

# INFLATION TARGETING NË KONTEKSTIN E PROGRAMEVE TË RREGULLIMIT TË MBËSHËTETURA NGA FMN

MARIO I. BLEJER, ALFREDO M. LEONE, PAUL RABANAL, DHE GERD

SCHWARTZ\*

Në këtë kumtesë do të argumentohet se kushtëzimi monetar tradicional i FMN-së – një kufi i sipërm për mjetet e brendshme neto të bankës qendrore dhe një kufi i poshtëm për rezervat ndërkombëtare neto të saj – duhet të adaptohet në programet e rregullimit të mbështetura nga FMN me vende që përdorin objektivin eksplicit të inflationit për implementimin e politikës monetare. Ky adaptim duhet të synojë në rritjen e përputhshmërisë dhe pajtueshmërisë ndërmjet objektivave monetare të bankës qendrore dhe objektivave të caktuara në programet e rregullimit mbështetur nga FMN, si dhe ndërmjet instrumentave të ndryshme të përdorura për realizimin e objektivave dhe synimeve të politikës. Në këtë kumtesë rishikohen opsione të përgjithshme të ndryshme dhe tregohet mënyra se si ato implementohen në praktikë, duke marrë si shembull rastin e Brazilit. JEL: E52, E31, E17.

Kur u shkrua ky material, Z. Blejer ishte Këshilltar i Lartë në Departamentin e FMN-së për Azinë dhe Paqësorin, dhe Z. Rabanal ishte praktikant në muajt e verës në Departamentin e Hemisferës Perëndimore të FMN-së; Që atëherë të dy janë larguar nga FMN. Z. Swartz ishte Zëvendës Shef i Sektorit në Departamentin e Hemisferës Perëndimore të FMN-së, dhe aktualisht është me Departamentin e Çështjeve Fiskale të FMN-së. Z. Leone vazhdon të punojë si Drejtor Asistent në Departamentin e Operacioneve Monetare dhe të Këmbimit. Versione më të hershme të kësaj kumtese u paraqitën në konferencën për “Një Vit Inflation Targeting”, në Rio de Janeiro (10 – 11 Korrik 2000), dhe “Dhjetë vjet Inflation Targeting: Projektimi, Performanca, Sfidat,” në Santiago, Chile (30 Nentor – 1 Dhjetor 2000). Shprehim mirënjohjen tonë për marrjen e komenteve dhe sugjerimeve ndihmuese nga Teresa Ter-Minassian, Marianne Schulze-Ghattas, Sandy Mackenzie, dy referues anonim, dhe pjesëmarrësit e konferencës.

Gjatë dekadës së kaluar, stafi i FMN-së u angazhuar shpesh në vlerësimin e funksionimit dhe efektivitetit të *inflation targeting* në vendet anëtare të FMN-së, të cilat adoptuan këtë skemë në kuadrin e politikës së tyre monetare. Megjithëse objektivat për inflationin fillimisht u përfaquan nga ekonomi të ndryshme të industrializuara, ky implikim u kufizua në funksionin eurvejimit të FNN-së – domethënë, ishte pjesë e analizave makroekonomike të kryera gjatë konsultimeve të rregullta vjetore ndërmjet FMN-së dhe vendeve anëtare të saj dhe e pashoqëruar nga operacione huadhënëse të FMN-së.

Megjithatë, kohët e fundit, një numër ekonomi tregu kanë braktisur regjimet e tyre të kursit fiks të këmbimit dhe kanë lëvizur drejt një sistemi kursi këmbimi fleksibël me një kuadër të qartë të targetimit të inflationit për politikën monetare. Në këtë kontekst, gjithnjë e më shumë kishte të ngjarë që FMN-së t’i kërkohej të siguronte asistencë financiare – dhe rrjedhimisht të ishte dakord për një program financiar – me një vend që po përdor ose ka vendosur të adoptojë objektiva eksplicite të inflacionit si komponent kryesor për politikën e tij monetare. Në të vërtetë, direkt pas adoptimit të një regjimi të kursit të këmbimit lirisht të luhatshëm, në mes të muajit janar të vitit 1999, autoritetet Braziljane shpallën synimin e tyre për të prezantuar kuadrin zformal të regjimit të *inflation targeting* dhe, në muajt që vijuan, ky kuadër u implementua sipas një programi rregullimi për të ardhmen mbështetur nga FMN-ja.

Këto zhvillime paraqitën sfida të veçanta praktike dhe analitike për sa i përket procedurave operacionale të FMN-së në marrëdhëniet financiare të saj me vendet anëtare. Kjo sfidë rezultoi nga nevoja për të rakorduar kuadrin e targetimit të inflacionit me aspektet praktike dhe konceptuale të *kushtëzimit*. Kushtëzimi është mjet që përdoret nga FMN-ja në programet financiare të saj për të siguruar mbrojtje, ndihmesë në ruajtjen e qëndrueshmërisë së jashtme të një vendi dhe përdorim vetëm të përkohshëm të burimeve të tij. Kjo nënkupton adoptimin e të-ashtuquajturave *kritere të performancës* – domethënë objektiva sasiore zyrtare për një numër të caktuar variablash, për të cilat është rënë dakord midis vendit

anëtar dhe FMN-së. Evoluimi i këtyre variablave është subjekt i verifikimit, dhe përmbushja e këtyre kritereve është kusht për kryerjen e një disbursimi. Në fushën e politikës monetare, kriteret e performancës në programet e rregullimit të mbështetura nga FMN-ja (referuar më poshtë programe të FMN-së) tradicionalisht janë caktuar në terma të kufijve sasiorë specifike për evoluimin e variablave të caktuara monetare. Zakonisht është caktuar një kufi i poshtëm për nivelin e rezervave ndërkombëtare neto (RNN) dhe një kufi i sipërm për mjetet e brendshme neto (NDA).

Rrjedhimisht, në pamje të parë mund të duket se kuadri i targetimit të inflacionit, nga vete natyra e procedurave operuese të tij, mund të mos jetë i pajtueshëm me kuadrin e kushtëzimit monetar sasior tradicional të manifestuar zakonisht në programet e FMN-së. Kjo sepse implementimi aktual i targetimit të inflacionit bazohet gjërësisht në premisën që një bankë qendrore e pavarur, sipas zgjedhjes së vet, mund të përdorë instrumenta të ndryshme të politikës së saj, në masën që ajo e gjykon të përshtatshme për çdo rrethanë të vecante, me qëllim që të arrijë të përmbushë qëllimin e saj për inflacionin. Kjo duket se bie ndesh me një skemë, e cila përcakton objektiva sasiorë të qarta dhe deri diku rigorozë për variablat kryesore monetare.

Në këto rethana, duke gjykuar që është e drejta e posaçme e çdo vendi anëtar të adoptojë një kuadër politike monetare të zgjedhur prej tij, FMN-ja u përball me pyetjen nëse duhet të përshtasë dhe si ta përshtasë kushtëzimin monetar me tiparet specifike të politikës monetare nën regjimin *inflation targeting*. Në përgjithësi, parimisht u konkludua se targetimi i inflacionit mund të përshtatej brenda strukturës tradicionale të kushtëzimit monetar në programet e FMN-së, duke ditur që ky kushtëzim përqëndrohet kryesisht në një objektiv të bilancit të pagesave të programit. Njëkohësisht, u pranua gjithashtu se mund të jetë e dëshirueshme të modifikohet dhe plotësohet kushtëzimi monetar tradicional me tipare që pasqyrojnë funksionimin specifik të regjimit të *inflation targeting*.<sup>1</sup>

Rrjedhimisht, një objektiv kryesor i kësaj kumtese është të trajtohen çështje që lindin nga adoptimi i targetimit të inflacionit në kontekstin e kushtëzimit, i cili manifestohet në programet e FMN-së, dhe të diskutohen një numër opsionesh për të përshtatur kushtëzimin monetar të programeve me këto raste të veçanta. Pjesa tjetër rishikon shkurtimisht detaje të rolit të kushtëzimit monetar në programet e FMN-së.

#### al. IMF Programs: Roli i Kushtëzimit

Në programet e FMN-së, kushtëzimi i referohet lidhjes ndërmjet arritjes së një sërë objektivave të politikës dhe aksesit të vazhdueshëm në burimet e saj.<sup>2</sup> Për objektivat e politikës është rënë dakord ndërmjet FMN-së dhe autoriteteve të vendit anëtar dhe ndërkohë që objektivat specifike ndryshojnë nga njëri vend në tjetrin, arritja e një pozicioni të qëndrueshëm të bilancit të pagesave është objektiv jashtëzakonisht i rëndësishëm në çdo program. Në këtë kuptim, kushtëzimi ka një objektiv të dyfishtë: ai ndihmon vendet të ruajnë ose rifitojnë disiplinën financiare, dhe siguron një mbrojtje të burimeve financiare të FMN-së – d.m.th., ai ndihmon që të sigurohet se mbështetja financiare e përkohshme e dhënë nga FMN-ja mund të ripaguhet brenda një periudhe kohore të shkurtër të arsyeshme. Specifikimi i objektivave të politikës dhe kalibrimi i objektivave sasiorë duhet të sigurojë që nevoja për financim është thjesht e përkohshme dhe se fondet e mara hua do të ripaguhet. E thënë ndryshe, kushtëzimi siguron një standart për të vlerësuar nëse politikat që po kryhen po e çojnë vendin drejt arritjes së objektivave kryesore të politikës, në mënyrë të veçantë në një ekuilibër të jashtëm të qëndrueshëm.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Në FMN u përgatitën dhe u diskutuan një numër dokumentash të brendshme për të qartësuar aspekte të ndryshme të këtij trajtimi. Disa nga gjykimet dhe argumentat e ngritura në këto diskutime janë pasqyruar në pjesë të ndryshme të kësaj kumtese.

