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000522
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000603

Phillips-Perron Test Equation

Null Hypothesis: D(X3) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 22 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-9.144487	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.571310	
5% level	-2.922449	
10% level	-2.599224	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000615
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000147

Null Hypothesis: X3 is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.243799
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.001068
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.003805

Null Hypothesis: D(X3) is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 21 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.183945
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.000604
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000141

X4

Null Hypothesis: X4 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.866643	0.0044
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.006164
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.005617

Null Hypothesis: X4 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.745805
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.008312
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.028042

Null Hypothesis: D(X4) is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 22 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.233597
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.008177
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000718

x5

Null Hypothesis: X5 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 15 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.747119	0.4019
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000926
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000630

Null Hypothesis: D(X5) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-12.75397	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.571310	
5% level	-2.922449	
10% level	-2.599224	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000757
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000579

Null Hypothesis: X5 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.819936
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.005304
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.027353

Null Hypothesis: D(X5) is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 32 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.322802
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.000996
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000279

x6

Null Hypothesis: X6 has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth h: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.115206	0.2398
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.479930
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.547222

Null Hypothesis: D(X6) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth h: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.400157	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.571310	
5% level	-2.922449	
10% level	-2.599224	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.526312
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.536609

Null Hypothesis: X6 is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.329350
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	1.767040
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	7.661892

Null Hypothesis: D(X6) is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.118686
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.520008
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.476974

x7

Null Hypothesis: X7 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.837203	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.001784
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.001837

Null Hypothesis: X7 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.316100
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.001780
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.002317

q1

Null Hypothesis: Q1 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.080697	0.9611
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.283256
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.539203

Null Hypothesis: D(Q1) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.359182	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.571310	
5% level	-2.922449	
10% level	-2.599224	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.220594
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.354174

Null Hypothesis: Q1 is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.724782
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	14.14022
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	76.17647

Null Hypothesis: D(Q1) is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.283741
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.285180
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.573068

Q2

Null Hypothesis: Q2 has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.372154	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.056679
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.059210

Null Hypothesis: Q2 is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.824190
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.061847
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.119163

Null Hypothesis: D(Q2) is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth h: 49 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.500000
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.090361
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.002138

z1

Null Hypothesis: Z1 has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth h: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.080697	0.9611
Test critical values:		
1% level	-3.568308	

5% level -2.921175
10% level -2.598551

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.283256
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.539203

Null Hypothesis: D(Z1) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.359182	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.571310	
5% level	-2.922449	
10% level	-2.599224	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.220594
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.354174

Null Hypothesis: Z1 is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.724782
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000

5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	14.14022
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	76.17647

Null Hypothesis: D(Z1) is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.283741
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.285180
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.573068

z2

Null Hypothesis: Z2 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Adj. t-Stat Prob.*

Phillips-Perron test statistic	-5.372154	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.568308
	5% level	-2.921175
	10% level	-2.598551

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.056679
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.059210

Null Hypothesis: Z2 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.824190
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.061847
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.119163

Null Hypothesis: D(Z2) is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 49 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

LM-Stat.

Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic			0.500000
Asymptotic critical values*:	1% level		0.739000
	5% level		0.463000
	10% level		0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.090361
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.002138

w1

Null Hypothesis: W1 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.625882	0.0946
Test critical values:	1% level	-3.568308
	5% level	-2.921175
	10% level	-2.598551

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.660909
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.729492

Null Hypothesis: D(W1) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-6.686549	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.571310
	5% level	-2.922449
	10% level	-2.599224

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.765764
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.988109

Null Hypothesis: W1 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.708559
Asymptotic critical values*:	1% level	0.739000
	5% level	0.463000
	10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	29.44483
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	155.0591

KPSS Test Equation

Null Hypothesis: D(W1) is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.645983
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)	
Residual variance (no correction)	0.761600
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.025760

Null Hypothesis: D(W1,2) is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 16 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.181674
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)	
Residual variance (no correction)	1.467722
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.090766

logw2

Null Hypothesis: LOGW2 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.783068	0.0679
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000969
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.001363

Null Hypothesis: D(LOGW2) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.968810	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.571310	
5% level	-2.922449	
10% level	-2.599224	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.001155
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.001822

Phillips-Perron Test Equation

Null Hypothesis: LOGW2 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.768448
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)	
Residual variance (no correction)	0.080485
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.425428

Null Hypothesis: D(LOGW2) is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.584471
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)	
Residual variance (no correction)	0.001168
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.002472

w3

Null Hypothesis: W3 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 33 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-9.912589	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.402075
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.115736

Null Hypothesis: W3 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 21 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.167520
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.417217
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.124240

w4

Null Hypothesis: W4 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.986154	0.0431
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.003189
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.002138

Null Hypothesis: W4 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.554792
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000

10% level

0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.005590
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.022632

dum

Null Hypothesis: DUM has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.444479	0.5531
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.038390
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.039843

Null Hypothesis: D(DUM) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
--	-------------	--------

Phillips-Perron test statistic	-6.855655	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.571310
	5% level	-2.922449
	10% level	-2.599224

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.040816
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.040816

Null Hypothesis: DUM is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth h: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.482834
Asymptotic critical values*:	1% level
	5% level
	10% level

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.247597
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.210299

Null Hypothesis: D(DUM) is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth h: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
--	----------

Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.230000
Asymptotic critical values*:	1% level
	5% level
	10% level

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.040000
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.040000

