

MEKANIZMI I TRANSMISIONIT TË POLITIKËS
MONETARE NË VENDET NË ZHVILLIM DHE NË
VENDET NË TRANZICION

Peter Sinclair

Banka e Anglisë dhe Universiteti i Birmingham-it

Disa vende i kanë sofistikuar sistemet financiare me shumë banka dhe me një seri tregjesh të zhvilluara të obligacioneve. Në disa vende të tjera, këto tipare janë vetëm embrionike. Shumica e vendeve të zhvilluara janë në një pikë të një spektri të ndodhur ndërmjet këtyre pozicioneve. Shumica e ekonomive në zhvillim dhe në tranzicion po lëvizin drejt kësaj pike, por me shpejtësi të ndryshme; disa vende kanë një numër të konsideruar mënyrash për ta arritur atë. Pika e parë për t'u theksuar rreth sistemeve ekonomike e financiare të vendeve në tranzicion dhe në zhvillim është se ato janë shumë larg nga të qënurit homogjenë ¹.

Megjithatë, paraja qarkullon në çdo vend të botës, në formën e saj më të ngushtë në monedha metalike dhe kartëmonedha. Në vende më të zhvilluara, politika monetare funksionon nëpërmjet normave të interesit. Bankat qëndrore ndryshojnë normën me politikën e tyre. Normat e interesit për bonot e thesarit dhe normat e interesit për huatë dhe depozitat e individëve lëvizin shpejt, pak a shumë një me një. Ndryshimet në normat e interesit sjellin më pas ndryshime në shpenzime për konsum dhe investime, nëpërmjet një numër kanalesh; dhe ndryshimet e politikës në normat e interesit mund të ndryshojnë vlerën e kursit të këmbimit, duke ndikuar kështu në kërkesën agregate, nëpërmjet ndryshimeve në hendekun ndërmjet eksporteve dhe importeve. Rrjedhimisht, normat e interesit sigurojnë hapat e para themelore në mekanizmin e transmisionit të politikës monetare në vendet e zhvilluara. Pra, si funksionon ky mekanizëm në atë mjedis institucional ku normat e interesit janë relativisht të parëndësishme, ose në rastin ekstrem, mungojnë plotësisht? Si dhe pse lind në këtë kontekst një rritje në agregatet monetare? Cilat janë efektet e saj? Cilat janë lidhjet kyçe ndërmjet ofertës së parasë nga njëra anë, dhe prodhimit të përgjithshëm dhe çmimeve nga ana tjetër, në ato vende ku normat e interesit luajnë, në shumicën e rasteve, një rol të

¹ Kjo është një ndër temat kryesore që u bë e njohur nga Mahadeva and Sterne (2000).

parëndësishëm? Këto janë pyetjet kryesore të cilat trajtohen në këtë kumtesë.

Pothuajse pa asnjë përjashtim, paraja është kudo dhe kurdoherë detyrim jo-përfitues i Shtetit. Herë pas here, kjo para mund të shtohet me kartëmonedha të nxjerra nga institucione private, por roli i luajtur nga paraja e emetuar privatisht është shpesh i papërfillshëm dhe jo-ekzistues. Paraja vepron si mjet pagese, mjet këmbimi dhe masë vlere. Ajo është gjithashtu një mjet i akumulimit të fuqisë bleresë. Në sistemet financiare më pak të zhvilluara, depozitat bankare gjithashtu kryejnë deri diku funksionin e fundit ndër këto katër funksione. Çeqet e tërhequra nga këto depozita mund të përdoren krahas monedhës, si mjete këmbimi dhe pagese gjithashtu, por monedha ka të ngjarë të shijojë pjesën e luanit. Në kontrast me të, në sisteme financiare të zhvilluara, paraja vepron si pak më shumë se një kusur i vogël.

Ka dy mënyra kryesore nëpërmjet të cilave oferta e parasë mund të rritet. Njëra rezulton nga deficitet buxhetore të shtetit. Tjetra është pasojë e një teprice në bilancin e pagesave të vendit me pjesën tjetër të botës.

Në qoftë se një Shtet ka deficit buxhetor, të ardhurat nga tatim-taksat nuk mund të mbulojnë shpenzimet e autoriteteve publike. Hendeku duhet të neutralizohet duke kombinuar huamarrjen dhe emetimin e monedhës. Në mungesë të bankave dhe tregjeve të brendshme të obligacioneve, Shteti nuk do të jetë në gjendje të marrë hua nga burime të brendshme (megjithëse, në qoftë se dëshiron, ai ende mund të shesë aktive të Shtetit ndaj rezidentëve vendas). Pra, huamarrja qeveritare, në të gjitha gjasat, nenkupton huamarrje nga jashtë, për shembull – nga banka jashtë vendit apo nga institucione financiare ndërkombëtare, ose në formën e kredisë tregtare të dhënë nga firmat e huaja që shesin eksporte në sektorin publik. Rregullimi

i financës nga këto burime të jashtme mund të jetë i vështirë. Kushtet dhe afatet e tij mund të mos jenë tërheqëse gjithashtu, edhe në qoftë se sigurimi i fondeve të tilla mund të jetë i pershtatshëm.

Në këto rrethana, duket sikur monedha do të duhet të mbushë të paktën një pjesë të hendekut. Kjo do të nënkuptonte një lidhje të fuqishme pozitive ndërmjet deficitit buxhetor dhe rritjes së parasë në qarkullim.

