

Përmbledhje

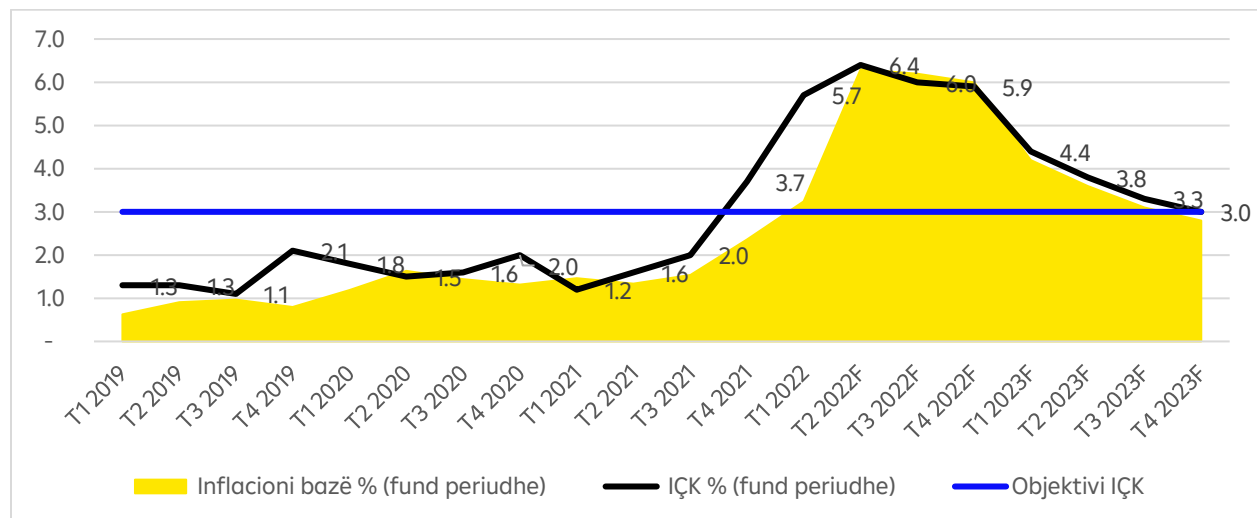
- Inflacioni e kaloi objektivin e **bankës qendrore prej 3%** në tremujorin e katërt 2021, duke i shtuar presionin BSH-së në terma afatshkurtër për të vepruar dhe për të përputhur pritjet e agjentëve ekonomikë me objektivin e saj afatgjatë.
- **Forcimi i monedhës vendase** do të transmetohet në çmimet e importeve duke ushtruar **presion ngadalësues** mbi inflacionin e përgjithshëm.
- **Struktura e deficitit fiskal**, së bashku me rritjen e pritshme të normës bazë, do të **shtojnë presionin** mbi normat e interesit të instrumentave të qeverisë në gjashtëmujorin e dytë të 2022.
- **Banka Qendrore do të rrisë normën bazë në 1.75% në TM4 2022 dhe në 3.75% në T4 2023.** Ky nivel është ende nën normën neutrale të interesit të deklaruar nga BSH, e cila luhet në nivelin 4-4,5% dhe nuk pritet të arrihet përpara vitit 2024.
- **Norma potenciale e rritjes së ekonomisë shqiptare ndikohet nga flukset e larta të emigrimit** dhe nga rënia e popullsisë dhe fuqisë punëtore. Rrjedhimisht, kjo do të **ndikojë në normën neutrale**, sipas opinionit tone, për shkak të tendencës rënëse të rritjes potenciale të PBB-së.

Ndërprerja e zinxhirit të furnizimit dhe çmimet më të larta të mallrave theksojnë valën inflacioniste

Inflacioni tashmë ka tejkaluar objektivin e bankës qendrore prej 3% që nga T4 2021. Shifra më e fundit e inflacionit për muajin maj tregoi se çmimet u zgjeruan me 6.7%, ku rritja më e theksuar u shfaq në grupet e Ushqimit dhe Transportit. Zhvillimet e fundit globale kanë çuar në një rritje galopante të çmimeve të mallrave në tregjet botërore, duke rritur koston e jetesës për familjet dhe kostot e prodhimit për bizneset.

Për më tepër, pasiguria e shtuar, për shkak të konfliktit të armatosur në Ukrainë, ka krijuar barriera të reja për tregtinë e mallrave. Parashikimet tona tregojnë se inflacioni do të arrijë pikun pranë nivelit 6.7% përgjatë TM3 2022 e më pas do të shfaqë rënie, e cila do të mbështetet nga rritje të mëtejshme të normës bazë, në përpjekje për të normalizuar politikën monetare.