GRANGER TEST

dlogy2 dx1 dx2 dx3 x4 dx5 dx6 x7 dz1 z2 dq1 q2 dw1 dlogw2 w3 w4 ddum

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 04/13/16 Time: 22:38

Sample: 2002Q4 2015Q2

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLOGW2 does not Granger Cause DDUM	48	0.93906	0.3989
DDUM does not Granger Cause DLOGW2		0.00000	1.0000
DLOGY2 does not Granger Cause DDUM	48	18.2161	2.E-06
DDUM does not Granger Cause DLOGY2		0.00919	0.9909
DQ1 does not Granger Cause DDUM	48	0.65959	0.5222
DDUM does not Granger Cause DQ1		1.25551	0.2952
DW1 does not Granger Cause DDUM	48	3.67033	0.0338
DDUM does not Granger Cause DW1		3.17568	0.0517
DX1 does not Granger Cause DDUM	48	0.08758	0.9163
DDUM does not Granger Cause DX1		0.15503	0.8569

DX2 does not Granger Cause DDUM	48	0.02322	0.9771
DDUM does not Granger Cause DX2		0.37348	0.6905
DX3 does not Granger Cause DDUM	48	0.45216	0.6392
DDUM does not Granger Cause DX3		1.80136	0.1773
DX5 does not Granger Cause DDUM	48	0.05138	0.9500
DDUM does not Granger Cause DX5		0.12665	0.8814
DX6 does not Granger Cause DDUM	48	0.00022	0.9998
DDUM does not Granger Cause DX6		3.9E-05	1.0000
DZ1 does not Granger Cause DDUM	48	0.65959	0.5222
DDUM does not Granger Cause DZ1		1.25551	0.2952
X4 does not Granger Cause DDUM	48	0.91548	0.4080
DDUM does not Granger Cause X4		0.94932	0.3950
X7 does not Granger Cause DDUM	48	1.08382	0.3474
DDUM does not Granger Cause X7		0.85725	0.4315
Q2 does not Granger Cause DDUM	48	0.13852	0.8710
DDUM does not Granger Cause Q2		0.16961	0.8446
Z2 does not Granger Cause DDUM	48	0.13852	0.8710
DDUM does not Granger Cause Z2		0.16961	0.8446
W3 does not Granger Cause DDUM	48	1.38558	0.2611
DDUM does not Granger Cause W3		0.01284	0.9872
W4 does not Granger Cause DDUM	48	0.18699	0.8301
DDUM does not Granger Cause W4		0.36002	0.6997
DLOGY2 does not Granger Cause DLOGW2	48	0.43400	0.6507
DLOGW2 does not Granger Cause DLOGY2		0.18381	0.8327
DQ1 does not Granger Cause DLOGW2	48	0.77286	0.4680
DLOGW2 does not Granger Cause DQ1		0.19801	0.8211
DW1 does not Granger Cause DLOGW2	48	1.21116	0.3078

DLOGW2 does not Granger Cause DW1		4.73004	0.0139
DX1 does not Granger Cause DLOGW2	48	0.21698	0.8058
DLOGW2 does not Granger Cause DX1		0.08708	0.9168
DX2 does not Granger Cause DLOGW2	48	0.23152	0.7943
DLOGW2 does not Granger Cause DX2		0.17664	0.8387
DX3 does not Granger Cause DLOGW2	48	0.09759	0.9072
DLOGW2 does not Granger Cause DX3		0.23634	0.7905
DX5 does not Granger Cause DLOGW2	48	0.72548	0.4899
DLOGW2 does not Granger Cause DX5		0.12138	0.8860
DX6 does not Granger Cause DLOGW2	48	1.59533	0.2146
DLOGW2 does not Granger Cause DX6		0.18367	0.8329
DZ1 does not Granger Cause DLOGW2	48	0.77286	0.4680
DLOGW2 does not Granger Cause DZ1		0.19801	0.8211
X4 does not Granger Cause DLOGW2	48	2.20408	0.1227
DLOGW2 does not Granger Cause X4		1.26432	0.2927
X7 does not Granger Cause DLOGW2	48	0.50784	0.6054
DLOGW2 does not Granger Cause X7		0.00833	0.9917
Q2 does not Granger Cause DLOGW2	48	1.59350	0.2150
DLOGW2 does not Granger Cause Q2		2.26909	0.1157
Z2 does not Granger Cause DLOGW2	48	1.59350	0.2150
DLOGW2 does not Granger Cause Z2		2.26909	0.1157
W3 does not Granger Cause DLOGW2	48	0.49439	0.6134
DLOGW2 does not Granger Cause W3		0.23062	0.7950
W4 does not Granger Cause DLOGW2	48	2.59950	0.0860
DLOGW2 does not Granger Cause W4		1.35395	0.2690
DQ1 does not Granger Cause DLOGY2	48	0.19695	0.8220
DLOGY2 does not Granger Cause DQ1		0.28240	0.7554

DW1 does not Granger Cause DLOGY2	48	0.67437	0.5148
DLOGY2 does not Granger Cause DW1		1.68665	0.1972
DX1 does not Granger Cause DLOGY2	48	0.09127	0.9130
DLOGY2 does not Granger Cause DX1		0.29652	0.7449
DX2 does not Granger Cause DLOGY2	48	0.17503	0.8400
DLOGY2 does not Granger Cause DX2		0.10292	0.9024
DX3 does not Granger Cause DLOGY2	48	0.32485	0.7244
DLOGY2 does not Granger Cause DX3		1.06759	0.3528
DX5 does not Granger Cause DLOGY2	48	0.07159	0.9310
DLOGY2 does not Granger Cause DX5		1.13826	0.3298
DX6 does not Granger Cause DLOGY2	48	9.57936	0.0004
DLOGY2 does not Granger Cause DX6		0.58516	0.5614
DZ1 does not Granger Cause DLOGY2	48	0.19695	0.8220
DLOGY2 does not Granger Cause DZ1		0.28240	0.7554
X4 does not Granger Cause DLOGY2	48	0.09522	0.9094
DLOGY2 does not Granger Cause X4		0.87372	0.4247
X7 does not Granger Cause DLOGY2	48	1.94037	0.1560
DLOGY2 does not Granger Cause X7		0.81331	0.4501
Q2 does not Granger Cause DLOGY2	48	1.87600	0.1655
DLOGY2 does not Granger Cause Q2		0.20146	0.8183
Z2 does not Granger Cause DLOGY2	48	1.87600	0.1655
DLOGY2 does not Granger Cause Z2		0.20146	0.8183
W3 does not Granger Cause DLOGY2	48	0.85001	0.4345
DLOGY2 does not Granger Cause W3		0.67630	0.5138
W4 does not Granger Cause DLOGY2	48	1.21175	0.3076
DLOGY2 does not Granger Cause W4		0.20186	0.8180