Një tepricë në bilancin e pagesave të vendit kërkon përgjithësisht një rritje të mbajtjeve likuide nga ana e rezidentëve vendas kundrejt pjesës tjetër të botës. Në qoftë se këta agjentë e filluan periudhën me ekuilibër të portofolit, ka mundësi që ata ta prishin këtë ekuilibër duke mbajtur valutë, e cila është tepricë e kërkesave të tyre. Në qoftë se autoritetet monetare të një vendi përdorin një regjim kursi këmbimi fiks apo të kontrolluar, ata do të duhet të ndërhyjnë për të evituar një kërkesë të brendshme të tepërt për valutë nga gjenerimi i një mbivlerësimi të monedhës.

Në mënyrë thelbësore, kjo do të thotë shitje të parasë vendase për të blerë valutë të padëshiruar. Si rezultat, mbajtjet private të parasë vendase vetëm mund të rriten. Dhe shumë shpesh, autoritetet monetare të vendeve më pak të zhvilluara mund të mos lejojnë realisht rezidentët vendas të mbajnë valutë, duke i detyruar ata ta dorëzojnë atë (ndonëse me kompensim) në banka qendrore. Rezultati përfundimtar do të jetë i njëjtë: një nivel më i lartë i parasë vendase në qarkullim (currency outstanding).

Gjatë Luftës së Dytë Botërore dhe pak kohë pas saj, shumica e vendeve vendosën kufizime për lëvizjet ndërkombëtare të kapitalit. Vendet e zhvilluara, dhe jo pak vende në zhvillim,

tashmë i kanë hequr këto kufizime. Atje ku ka ndodhur kjo, vlera e jashtme e monedhave kombëtare, në qoftë se luhetet lirisht, ndikohet shumë më tepër nga levizjet e kapitalit nëpër këmbime sesa nga gjendja e llogarisë korrente të bilancit të pagesave. Normat reale të interesit në këto vende lidhen me nivelet e tyre në vendet e tjera, ndoshta me diferencliale për të pasqyruar rreziqe dhe taksim shtesë të parashikuar. Duke lënë mënjanë këto komplikime, normat e interesit të brendshëm nominal në monedhën vendase tentojnë të harmonizohen me norma të ngjashme jashtë vendit, duke shtuar një afat për të mbuluar lëvizjen e pritur në kursin përkatës nominal të këmbimit². Por në anën tjetër të spektrit, kufizimet në lëvizjen e kapitalit vazhdojnë të jenë të zakonshme, dhe do të jetë pikërisht llogaria korrente e bilancit të pagesave ajo që ushtron ndikim dominues në kursin e këmbimit, kur ai luhetet.

Atëherë, kaq për arsyet pse oferta e parasë (M0, M1), mund të rritet. Çfarë ndodh më pas?

Pika kryesore me të cilën duhet të fillojmë këtu është nocioni se monedha është një aktiv i mbajtur në kohës. Firmat dhe individët nevojitet të peshojnë përfitimet e pritura dhe kostot e mbajtjes së monedhës, kundrejt atyre të mbajtjes së aktiveve alternative ndaj monedhës. Aktivet alternative përfshijnë aktive reale si për shembull ndërtesat, toka, mallrat e qëndrueshme të konsumit, makineritë, pajisje ferme dhe blegtorale, dhe inventare të lëndës së parë, punime në vazhdimësi dhe mallra të përfunduara në pritje për t'u shitur. Të gjitha aktivet e tjera ofrojnë disi perspektiva të adhutash. Për ndërtesat dhe mallrat e qëndrueshëm të konsumit, për shembull, do të ngarkohet qira, domethënë qiraja që pronari nuk do t'i duhet të paguajë dikë tjetër për përdorimin e tyre.

² Kjo është hipoteza mjaft e debatuar e standartit të pambuluar të paritetit të interesit (UIP), e cila kohët e fundit ka marrë një mbrojtje të fuqishme nga Meredith (2002).

Paraja nuk mbart interes nominal. Në vend të kësaj, paraja siguron yield-in e leverdisë. Kjo mund të mendohet si një rrjedhje kursimesh në transaksione, kosto kërkimi dhe kosto tregtimi, që poseduesi mund të ketë hasur, nëse është detyruar, në vend të kësaj, të drejtohet të blejë nëpërmjet një mekanizmi të ndryshëm dhe më të pavoritshëm, si mekanizmi barter.

Për të ekuilibruar, duhet të vendoset balancimi i duhur ndërmjet mbajtjeve të parasë nga njëra anë, dhe aktiveve alternative nga ana tjetër. Kjo duhet të mundësojë barazinë ndërmjet yield-it marginal të leverdisë mbi paranë (e quajtur MCYM) dhe kthimin marginal neto të parashikuar mbi këtë të fundit. Duke lënë mënjane rreziqet, të gjithë aktivet duhet të ofrojnë të njëjtin kthim neto në marzhin e fitimit. Në qoftë se jo, yield-i total i portofolit do të rritej duke shitur aktive me yield të ulët dhe duke blerë në vend të tyre aktive me yield të lartë.