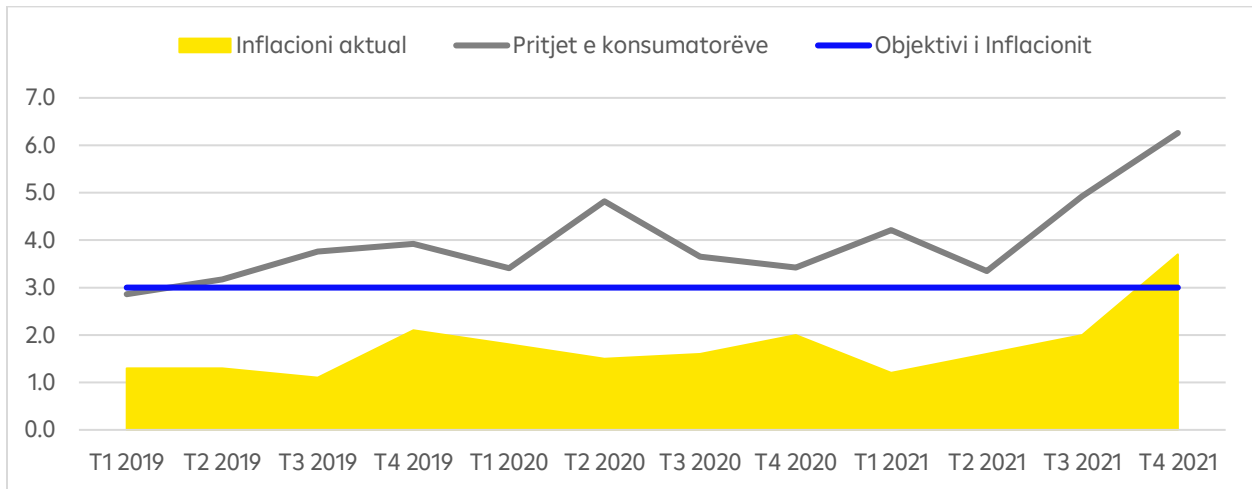
Norma më e lartë e inflacionit në 20 vitet e fundit, por ende e moderuar në krahasim me vendet e rajonit



Pritjet për inflacionin janë koordinuar drejt një përsheptimi të mëtejshëm

Vrojtimet e Bankës së Shqipërisë mbi pritjet inflacioniste të konsumatorëve dhe bizneseve tregojnë se veçanërisht konsumatorët kanë rritur pritshmëritë e tyre rreth rritjes së inflacionit. Më konkretisht, sipas rezultateve në vitin 2021, konsumatorët prisnin inflacionin pas një viti të varionte mes 3% dhe 4% në TM1 dhe TM2 2022, respektivisht. Duket në këtë pikë se pritshmëritë e konsumatorëve ishin mjaft modeste, kryesisht për shkak të zhvillimit të ngjarjeve të papritura, që ata nuk mund t'i parashikonin.

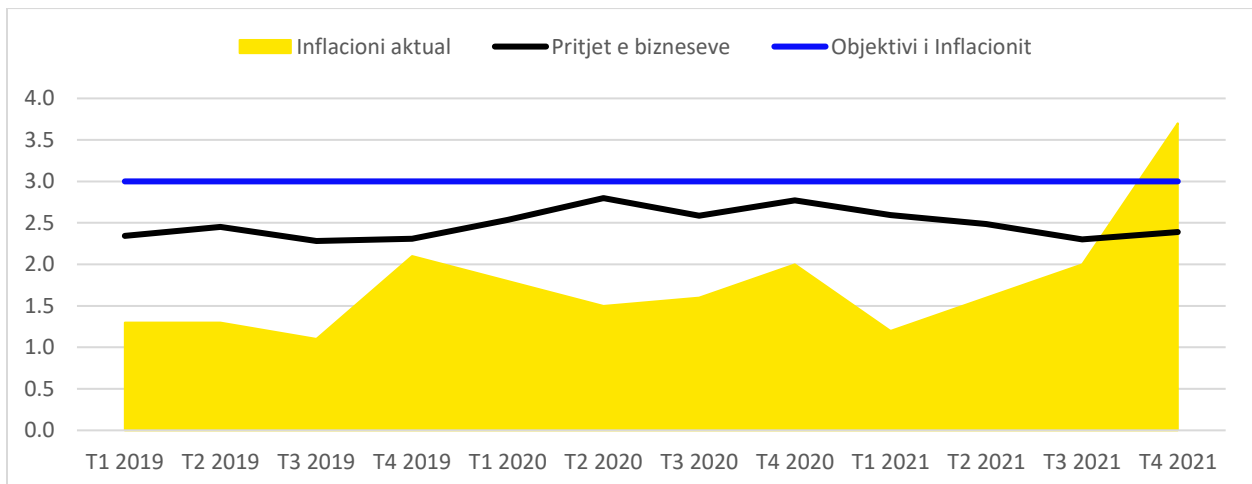
Pritjet e konsumatorëve për inflacionin po përshtaten për rritje të mëtejshme



Burimi: Instat, BoA, RBI/Raiffeisen Research

Pritjet e bizneseve për inflacionin u ankoruan nën objektivin e BSH-së deri në fund të vitit 2021

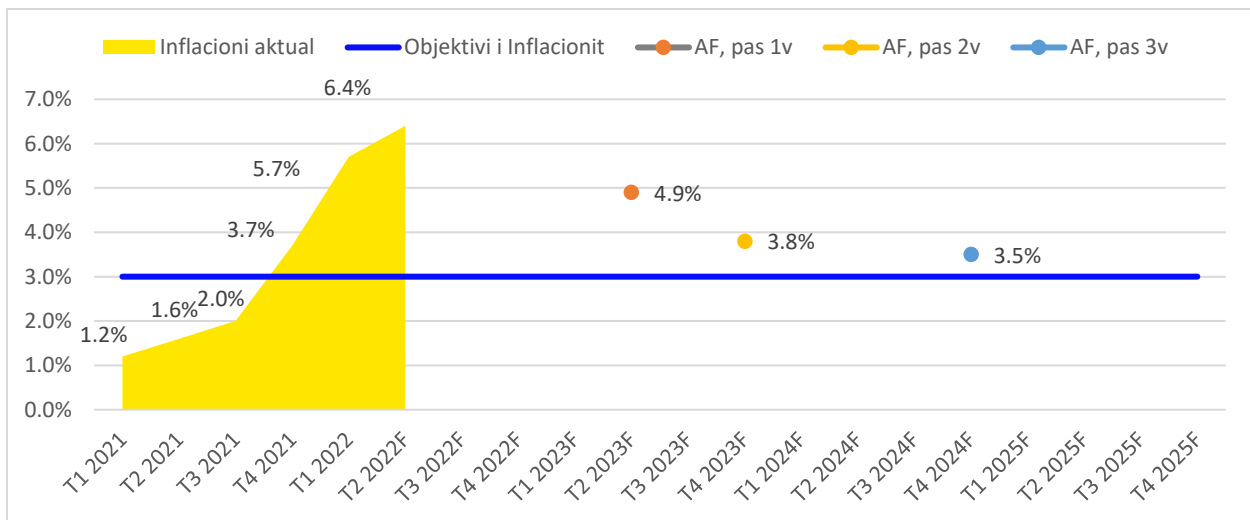
Nga ana tjetër, bizneset kishin pikëpamje më konstante për inflacionin në fund të vitit 2021 dhe për ta nuk pritej të tejkalonte normën objektive të inflacionit. Kjo gjithashtu mund të ketë të bëjë me aftësinë e bizneseve për të punuar në një mjedis me inflacion të ulët për shumë vite, duke i bërë ato më pak të ndjeshme ndaj rritjes së çmimeve. Ngjarjet e fundit nuk ishin vlerësuar ende në treg, prandaj ato nuk janë reflektuar plotësisht në pritjet inflacioniste. Kjo vonesë pritet të shuhet dhe gjatë muajve në vijim mund të shohim pritjet e bizneseve dhe të konsumatorëve më afër realitetit.