<sup>2</sup> Fjala “kushtëzim” nuk ekziston në Nenet e Marrëveshjes së FMN-së dhe koncepti evoluoi në etapa. Për një diskutim të aspekteve ligjore të zhvillimit të kushtëzimit të FMN-së, shihni Gold (1979), Guitian (1981); secili diskuton evoluimin e kushtëzimit nga pikëpamja ekonomike.

Implementimi i efektshëm i kushtëzimit nuk përfshin monitorimin ditor të politikave makroekonomike të një vendi por kërkon një mekanizëm për të vlerësuar nëse politikat janë në rrugën e duhur drejt realizimit të qëllimeve të tyre të shprehura, apo nëse duhet që ato të përshtaten duke iu përgjigjur tronditjeve (shock-eve) të paparashikuara, ndryshimeve në marrëdhëniet ekonomike, apo informacionit tjetër të ri. Mekanizmi i monitorimit në programet e FMN-së përbëhet nga një numër kriteresh të qarta–veçanërisht nga *kriteret e performancës*, por edhe nga *objektivat treguesë (indikative)* dhe *standartet matëse (benchmark-et) strukturore* – të cilat duhet të përmbushen në qoftë se një vend dëshiron të ecë më mëtej në këtë program. Këto kritere performance i referohen në mënyrë tipike variablave makroekonomike – rezultateve të politikës monetare dhe fiskale, përfshirë balancat fiskale (për shembull, bilancet e përgjithshme apo bilancet kryesore), borxhin, (për shembull, borxhin e sektorit publik, borxhin e jashtëm publik, dhe komponentin e tij afat-shkurtër), dhe variabat monetare, si NIR dhe NDA<sup>4</sup> - të cilat tregojnë nëse politikat makroekonomike po ndiqen siç duhet. Gjithashtu, programet e FMN-së mund të përfshijnë tregues që lidhen me masa të caktuara reformash strukturore (për shembull, benchmark-e strukturore). Ndërkohë që kriteret e performancës lejojnë një vlerësim të politikave nisur nga këndvështrimi i së kaluarës, rishikimet periodike të programeve, të cilat shpesh kryhen çdo tremujor, sigurojnë një vlerësim të përgjithshëm të programit nga pikëpamja e së ardhmes kundrejt objektivave të politikës makroekonomike të shprehura nga qeveria.

Kriteret sasiore të performances makroekonomike në programet e FMN-së nuk mbështeten në një model të veçantë makroekonomik. Megjithatë, ato përdorin identitete të ndryshme bilanci që lidhin variablat monetare dhe fiskale me bilancin e pagesave për të siguruar që programi të jetë konsekuent nga ana e brendshme. Në përgjithësi, këto kritere performance mund të mendohen më së miri si mjete sinjalizuese të një nevoje të mundshme për veprim korrigjues, në rast devijimesh.

;aII. Kushtëzimi monetar : Metoda Tradicionale dhe Implikimet e saj për Inflation Targeting. Kushtëzimi i politikës monetare ka qënë në themel të kushtëzimit të programit të FMN-së. Siç u përmend edhe më lart, tradicionalisht ai është mbështetur në dy kritere performance: një kufi i sipërm për NDA të bankës qendrore dhe një kufi i poshtëm për NIR të bankës qendrore. <sup>5</sup> Me zanafillë në koncepte që lindin nga e ashtuquajtura “metoda monetare për bilancin e pagesave”, dhe e zbatuar në fillim kryesisht në kontekstin e kurseve fikse të këmbimit, ku bilanci i pagesave duhet të përshtatet me disbalancat monetare, kjo metodologji ka filluar të përdoret në struktura të ndryshme të politikës monetare. Përqëndrimi kryesor gjithnjë ka qënë të sigurohet që një program të ruajë ose të çojë më mirë në një qëndrueshmëri të jashtme sesa të imponojë kontroll të shtrënguar mbi inflacionin. Në këtë kontekst, janë projektuar kriteret e performancës që caktojnë një kufi të poshtëm për NIR për të treguar nëse një program ka mundësi të realizojë objektivat e jashtme të tij. Nga ana tjetër, kufiri i sipërm për NDA mund të shihet si një mbrojtje shtesë, pasi ai kërkon të sigurojë mos-rrezikimin e objektivit të jashtëm nga ekspansioni i tepërt i kredisë apo nga ndërhyrja e sterilizuar (dmth, duke kompensuar humbjet e paprogramuara të NIR nëpërmjet krijimit të kredisë shtese), dhe kjo është veçanërisht e rëndësishme në regjimet e kursit fiks të këmbimit. Në përgjithësi, ky kuadër bazohet në supozimin se kërkesa për bazë monetare ka rëndësi nga pikëpamja makroekonomike, dhe është e qëndrueshme dhe e parashikueshme.

Praktikisht, funksionimi i prituri i kriterit të performances se NIR/NDA do të ishte si me poshte. Projektohet nje rruge e parashikuar, apo nje vije baze imagjinare, për NIR dhe caktohet nje kufi i poshtem per NIR ne vijen baze apo pak me poshte. Në të njëjten kohe, kufiri i siperm per NDA caktohet në një nivel qe te jete ne pajtim me vijen baze të NIR, ne lidhje me evoluimin e planifikuar të shpejtesise se parase. Në qoftë se

<sup>3</sup> Mund të bëhet një analogji ndërmjet huadhënies së FMN-së ndaj vendeve dhe huadhënies së bankës qendrore ndaj institucioneve financiare me probleme, pasi të dyja synojnë në fund të fundit ruajtjen dhe rivendosjen e stabilitetit financiar dhe mbështetjen e rritjes ekonomike. Në të dyja rastet, marrëveshjet e veçanta kontraktore (siç është kushtëzimi) kanë si synim të ndihmojnë, midis të tjerave, të frenojnë rrezikun moral (dmth., nxitjen e huamarrësit për të marrë përsipër më tepër risk pasi shtien në dorë m beshtetjen financiare) dhe të sigurojnë një ripagim të rregullt të burimeve që janë marrë hua. Shihni Goodfriend and Lacker (1999) për diskutim lidhur me huadhënien e bankës qendrore.

<sup>4</sup> Zakonisht, mjetet e brendshme neto (NDA) përcaktohen të barabarta me bazën monetare minus rezervat ndërkombetare

NIR aktuale e një vendi do të fillonte të binte drejt kufirit të poshtëm të pranuar për NIR, mbase për shkak të një tronditjeje të jashtme të papritur – politika monetare do të duhej të shtrengohej, zakonisht nepermjet operacioneve të tregut të hapur, për të frenuar humbje të metejshme të NIR. Në kontrast me të, për aq kohë sa NIR aktuale mbeten afër vijës bazë të tyre, kufiri i sipërm për NDA do të kufizonte në mënyrë të efektshme ekspansionin e bazës monetare, duke moslejuar kështu që politikat monetare të shkaktonin presion shtesë mbi ekuilibrin e jashtëm dhe rritje inflacioni. Përgjithësisht, mekanizmi NIR/NDA jep sinjale paralajmëruese për nevojën e politikës për të vepruar, zakonisht për të shtrënguar politikat monetare, kur NIR-të bien shumë poshtë ose kur ka mbisterilizim të shitjeve të paprogramuara të NIR-së. Duke dhënë një sinjal të thjeshtë automatik, ky kuadër ndihmon autoritetet e vendit të ndërmarrin veprime të nevojshme të politikës, të cilat ndryshe mund të mos donin t’i bënin. Madje, kuadri NIR/NDA nuk pengon që rritja e NIR-ve më tepër sesa programimi të nxisë ekspansionin monetar, dhe praktikisht, edhe inflacionin. Tabela 1 jep një pamje të përgjithshme.