Është paraja *reale* ajo që siguron rrjedhjet e përfitimeve që gëzojnë firmat dhe individët. Pra, mbajtjet e parasë *nominale* duhet të ndahen nga një indeks çmimesh që mbajtësit e tyre shpresojnë të blejnë. Dhe, ndonëse, paraja me përkufizim nuk ofron interes nominal, yield-i *real* i saj do të jetë jo-zero, në qoftë se çmimet nuk janë të pandryshueshme. Inflacioni vendos mbi paranë një yield real negativ. Ai është vërtet një masë e përafërt e kostos së mbajtjes së parasë, dhe realisht e vetmja masë e disponueshme në një ekonomi pa të dhëna për nxjerrjen e një norme reale të interesit.

Inflacioni më i lartë duhet të pakësojë mbajtjet reale të parasë. Fenomenet e tilla si pritjet për të vjela të këqia (të cilat do të rrisin çmimet e ushqimeve) apo zhvlerësimet e kursit të këmbimit (të cilat duhet të rrisin çmimet e monedhës vendase të mallrave të eksportueshme dhe të importueshme, gati një me

një) duhet të nxisin një largim nga paraja *cash*. Fermerët, tregtarët, individët dhe firmat do të reagojnë ndaj zhvillimeve të tilla, duke u përpjekur të rrisin inventaret e mallrave të tyre, çmimet e të cilave pritet të rriten. Meqënëse oferta e përgjithshme e këtyre mallrave ka mundësi t'i percillet gradualisht ndryshimit, çmimet e tyre do të tentojnë të hidhen në tregjet e shitjes. Në këtë proces, mbajtjet e parasë reale do të pakësohen.

Rrjedhimisht, mund të lindë një shpërthim i papritur i inflacionit faktik, si rezultat i pritjeve lidhur me rritje të çmimeve të ardhshme. Ju nuk mund të kërkonit të ndodhë njëkohësisht një rritje në para. Se sa vlen një copë para prej letre sot varet nga vlera reale që pritet të japë ajo nesër, dhe kjo udhëhiqet nga pritjet për çmimet e pasnesërme, e kështu me radhë në një zinxhir pa fund. Po kështu, sipas kësaj logjike, frika për rritje të inflacionit në një të ardhme të largët, pavarsisht nga se mund të jetë shkaktuar, konceptualisht mund të përkthehet në një rritje të madhe të çmimeve të tanishme. Kjo është e vëretetë, veçanërisht në qoftë se çmimet e mallrave dhe shërbimeve janë mjaft fleksibël, kusht që mund të plotësohet mjaft mirë kur stabiliteti monetar i një vendi në të kaluarën ka qënë i dobët. Dhe në asnjë mënyrë kjo nuk varet nga prania e bankave apo e tregjeve të zhvilluara të obligacioneve; ajo mund të veprojë mjaft mirë pa to³.

Atëherë, mesazhi kryesor nga ky vëzhgim është se kërkesa për para mund të jetë e paqëndrueshme. Sjellja e nivelit të çmimeve, me kalimin e kohës varet nga kërkesa për para dhe nga oferta për para. Në një sistem financiar të sofistikuar, autoritetet tashmë synojnë të caktojnë normat e interesit. Ata plotësojnë çdo luhatje në kërkesën për para duke ndryshuar menjëherë ofertën e saj. Në një sistem financiar shumë më pak të zhvilluar,

³ Për një model të kohëve të fundit të dinamikës së inflacionit, e drejtuar pjesërisht nga variablat buxhetore, lexuesi mund të dëshirojë të marrë Fry and Sinclair (2002).

ku normat e interesit nënkuptojnë pak ose luajnë një rol të vogël, politika monetare do të thotë, mbi gjithçka, kontrollim dhe ndryshim i evoluimit të parasë në kuptim të ngushtë (M0, M1) – për të arritur objektivat e veta (si për shembull, inflacionin e ulët dhe të qëndrueshëm, ndoshta subjekti i atyre që konceptohen si rezultate të kënaqshme për variabla reale si PPB).

Kur subjekti kryesor i kontrollit është stoku i parasë, ndryshimet e paparashikuara në kërkesën për para mund të çojnë në rritje. Ndoshta, gjëja më e mirë për të përqëndruar përpjekjet është krijimi i një klime ku thjesht të mos ndodhin ndryshime të papritura në nivelet e pritura për çmimet e ardhme, dhe ndryshime të papritura rezultuese në kërkesën e sotme për para. Kjo mund të nënkuptojë krijimin e një reputacioni për arritjen e inflacionit të ulët dhe të qëndrueshëm në të kaluarën, apo ndërtimin e një devize për angazhim të besueshëm për inflacionin në të ardhmen.

Kaq lidhur me pyetjen pse çmimet mund të rriten tani, kur mungojnë ndryshime shoqërore në ofertën e parasë. Tani, supozoni se paraja stok rritet: nëpërmjet cilat kanale do të vërejmë një rritje të çmimeve në sistemet monetare ku normat e interesit mungojnë ose janë të parëndësishme?

Kur oferta nominale e parasë është rritur, ndoshta si rezultat i deficiteve të buxhetit apo i tepricave të bilancit të pagesave, mund të pasojnë dhe në fakt duhet të pasojnë presione në rritje për nivelin e çmimeve. Ka thjesht dy klauzola. Së pari, ne duhet të cilësojmë pretendimin final, duke përmendur një kusht kyç – *gjithë gjërat e tjera të barabarta*. Së dyti, ka shumë arsye për të menduar se presionet në rritje për çmimet mund të vijnë gradualisht. Atëherë, çfarë ndodh pas rritjes në para, dhe pse?