Pritjet e agjentëve financiarë për inflacionin qëndrojnë mbi objektivin e BSH

Agjentët Financiarë nga ana tjetër, ishin në gjendje të parashikonin inflacionin e përshpejtuar, edhe pse me një ritëm më të ngadaltë se nivelet aktuale. Agjentët financiarë presin që inflacioni të jetë në nivelin 4% në 1, 2 dhe 3 vjet. Sigurisht, mbi objektivin e inflacionit, por më e ulët se nivelet aktuale.

Pritjet e agjentëve financiarë për inflacionin kanë qenë më të përafuara me shifrat përfundimtare dhe merren veçanërisht në konsideratë nga banka qendrore kur kryhet ankorimi i pritjeve inflacioniste. Kështu, në kohë sfiduese, për inflacionin, si këto, çdo largim nga objektivi i BSH-së shihet me vëmendje nga ana e Bankës Qendrore. Të dhënat e fundit konfirmojnë pritjet adaptive të agjentëve financiarë mbi inflacionin, i cili pas 1 viti pritjet të jetë 4.9%, pas 2 vitesh: 3.8% dhe pas 3 vitesh: 3.5%. Edhe pse në rënie, inflacioni i pritur, sidomos në një afat kohor 3-vjeçar, duket se është zhvendosur lart, duke i bërë presion shtesë BSH në afat të shkurtër për të vepruar dhe për t'i sjellë këto pritje në përputhje me objektivin e saj afatgjatë.



Bizneset dhe konsumatorët i kanë përshtatur me shpejtësi pritjet e tyre inflacioniste

Informacion shtesë mund të gjendet gjithashtu në Vrojtimin e Besimit të Biznesit dhe Konsumatorit (VBBK) publikuar nga Banka e Shqipërisë. Një pyetje në anketë lidhet me çmimet e pritura për 3 muajt e ardhshëm për tregtinë dhe shërbimet dhe çmimet e pritura për 12 muajt e ardhshëm për konsumatorët. Vlerat agregate pasqyrojnë ekuilibrin mes atyre që janë përgjigjur se presin rritje dhe atyre që presin ulje të çmimeve.

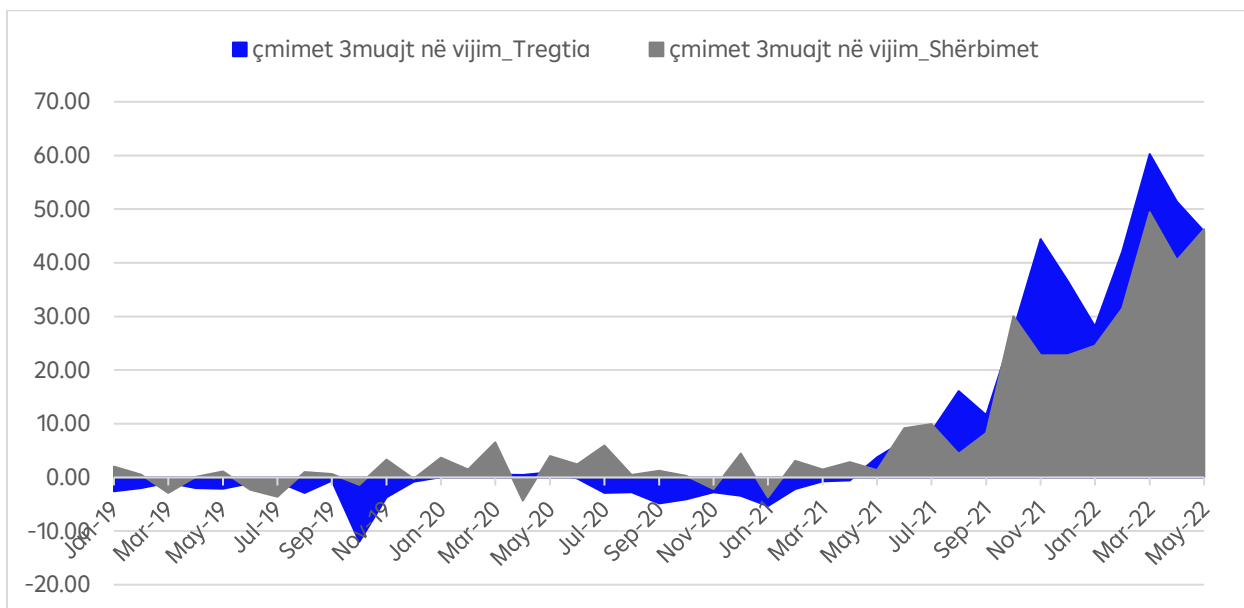
Deri në mesin e vitit 2021, pritjet e bizneseve për inflacionin ishin të balancuara dhe pa valë përshpejtimi çmimesh në horizont. Megjithatë, me ndërprerjen e zinxhirit të furnizimit në pjesën e dytë të vitit 2021, bizneset filluan gradualisht të faktorizojnë rritjen e çmimeve në një 3-mujorin e ri, me luftën në Ukrainë që i përkeqësoi më tej këto pritje.