Tabela 1. Pamje e Përgjithshme për Funksionimin e një mekanizmi të NIR/NDA

		Mjetet e Brendshme Neto (NDA)	
		Më lart se janë programuar	Më ulët se janë programuar
<b>Rezervat Nderkombëtare Neto (NIR)</b>	Më lart se janë programuar	Është realizuar vetëm objektivi për NIR. Zakonisht, kjo pasqyron një mbi-zgjerim të bazës monetare, edhe përtej mos-sterilizimit të NIR më lart se programimi; Ai mund të pasqyrojë gjithashtu një projektim fillestar. Veprimi i Politikës: Shtrengim i politikës monetare për të pakësuar NDA.	Objektivat për NIR dhe NDA janë realizuar. Mund të nevojitet të rivlerësohet nëse projektimet fillestare të programit mund të kenë patur të meta, dhe, në qoftë se duhet, të riprogramohen objektiva përkatëse për të ardhmen. Nuk nevojitet veprim i menjëhershëm i politikës; Lejohet liri veprimi për politikën monetare (për shembull, kuadri lejon që një rritje e papritur në NIR të shoqërohet me një rritje proporcionale në bazën e parasë).
	Më ulët se janë programuar	Objektivat për NIR dhe NDA nuk janë realizuar. Kjo pasqyron shtrengim monetar të pamjaftueshëm (Humbjet NIR janë mbi-sterilizuara). Veprimi i Politikës: Shtrengim i politikës monetare për të pakësuar NDA dhe për të ndihmuar eliminimin e humbjeve të metejshme të NIR.	Është realizuar vetëm objektivi për NDA. Teorikisht, mund të sterilizohen humbje të metejshme të NIR për aq kohë sa NDA faktike mbetet nën kufirin e sipërm të NDA. Praktikisht, politika monetare duhet të mbahet e shtrënguar për të ndihmuar në frenimin e humbjeve të metejshme të NIR. Nevojitet një rivlerësim i objektivave dhe politikave. Ku i conin kufijtë e sipërm këto mangësi (flaë) në projektimet e bazës monetare? A janë të mbështetura politikat e kursit të këmbimit dhe/apo politikat fiskale? Objektivat e ardhshme mund të duhet të riprogramohen.

Mund të ekzistojnë pikëpamje të ndryshme për përshtatshmërinë e kuadrit tradicional NIR/NDA në një regjim të targetimit të inflacionit. Për shembull, për kufijtë e poshtëm të NIR-ve, mund të argumentohet se ato nuk kanë më vend në këtë kontekst, nisur nga fakti që targetimi i inflacionit shkon krah-për-krah me kurset e luhatshme të këmbimit.<sup>6</sup> Megjithatë, ndërkohë që në regjimin e targetimit të inflacionit, banka qendrore nuk do të pritej të përdorte NIR-të e saj për të stabilizuar vetë kursin e këmbimit, ajo mund të reagojë ndaj levizjeve të kursit të këmbimit deri në masën që ato mendohet se kërcënojnë objektivin e inflacionit. Meqënëse shumica e regjimeve fleksibël (floats) nuk janë regjime fleksibël të pastra (*pure floats*), shkëmbimet balancuese (tradeoffs) ndërmjet objektivave të brendshme (dmth., të inflacionit) dhe objektivave të jashtme (dmth., të qëndrueshmërisë së jashtme) mund të jenë të paevitueshme, të paktën konceptualisht. Kështu, edhe nën regjimin e kurseve të këmbimit lirish të luhatshme, mbajtja e një kufiri të poshtëm për NIR-të thjesht reflekton faktin që një ndër aspektet e rëndësishme të një programi të FMN-së është të mbrojë qëndrueshmërinë e jashtme, pavarësisht nga kuadri i politikës monetare.

<sup>6</sup> Megjithatë, vëreni që disa vende që përdorin regjimin inflation targeting, mbajnë regjimin fleksibël të kontrolluar (managed float), ndonjëherë edhe me kufij të kursit të këmbimit. Kjo mund të çojë potencialisht në konflikte ndërmjet objektivave të politikës për targetin e inflacionit dhe kursit të këmbimit.

Në kontrast me të, mund të argumentohet se mbajtja e një kufiri të sipërm për NDA në regjimin *inflation targeting* mund të ndihmonte në evitimin e largimeve të mëdha nga objektivi i inflacionit – dmth., kufijtë e sipërm të NDA-ve mund të forconin angazhimin e një vendi ndaj një politike kursi këmbimi fleksibel dhe mund të kufizonin ndërhyrjen e sterilizuar në tregun e këmbimit valutor dhe ekspansionin e bazës monetare kur ka një pozicion të jashtëm të dobët.<sup>7</sup> Kjo pikëpamje prezumon pa dyshim se ekziston një lidhje e qëndrueshme ndërmjet NDA-ve dhe inflacionit. Megjithatë, në shumë vende që përdorin *inflation targeting* ka qënë e vështirë të gjendej një evidencë e vërtetë empirike për ekzistencën e një lidhjeje të tillë. Kështu, kufijtë e sipërm të NDA-ve nuk do të siguronin qoftë drejtim të mjaftueshëm ndaj politikave monetare të cilat synojnë realizimin e objektivit të inflacionit, qoftë një nxitës ndihmue apo përqëndrim për diskutime mbi pozicionin e politikës monetare në kontekstin e një programi të FMN-së, pasi ka mjaft mundësi për alarme të rremë.

Në mënyrë të ngjashme, gjithashtu mund të argumentohet se mbajtja e kufijve të sipërm për NDA-të në një kontekst të *inflation targeting* mund të ndihmonte në forcimin e kredibilitetit të objektivit të shpallur për inflacionin duke mbrojtur bankën qendrore nga presione për të monetizuar defiçitet fiskale. Megjithatë, gjithnjë, programet e FMN-së përmbajnë kushtëzimin fiskal, i cili është instrumenti më direkt (rrjedhimisht edhe më i përshtatshëm) për të ndihmuar në sigurimin e mbështetjes fiskale - dmth, për të siguruar se nuk ka “dominim fiskal” gjë që zakonisht konsiderohet si një kusht paraprak për implementimin e suksesshëm të *inflation targeting*.<sup>8</sup>

Në mënyrë më përgjithësuese, me një bankë qendrore që targeton inflacionin dhe me një program të FMN-së që fokusohet në kuadrin e bazuar në sasinë e kufijve të sipërm për NDA-të, nuk është e domosdoshme të ketë një përputhje të qartë ndërmjet objektivave monetare themelore të një programi dhe instrumentave përkatëse për të arritur objektivat e shpallura për inflacionin. Krahas kësaj, komunikimi me tregjet dhe publikun lidhur me pozicionin e politikës monetare mund të bëhet lehtësisht konfuz. Kjo është e rëndësishme sepse targetimi i inflacionit, nga vetë natyra e tij, mbështetet në mënyrë kritike në transparencën e veprimeve të politikës së bankës qendrore. Meqënëse, siç është treguar deri tani, inflacioni zakonisht nuk është në mënyrë primare një funksion i NDA-ve apo komponentëve të tyre, nuk ka shumë të ngjarë të përgjigjet siç është parashikuar apo menjëherë ndaj ndryshimeve në NDA apo bazën monetare.

Si rezultat, mbajtja e një kufiri të sipërm për NDA-të – apo objektiv monetar shtese (si për shembull zona e kursit të këmbimit apo kufi për rritjen e parasë) – mund të rezultojnë lehtësisht në sinjale konfliktuale, dhe rrjedhimisht konfuzion për tregjet kur, në fakt, nuk ka nevojë të ndryshohet politika monetare nga pikëpamja e objektivit të inflacionit.<sup>9</sup> Për shembull, mund të konceptohet lehtë një situatë kur NDA faktike kapërcen kufirin e sipërm për NDA, ndërkohë që inflacioni faktik dhe ai i parashikuar janë ende brenda targetit të tyre. A duhet që në këto rrethana politika monetare të shtrëngohet apo të rishikohet kufiri i sipërm i NDA-ve për t’u rritur? Meqënëse inflacioni është target, një përshtatje duke rritur kufirin e sipërm për NDA-të duket si mënyra e vetme e përshtatshme për veprim. Po kështu, kur NIR faktike është në mënyrë të konsiderueshme mbi kufirin e poshtëm për NIR-të, ndërkohë që baza monetare është afër me vijën bazë të parashikuar, politikat monetare vetëm mund të lehtësohen në atë masë që nuk rrezikohet objektivi i inflacionit. Përgjithësisht, siç tregohet në Tabelën 2, kur inflacioni është objektiv themelor, ekzistenca e një kufiri të sipërm për NDA mund të konsiderohet disi e tepërt, ose, të paktën, një shtrëngim jo-detyrues.

---

<sup>7</sup> Këto mbrojtje do të dukeshin vecanërisht të rëndësishme kur autoritetet e vendit t’i konsideronin presionet e tregut të këmbimit valutor si presione me jetë-gjatësi të shkurtër.

<sup>8</sup> Për analizë të çështjeve operacionale dhe strategjike lidhur me implementimin e kuadrit të *inflation targeting*, shihni Blejer and others (2000).

<sup>9</sup> Për shembull, shihni gjithashtu Rudebusch and Svensson (2002) për një diskutim të problemeve potenciale të kuadrit “dy-dimensional”, ku politika monetare është përgatitur drejt realizimit si të objektivit të inflacionit ashtu edhe të një objektivit tjetër, siç është rritja e parasë.