Etapa e parë përfshin gjetjen nga ana e agjentëve se tashmë ata kanë një tepricë paraje. (Kjo duhet të jetë kështu, në qoftë se të gjithë gjërat e tjera janë të barabarta, dhe mbajtjet e parasë ishin “pikërisht” në nivelin e tyre më të ulët, të mëparshëm). Për të rivendosur ekuilibrin në portofolet e tyre, ata do të kërkojnë të rrisin mbajtjet e aktivave alternative. Një fermer me një tepricë të madhe të parasë *cash* mund të mendojë të zgjerojë banesën e familjes ose gjënë e gjallë. Një prodhues fabrike apo reparti mund të fillojë të kërkojë të blejë një makinë, të rrisë prodhimin apo të shkurtojë kostot. Një tregtar do të mendojë të shtojë inventarin e mallrave të tij për të shitur. Një familje do të reagojë duke blerë një automjet që më parë nuk mund ta blinte, aparat telefonik apo televiziv. Një institucion i madh privat me tepricë në *cash* mund të mendojë të blejë biznese të tjera, apo të ndërtojë ndërtesa të reja për shitje apo dhënie me qira.

(Në disa ekonomi më të varfra, krijimi i kapitalit shpesh është subjekt i planifikimit dhe kontrollit qëndror. Nevojitet aprovim zyrtar për investim, të paktën për projekte apo siper marrje më të mëdha. Por edhe këtu mbeten pa u rregulluar disa kategori investimi (si inventare apo projekte më të vogla, dhe blerje të mallrave të qëndrueshëm nga individët).

Kërkesa e rritur për gjithë këto mallra do të përmirësohet në mënyrë të konsiderueshme, në qoftë se agjentët ekonomikë të përfshirë dallojnë që arka e tepërt ende nuk është thjesht diçka që po hasin ata vetë, por një fenomen i përhapur që ndikon në shumë të tjerë. Kjo do t'i bëjë ata të parashikojnë mungesa dhe rritje çmimesh në të ardhën e afërt. Ata do të jenë shumë më të etur të sigurojnë blerjet e reja të tyre me çmime korrente, para se të bëhen rritjet.

Në qoftë se një rritje në ofertën e parasë rrit kërkesën për një gamë të gjërë aktive reale alternative, menjëherë do të pasojë një

rritje në çmimet e tyre (çmime eksplicite apo hije). Stoqet e aktiveve të tilla mund të mendohen si fikse në periudhë afatshkurtër. Kështu, zotëruesit e tyre do të bëhen më të pasur, për sa i përket mallrave të konsumit. Efekti rezultues i pasurisë, si për ekonomitë me tregje financiare të sofistikuara dhe pa to, do të tentojë të rrisë konsumin e pergjithshëm.

Është edhe një faktor i dytë që mund të forcojë kërkesën për aktive *jo-cash*, kur oferta e parasë është rritur. Kjo është papërsosmëri në tregjet e kapitalit. Rregulli i parë i tregjeve të kapitalit është ky: ju gjithnjë mund të merrni një hua kur ju mund të provoni se nuk ju nevojitet kjo. Në të gjitha ekonomitë, ato me sisteme financiare të sofistikuara dhe ato pa to, huamarrja është një sfidë për ata që janë të varfër në asete. Asimetritë në informacion janë arsyeja kryesore për këtë gjë. Por huamarrja është e pamundur për cilindo, kur tregjet e huase pothuajse nuk funksionojnë fare, dhe vendet që kanë banka dhe tregje financiare të pazhvilluara do të jenë shumë afër këtij pozicioni. Në qoftë se ka një kërkesë të përhapur të pakënaqur për kredi, tepricat shtesë të parasë reale, çfarëdo që t'i ketë shkaktuar ato, mund të pritet të gjenerojë një rritje të madhe në kërkesën efektive për mallra të të gjitha llojeve. Ky fenomen duhet të jetë veçanërisht i fuqishëm në vendet më të varfra në zhvillim dhe në tranzicion.

Një tepricë e papritur në *cash* është në të vërtetë si një fitim i dhuruar nga qielli. Kur tregjet e kapitalit funksionojnë mirë, dikush që provon një fitim të papritur duhet të reagojë duke mos rritur shpenzimet e përsëritura për konsum të mallrave jo të rezistueshme. Gjithçka që ju do të prisnit është se konsumi i mallrave jo të rezistueshme të rritej brenda një viti, si produkt i fitimit dhe normës reale të interesit. Pothuajse, gjithë fitimi i papritur do të “kursehej” – do të transferohej në aktive që sjellin rendiment, ose sigurisht, në mallra konsumi të rezistueshme.