Kështu, grafiku i mëposhtëm përshkruan qartë se si bizneset ashtu edhe konsumatorët i përmbahen pritjeve adaptive dhe shpejt përafuan pritjet e tyre drejt çmimeve më të larta në muajt në vijim duke pasur parasysh rritjen e inflacionit aktual.

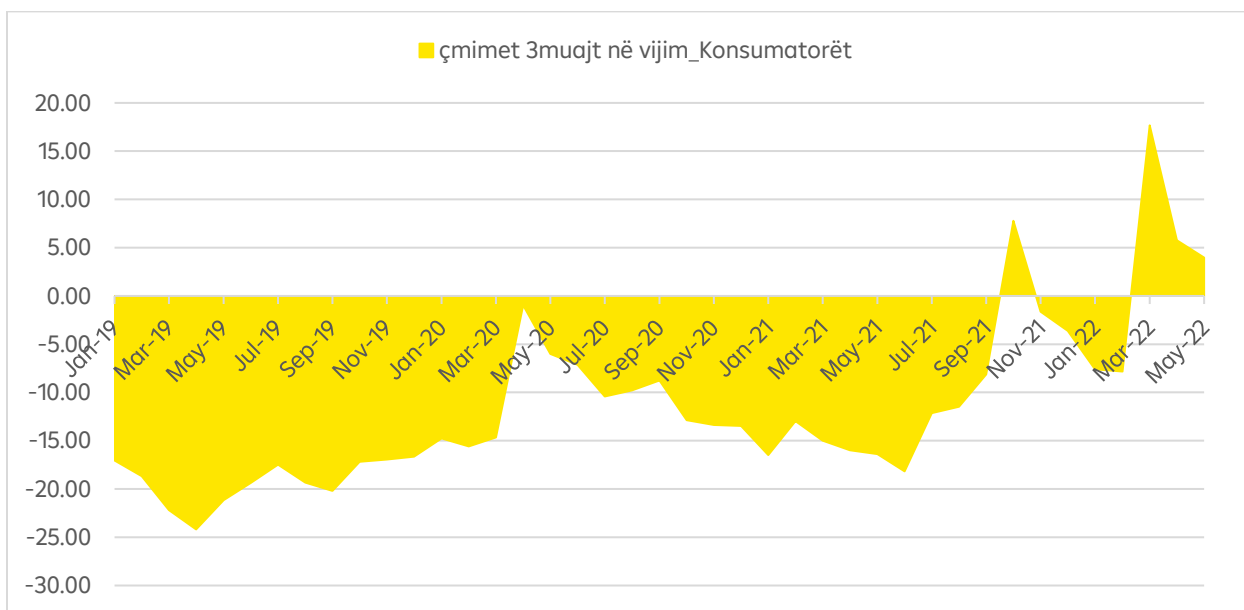
Sipas rezultateve të anketës, duket se bizneset dhe konsumatorët presin që inflacioni më i lartë do të vazhdojë edhe në vitin 2023, megjithëse tabloja e ardhur nga konsumatorët është disi më e ndërlikuar për

t'u deshifruar, pasi çuditërisht, ka pasur një rënie në balancën neto në maj 2022, pas kërcimit të mprehtë si pasojë e agresionit të Rusisë.