DW1 does not Granger Cause DQ1	48	0.83264	0.4418
DQ1 does not Granger Cause DW1		0.55159	0.5801
DX1 does not Granger Cause DQ1	48	1.24535	0.2980
DQ1 does not Granger Cause DX1		0.67578	0.5141
DX2 does not Granger Cause DQ1	48	1.90778	0.1608
DQ1 does not Granger Cause DX2		0.70921	0.4977
DX3 does not Granger Cause DQ1	48	0.43628	0.6493
DQ1 does not Granger Cause DX3		0.05943	0.9424
DX5 does not Granger Cause DQ1	48	0.24823	0.7813
DQ1 does not Granger Cause DX5		0.36287	0.6978
DX6 does not Granger Cause DQ1	48	0.51743	0.5997
DQ1 does not Granger Cause DX6		0.19348	0.8248
DZ1 does not Granger Cause DQ1	48	NA	NA
DQ1 does not Granger Cause DZ1		NA	NA
X4 does not Granger Cause DQ1	48	1.10155	0.3415
DQ1 does not Granger Cause X4		1.44255	0.2475
X7 does not Granger Cause DQ1	48	0.71247	0.4961
DQ1 does not Granger Cause X7		0.33837	0.7148
Q2 does not Granger Cause DQ1	48	0.01204	0.9880
DQ1 does not Granger Cause Q2		1.74995	0.1859
Z2 does not Granger Cause DQ1	48	0.01204	0.9880
DQ1 does not Granger Cause Z2		1.74995	0.1859
W3 does not Granger Cause DQ1	48	0.84946	0.4347
DQ1 does not Granger Cause W3		3.65270	0.0343
W4 does not Granger Cause DQ1	48	2.78784	0.0727
DQ1 does not Granger Cause W4		0.00751	0.9925
DX1 does not Granger Cause DW1	48	0.02928	0.9712

DW1 does not Granger Cause DX1		0.08454	0.9191
DX2 does not Granger Cause DW1	48	0.02321	0.9771
DW1 does not Granger Cause DX2		0.09026	0.9139
DX3 does not Granger Cause DW1	48	0.31164	0.7339
DW1 does not Granger Cause DX3		0.89265	0.4170
DX5 does not Granger Cause DW1	48	0.70302	0.5007
DW1 does not Granger Cause DX5		0.26300	0.7700
DX6 does not Granger Cause DW1	48	2.96800	0.0620
DW1 does not Granger Cause DX6		1.07072	0.3517
DZ1 does not Granger Cause DW1	48	0.55159	0.5801
DW1 does not Granger Cause DZ1		0.83264	0.4418
X4 does not Granger Cause DW1	48	2.47114	0.0964
DW1 does not Granger Cause X4		2.10069	0.1348
X7 does not Granger Cause DW1	48	0.18794	0.8293
DW1 does not Granger Cause X7		0.82266	0.4461
Q2 does not Granger Cause DW1	48	0.40691	0.6682
DW1 does not Granger Cause Q2		4.30290	0.0198
Z2 does not Granger Cause DW1	48	0.40691	0.6682
DW1 does not Granger Cause Z2		4.30290	0.0198
W3 does not Granger Cause DW1	48	0.56521	0.5724
DW1 does not Granger Cause W3		0.26090	0.7716
W4 does not Granger Cause DW1	48	0.93044	0.4022
DW1 does not Granger Cause W4		0.57770	0.5655
DX2 does not Granger Cause DX1	48	5.33898	0.0085
DX1 does not Granger Cause DX2		5.02627	0.0109
DX3 does not Granger Cause DX1	48	0.03034	0.9701
DX1 does not Granger Cause DX3		0.89093	0.4177

DX5 does not Granger Cause DX1	48	0.21977	0.8036
DX1 does not Granger Cause DX5		1.98635	0.1496
DX6 does not Granger Cause DX1	48	0.52158	0.5973
DX1 does not Granger Cause DX6		0.70038	0.5020
DZ1 does not Granger Cause DX1	48	0.67578	0.5141
DX1 does not Granger Cause DZ1		1.24535	0.2980
X4 does not Granger Cause DX1	48	4.60455	0.0154
DX1 does not Granger Cause X4		1.74235	0.1872
X7 does not Granger Cause DX1	48	9.31368	0.0004
DX1 does not Granger Cause X7		0.69747	0.5034
Q2 does not Granger Cause DX1	48	1.68016	0.1983
DX1 does not Granger Cause Q2		0.03020	0.9703
Z2 does not Granger Cause DX1	48	1.68016	0.1983
DX1 does not Granger Cause Z2		0.03020	0.9703
W3 does not Granger Cause DX1	48	5.68435	0.0065
DX1 does not Granger Cause W3		0.32496	0.7243
W4 does not Granger Cause DX1	48	4.88929	0.0122
DX1 does not Granger Cause W4		0.66963	0.5172
DX3 does not Granger Cause DX2	48	0.09034	0.9138
DX2 does not Granger Cause DX3		1.02037	0.3690
DX5 does not Granger Cause DX2	48	0.07421	0.9286
DX2 does not Granger Cause DX5		1.30350	0.2821
DX6 does not Granger Cause DX2	48	0.65964	0.5222
DX2 does not Granger Cause DX6		1.14044	0.3292
DZ1 does not Granger Cause DX2	48	0.70921	0.4977
DX2 does not Granger Cause DZ1		1.90778	0.1608