Tabela 2. Kushtwzimi Monetar pwr NDA dhe Objektivat e Inflacionit

		Objektivi i Inflacionit (OI)	
		I kercenuar	Jo i kercenuar
NDA faktike lidhur me Supozimin e Programit	Mw lart sesa wshtw	NDA dhe OI japin tw njwjtin sinjal: shtrwngoni politikwn monetare.	NDA dhe OI japin njw sinjal tw tw ndryshwm: NDA sugjeron shtrwngim; OI sugjeron se nuk nevojitet shtrwngim.
	Mw ulwt sesa wshtw programuar	NDA dhe OI japin njw sinjal tw ndryshwm: OI sugjeron shtrwngim, NDA sugjeron se nuk nevojitet shtrwngim.	NDA dhe OI japin tw njwjtin sinjal: nuk nevojitet shtrwngim.i politikws monetare.

Në dritën e këtyre gjykimeve të ndryshme, siç do të diskutohet edhe më poshtë në kontekstin e programit Brazilian – mendimi korrent do të ishte që kufijte e poshtëm për NIR-të do të vazhdonin të nevojiteshin për të mbrojtur objektivat e jashtme të një programi të FMN-së, por kufijtë e sipërm për NDA-të nuk do të ishin domosdoshmërisht zgjedhja e preferuar për kushtëzimin monetar.

### III. Opsione për Implementimin dhe Forcimin e Kushtëzimit Monetar nën regjimin *Inflation Targeting*

Objektivat e inflacionit sigurojnë një ancorë për pritjet e inflacionit. Ndërkohë që ka çështje të rëndësishme për sa i përket kohës kur do të preferohej dhe kushtet në të cilat do të preferohej *inflation targeting* ndaj një stabilizimi bazuar në kurset e këmbimit, një numër i madh vendesh kanë braktisur kurset fikse të këmbimit dhe kanë lëvizur drejt shpalljes zyrtare të *inflation targeting*<sup>10</sup>. Lidhur me paqëndrueshmëritë që mund të lindin kur aplikohet kushtëzimi monetar tradicional nën *inflation targeting*, u ndje që kushtëzimi monetar duhet të modifikohet në mënyrë të tillë që të reflektojë më mirë parametrat kryesorë të vendim-marrjes nën *inflation targeting*. Parimisht, nën regjimin *inflation targeting*, kushtëzimi monetar duhet të përgatitet drejt vlerësimit të qëndrimit të politikës monetare kundrejt objektivit të inflacionit të shpallur nga qeveria. Megjithatë, kjo do të kërkonte një mirëkuptim të jashtëzakonshëm të të gjithë elementeve që përfshihen në të, përfshirë për shembull edhe kanalet e transmetimit dhe parametrat preçize të politikës monetare dhe të mjedisit të jashtëm.

Madje, kushtëzimi monetar duhet të aplikohet kryesisht në veprime specifike të politikës dhe në instrumentat e politikës (për shembull, normat e interesit), pasi autoritetet e vendit nuk mund të angazhohen të arrijnë një nivel të veçantë të një variable mbi të cilën ata nuk ushtrojnë një shkallë kontrolli vendimtare (për shembull, spread-et e normave të interesit). Mund të argumentohet se, parimisht kushtëzimi monetar duhet të përfshijë parametra të ndryshme të një funksioni të reagimit të politikës – domethënë, rregullin përmbledhjes nga këndvështrimi i së ardhmes, i cili drejton reagimin e politikës ndaj devijimeve të projektuara të inflacionit nga objektivi i inflacionit. Sipas këtij arsytimi, një devizë potenciale e kushtëzimit për programet e FMN-së nën *inflation targeting* mund të përbëhet nga një rregull operacional për reagim ndaj devijimeve faktike apo të pritura nga rruga e inflacionit të targetuar. Ky rregull, përsëri parimisht, duhet të jetë një funksion reagimi i thjeshtë por i fuqishëm që lidh ndryshimet në një instrument (për shembull, normat e interesit) me devijimet e inflacionit nga targeti i tij. Vëreni se kjo do ishte shumë më tepër specifike, dhe rrjedhimisht e kufizuar në terma të përgjigjes së politikës, sesa kushtëzimi nën mekanizmin NIR/NDA, i

<sup>10</sup> Sic argumentohet nga Schaechter, Stone, and Zelmer (2000), zhvillimi i suksesshëm i *inflation targeting* i ka themelet në: një pozicion fiskal të fuqishëm dhe stabilitet makroekonomik të rrënjosur; sistem fiskal të zhvilluar mirë; pavarsi të instrumentave të bankës qendrore dhe mandat për të arritur stabilitet cmimesh; një mekanizëm të mirëkuptuar në mënyrë të arsyeshme ndërmjet veprimeve të politikës monetare dhe inflacionit; një metodologji të shëndoshë për të ndërtuar parashikimet e inflacionit; dhe transparencë të politikës monetare për të ndërtuar përgjegjshmëri dhe kredibilitet. Megjithatë, ende mbetet të shihet kryesisht deri në çfarë mase mungesa e ndonjërit nga këto elemente, përfshirë fazat fillestare të një regjimi të *inflation targeting*, mund të kufizojë suksesin final të *inflation targeting*.

cili thjesht nis një sinjal paralajmërues për shtrengimin e politikave pa specifikuar masën deri ku këto politika duhen shtrënguar. Praktikisht, do të ishte e pamundur të specifikohet koha dhe madhësia ekzakte e parametrin të përgjigjes – domethënë, të përcaktohet paraprakisht sa dhe kur duhet të përshtaten normat e interesit në rast se inflacioni i parashikuar devijon nga targeti i tij deri në një masë të caktuar. Gjithashtu, ndërkohë që një funksion reagimi shumë specifik mund të funksionojë në një program, kjo mund të mos jetë mjaft e përgjithshme dhe fleksibël për të përdorur metoda të ndryshme për *inflation targeting* dhe rrjedhimisht, nisur nga angazhimet e FMN-së për të siguruar barazi në trajtimin e të gjithë anëtarëve të saj, kjo ka mundësi të krijojë probleme të krahasueshmërisë jashtë vendit.

Pavarsisht nga këto kufizime, dhe ndërkohë që mund të mos jetë as e mundshme dhe as e dëshirueshme përcaktimi paraprakisht i një funksioni reagimi shumë preciz për politikën, të paktën jo për qëllime të kushtëzimit monetar në një kontekst të programit të FMN-së, ende do të dukej e nevojshme ekzistenca e një mekanizmi të thjeshtë me këndvështrim nga e ardhmja për të matur pozicionin e politikës monetare kundrejt targetit të inflacionit. Në këtë kontekst, do të ishte e nevojshme marrja në konsideratë e rregullave të thjeshta të politikës monetare, si rregullat e Taylor-it për normën afat-shkurtër të interesit apo rregulli i McCallum-it për bazën monetare. Në përgjithësi, rregulla të tilla janë vetëm për një përdorimi të kufizuar në drejtimin e vendimeve të politikës, sepse fare mirë mund të mos jetë e leverdisshme për autoritetet monetare të angazhohen në një rregull të thjeshtë të një instrumenti për ndjekjen e objektivit themelor, rezultatit të inflacionit.<sup>11</sup> Megjithatë, zakonisht pranohet që rregullat e thjeshta të politikës mund të shërbejnë si standarde matëse (benchmark-e) për një politikë monetare të mirë,<sup>12</sup> gjë që i bën ato interesante si një mjet kushtëzimi potencial në kontekstin e një programi monetar. Me fjalë të tjera, rregullat e thjeshta të politikës mund të shërbejnë si zanafillë për të menduar nëse pozicioni i politikës monetare është i përshtatshëm, por mekanikisht aplikimi i tyre nuk do të ishte i rekomandueshëm për një politikëbërës që përballet me vendime në kohë reale.