Bizneset presin çmime më të larta 3 muajt në vijim



Burimi: BoA, RBI/Raiffeisen Research



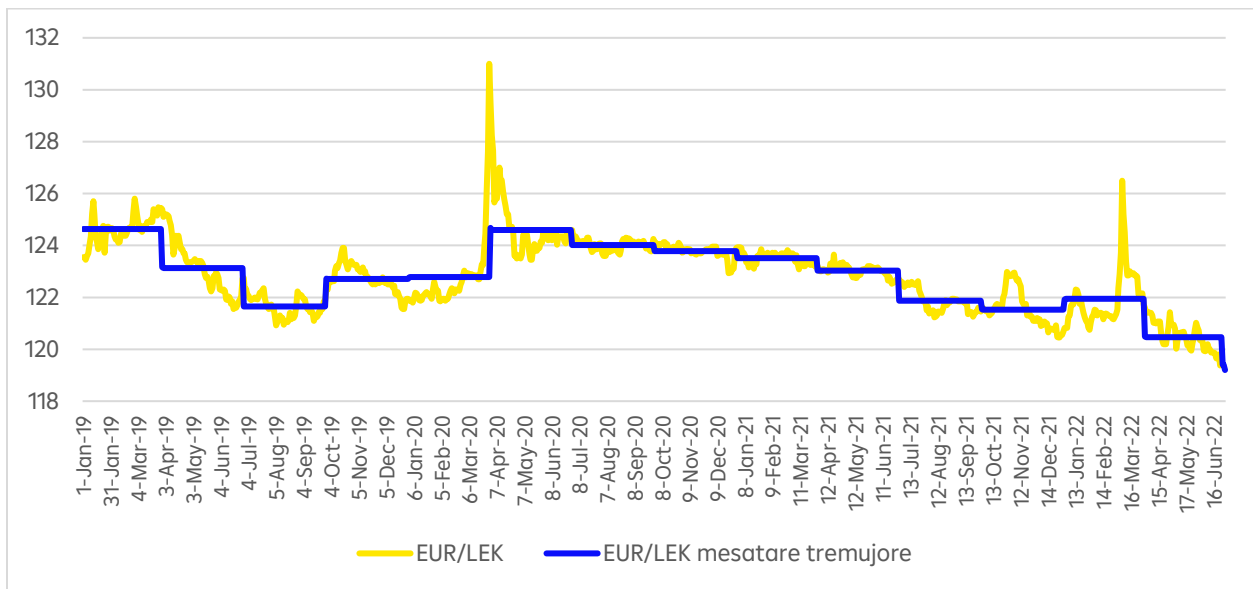
Burimi: BoA, RBI/Raiffeisen Research

Forcimi i Lekut pengon tejçimin e plotë të çmimeve të larta të importit

Kursi i këmbimit të Euro/Lek ka vendosur vazhdimisht rekorde të minimumit historik gjatë T1 dhe T2 2022. Deri më tani, minimumi i ri është 119.3. Për shkak të pasigurisë lidhur me konfliktin gjeopolitik në Ukrainë, i shoqëruar nga paniku i konvertimit të monedhës vendase në euro, monedha shqiptare pësoi një zhvlerësim në muajin mars, por ky efekt ishte afatshkurtër. Në muajt në vijim, përmirësimi i deficitit të llogarisë

korente, rezerva valutore ndërkombëtare e lartë, shoqëruar dhe me një ndërhyrje të shkurtër të Bankës Qendrore, ndikuan në rirforcimin e monedhës vendase. Për më tepër, me reduktimin e plotë të kufizimeve të Covid-19, presim të shohim një sezon turistik shumë të fortë.

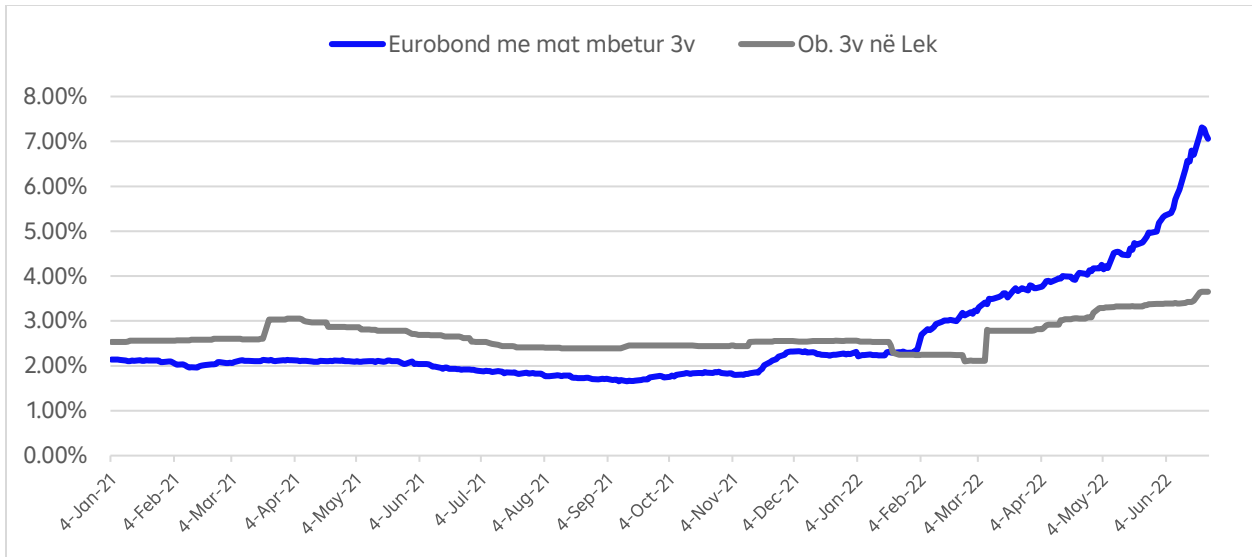
Thënë këto, sipas projeksioneve tona, viti do të mbyllet në 119.2 për euro/lek dhe presim që kursi të ketë luhatshmëri dhe nivel të ngjashëm edhe përgjatë vitit 2023. Prandaj, forcimi i Lekut do të ndikojë duke vendosur presione për ulje në çmimet e importit, faktor i rëndësishëm ky për një ekonomi të vogël të hapur si Shqipëria, që bazohet kryesisht në artikujt e importuar.



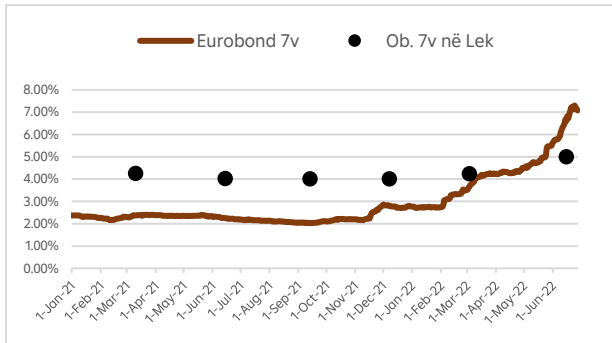
Burimi: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