Nga ana tjetër, në qoftë se tregjet e kapitalit janë të pamjaftueshme, ka mundësi që të jenë të shumtë konsumatorët, të cilët nuk mund të marrin hua atë që do të kishin dëshiruar dhe që do të kishin qënë në gjendje të merrnin, në qoftë se tregjet e kapitalit do të kishin qënë perfekte: veçanërisht individë me besim rreth të ardhurave të së ardhmes. Jepuni këtyre njerëze një tepricë arke dhe do të shihni një rritje të menjëhershme dhe të konsiderueshme në shpenzimet korrente për konsum të mallrave jo të rezistueshme. Efektet e “tepricës reale” – e ashtuquajtura tendencë për një rritje në mbajtjet reale të parasë për të nxitur më shumë konsum – theksohen pak në literaturën ekonomike, dhe kjo për disa arsye. Ato perfshijnë më së miri atribuimin e shkakësisë, në një lidhje indirekte ndërmjet një çifti variablash endogjene, të cilat mundet edhe të jenë të pavarura nga njëra tjetra në ekuilibrin afat-gjate. Është pothuajse njësoj si të “shpjegosh” konsumin e vajit të ullirit me konsumin e karrotave. Gjithashtu, evidenca ekonometrike në favor të tyre nuk është e fuqishme. Por, në një ekonomi me tregje kapitali të zhvilluara shumë pak, efekti real i tepricës së mekanizmit të transmissioinit të politikës monetare vërtet meriton vemendje të saktë. Ajo që e bën këtë interesante është implikimi se rritja e ofertës së parasë (në kuptimin e ngushtë) nuk është e kufizuar, në efektet e saj fillestare, në tregjet për aktive të tjera.

Në qoftë se kërkesa agregate rritet menjëhere mbas një rritje në ofertën e parasë, çfarë ndodh më pas? Në fillim, më tepër reagim duhet të kenë volumet e blerjes. Kërkesa e rritur për mallra mund të plotësohet fillimisht nga inventaret e tregtarëve. Kur mallrat janë të eksportueshme apo të importueshme, dhe kurset e këmbimit valutor mbeten fikse, kërkesa më e lartë e brendshme mund të plotësohet nga eksporte të pakësuara apo importe të rritura. Por tregjet për shumë mallra ku tregtia ndërkombëtare është e pakonsiderueshme, si për shembull, shumica e shërbimeve, apo banesat, mund të dëshmojnë nivele të rritjes së bizneseve, kur ka ngadalësim fillestar apo ofertë të tepërt për to në tregje.

Më pas, do të ketë produkte vendase të ofruara vetëm nga një numër firmash vendase - në një ekonomi te vogël në zhvillim, ndoshta vetëm një – të cilat kanë caktuar çmimet e tyre për të tashmen, dhe qëndrojnë të përgatitura të plotësojnë çdo rritje në kërkesë duke rritur prodhimin. Çmimet e caktuara përkohësisht nuk kanë kuptim në tregje mallrash ku shitësit konkurojnë në mënyrë perfekte me njeri-tjetrin. Por, ato aplikohen fuqishëm nën monopolin dhe disa forma të tjera të konkurrencës joperfekte (megjithëse mund të ketë monopol edhe me fleksibilitet perfekt çmimesh). Çmimet e caktuara përkohësisht për mallra, dhe konkurrenca joperfekte me të cilën ata janë pjesërisht të lidhur, mund t'i japin politikës monetare një efekt të fuqishëm, të përkohshëm, real.

Për më tej, në një vend në zhvillim, të rehat për një kërkesë më të madhe për punë mund të depërtojnë mirë nga qytete në fshatra, duke shkaktuar shpërngulje. Dhe banorë të ndodhur në periferi të qytetit, të cilët kërkojnë punësim, do të sigurojnë pak punë shtesë të kërkuar. Kështu, duke i marrë gjithë këta faktorë në konsideratë, një rritje në ofertën e parasë së ngushtë duhet të inkurajojë jo vetëm një rritje në kërkesën agregate, por një numër të madh ndryshimesh që përfshijnë gjithë komponentët e PBB, si dhe rritje në kërkesën për punë dhe në nivelin e përgjithshëm të punësimit.

Në këtë pikë duhet bërë një përcaktim i rëndësishëm. Kjo lidhet me regjimin e kursit të këmbimit të vendit. Në qoftë se kursi i këmbimit është fiks, dhe mbetet i tillë, ne tashme kemi parë se do të ekzistojnë forca që fillojnë menjëherë të dobësojnë bilancin tregtar, duke pakësuar eksportet dhe duke rritur importet. Me kalimin e kohës, këto pasoja mund të përforcohen nga zhvillime të tjera (presion në rritje mbi çmimet e mallrave të patregtueshme dhe mbi punën në ekonominë e vendit). Në qoftë

se ekonomia qëndron e lidhur me kurset e saj të këmbimit valutor, dhe pjesa tjetër e botës nuk shfaq inflacion, deficitin tregtar i vendit do të çojë në një numër pakësimesh të ofertës vijuese të parasë.

Pra, rritja fillestare në ofertën e parasë përfundon në kthimin mbrapsht automatikisht të saj. Ajo nuk ka efekte të qëndrueshme në ndonjë gjë – prodhim apo çmime – pikërisht sepse ajo duhet të kthehet mbrapsht më pas. Në një ekonomi të hapur të këtij lloji, dy janë gjërat që përcaktojnë normën e brendshme të inflacionit në periudhë afat-gjatë: norma e inflacionit jashtë vendit, në pjesën tjetër të botës; dhe tendenca, në qoftë se ekziston, në kursin e këmbimit. Një zhvlerësim një herë e mirë i kursit të këmbimit përfundon duke rritur gjithë çmimet e brendshme (mallra të patregtueshme dhe puna) si dhe të mallrave të tregtueshme. Pretendimi monetarist se norma e rritjes të ofertës së parasë “përcakton” normën e inflacionit është thjesht fals në rrethana të tilla.