X4 does not Granger Cause DX2	48	3.78532	0.0306
DX2 does not Granger Cause X4		2.31467	0.1110
X7 does not Granger Cause DX2	48	11.2633	0.0001
DX2 does not Granger Cause X7		0.33958	0.7140
Q2 does not Granger Cause DX2	48	1.50552	0.2334
DX2 does not Granger Cause Q2		0.13995	0.8698
Z2 does not Granger Cause DX2	48	1.50552	0.2334
DX2 does not Granger Cause Z2		0.13995	0.8698
W3 does not Granger Cause DX2	48	4.84943	0.0126
DX2 does not Granger Cause W3		0.56572	0.5721
W4 does not Granger Cause DX2	48	2.74865	0.0753
DX2 does not Granger Cause W4		0.10672	0.8990
DX5 does not Granger Cause DX3	48	2.33402	0.1091
DX3 does not Granger Cause DX5		1.21077	0.3079
DX6 does not Granger Cause DX3	48	0.28452	0.7538
DX3 does not Granger Cause DX6		0.01745	0.9827
DZ1 does not Granger Cause DX3	48	0.05943	0.9424
DX3 does not Granger Cause DZ1		0.43628	0.6493
X4 does not Granger Cause DX3	48	0.34738	0.7085
DX3 does not Granger Cause X4		1.62638	0.2085
X7 does not Granger Cause DX3	48	0.94519	0.3965
DX3 does not Granger Cause X7		1.89315	0.1629
Q2 does not Granger Cause DX3	48	0.01736	0.9828
DX3 does not Granger Cause Q2		0.00759	0.9924
Z2 does not Granger Cause DX3	48	0.01736	0.9828
DX3 does not Granger Cause Z2		0.00759	0.9924
W3 does not Granger Cause DX3	48	1.61792	0.2101

DX3 does not Granger Cause W3		0.09410	0.9104
W4 does not Granger Cause DX3	48	0.21124	0.8104
DX3 does not Granger Cause W4		0.10197	0.9033
DX6 does not Granger Cause DX5	48	0.22245	0.8015
DX5 does not Granger Cause DX6		0.18369	0.8328
DZ1 does not Granger Cause DX5	48	0.36287	0.6978
DX5 does not Granger Cause DZ1		0.24823	0.7813
X4 does not Granger Cause DX5	48	1.09635	0.3432
DX5 does not Granger Cause X4		3.11492	0.0545
X7 does not Granger Cause DX5	48	1.98049	0.1504
DX5 does not Granger Cause X7		0.84621	0.4361
Q2 does not Granger Cause DX5	48	0.65155	0.5263
DX5 does not Granger Cause Q2		0.03510	0.9655
Z2 does not Granger Cause DX5	48	0.65155	0.5263
DX5 does not Granger Cause Z2		0.03510	0.9655
W3 does not Granger Cause DX5	48	4.10247	0.0234
DX5 does not Granger Cause W3		0.37579	0.6890
W4 does not Granger Cause DX5	48	0.26187	0.7708
DX5 does not Granger Cause W4		0.09284	0.9115
DZ1 does not Granger Cause DX6	48	0.19348	0.8248
DX6 does not Granger Cause DZ1		0.51743	0.5997
X4 does not Granger Cause DX6	48	1.28521	0.2870
DX6 does not Granger Cause X4		0.25361	0.7771
X7 does not Granger Cause DX6	48	1.66880	0.2004
DX6 does not Granger Cause X7		0.81398	0.4498
Q2 does not Granger Cause DX6	48	16.8449	4.E-06
DX6 does not Granger Cause Q2		3.20189	0.0506

Z2 does not Granger Cause DX6	48	16.8449	4.E-06
DX6 does not Granger Cause Z2		3.20189	0.0506
W3 does not Granger Cause DX6	48	0.10493	0.9006
DX6 does not Granger Cause W3		1.00275	0.3753
W4 does not Granger Cause DX6	48	8.47276	0.0008
DX6 does not Granger Cause W4		1.04392	0.3608
X4 does not Granger Cause DZ1	48	1.10155	0.3415
DZ1 does not Granger Cause X4		1.44255	0.2475
X7 does not Granger Cause DZ1	48	0.71247	0.4961
DZ1 does not Granger Cause X7		0.33837	0.7148
Q2 does not Granger Cause DZ1	48	0.01204	0.9880
DZ1 does not Granger Cause Q2		1.74995	0.1859
Z2 does not Granger Cause DZ1	48	0.01204	0.9880
DZ1 does not Granger Cause Z2		1.74995	0.1859
W3 does not Granger Cause DZ1	48	0.84946	0.4347
DZ1 does not Granger Cause W3		3.65270	0.0343
W4 does not Granger Cause DZ1	48	2.78784	0.0727
DZ1 does not Granger Cause W4		0.00751	0.9925
X7 does not Granger Cause X4	49	0.59889	0.5538
X4 does not Granger Cause X7		0.36427	0.6968
Q2 does not Granger Cause X4	49	2.39310	0.1031
X4 does not Granger Cause Q2		2.44216	0.0987
Z2 does not Granger Cause X4	49	2.39310	0.1031
X4 does not Granger Cause Z2		2.44216	0.0987
W3 does not Granger Cause X4	49	3.61940	0.0351
X4 does not Granger Cause W3		0.42761	0.6547