Normat e interesit të eurobondeve kalojnë Rubikonin e obligacioneve vendase

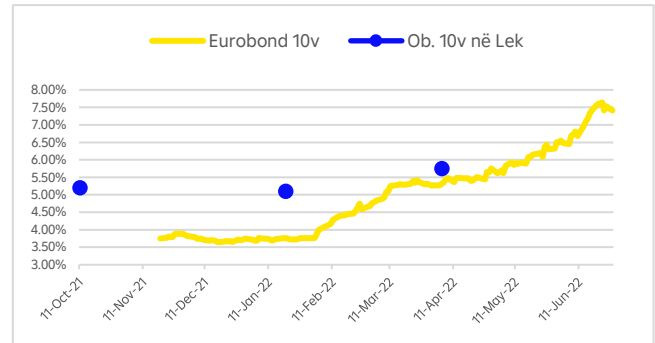
Me tronditjen e tregjeve ndërkombëtare, rendimenti i Eurobondeve shqiptare u rrit ndjeshëm gjatë tremujorit të parë dhe të dytë 2022 dhe siç tregohet në grafik, yield-et e të gjitha Eurobondeve të tregtuara tejkaloan yield-et e obligacioneve të qeverisë në lekë. Duke qenë se mjedisi inflacionist ka ndikuar pozitivisht në të ardhurat e qeverisë, ne nuk presim që Shqipëria të dalë së shpejti në treg me një Eurobond të ri.



Burimi: Refinitiv, BoA, RBI/Raiffeisen Research



Burimi: Refinitiv, BoA, RBI/Raiffeisen Research



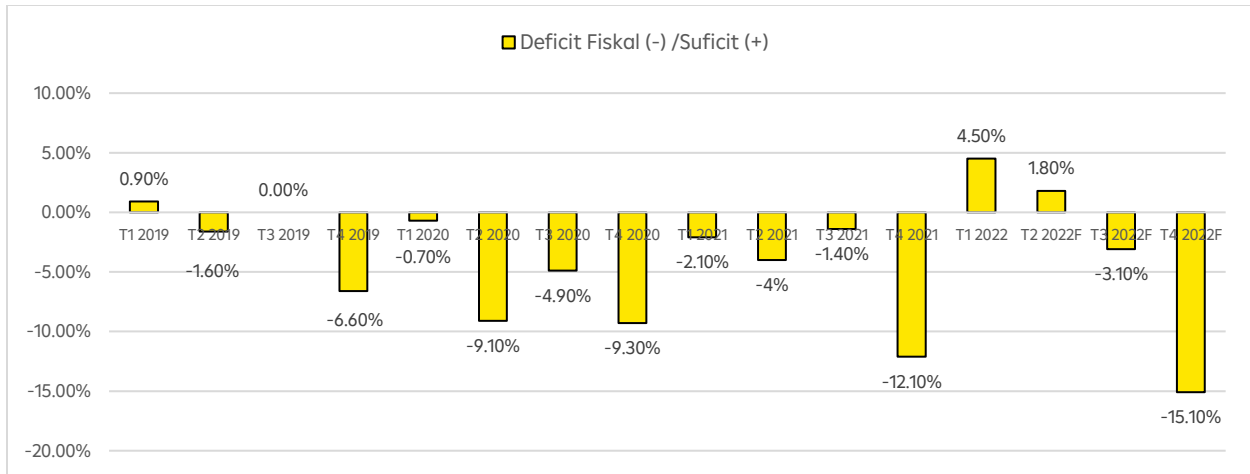
Burimi: Refinitiv, BoA, RBI/Raiffeisen Research

Deficitet e larta fiskale në fund të vitit shtojnë presionin mbi yield-et e instrumentave vendase

Në përputhje me pritjet tona, normat e interesit në tregun vendas kanë shfaqur një rënie të lehtë gjatë fundit të vitit 2021, për të filluar më pas trendin rritës, pasi ndikimi i emetimit të Eurobondit në vitin 2021 u shua. Rritja e parë e normës bazë është reflektuar në kurbën e yield-eve të letrave me vlerë gjithashtu. Gjatë tremujorit të parë dhe të dytë të vitit 2022, yield-et e obligacioneve të qeverisë dhe Bonot e thesarit janë rritur ngjashëm me madhësinë e rritjes së normës bazë, veçanërisht në pjesën afatshkurtër të kurbës.

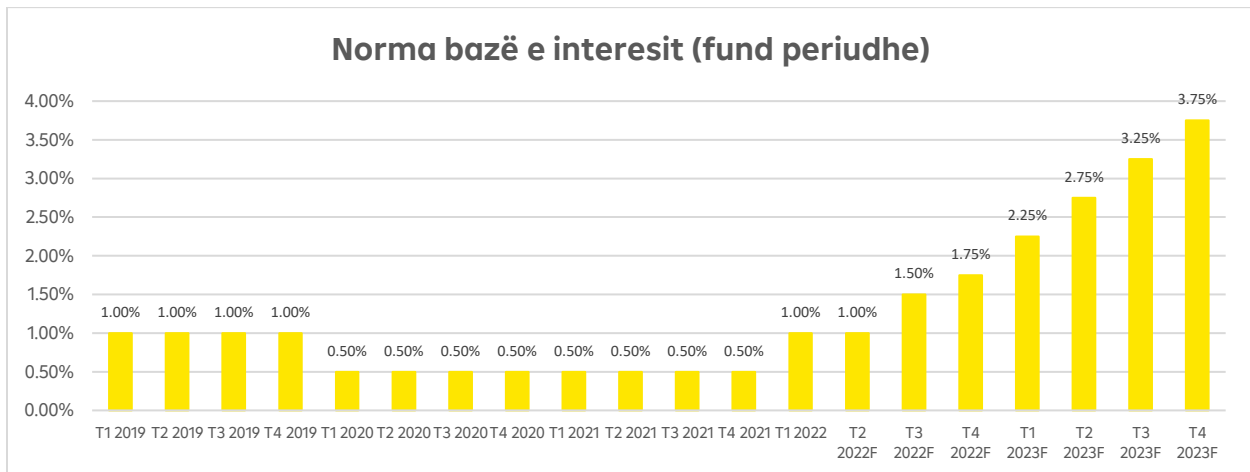
Nga ana tjetër, për herë të parë në vite, buxheti i qeverisë ka rezultuar në suficit gjatë 5 muajve të parë të vitit 2022. Shfaqja e suficitit lidhet kryesisht me të ardhura më të larta të qeverisë (rreth 22% rritje kundrejt vitit 2021), veçanërisht për shkak të rritjes të ardhurave tatimore dhe një rritje e lehtë prej 1% e shpenzimeve qeveritare.