Megjithatë, me kurse këmbimi lirisht të luhatshme, pamja ndryshon plotësisht, dhe trajtimi i ekuilibrit të portofolit në etapën e parë të mekanizmit të transmissioinit monetar paraqet elementin e ri esencial të valutës. Në qoftë se rezidentet vendas lejohen të mbajnë valutë – ose në qoftë se qeveria dhe banka qendrore nuk janë në gjendje t’i ndalojnë ata nga kryerja e një veprimi të tillë, – ka mundësi që një tepricë e papritur e parasë vendase në *cash* të kthehet me shpejtësi në valutë. Kjo ka më shumë mundësi në qoftë se mendohet që teprica e parasë *cash* të jetë në mbarë ekonominë, pasi gjithëkush do të përpiqet ta bëjë këtë gjë, gjithashtu. Sigurisht, rezultati perfunditar është zhvlerësimi i menjëhershëm i parasë vendase. Kjo do të përkthehet në çmime nominale të brendshme më të larta, qoftë për mallra të importueshme, qoftë për mallra të eksportueshme (ndonëse, mundësisht, jo një për një në periudhë afat-shkurtër). Në qoftë se çmimet e mallrave të patregtueshme ndryshojnë

ngadalë, ndërsa çmimet e mallrave të tregtueshme rriten menjëhere sipas përmasave të zhvlerësimit, ekuilibri në tregun e parasë vendase sugjeron se zhvlerësimi i kursit të këmbimit do të vazhdojë më tej. Kjo sepse, nisur nga çmimet e caktuara të mallrave të patregtueshme, kursi i këmbimit duhet të bjerë edhe pak më tepër për të përshtatur kërkesën e parasë nominale me ofertën e saj më të lartë.

Le të kalojmë tani nga këto tema interesante për ekonominë e hapur në tema kryesore. Çmimet do të reagojnë menjëhere ndaj këtyre zhvillimeve, por tipikisht, me një ngadalësim. Në qoftë se inflacioni është i moderuar – në kufijtë nga 3 për qind deri në 5 për qind, të themi, kufijtë që ka shfaqur Shqipëria kohët e fundit - periudha e ngadalësimit mund të jetë të paktën një vit. Ndikimi maksimal në nivelin e çmimeve, në ekonomi që kanë inflacion në këtë interval, shpesh është parë rreth tetë tremujorë pas shtytjes monetare fillestare. Në vende ku inflacioni është më i shpejtë, periudha e ngadalësimit shkurtohet.

Teoria e listës së kostove sugjeron se çmimet e veçanta nominale mbahen për një interval që është në raport invers me rrënjën e dy të tretave të normës së trendit të inflacionit. Kështu, në qoftë se inflacioni prej 4 për qind i bën firmat që kanë pushtet në treg të vendosin çmime të reja për produktet e tyre një herë në vit, një rritje tetëfish në normën e inflacionit të trendit, në 32 për qind, do t'i bënte ata të kalonin në ndryshime të çmimeve nominale në çdo tre muaj.

Ndikimi më i fuqishëm mbi çmimet e firmave për shitjet është ndoshta kostoja për njësi që ata hasin për punën, e cila varet në mënyrë kritike nga rrogat. Teoria dhe evidenca bashkëveprojnë në obzervimin që normat e rrogave në para i përgjigjen inflacionit të pritur, afërsisht një me një dhe, krahas kësaj, lidhen negativisht me nivelin e papunësisë. Në qoftë se evidenca

e vendeve të pasura mund të ekstrapolohet diku gjetkë, kjo tregon se efekti i papunësisë ngadalësohet, ndoshta me rreth gjashtë muaj kur niveli i trendit të inflacionit është i ulët, dhe potencialisht më pak se kaq kur ai është i shpejtë. Inflacioni i shpejtë gjithashtu duket se krijon pjerësi në kurbës Philips, duke pakësuar rënien në papunësi, shoqëruar me ndonjë rritje të përkohshme (të paparashikuar) në normën e rritjes së rrogave në para⁴.

Atëherë, kur vijmë në menyrën se si rritjet në kërkesën agregate ndahen ndërmjet prodhimit dhe ndryshimeve në nivelin e çmimeve, dhe në efektet kohore në nivelin e çmimeve, ndryshimet ndërmjet vendeve me sisteme financiare të sofistikuara dhe atyra pa to fillojnë të veniten. Në etapën e parë, këto ndryshime janë shumë të rëndësishme, gjë që lidhet me kanalet që lidhin një ndryshim në instrumentin e politikës monetare me ndryshimet në kërkesën agregate. Por jo më vonë. Dhe në të gjitha ekonomitë, cilado qoftë gjendja e zhvillimit financiar të tyre, ka një konkluzion kyç që meriton një theksim të veçantë. Ky konkluzion kyç është se efekti real afat-gjatë i një ndryshimi në instrumentin e politikës monetare do të jetë i neglizhueshëm, për shembull, në etapat kohore të prodhimit, apo në punësim. Në fund, gjithë efektet e rritjes monetare shfaqen në çmime më të larta dhe asnjë në prodhim më të lartë.