W4 does not Granger Cause X4	49	5.55217	0.0071
X4 does not Granger Cause W4		2.65288	0.0817
Q2 does not Granger Cause X7	49	1.16759	0.3206
X7 does not Granger Cause Q2		1.10190	0.3412
Z2 does not Granger Cause X7	49	1.16759	0.3206
X7 does not Granger Cause Z2		1.10190	0.3412
W3 does not Granger Cause X7	49	1.29949	0.2829
X7 does not Granger Cause W3		2.97824	0.0612
W4 does not Granger Cause X7	49	1.08906	0.3454
X7 does not Granger Cause W4		9.53348	0.0004
Z2 does not Granger Cause Q2	49	NA	NA
Q2 does not Granger Cause Z2		NA	NA
W3 does not Granger Cause Q2	49	2.08152	0.1369
Q2 does not Granger Cause W3		0.68530	0.5092
W4 does not Granger Cause Q2	49	2.30727	0.1115
Q2 does not Granger Cause W4		4.58971	0.0155
W3 does not Granger Cause Z2	49	2.08152	0.1369
Z2 does not Granger Cause W3		0.68530	0.5092
W4 does not Granger Cause Z2	49	2.30727	0.1115
Z2 does not Granger Cause W4		4.58971	0.0155
W4 does not Granger Cause W3	49	0.92946	0.4024
W3 does not Granger Cause W4		4.79631	0.0131

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 04/13/16 Time: 23:50
Sample: 2002Q4 2015Q2

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DUM does not Granger Cause DLOGY2	48	0.50881	0.6048
DLOGY2 does not Granger Cause DUM		17.3254	3.E-06

MODEL1 ARDL

Dependent Variable: LOG(GDP)

Method: ARDL

Date: 04/07/16 Time: 16:55

Sample (adjusted): 2003Q2 2015Q2

Included observations: 49 after adjustments

Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)

Model selection method: Schwarz criterion (SIC)

Dynamic regressors (2 lags, automatic): Z1 X7 X5 X4 X2 X1 W3 LOG(W2)

W1 Q1 X3 Q2 DUM W4

Fixed regressors: C

Number of models evaluated: 9565938

Selected Model: ARDL(2, 2, 1, 2, 2, 2, 2, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 1)

HAC standard errors & covariance (Prewhitening with lags = 1, Bartlett

kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LOG(GDP(-1))	0.222387	0.152374	1.459481	0.1878
LOG(GDP(-2))	-0.213422	0.048906	-4.363923	0.0033
Z1	0.094733	0.034832	2.719698	0.0298
Z1(-1)	0.030526	0.017292	1.765382	0.1208
Z1(-2)	0.024731	0.018655	1.325729	0.2266
X7	-0.318768	0.169142	-1.884624	0.1015
X7(-1)	-0.235311	0.177418	-1.326312	0.2264
X5	0.168585	0.386055	0.436686	0.6755
X5(-1)	-0.238425	0.427027	-0.558336	0.5940
X5(-2)	-0.740044	0.364223	-2.031842	0.0817
X4	-0.052680	0.085559	-0.615716	0.5576
X4(-1)	0.148803	0.129506	1.149003	0.2883
X4(-2)	0.068945	0.040149	1.717224	0.1296

X2	-0.277507	1.174641	-0.236248	0.8200
X2(-1)	-0.646434	0.451443	-1.431928	0.1953
X2(-2)	1.807098	0.524912	3.442669	0.0108
X1	-2.470257	1.904374	-1.297149	0.2357
X1(-1)	1.958470	0.984347	1.989614	0.0869
X1(-2)	-1.094523	0.452223	-2.420316	0.0461
W3	0.027970	0.005654	4.947301	0.0017
W3(-1)	0.013594	0.012839	1.058747	0.3249
W3(-2)	-0.025006	0.003185	-7.850733	0.0001
LOG(W2)	-0.017769	0.143087	-0.124180	0.9047
LOG(W2(-1))	0.072448	0.077084	0.939860	0.3786
LOG(W2(-2))	-0.715977	0.196330	-3.646809	0.0082
W1	0.018939	0.006458	2.932655	0.0219
W1(-1)	0.024806	0.007831	3.167813	0.0158
W1(-2)	-0.027781	0.012513	-2.220076	0.0619
Q1	-0.012036	0.007752	-1.552749	0.1644
Q1(-1)	0.040074	0.006721	5.962490	0.0006
X3	0.094468	0.406703	0.232278	0.8230
X3(-1)	0.318644	0.239140	1.332460	0.2244
X3(-2)	-0.615098	0.172711	-3.561441	0.0092
Q2	-0.009933	0.090512	-0.109742	0.9157
Q2(-1)	-0.006856	0.081987	-0.083623	0.9357
Q2(-2)	0.077210	0.016722	4.617353	0.0024
DUM	0.064443	0.038778	1.661871	0.1405
DUM(-1)	-0.017378	0.024501	-0.709276	0.5011
DUM(-2)	0.088104	0.023990	3.672610	0.0079
W4	-0.218506	0.646833	-0.337809	0.7454
W4(-1)	0.542497	0.613892	0.883702	0.4062
C	12.455515	2.115072	5.888761	0.0006