Struktura e deficitit fiskal është shumë e rëndësishme në përcaktimin e trendit të letrave me vlerë në tregun vendas, pasi qeveria tenton të shtyjë deri në fund të vitit pjesën më të madhe të investimeve. Prandaj, së bashku me rritjen e pritur të normës bazë, ne presim më tej presion për rritje të yield-eve të letrave me vlerë të qeverisë në gjysmën e dytë të 2022.



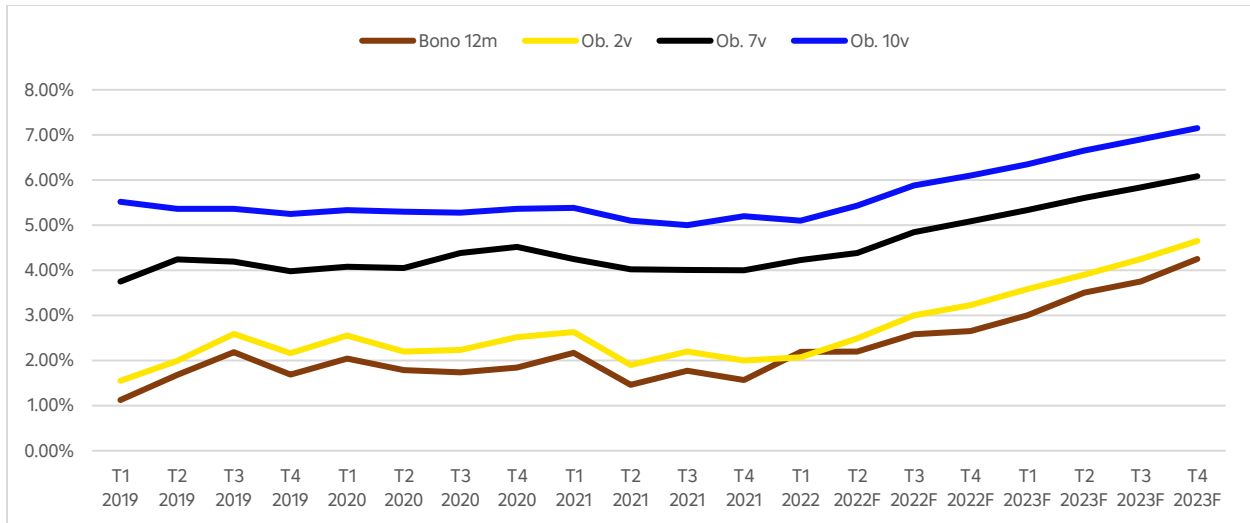
Një sërë rritjesh të normës bazë në përpjekje për të mbajtur inflacionin në objektiv

Deri më tani, Banka e Shqipërisë rriti normën bazë gjatë tremujorit të parë 2022 me 0.5%. Ndërkohë që çmimet më të larta në nivel lokal dhe global tashmë kanë filluar të impaktojnë inflacionin, priten rritje të mëtejshme të normës bazë. Sipas analizës sonë, vlerësojmë se Banka Qendrore do të angazhohet duke luftuar inflacionin në rritje dhe do të ketë rritur normën bazë në 1.75% në TM4 2022 dhe në 3.75% në TM4 2023. Ky nivel është ende nën normën neutrale të interesit të deklaruar nga BSH, e cila varion rreth 4%-4.5% dhe nuk pritet të arrihet para vitit 2024.



Burimi: BoA, RBI/Raiffeisen Research

Duke marrë parasysh këtë të fundit, presim që normat e interesit të vazhdojnë trendin rritës gjatë vitit 2022, në përputhje me vendimet e politikës monetare për rritjen e mëtejshme të normës bazë. Përveç kësaj, nëse suficiti buxhetor vazhdon dhe shpenzimet mbeten të ulëta, mund të ndodhë që nevojat për financim të qeverisë ulen dhe kjo mund të ketë gjithashtu ndikim të lehtë në rënie të normave të interesit.



Burimi: BoA, RBI/Raiffeisen Research

Potenciali i rritjes ekonomike dhe ndikimi në normën neutrale

Me tendencat më të fundit të inflacionit, jo vetëm në Shqipëri, por edhe në nivel global, pritjet tona për rritjen e PBB janë fiksuar në nivelin 3.5% për vitin 2022 dhe 3.6% në 2023. Pavarësisht rritjes së fortë të shfaqur vitin e kaluar, në periudhat në vijim pritet që rritja ekonomike të ndikohet nga rritja e inflacionit. Inflacioni nga njëra anë do të gërryëjë fuqinë blerëse të konsumatorëve dhe do të rrisë koston e importeve dhe nga ana tjetër, do të rrisë çmimet e eksporteve, duke ulur konkurrueshmërinë e produkteve shqiptare. Amplituda e këtyre ndikimeve mund të jetë e rëndësishme për ekonominë shqiptare, por jo në nivele të tilla sa të minojë trendin pozitiv të rritjes ekonomike.