Në të vërtetë, mund të shkohet edhe më tej. Thënia se politika monetare nuk mund të ketë efekt të qëndrueshëm mbi prodhimin, nuk do të thotë se ajo që ndodh në politikën monetare është e parëndësishme për variablat reale. Një rritje më e madhe në paranë nominale mund të nënkuptojë gjithmonë vetëm inflacion më të shpejtë. Kjo nënkupton mbajtje më të pakta të parasë reale, dhe një tërheqje nga përfitimet që sjell

⁴ Në të vërtetë, karakteri dhe shpejtësi e mekanizmit të transmissioinit të politikës monetare varet shumë nga fakti nëse inflacioni është i shpejtë apo i ngadaltë, ndoshta më shumë në këtë sesa në shtrirjen e bankingut të brendshëm dhe tregjet e obligacioneve. Vinals (2001) dhe Woodford (2000) kanë ide të rëndësishme për të.

paraja reale më e lartë drejt alternativave që kanë shumë kohë, siç është barter-i. Pra, inflacioni i shpejtë është një ngrënës i kohës. Dhe në qoftë se ai hë kohën e cila ndryshe do t'i kushtojë punës, prodhimi do të bjerë. Dhe në qoftë se ai humbet burime, të cilat ndryshe do t'i kushtoheshin trajnimit, ngritjes së kapitalit njerëzor, ai do të humbiste burime të cilat ndryshe do t'i kushtoheshin rritjes. Inflacioni shumë i shpejtë në vazhdimësi mund të nënkuptojë më së miri një rritje ekonomike përhershme më të ngadalte⁵.

Madje, në qoftë se politika monetare është e çrregullt, me luhata të mëdha rastësore, norma e inflacionit do të bëhet më pak e parashikueshme. Asimetritë mund të nënkuptojnë më së miri se çdo fitim jetë- shkurtër nga prodhimi në fazën ekspansioniste, është më i shkurtër dhe më i vogël sesa kostoja e prodhimit që shoqëron sjelljen e inflacionit përsëri në nivele të ulëta.

Ka shumë pasiguri rreth mekanizmit të transmissimit të politikës monetare në vendet e zhvilluara, dhe ndoshta edhe më shumë në vendet në zhvillim dhe në tranzicion, ku kanalet e zakonshme të normës së interesit janë më të dobëta ose edhe mungojnë. Midis bankierëve të bankës qendrore dhe ekonomistëve, ka gjithashtu shumë më tepër modesti sesa kishte tridhjetë vjet më parë rreth asaj që mund të arrijë politika monetare, dhe rreth mundësisë së parashikimit të goditjeve (shock-eve), që të gjithë në teorikisht do të donim t'i neutralizonte politika monetare. Por në qoftë se ka më shumë diferencë dhe realizëm në pranimin e asaj çfarë politika monetare nuk mund të bëjë, të paktën ekziston shpresa se ajo do të përdoret me më shumë kujdes dhe me më shumë sukses. Nga ana tjetër, për vendet në zhvillim dhe në tranzicion, ka ngarkesë shtesë. Ajo që ka rëndësi nuk përfshin thjesht vlerësimin se si dobësimi i kanaleve të normës së interesit (libri bazë) ndryshon perceptimet rreth mekanizmit të transmissimit të

⁵ Barro (1996) paraqet evidencë të qartë për të vërtetuar këtë gjë.

politikës monetare, por monitorimi se si këto perceptime duhet të vazhdojnë të ndryshojnë ndër kohë që këto kanale të normës së interesit thellohen dhe forcohen me kalimin e kohës. Realisht, kjo nuk është një sfidë e vogël.

Në vende ku tregjet financiare janë ende të porsalindura, mekanizmi i transmisionit të politikës monetare nuk është i njëjtë me atë të vendeve me tregje financiare të zhvilluara. Në të parën, normat e interesit luajnë pak rol. Normat zyrtare mund të jenë edhe një rregull që nuk zbatohet, të caktuara shumë më poshtë se ekuilibri i plotë i tregut (inflacioni i pritur plus interesin real në botë plus primi për riskun), dhe do të pasojë një gjendje shtrëngimi financiar. Në vend të tyre, ne shohim një rol shumë më të madh, më eksplicit për agregate monetare, dhe në veçanti për ofertën e parasë.

Këtu, koncepti i ekuilibrit të portofolit ndërmjet parasë reale nga njëra anë dhe aktiveve reale alternative nga ana tjetër, është një koncept kyç. Një ofertë nominale e rritur e parasë, në çmime malltash të pandryshuara, shkakton një kërkesë të tepërt për ato aktive alternative, të cilat çojnë në një rritje të çmimeve të tyre dhe në rritje të perpjekjeve për t'i shtuar ato. Efektet e pasurisë dhe mos-perfeksionimet në tregjet e kapitalit do të kombinohen për të rritur kërkesën për konsum. Presionet në rritje mbi punësimin dhe prodhimin do të çojnë në një ritëm të përshpejtuar të rritjes së rrogave në para, dhe pastaj në inflacion. Me një kurs këmbimi fiks të mbrojtur suksesshëm, gjithë këto efekte do të tentojnë të zhbëhen nëpërmjet defiçiteve të pagesave, humbjeve të rezervës dhe shtrëngimeve monetare pasuese. Por një kurs këmbimi lirisht i luhatshëm është i prirur të shënojë zhvlerësim, duke i rritur të gjitha çmimet e mallrave, siç do të bënte një zhvlerësim i imponuar.