Përgjithësisht, rregullat e politikës monetare janë mjaft fleksibël për të përfshirë një rang informacionesh përkatëse. Për shembull, një rregull i thjeshtë Taylor<sup>13</sup> mund të shprehet si 
$$\pi^* = r^* + \alpha(\gamma(\pi^a - \pi^*) + (1-\gamma)(\pi^p - \pi^*)) + \beta(\pi - \pi^*)$$
, ku  $r^*$  është norma nominale e interesit afat-shkurtër,  $r^*$  është një normë e ekuilibrit e interesit nominal e vlerësuar, e cila përputhet me normën e inflacionit objektiv (domethënë,  $r^* = \bar{r} + \pi^*$  duke patur  $\bar{r}$  si norma reale e interesit të ekuilibrit dhe  $\pi$  si inflacioni objektiv);  $Y$  është output-i dhe  $Y^*$  është output-i i kapacitetit;  $\pi$  është inflacioni (qoftë faktik apo i parashikuar); dhe  $\alpha$  dhe  $\beta$  janë koeficientë, me  $\alpha \geq 0$  (dhe në mënyrë tipike ndërmjet 0 dhe 0.5, në vartësi të shkallës në të cilën hendeku i outputit llogaritet në funksionin e reagimit të bankës qendrore) dhe  $\beta > 0$  (dhe zakonisht, ndërmjet 1.5 dhe 2, në mënyrë të tillë që norma e interesit nominal afat-shkurtër lëviz në mënyrë të dukshme në përgjigje të devijimeve të inflacionit nga inflacioni objektiv). Në një ekonomi të hapur, mund të shtohen një numër variablash të tjera që pasqyrojnë kushte në ekonominë e vendit si bilanci i buxhetit të qeverisë apo variabla të tjera fiskale. Në fakt, në këtë kontekst është e mundshme gjithashtu që të përfshihen matje të ndryshme të inflacionit në një rregull të Taylor-it, si në rregullin e mëposhtëm:

, ku  $\pi^a$  është inflacioni faktik dhe  $\pi^p$  është inflacioni i parashikuar dhe  $0 < \gamma < 1$ . Madje, mund të përfshihen edhe parashikime konkurruese të inflacionit në të njëjtin model. Kështu, rregullat e Taylor-it janë shumë fleksibël dhe mund të specifikohen në mënyrë të tillë që të përfshijnë një numër gjykimesh specifike të vendit.

Për një kontroll të përafërt të pozicionit të politikës monetare në kontekstin e një programi të FMN-së, ndoshta do të ishte e rëndësishme të përcaktoheshin me maturi rregullat e politikës monetare edhe për të reduktuar mundësinë e alarmeve të rrema. Për shembull, për një rregull të Taylor-it mund të zgjidhet  $\bar{r}$ ,

<sup>11</sup> Shihni gjithashtu Svensson (2002).

<sup>12</sup> Shihni, për shembull, Svensson (2001) ose Kozicki (1999) për një informacion të përgjithshëm.

<sup>13</sup> Shihni gjithashtu Taylor (1993) për formulimin origjinal.

norma e interesit real të ekuilibrit që nënkupton , të jetë paksa më e ulët se vlerësimi më i mirë i disponueshëm në bazë të të dhënave historike; kjo do të lejonte pak fleksibilitet të kufizuar mbi politikën për normën e interesit. Në mënyrë alternative, mund të përdoren një sërë normash interesi të ekuilibrit për të gjeneruar “zonat” (bands) e rregullit të Taylor-it të ngjashme me intervalet objektiv për inflacionin.

Megjithatë, duke konsideruar që reagimi parametrik ndaj devijimeve midis inflacionit faktik apo të parashikuar dhe objektivit të inflacionit është një element bazë në një rregull të thjeshtë të politikës monetare, një dobësi e konsiderueshme e një metode të tillë është se ajo nuk do të reagojë ndaj tronditjeve (shock-eve) të variablave që janë lënë jashtë rregullit – për shembull, një rregull – Taylor-it do të tregonte vetëm reagimin ndaj një goditje të jashtme, në qoftë se kjo tronditje ishte pjesë e rregullit, në një mënyrë apo në tjetrën. Gjithashtu, rregullat e thjeshta të politikës lineare, si ato që u diskutuan këtu, nuk do të mjaftojnë për të gjykuar pozicionin e politikës monetare në rrethana të veçanta, për shembull kur një vend është thjesht duke dalë nga një periudhë e inflacionit të lartë.

Nisur nga kufizimet, në kontekstin e *inflation targeting*, kufijtë e sipërm sasiore për NDA tradicionale dhe rregullat e thjeshta të politikës monetare, dhe duke parë vështirësitë që do të ekzistonin në specifikimin dhe rënien dakort paraprakisht për një funksion reagimi të detajuar të politikës monetare, duket se ekziston një rol i përmirësuar për *rishikime* të rregullta periodike të *politikës* që do të përfshinin një vlerësim të hollësishëm të politikës monetare në kontekstin e *inflation targeting*. Lidhur me këtë gjë, programit të FMN-së ende do t'i duhej të specifikonte një drejtim inflacioni në përputhje me objektivat zyrtare të inflacionit. Megjithatë, ndërkohë që objektivat zyrtare të inflacionit tentojnë të jenë vjetore, programi do të nxirrte më shpesh, të themi në çdo tremujor, objektiva të ndërmjetme të inflacionit. Në kontekstin e rishikimeve të programeve të rregullta të FMN-së, inflacioni faktik dhe i parashikuar do të krahasohej me zonën e objektivit, dhe marrëveshja për veprime specifike të politikës do të arrihej sa herë që parashikimi sugjeronte mosarritje të objektivave të inflacionit.

#### **;IV. Adaptimi i Kushtëzimit Monetar për Inflation Targeting në Brazil**

Brazili ishte vendi i parë i targetimit të inflacionit me një program të FMN-së, dhe u desh pak kohë për të përshtatur programin e regjimit të kursit të këmbimit lirisht të luhatshëm me objektivin nominal të inflacionit. Pjesërisht, kjo reflektoi nevojën për marrjen në konsideratë të detyrimeve institucionale që kërkojnë ngjashmëri trajtimi dhe, rrjedhimisht, edhe një shkallë të lartë krahasueshmërie me programet e FMN-së nëpër vende.

Fillimisht, programi me Brazilin u mbështet në kushtëzimin monetar tradicional – një kufi minimal për NIR dhe një kufi të sipërm për NDA – por prezantoi gjithashtu disa novacione interesante. Përgjithësisht, siç tregohet në Tabelën 3, ndërsa programi fillestar në Dhjetor 1998 – ende nën regjimin e kursit fiks të këmbimit – u mbështet kryesisht në një kufi të sipërm strikt për NDA për kushtëzimin në fushën monetare, pas adoptimit të regjimit të *inflation targeting* në Brazil kufijtë e sipërm për NDA u bënë më pak detyrues, dhe u hoqën plotësisht në Qershor 2000 me zhvillimin e plotë të kuadrin të *inflation targeting*. Në kontrast me të, ndërkohë që programi fillestar përfshiu një kufi të poshtëm për NIR e cila u caktua qëllimisht në një nivel të ulët (apo jodetyrues) për ta lejuar Bankën Qëndrore të Brazilit (BCB) të përdorte pjesë të NIR faktike të saj për të mbrojtur kursin fiks të këmbimit, nëse nevojitej, kufiri i sipërm për NIR u bë instrumenti kyç i kushtëzimit në rishikimet e para në vitin 1999, në një mjedis ku pasiguria lidhur me kuadrin e politikës monetare (dhe me të edhe ankora e re nominale për pritjet e inflacionit) ishte ende mjaft e lartë. Në korrik të vitit 1999, menjëherë pasi Brazili kishte shpallur zyrtarisht kuadrin e tij të *inflation targeting*, kushtëzimi NIR/NDA u plotësua me një mekanizëm të përgjithshëm konsultimi për objektivat e inflacionit. Në nëntor të vitit 1999, më pak se gjashtë muaj pas vendosjes së regjimit të *inflation targeting*, programi i FMN-së përfshiu një mekanizëm konsultimi formal mbi inflacionin për të plotësuar kufirin e poshtëm për NIR.

Tabela 3. Brazili: Vështrim i Përgjithshëm mbi Kushtëzimin e Politikës Monetare Në Marrëveshjen Mbështetëse, 1998–2001