Banka e Shqipërisë në fakt nuk publikon shifra zyrtare të parashikimit për inflacionin dhe rritjen ekonomike. Për më tepër, megjithëse guvernatori merr pyetje dhe ofron disa vështrime mbi pritjet e Këshillit Mbikëqyrës të bankës qendrore, mendimi i çdo anëtari për vendimet e normës bazë është i panjohur pasi ata në përgjithësi nuk shprehen publikisht mbi pritjet e tyre.

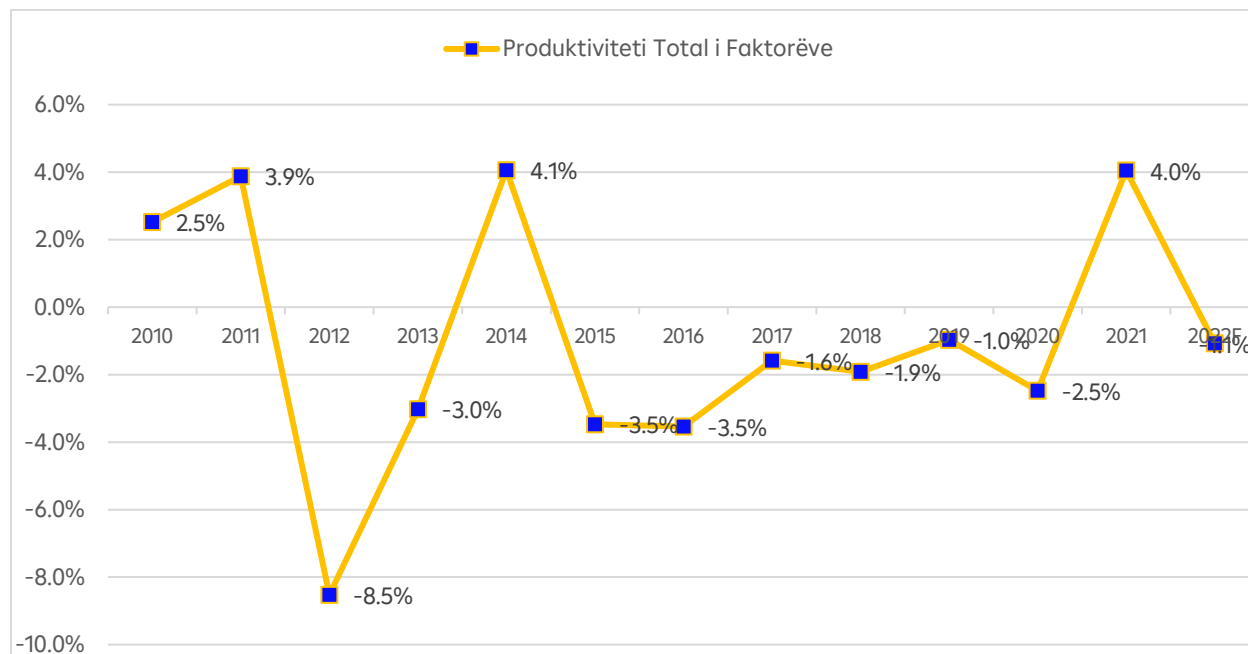
Supozohet se përgjithësisht, Këshilli Mbikëqyrës qëndron në linjë me parashikimet e stafit të BSH-së. Ndaj, intervista e fundit e Drejtorit të Departamentit të Politikës Monetare në Bankën e Shqipërisë, për pritjet inflacioniste në banka, ka hedhur pak dritë mbi hapat e ardhshëm të Bankës Qendrore. Në përputhje me pritjet tona, stafi i Bankës Qendrore nuk pret që inflacioni të kalojë 7% gjatë vitit.

Për më tepër, rritja e pritur ekonomike për Shqipërinë konsiderohet të jetë në intervalin ndërmjet 3% dhe 3.5%. Gjithashtu, BSH ka shprehur qëndrimin se Shqipëria nuk është larg nga niveli i saj potencial i prodhimit, ku rritja potenciale luhet ndërmjet 3% dhe 4% dhe më e rëndësishmja, stafi i BSH ofron për herë të parë një teknikë vlerësimi të normës neutrale (4%-4.5%) dhe pritjen e tyre se kjo normë nuk do të jetë arritur as në vitin 2023.

Ne qëndrojmë më skeptikë për ritmin potencial të rritjes së ekonomisë së Shqipërisë, duke marrë parasysh flukset e vazhdueshme të larta të emigracionit dhe rënien e popullsisë dhe fuqisë punëtore. Kështu, norma neutrale, sipas mendimit tonë, është më e ndikuar nga trendi në rënie të rritjes së PBB potenciale.

Pikëpamja jonë përforcohet gjithashtu nga produktiviteti stanjant në dekadën e fundit, siç tregohet qartë në grafikun e mëposhtëm.

“Produktiviteti Total i Faktorëve” në stanjacion gjatë dekadës së fundit



Perfundime

Megjithatë, ne pajtohemi me vlerësimin e bankës qendrore, se norma neutrale nuk do të arrihet nga BSH as në vitin 2023, pasi rimëkëmbja e fortë e ekonomisë nga tronditja e tërmetit dhe pandemisë është vënë në pikëpyetje nga lufta në Ukrainë. Prandaj, rreziqet mbeten për shfrytëzimin në rënie të burimeve nga agjentët ekonomikë. Kështu, pritjet tona janë që cikli i ekonomisë shqiptare do të hyjë në modalitetin potencial të rritjes vetëm në vitin 2024, edhe pse BSH do të vazhdojë në vijim rritje të normës bazë të interesit. Pra, bazuar në parashikimet tona, normalizimi i plotë i politikës monetare do të arrihet vetëm në vitin 2024.

Fjorent Rushi

Drejtor i Njesisë së Kërkimit

Aristea Vllahu

Kryespecialiste në Njesisë e Kërkimit