Ndërsa vendet në tranzicion dhe në zhvillim rriten, edhe bankat që kryejnë veprime bankare me individë marrin më shumë rëndësi. Depozitat tejkalojnë paranë. Normat e interesit të huave dhe depozitave hyjnë në skenë, duke krijuar kanale të normës së interesit për të shtuar efektet e pasurisë dhe të shpenzimit direkt, të përmendura më lart. Ndërkohë që kufizimet në lëvizjen e kapitalit ndërkombëtar reduktohen, dinamikat e kursit të këmbimit fillojnë të shfaqin diferencialë të interesit nominal përtej vendit. Bankat qendrore fillojnë gjithnjë e më shumë të përqëndrohen në ndryshime të normave të interesit të politikës si instrumenti kyç i politikës monetare. Sasi parash, si paraja gjithsej dhe paraja në kuptimin e ngushtë, përcaktohen nga kërkesa, e interesit kryesisht për atë që mund të aludohet rreth planeve të ardhshme për shpenzime të sektorit privat. Normat zyrtare të interesit duhet të rishikohen shpejt dhe në mënyrën e duhur, realisht më tepër se një me një, sa herë që inflacioni kërcënon të rritet mbi objektivin e tij zyrtar ose jozyrtar (ose të bjerë poshtë tij).

Në mënyrë paradoksale, normat më të larta të interesit nominal mund të luajnë dy role. Ato mund të evidentojnë se pritjet mbi inflacionin janë rritur (pranim se politika monetare ka dështuar në ruajtjen e stabilitetit të çmimeve); si dhe ato janë një mjet, vërtet mjeti më kryesor, për ta ulur inflacionin përsëri dhe për ta sjellë në nivelin objektiv. Një paradoks i ngjashëm zbatohet për ato vende ku normat zyrtare të interesit duhet të bëhen instrumenti kryesor i politikës monetare. Një rënie në mbajtjet reale të parasë mund të dëshmojë pritje për një inflacion më të lartë (politika monetare ka “dështuar”); por kjo mund të nënkuptojë gjithashtu se politika monetare është shtrënguar qëllimisht kohët e fundit, për të ulur inflacionin, me shumë mundësi për sukses më vonë.

Në të vërtetë, analiza e politikës monetare komplikohet nga një paradoks tjetër: në qoftë se politika monetare do të drejtohej në mënyrë perfekte dhe do të mbrohej plotësisht nga gjithë

shqetësimet e padëshiruara për inflacionin apo prodhimin, do të shfaqej një evidencë ekonometrike, për të na treguar se ajo nuk kishte ushtruar ndonjë efekt! Vetëm kur politika monetare drejtohet me sukses më pak të plotë, ne jemi në gjendje të shohim detajet lidhur me mënyrën se si funksionon realisht ajo. Ky paradoks nuk vepron më pak në vende ku sistemi financiar ende nuk është aq i thellë dhe i fuqishëm sa që politika të funksionojë nëpërmjet normave të interesit, dhe jo nëpërmjet ofertës së parasë.

Elementet “titull” në mekanizmin e transmissioinit të politikës monetare janë zinxhiri që lidh instrumentin e politikës monetare me kërkesën agregate, dhe prej aty prodhimin, punësimin, ritmin e rritjeve të rrogave dhe inflacionin. Këta elemente janë të njëjtë gjithandej. Ndryshimi i vendeve lidhet kryesisht me etapën e parë. Ajo që ka rëndësi është nga njëra anë, nëse instrumenti është një normë interesi nominal zyrtar apo një agregat monetar (apo devizë për të kontrolluar atë) dhe nga ana tjetër – lidhja që na çon nga një ndërhyrje e tillë e politikës në ndryshime vijuese në kërkesën agregate. Në vende më të mëdha, më të pasura, normat e interesit janë deviza kryesore. Ka një pangjashmëri të madhe ndërmjet vendeve në tranzicion dhe në zhvillim. Të gjithë (ose pothuajse të gjithë) po lëvizin drejt një sistemi kontrolli të normave të interesit, bazuar në bankat vendase dhe në tregjet e obligacioneve, dhe në disa masa liberalizimi financiar, por me shpejtësi shumë të ndryshme. Dhe disa janë vetëm në fillim të këtij udhëtimi shumë të rrezikshëm por, që shpresohet, të jetë një udhëtim shumë shpërblyes.

BIBLIOGRAFIA

Barro, R. J. (1996), Inflation and Growth, *Bank of England Quarterly Bulletin*

Fry, M. J. and P. Sinclair (2002), Inflation, Debt, Fiscal Policy and Ambiguity, *International Journal of Finance and Economics*, v. 7, 157-164

Mahadeva, L. and G. Sterne (2000), *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, Routledge, London

Meredith, G. (2002), Uncovered Interest Parity and the Interest Transmission Mechanism, in L. Mahadeva and P. Sinclair, eds., *Monetary Transmission in Diverse Economies*, Cambridge University Press, Cambridge, 208-236

Vinals, J. (2001), Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment, in A. Garcia Herrero et al., eds, *Why Price Stability?*, European Central Bank, Frankfurt, 113-157

Woodford, M. (2000), Commentary: How Should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability?, in *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City