	<b>Kufiri i sipërm i NDA</b>	<b>Kufiri i poshtëm i NIR</b>	<b>Objektivat e Inflacionit</b>
<b>SBA fillestare</b>  (Dhjetor 1998)	Kufiri i sipërm për NDA u përcaktua në bazë të një rregulli specifik të sterilizimit, me një parametër sterilizimi që duhej të bëhej më kufizues pasi NIR duhet të binin gjithnjë e më poshtë drejtimin të vijës bazë të projektuar për NIR dhe në drejtim të nivelit të poshtëm të NIR.	Kriteri i performancës jo-detyrues për NIR përbëhej nga një kufi i poshtëm prej U.S.\$20 miliard.	
<b>Rishikimi i parë &amp; dhe i dytë</b>  (March 1999)	Kufinj të sipërm për NDA u mbajtën dhe u specifikuan duke përdorur drejtimin e vijës bazë të projektuar për bazën monetare dhe NIR (me një periudhë minimale).	Pa kufi të poshtëm eksplicit për NIR. U specifikua një kufi i poshtëm implicit i NIR në formën e kufinjve maksimalë të ndërhyrjes mujore për shitjen e rezervave ndërkombëtare nga BCB; Këta kufi ndërhyrjeje ishin kumulativë vetëm pjesërisht, dmth., në masën që nuk u përdorën në një muaj të dhënë, vetëm një pjesë e hapësirës së ndërhyrjes së pa shfrytëzuar mund të lihej për muajin tjetër.	
<b>Rishikimi i tretë</b>  (Korrik 1999)	NDA e specifikuar në bazë të kufirit të poshtëm të NIR në vijën bazë të NIR, e cila shmangu idenë e sterilizimit të humbjeve të NIR në qoftë se NIR faktike duhet të binte nën vijën bazë të NIR për aq kohë sa ato mbeteshin mbi kufirin e poshtëm të NIR.	Kriteri i performancës për kufirin e poshtëm të NIR u specifikua me një hapësirë ndërhyrjeje të përgjithshme prej rreth U.S.\$3 miliard lidhur me vijën bazë të NIR.	Përfshiu një pikë të përgjithshme konsultimi mbi implementimin e regjimit inflation targeting por pa referencë ndaj ndonjë rruge të vecantë për inflacionin e shënjestruar.
<b>Rishikimi i katërt</b>  (Nëntor 1999)	Kufiri i sipërm i NDA u degradua nga një kriter performancë në një objektivi tregues; Ai vazhdoi të specifikohet në bazë të kufirit të poshtëm të NIR.	Kriteri i performancës për kufirin e poshtëm të NIR u vendos me një hapësirë ndërhyrjeje prej rreth U.S.\$2 miliard lidhur me një vijë bazë të NIR të vlerësuar mjaft me kujdes.	Përfshiu një pikë specifike të konsultimit për objektivin e inflacionit, me një drejtim inflacioni tremujor në rënie në mënyrë lineare për normën 12 mujore të inflacionit të ICK dhe një mekanizëm konsultimi me dy nivele.
<b>Rishikimi i pestë</b>  (Mars 2000)	U shmang nga vendosja e kufirit të sipërm të NDA, pas qershorit të vitit 2000.	Kriteri i performancës për kufirin e poshtëm të NIR u vendos pa iu referuar ne menyre strikte vijës bazë të NIR të vlerësuar, por në vend të kësaj, u caktua në një nivel mujor të fiksuar prej U.S.\$25 miliard.	Drejtimi i objektivit të inflacionit në rënie në mënyrë lineare dhe mekanizmi i konsultimit tremujor me dy nivele për inflacionin u mbajtën të pandryshuara.
<b>Rishikimi i gjashtë</b>  (Nëntor 2000)	Pa kufinj të sipërm për NDA.	Kriteri i performancës për kufirin e poshtëm të NIR të fiksuar në U.S.\$25 miliard mbeti i pandryshuar deri në fund të periudhës së programit (Nëntor 2001).	U mbajtën të pandryshuara; tregon se drejtimi i objektivit të inflacionit tremujor për normën 12-mujore të inflacionit të ICK mund të mos mbetet domosdoshmërisht linear në 2001.
<b>Rishikimi i shtatë</b>  (Mars 2001)	Pa kufinj të sipërm për NDA.	Mbajti një kufi të poshtëm të fiksuar të NIR prej U.S.\$25 miliard.	Mekanizmi i Konsultimit i pandryshuar; përdor drejtimin e objektivit të inflacionit tremujor jo-linear bazuar në inflacionin faktik në të kaluarën dhe një normë konstante të inflacionit mujor për të plotësuar objektivin e fund-vitit 2001 (4 për qind).

Zhvendosja progresive larg nga kufiri i sipërm për NDA pas adoptimit të kuadrit *inflation targeting* pasqyroj nevojën për të përshtatur programin me ndryshimet në regjimin e politikës monetare. Zhvendosja pasqyroj gjithashtu kuptimin gjithnjë e në rritje të faktit që baza monetare nuk duhej se lunate një rol të rëndësishëm në mekanizmin e transmetimit monetar në Brazil.<sup>14</sup> Veçanërisht, sezonalitetet, rimonetizimet

<sup>14</sup> Në përgjithësi, kanalet kryesore të transmetimit të politikës monetare janë kurset e këmbimit, cmimet e mjeteve dhe kërkesa agregate. Në Brazil, në dritën e kushteve ekonomike që kanë sunduar që kur u adoptua inflation targeting në mes të vitit 1999 (domethënë normat mjaft të larta të interesit, politikat e shtrënguara fiskale, kërkesa agregate relativisht e ulët dhe rritjet reale negative të rrogave), kursi i këmbimit do të shfaqej sikur kishte qënë kanali kryesor faktik i transmetimit të inflacionit. Kjo do të pajtohej me gjetjet e fundit që sugjerojnë se mosgrupimi/mosrreshtimi i kursit real të këmbimit (real exchange rate misalignment) në kontekstin e një zhvlerësimi ka qënë përcaktuesi më i rëndësishëm i inflacionit në ekonomitë e vendeve në zhvillim (Goldfajn and Werland (2000); për Brazilin shihni gjithashtu Schwartz (1999)). Sigurisht, një regjim kursi këmbimi të luhatshëm, vetë kursi i këmbimit nuk është një variabël i politikës. Për një diskutim të mekanizmit të transmetimit të politikës monetare në Brazil, shihni Rabanal and Schwartz (2001a).

sipas *Planit Real*, dhe efektet e ndryshimeve të taksave kanë qënë më të rëndësishme nga ana sasiore dhe statistikisht përcaktues më të rëndësishëm të kërkesës për bazën monetare sesa variablat tradicionale, të ardhurat, ose kursi i këmbimit.<sup>15</sup> Në fakt, kërkesa për bazë monetare nuk dukej aspak shumë e ndjeshme ndaj normave të interesit.

Mekanizmi i konsultimit zyrtar për inflacionin, i prezantuar në rishikimin e programit në nëntor të vitit 1999 u bazua në objektivin kryesor vjetor për inflacionin dhe në intervalin e tolerancës së shpallur nga qeveria e Brazilit.<sup>16</sup> Sipas programit, u krijuan një rrugë tremujore lineare e thjeshtë, ku objektivi kryesor për inflacionin u pakësua me rreth 0.5 pikë përqindje çdo tremujor.<sup>17</sup>

Gjithashtu, programi vendosi një “interval konsultimi” me dy-nivele rreth objektivit themelor: një “interval i jashtëm” me një gjërësi prej +/- 2 pikë përqindje rreth zonës së objektivit themelor, dhe një “interval i brendshëm” me një gjërësi prej +/- 1 pikë përqindje rreth zonës së objektivit themelor. Rrjedhimisht, dhe kjo përbënte edhe novacionin e kushtëzimit, autoritetet Braziljane do të konsultoheshin jozyrtarisht me stafin e FMN-së për reagimin e duhur të politikës në qoftë se norma 12-mujore e survejuar e inflacionit të IPCA (një indeks i çmimit të konsumit) do të dilte jashtë intervalit të brendshëm; ato do të konsultoheshin më zyrtarisht me Bordin Ekzekutiv të FMN-së për reagimin e duhur të politikës në qoftë se norma 12-mujore e inflacionit të survejuar do të dilte jashtë intervalit të jashtëm.

Sa mirë funksionoi ky mekanizëm? Figura 1 tregon ecurinë e inflacionit faktik në Brazil në lidhje me intervalin e vendosur nga konsultimi gjatë viti 1999 – ‘01. Në përgjithësi, BCB i realizoi objektivat e saj të shpalluar zyrtarisht për inflacionin si në fund-vitin 1999 ashtu edhe në fund-vitin 2000. Mekanizmi i konsultimit për inflacionin me stafin e FMN-së u inkurajua dy herë, fillimisht në Shtator 2000, kur norma 12-mujore e inflacionit të çmimit të konsumit (IPCA) arriti 7.8 për qind, duke kapërcyer në këtë mënyrë kufirin e sipërm prej 7.5 për qind të programit për intervalin e brendshëm, dhe më pas përsëri në qershor 2001, kur norma 12-mujore e inflacionit të çmimit të konsumit (IPCA) arriti 7.4 për qind, duke kapërcyer në këtë mënyrë kufirin e sipërm prej 6.9 për qind caktuar nga programi për intervalin e brendshëm. Mekanizmi i konsultimit me Bordin Ekzekutiv të FMN-së nuk kish pse të përdorej si arsye për veprim pasi devijimet nga zona e objektivit themelor mbeti brenda +/- 2 pikë përqindje.

Konsultimi i parë me stafin e FMN-së rezultoi kryesisht nga një rritje e përkohshme në normat mujore të inflacionit në korrik dhe gusht 2000, si rezultat i tronditjet e paparashikuara të ofertës, e cila u qetësua në Shtator 2000, inflacioni bazë tashmë kishte mbetur relativisht më i ulët në të gjithë tremujorin e tretë të vitit 2000. Në përputhje me pritjet, dhe i ndihmuar nga pozicioni i vazhdueshëm i vendosur i politikës monetare, normat e inflacionit për çmimet e konsumit rane në tremujorin e katërt të vitit 2000 për t’u përshtatur me objektivin zyrtar prej 6 përqind rreth fund-vitit 2000. Konsultimi i dytë me stafin rezultoi kryesisht nga kalimi përmes çmimeve të brendshme që reflektuan dobësimin e dukshëm të monedhës braziljane real kundrejt dollarit amerikan në fund të vitit 2000 dhe në gjysmën e parë të vitit 2001, në kontekstin e krizës së vazhdueshme në Argjentinë. Këto ngjarje përfudimisht bënë që Brazili të hynte në një marrëveshje të re të mbështetur (SBA) me FMN-në në fund të vitit 2001, më mirë se sa të linte marrëveshjen që t’i mbaronte afati në muajin dhjetor të vitit 2001.