R-squared	0.999420	Mean dependent var	14.61117
Adjusted R-squared	0.996020	S.D. dependent var	0.198911
S.E. of regression	0.012548	Akaike info criterion	-6.150058
Sum squared resid	0.001102	Schwarz criterion	-4.528498
Log likelihood	192.6764	Hannan-Quinn criter.	-5.534841
F-statistic	293.9964	Durbin-Watson stat	2.424830
Prob(F-statistic)	0.000000		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

TESTI I LIDHJES

Test Equation:

Dependent Variable: DLOG(GDP)

Method: Least Squares

Date: 04/07/16 Time: 16:56

Sample: 2003Q2 2015Q2

Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLOG(GDP(-1))	0.213422	0.170479	1.251897	0.2508
D(Z1)	0.094733	0.028085	3.373075	0.0119
D(Z1(-1))	-0.024731	0.016356	-1.512041	0.1743
D(X7)	-0.318768	0.117921	-2.703233	0.0305
D(X5)	0.168585	0.239979	0.702498	0.5051
D(X5(-1))	0.740044	0.269004	2.751058	0.0285
D(X4)	-0.052680	0.093379	-0.564157	0.5903
D(X4(-1))	-0.068945	0.059840	-1.152162	0.2871
D(X2)	-0.277507	0.464102	-0.597943	0.5687
D(X2(-1))	-1.807098	0.531933	-3.397229	0.0115
D(X1)	-2.470257	0.917742	-2.691668	0.0310
D(X1(-1))	1.094523	0.735313	1.488513	0.1802
D(W3)	0.027970	0.011028	2.536238	0.0389
D(W3(-1))	0.025006	0.010018	2.496200	0.0412
DLOG(W2)	-0.017769	0.129097	-0.137637	0.8944
DLOG(W2(-1))	0.715977	0.167293	4.279780	0.0037
D(W1)	0.018939	0.008624	2.196050	0.0641
D(W1(-1))	0.027781	0.010326	2.690409	0.0311
D(Q1)	-0.012036	0.010815	-1.112878	0.3025
D(X3)	0.094468	0.286505	0.329725	0.7513
D(X3(-1))	0.615098	0.161765	3.802427	0.0067
D(Q2)	-0.009933	0.048473	-0.204914	0.8435
D(Q2(-1))	-0.077210	0.027145	-2.844318	0.0249
D(DUM)	0.064443	0.027795	2.318535	0.0535
D(DUM(-1))	-0.088104	0.029458	-2.990824	0.0202

D(W4)	-0.218506	0.382111	-0.571839	0.5853
C	12.45515	2.349424	5.301365	0.0011
Z1(-1)	0.149990	0.037022	4.051364	0.0049
X7(-1)	-0.554079	0.167251	-3.312862	0.0129
X5(-1)	-0.809884	0.529154	-1.530527	0.1697
X4(-1)	0.165068	0.160227	1.030211	0.3372
X2(-1)	0.883157	0.751692	1.174891	0.2785
X1(-1)	-1.606310	0.973194	-1.650554	0.1428
W3(-1)	0.016558	0.017265	0.959046	0.3695
LOG(W2(-1))	-0.661297	0.288288	-2.293875	0.0555
W1(-1)	0.015964	0.013488	1.183547	0.2752
Q1(-1)	0.028037	0.008082	3.469081	0.0104
X3(-1)	-0.201986	0.191855	-1.052806	0.3274
Q2(-1)	0.060421	0.064973	0.929949	0.3833
DUM(-1)	0.135170	0.035988	3.755945	0.0071
W4(-1)	0.323991	0.397462	0.815150	0.4418
LOG(GDP(-1))	-0.991035	0.172716	-5.737959	0.0007
R-SQUARED	0.998368	MEAN DEPENDENT VAR	0.015993	
ADJUSTED R-SQUARED	0.988811	S.D. DEPENDENT VAR	0.118632	
S.E. OF REGRESSION	0.012548	AKAIKE INFO CRITERION	-6.150058	
SUM SQUARED RESID	0.001102	SCHWARZ CRITERION	-4.528498	
LOG LIKELIHOOD	192.6764	HANNAN-QUINN CRITER.	-5.534841	
F-STATISTIC	104.4649	DURBIN-WATSON STAT	2.424830	
PROB(F-STATISTIC)	0.000001			

FORMA AFATGJATE

ARDL Cointegrating And Long Run Form

Dependent Variable: LOG(GDP)

Selected Model: ARDL(2, 2, 1, 2, 2, 2, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 1)

Date: 04/07/16 Time: 16:57

Sample: 2002Q4 2015Q2

Included observations: 49

Cointegrating Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLOG(GDP(-1))	0.213422	0.048906	4.363923	0.0033
D(Z1)	0.094733	0.034832	2.719698	0.0298
D(Z1(-1))	-0.024731	0.018655	-1.325729	0.2266
D(X7)	-0.318768	0.169142	-1.884624	0.1015
D(X5)	0.168585	0.386055	0.436686	0.6755
D(X5(-1))	0.740044	0.364223	2.031842	0.0817
D(X4)	-0.052680	0.085559	-0.615716	0.5576
D(X4(-1))	-0.068945	0.040149	-1.717224	0.1296
D(X2)	-0.277507	1.174641	-0.236248	0.8200
D(X2(-1))	-1.807098	0.524912	-3.442669	0.0108
D(X1)	-2.470257	1.904374	-1.297149	0.2357
D(X1(-1))	1.094523	0.452223	2.420316	0.0461
D(W3)	0.027970	0.005654	4.947301	0.0017
D(W3(-1))	0.025006	0.003185	7.850733	0.0001
DLOG(W2)	-0.017769	0.143087	-0.124180	0.9047
DLOG(W2(-1))	0.715977	0.196330	3.646809	0.0082
D(W1)	0.018939	0.006458	2.932655	0.0219
D(W1(-1))	0.027781	0.012513	2.220076	0.0619
D(Q1)	-0.012036	0.007752	-1.552749	0.1644
D(X3)	0.094468	0.406703	0.232278	0.8230
D(X3(-1))	0.615098	0.172711	3.561441	0.0092
D(Q2)	-0.009933	0.090512	-0.109742	0.9157
D(Q2(-1))	-0.077210	0.016722	-4.617353	0.0024
D(DUM)	0.064443	0.038778	1.661871	0.1405
D(DUM(-1))	-0.088104	0.023990	-3.672610	0.0079
D(W4)	-0.218506	0.646833	-0.337809	0.7454
CointEq(-1)	-0.991035	0.168639	-5.876674	0.0006