---

<sup>15</sup> Për të vendosur kufi të sipërm për NDA, kërkesa për bazë monetare u vlerësua si shuma e dy pjesëve të saj: para e emetuar dhe rezervat për depozitat pa afat. Para e emetuar u modelua si një funksion i një prirje (trend) lineare (për të kapur rimonetarizimin e vazhdueshëm të ekonomisë), përngjasimet (dummy) e ndryshme sezonale (për shembull, për muajt dhjetor, janar, dhe shkurt), dhe variabla në vartësi të intervalit kohor (lagged variables). Depozitat pa afat u programuan si një funksion i përngjasimeve e sezonale (seasonal dummies), dummies për efekte taksash (për shembull, ndryshime në taksën për transaksione financiare (CPMF)), dhe normës së interesit nominal. Rezervat për depozitat pa afat u përfatuan duke zbatuar një normë rezervë efektive në nivelin e parashikuar të depozitave pa afat. Për periudhë afat-shkurtër këto programime kaluan shumë mirë, por pati devijime më të mëdha si rezultat i vlerësimeve ekonometrike kur kishte zhvendosje në sezonalitete (për shembull, karnavalet në muajin Mars në vënd të muajit Shkurt), apo kur faktorë të veçantë si ndryshime taksash (për shembull, në CPMF) apo Y2K “bug” nuk patën efektet e parashikuara.

<sup>16</sup> Posaçërisht, objektivi i shpallur për inflacionin ishte 8 për qind në fund të viti 1999, në fund të 2000 ishte 6 për qind, dhe në fund të 2001 ishte 4 për qind, secili me një interval tolerance prej +/- 2 pikë përqindje rreth objektivit themelor.

<sup>17</sup> Rruga lineare u zgjodh kryesisht për thjeshtësi. Një opsion tjetër i thjeshtë do të ishte të krijohej një rrugë për normën e objektivit të inflacionit 12 mujor mbi bazën e inflacionit që ka ndodhur tashmë, dhe pastaj thjeshtë të shtohej në të një tremujor të objektivit të inflacionit të fund-vitit. Për shembull, në fund të vitit 2000, të themi muaji qershor 2000, objektivi mund të ishte krijuar duke shtuar në rezultatit tashmë të njohur të inflacionit – dhjetor 1999, gjysmën e objektivit të fund-vitit 2000.

Ndërkohë që mekanizmi i konsultimit ka qënë i nevojshëm për të tërhequr vëmëndjen ndaj ngjarjeve të cilat mund të kërcënonin arritjen e objektivit zyrtar të qeverisë për inflacionin, vetë mekanizmi, i cili mbështetet ekskluzivisht në krahasimin e rezultateve faktike të inflacionit kundrejt një zone target, mund të kritikohet kryesisht për vështrim nga e kaluara. Në rastin e Brazilit, ishte bërë e qartë shumë kohë më parë se kufiri i sipërm i muajit shtator të vitit 2000 dhe i muajit qershorit të vitit 2001 për intervalin e brendshëm mund të mos realizohej. Më përgjithësisht, nevoja për veprim nga politika zakonisht do të pritej të ndodhte para aktivizimit të mekanizmit nxitës të programit për konsultim. Këto gjykime mund të argumentohen në favor të përdorimit të një devize kushtëzimi monetar nisur nga këndvështrimi i së ardhmes.

## **;V. Politikat aktuale dhe Rregullat e Taylor: Aplikimi në Brazil**

Për qëllime ilustrimi, kjo pjesë shqyrton dobishmërinë e disa rregullave të thjeshta të Taylor-it si një opion për të forcuar monitorimin e pozicionit të politikës monetare në kontekstin e një programi të FMN-së, në një vend që operon në regjimin *inflation targeting*. Ideja bazë është e thjeshtë: në qoftë se do të ishte e mundshme të konkludohej se një rregull i thjeshtë i politikës monetare siguron një tregues të përafërt të përshtatshmërisë së pozicionit të politikës monetare të një vendi kundrejt objektivit të inflacionit, atëherë ai mund të përdorej dobishëm si një mekanizëm nxitës automatik për konsultime në kontekstin e një programi të FMN-së. Në shkallën që rregulli i politikës monetare përfshin elemente me këndvështrim nga e ardhmja (për shembull, pritjet e inflacionit), kjo mund të përfaqësonte një mekanizëm më të përshtatshëm sesa mekanizmi i konsultimit që aktualisht është përfshirë në programin me Brazilin. Për qëllime ilustrimi, në përdorim si shembull eksperiencën e Brazilit gjatë 18 muajit të parë të tij nën regjimin *inflation targeting*. Nisur nga suksesi i përgjithshëm i BCB-së me regjimin *inflation targeting*, pyesim nëse një rregull i thjeshtë i Taylor-it do të kishte siguruar një vlerësim të dobishëm për pozicionin e politikës monetare.

Figurat 2 dhe 3 tregojnë normën aktuale të interesit, normën e interesit një ditë të llogaritur për te pasqyruar normën e pritjes në baze vjetore (anualized) (“norma SELIC”), të paraqitura grafikisht kundrejt dy rregullave alternative të Taylor-it me vlera të ndryshme për parametrat  $\alpha$  dhe  $\beta$  në alternativën e parë,  $\alpha$ , parametri për hendekun e outputit, është i barabartë me 0.5, dhe  $\beta$ , parametri i devijimit të inflacionit faktik nga objektivi, është i barabartë me 1.5. Versioni i dytë është një rregull “agresiv” i Taylor-it, ku vetëm devijimi i inflacionit nga objektivi paraqitet në rregullin ( $\beta = 2$ ). Figura 3 ndryshon nga Figura 2 në faktin që ajo përfshin një parametër  $\bar{\alpha}$  të lehtësimit të interesit, i cili është caktuar i barabartë me 0.6.<sup>18</sup> Fillimisht, në të dy Figurat 2 dhe 3 është përdorur norma e inflacionit faktik 12-mujor në rregullin e thjeshtë të Taylor-it. “Zonat” e Taylor-it të treguara në këto dy figura gjenerohen nga supozime të ndryshme për normën reale të interesit të ekuilibrit, duke variuar nga 10 për qind në 12 për qind. Për qëllime të ushtrimit, norma e rritjes potenciale të output-it u supozua të ishte 4.5 për qind; një normë e rritjes potenciale më e ulët (prej, të themi, 4.0 për qind) do të kishte rezultuar në një boshllëk më të vogël të output-it, dhe rrjedhimisht do të kishte mbajtur zonën e Taylor-it në një nivel pak më të lartë.

Në të dyja Figurat 2 dhe 3 në mund të dallojmë qartë disa nën-perioda, mjaft të shkurtra, gjatë muajit korrik 1999 – qershor 2001. Përgjithësisht, BCB ndoqi një metodë mjaft të kujdesshme, ku instrumenti kryesor i politikës së saj, norma SELIC, u mbajt kryesisht në nivelin e sygjëruar nga zona e Taylor-it apo pak më lart se ai, mbase me përjashtimin e mundshëm të fundit të vitit 1999/fillimit të vitit 2000. Megjithatë, duke filluar në mes të vitit 2000, pas një periudhe të papriturash për inflacionin lidhur me pasiguritë e jashtme në rritje dhe një tronditje (shock) negative të ofertës bujqësore, dhe ndërkohë që BCB vazhdoi të ulë normën SELIC në fund të vitit 2000, zonat e Taylor-it ndoshta do të kishin sugjeruar mbajtjen e normës SELIC në një nivel pak më të lartë sesa ishte bërë aktualisht nga BCB, veçanërisht kur nuk janë marrë parasysh gjykimet për rritjen. ( $\alpha = 0$ ). Në dritën e rezultatit të mundshëm të inflacionit për vitin 2001, me objektivin e inflacionit në fund të vitit prej 4 për qind (me interval tolerancë +/- 2 për qind) i mundshëm për mosrealizim të plotë, rregulli i Taylor-it do të kishte ndihmuar për të nxitur diskutime të hershme.

<sup>18</sup> Parametri i zbutjes së interesit (interest smoothing) paraqet pak inerci në rregullin e Taylor-it duke lehtësuar masën e reagimit të bankës qendrore ndaj informacionit të ri. Shihni Shtojcën për hollësi të metejshme lidhur me ushtrimet e bëra.