Cointeq = LOG(GDP) - (0.1513*Z1 -0.5591*X7 -0.8172*X5 +0.1666*X4 +
0.8911*X2 -1.6208*X1 +0.0167*W3 -0.6673*LOG(W2) +0.0161*W1 +
0.0283*Q1 -0.2038*X3 +0.0610*Q2 +0.1364*DUM +0.3269*W4 +
12.5678)

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

Z1	0.151347	0.039264	3.854602	0.0063
X7	-0.559091	0.151092	-3.700339	0.0077
X5	-0.817210	0.532860	-1.533630	0.1690
X4	0.166561	0.101674	1.638180	0.1454
X2	0.891146	0.539258	1.652539	0.1424
X1	-1.620840	1.019040	-1.590556	0.1557
W3	0.016707	0.013218	1.263953	0.2467
LOG(W2)	-0.667279	0.195591	-3.411610	0.0113
W1	0.016108	0.009319	1.728537	0.1275
Q1	0.028291	0.002977	9.501835	0.0000
X3	-0.203813	0.399799	-0.509789	0.6259
Q2	0.060968	0.042060	1.449560	0.1905
DUM	0.136393	0.050174	2.718394	0.0298
W4	0.326922	0.235611	1.387548	0.2078
C	12.567818	0.943671	13.318006	0.0000

TESTS I STABILITEIT

Unrestricted Test Equation:

Dependent Variable: LOG(PBB)

Method: ARDL

Date: 04/07/16Time: 17: 08

Sample: 2003Q2 2015Q2

Included observations: 49

Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)

Model selection method: Schwarz criterion (SIC)

Dynamic regressors (2 lags, automatic):

Fixed regressors: C

HAC standard errors & covariance (Prewhitening with lags = 1, Bartlett

kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4. 0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
LOG(PBB(-1))	-0.520289	1.971879	-0.263855	0.8007
LOG(PBB(-2))	0.425392	1.444138	0.294564	0.7783
Z1	-0.192339	0.658055	-0.292284	0.7799
Z1(-1)	-0.067092	0.217870	-0.307945	0.7685
Z1(-2)	-0.050076	0.146131	-0.342676	0.7435
X7	0.685502	2.206311	0.310700	0.7665

X7(-1)	0.525613	1.635934	0.321292	0.7589
X5	-0.428366	1.404337	-0.305031	0.7706
X5(-1)	0.449392	1.628320	0.275985	0.7918
X5(-2)	1.548685	5.432870	0.285058	0.7852
X4	0.119035	0.381579	0.311953	0.7656
X4(-1)	-0.312092	0.939013	-0.332361	0.7509
X4(-2)	-0.143518	0.459181	-0.312553	0.7652
X2	0.666776	1.705440	0.390970	0.7093
X2(-1)	1.432221	4.551673	0.314658	0.7637
X2(-2)	-3.703613	12.29698	-0.301181	0.7734
X1	5.470683	18.70304	0.292502	0.7798
X1(-1)	-4.271969	14.59406	-0.292720	0.7796
X1(-2)	2.089158	6.619888	0.315588	0.7630
W3	-0.065304	0.205595	-0.317636	0.7615
W3(-1)	-0.030967	0.114121	-0.271357	0.7952
W3(-2)	0.049662	0.171277	0.289949	0.7816
LOG(W2)	0.019443	0.122531	0.158674	0.8791
LOG(W2(-1))	-0.077995	0.486219	-0.160412	0.8778
LOG(W2(-2))	1.564397	5.304971	0.294893	0.7780
W1	-0.043406	0.139589	-0.310953	0.7664
W1(-1)	-0.051013	0.164371	-0.310356	0.7668
W1(-2)	0.055571	0.183240	0.303271	0.7719
Q1	0.031828	0.102269	0.311217	0.7662
Q1(-1)	-0.092231	0.292505	-0.315313	0.7632
X3	-0.295068	1.237077	-0.238520	0.8194
X3(-1)	-0.623670	1.966322	-0.317176	0.7619
X3(-2)	1.273335	4.198404	0.303290	0.7719
Q2	0.031553	0.159987	0.197223	0.8502
Q2(-1)	0.007959	0.041676	0.190968	0.8548
Q2(-2)	-0.164788	0.552982	-0.297999	0.7758
DUM	-0.130485	0.416216	-0.313502	0.7645
DUM(-1)	0.031806	0.133265	0.238671	0.8193
DUM(-2)	-0.186903	0.649579	-0.287729	0.7832
W4	0.462721	2.100166	0.220326	0.8329
W4(-1)	-1.183549	4.051501	-0.292126	0.7800
C	-2.568470	31.05949	-0.082695	0.9368
FITTED^2	0.109377	0.253131	0.432095	0.6808
R-squared	0.999451	Mean dependent var	14.61117	
Adjusted R-squared	0.995609	S. D. dependent var	0.198911	

S. E. of regression	0.013181	Akaike info criterion	-6.165040
Sum squared resid	0.001042	Schwarz criterion	-4.504871
Log likelihood	194.0435	Hannan-Quinn criter.	-5.535174
F-statistic	260.1214	Durbin-Watson stat	2.406632
Prob(F-statistic)	0.000000		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

Test i Stabilitet

Ramsey RESET Test

Equation: UNTITLED

Specification: LOG(GDP) LOG(GDP(-1)) LOG(GDP(-2)) Z1 Z1(-1) Z1(-2)
X7 X7(-1) X5 X5(-1) X5(-2) X4 X4(-1) X4(-2) X2 X2(-1) X2(-2) X1 X1(-1)
X1(-2) W3 W3(-1) W3(-2) LOG(W2) LOG(W2(-1)) LOG(W2(-2)) W1 W1(-1)
W1(-2) Q1 Q1(-1) X3 X3(-1) X3(-2) Q2 Q2(-1) Q2(-2) DUM DUM(-1)
DUM(-2) W4 W4(-1) C

Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.586774	6	0.5787
F-statistic	0.344304	(1, 6)	0.5787

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	5.98E-05	1	5.98E-05
Restricted SSR	0.001102	7	0.000157
Unrestricted SSR	0.001042	6	0.000174

Unrestricted Test Equation:

Dependent Variable: LOG(GDP)

Method: ARDL

Date: 04/07/16 Time: 17: 08

Sample: 2003Q2 2015Q2

Included observations: 49

Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)

Model selection method: Schwarz criterion (SIC)

Dynamic regressors (2 lags, automatic):

Fixed regressors: C

HAC standard errors & covariance (Prewhitening with lags = 1, Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4. 0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
LOG(GDP(-1))	-0. 520289	1. 971879	-0. 263855	0. 8007
LOG(GDP(-2))	0. 425392	1. 444138	0. 294564	0. 7783
Z1	-0. 192339	0. 658055	-0. 292284	0. 7799
Z1(-1)	-0. 067092	0. 217870	-0. 307945	0. 7685
Z1(-2)	-0. 050076	0. 146131	-0. 342676	0. 7435
X7	0. 685502	2. 206311	0. 310700	0. 7665
X7(-1)	0. 525613	1. 635934	0. 321292	0. 7589
X5	-0. 428366	1. 404337	-0. 305031	0. 7706
X5(-1)	0. 449392	1. 628320	0. 275985	0. 7918
X5(-2)	1. 548685	5. 432870	0. 285058	0. 7852
X4	0. 119035	0. 381579	0. 311953	0. 7656
X4(-1)	-0. 312092	0. 939013	-0. 332361	0. 7509
X4(-2)	-0. 143518	0. 459181	-0. 312553	0. 7652
X2	0. 666776	1. 705440	0. 390970	0. 7093
X2(-1)	1. 432221	4. 551673	0. 314658	0. 7637
X2(-2)	-3. 703613	12. 29698	-0. 301181	0. 7734
X1	5. 470683	18. 70304	0. 292502	0. 7798
X1(-1)	-4. 271969	14. 59406	-0. 292720	0. 7796
X1(-2)	2. 089158	6. 619888	0. 315588	0. 7630
W3	-0. 065304	0. 205595	-0. 317636	0. 7615
W3(-1)	-0. 030967	0. 114121	-0. 271357	0. 7952
W3(-2)	0. 049662	0. 171277	0. 289949	0. 7816
LOG(W2)	0. 019443	0. 122531	0. 158674	0. 8791
LOG(W2(-1))	-0. 077995	0. 486219	-0. 160412	0. 8778
LOG(W2(-2))	1. 564397	5. 304971	0. 294893	0. 7780
W1	-0. 043406	0. 139589	-0. 310953	0. 7664
W1(-1)	-0. 051013	0. 164371	-0. 310356	0. 7668
W1(-2)	0. 055571	0. 183240	0. 303271	0. 7719
Q1	0. 031828	0. 102269	0. 311217	0. 7662
Q1(-1)	-0. 092231	0. 292505	-0. 315313	0. 7632
X3	-0. 295068	1. 237077	-0. 238520	0. 8194

X3(-1)	-0. 623670	1. 966322	-0. 317176	0. 7619
X3(-2)	1. 273335	4. 198404	0. 303290	0. 7719
Q2	0. 031553	0. 159987	0. 197223	0. 8502
Q2(-1)	0. 007959	0. 041676	0. 190968	0. 8548
Q2(-2)	-0. 164788	0. 552982	-0. 297999	0. 7758
DUM	-0. 130485	0. 416216	-0. 313502	0. 7645
DUM(-1)	0. 031806	0. 133265	0. 238671	0. 8193
DUM(-2)	-0. 186903	0. 649579	-0. 287729	0. 7832
W4	0. 462721	2. 100166	0. 220326	0. 8329
W4(-1)	-1. 183549	4. 051501	-0. 292126	0. 7800
C	-2. 568470	31. 05949	-0. 082695	0. 9368
FITTED^2	0. 109377	0. 253131	0. 432095	0. 6808

R-squared	0. 999451	Mean dependent var	14. 61117
Adjusted R-squared	0. 995609	S. D. dependent var	0. 198911
S. E. of regression	0. 013181	Akaike info criterion	-6. 165040
Sum squared resid	0. 001042	Schwarz criterion	-4. 504871
Log likelihood	194. 0435	Hannan-Quinn criter.	-5. 535174
F-statistic	260. 1214	Durbin-Watson stat	2. 406632
Prob(F-statistic)	0. 000000		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.