Fillimisht, gjatë muajit korrik-shtator 1999, BCB e mbajti normën SELIC në një nivel më të lartë sesa do të kishte sugjeruar një rregull i thjeshtë i Taylor-it në bazë të eksperiencës relativisht jo të mirë që kishin kaluar në disa muajt e parë pas lënies të luhatej lirisht monedha real. Kur u lançua regjimi *inflation targeting* në muajin korrik 1999, inflacioni ishte në një nivel shumë modest por pritej të rritej. E shqetësuar për një rritje të tij (duke konsideruar ngadalësitë ekzistuese të transmisionit), dhe duke iu dashur të krijojë reputacionin e saj, BCB fillimisht pranoi një pozicion të politikës më të ashpër sesa do të ishte sugjeruar nga një rregull i thjeshtë i Taylor-it pa variabla të pritëshme. Krahas kësaj, kujdesi gjatë kësaj periudhe të hershme dukej gjithashtu i garantuar për shkak të një keqësim në pritjen e inflacionit në fillim të korrikut 1999 që u shkaktua nga një përshtatje e çmimeve të administruara nga qeveria.<sup>19</sup> Periudha e dytë fillon nga tetori i vitit 1999 deri në janar –Shkurt 2000, kur inflacioni ishte rritur në mënyrë të konsiderueshme, duke arritur pikun në dhjetor 1999. Gjatë kësaj periudhe, BCB në themel “mbeti e vendosur” dhe, në mënyrë të veçantë nuk e rriti normën SELIC, siç mund të ishte sugjeruar nga një rregull i thjeshtë i Taylor-it. Rritja e sugjeruar nga një rregull i thjeshtë i Taylor-it do të kishte qënë mjaft e madhe pa zbutjen e interesit (Figura 2), ndërsa me zbutjen e interesit (Figura 3), dhe në vartësi të vlerës që është përdorur për normën reale të ekuilibrit ( $r$ ), rritja e sugjeruar nuk kishte pse të ishte patjetër e lartë. Është e qartë se, ndonëse në tremujorin e fundit të vitit 1999 inflacioni ishte më i lartë sesa pritej, kjo u konceptua si kalimtare nga autoritetet Braziljane. Kjo pikëpamje u mbështet gjithashtu nga vrojtime të tregut, të cilat vazhdonin të tregonin se inflacioni i vitit 2000 pritej të ishte shumë më poshtë se inflacioni i vitit 1999. Si rezultat, norma faktike SELIC u mbajt pak më poshtë se norma e sugjeruar nga një rregull i Taylor-it i thjeshtë pa variabla të pritëshme.

Periudha e tretë fillon nga shkurti 2000 deri në qershor 2000, kur inflacioni vazhdoi të binte dhe u përputh me objektivin e inflacionit. BCB veptoi me maturi gjatë kësaj periudhe, duke mbajtur normën faktike SELIC kryesisht konstante në 18.5 për qind deri në qershor të vitit 2000, edhe në dritën e pasigurive të reja të jashtme (përfshirë, për shembull, rritje në çmimet e naftës dhe volatilitetin e tregut të aksioneve), dhe disa pasiguri të brendshme lidhur me Vendimet e pezulluara nga Gjykata e Lartë (lidhur me rivlerësimin e disa llogarive të kursimit që kishin qënë të nën-indeksuara për inflacionin në fund të viteve 1980 dhe fillim të viteve 1990). Për shkak të rënies në inflacionin faktik, norma faktike SELIC mbeti përgjithësisht pak më lart se zonat e rregullit tonë të thjeshtë të Taylor-it, siç tregohet në Figurën 2 dhe 3.

Periudha e katërt fillon në mes të vitit 2000 deri në shtator 2000, kur BCB, pas të papriturave pozitive të inflacionit gjatë gjysmës së parë të vitit 2000, uli normën SELIC me rreth 100 pikë bazë në qershor të vitit 2000, pastaj me 50 pikë bazë në fillim të korrikut, dhe përsëri 50 pikë bazë të tjera në fund të korrikut. Si rezultat, në një periudhe 30-ditësh, norma e interesit afat-shkurtër u ul me rreth 200 pikë bazë në 16.5 për qind. Në mënyrë interesante, sapo BCB uli normën SELIC gjatë qershorit dhe korrikut të vitit 2000, rregulli i thjeshtë i Taylor-it do të kishte sugjeruar norma interesi në rritje. Kjo reflektoi kryesisht një tronditje negative të papritur të ofertës bujqësore që i kishte rritur çmimet e ushqimeve për shkak të ndryshimit të kushteve të motit, dhe një rritje në inflacion për shkak të rregullimeve të fuqishme të çmimeve të manaxhuara nga qeveria në një muaj të vetëm (korrik 2000), përfshirë rregullime të çmimit të derivateve të naftës, elektricitetit dhe shërbimeve të telekomunikimit. Kjo pasqyroi gjithashtu faktin që hendeku i output-it po ngushtohej me shpejtësi pasi rritja reale mesatare e PBB-së kaloi nga 0.8 për qind në 1999 në 4.4 për qind në vitin 2000. Megjithatë, BCB i konsideroi këto zhvillime si faktorë që nuk do të vinin në diskutim realizimin e objektivit të inflacionit të vitit, dhe se mund të trajtoheshin duke u mbështetur në uljen e mëtejshme të normës së interesit. Në thelb, ky interpretim ishte i saktë, pasi gjatë tremujorit të fundit të vitit 2000 kufiri i Taylor-it ra përsëri në nivele që kishin sunduar më herët në këtë vit, pasisa rritja në çmimet e ushqimeve në muajt korrik-gusht po pakësohej. Gjatë kësaj periudhe, norma faktike SELIC mbeti kryesisht brenda zonës së Taylor-it ose pak poshtë zonës së Taylor-it të treguar në Figuren 2 dhe 3.

Duke filluar në fillim të vitit 2001 dhe gjatë gjysmës së parë të vitit, zonat e thjeshta të Taylor-it sinjalizuan nevojën për të rritur normat e interesit, përgjithësisht në nivele mbi nivelet e mbajtura nga BCB, veçanërisht

---

<sup>19</sup> Shihni gjithashtu Fachada (2001) për detaje.

kur nuk u konsideruan gjykime për output-in (gjë që, në fillim të vitit 2001, tregnte një ekonomi që po ngadalësohej në mënyrë të konsiderueshme në dritën e faktorëve të jashtëm dhe racionimit të energjisë vendase, duke hapur kështu përsëri një hendek output-i). Për shembull, një rregull i thjeshtë i Taylor-it pa gjykime për output-in dhe pa zbutje të interesit (interest smooth) (Figura 2, paneli më i ulët), në kontekstin e një programi të FMN-së, do të kishte inkurajuar një konsultim për pozicionin e politikës monetare në tremujorin e parë të vitit 2001, kur BCB kishte vazhduar uljen e normës SELIC ndërkohë që vetë rregulli i Taylor-it do të kishte sugjeruar një rritje. Me rezultatin faktik të inflacionit të vitit 2001 prej 6.7 për qind, që ishte jashtë intervalit të tolerancës prej +/- 2 për qind rreth objektivit të inflacionit të fund-vitit prej 4 për qind, një rregull i Taylor-it do të kishte ndihmuar të nxiste diskutime që në fillim të vitit 2001, ndonëse edhe më herët, kur mund të themi se BCB reagoi shumë ngadalë ndaj nevojës për të rritur normat e interesit.

Ky ushtrim i thjeshtë mund të interpretohet në mënyra të ndryshme, në vartësi të përdorimit të synuar të rregullit të Taylor-it. Rregullat e thjeshta mekaniciste nuk janë të nevojshme në marrjen e vendimeve, fakt që është pasqyruar mjaft në pah në literaturën e kohëve të fundit, përfshirë edhe eksperiencën mjaft të re braziljane.<sup>20</sup> Vendimet e politikës duhet të merren në bazë të gjykimeve më komplekse, dhe rregullat dhe modelet mund të përbëjnë vetëm një input për këto vendime. Rregullat e politikës monetare janë edhe më të thjeshta se modelet standarte të përdorura nga bankat qendrore për të vlerësuar vetë politikën e tyre, dhe këto modele konsiderohen gjithashtu si “të vegjël”<sup>21</sup> në krahasim me modelet potencialisht më komplekse.

Megjithatë, rregullat e thjeshta – edhe ato të llojit që sapo u diskutua – mund të sigurojnë njëkohësisht vlerësimin e parë të përafërt të qëndrimit të politikës. Ndoshta kjo është edhe një ndër arsytet pse Federal Reserve Bank e Shteteve të Bashkuara të St. Louis, për shembull, ka publikuar rezultatet e rregullave të thjeshta të Taylor-it dhe rregullat e McCallum-it në raportet e saj mujore ekonomike.<sup>22</sup> Rregullat e thjeshta të Taylor-it mund të pritet të kenë ecuri të kënaqshme në një mjedis ku tashmë është arritur një inflacion relativisht i ulët, dhe ku mjedisi i përgjithshëm makroekonomik është mjaft i qëndrueshëm (për shembull, politika të vazhdueshme fiskale të shtrënguara dhe një kurs këmbimi stabil). Në një mjedis më të paqëndrueshëm dhe të pasigurtë, duhet të përfshihen variabla të tjera në rregullin e Taylor-it për ta bërë atë më “realist”. T’i bësh rregullat monetare më realiste nuk do të thotë domosdoshmërisht t’i bësh ato më të komplikuar. Përgjithësisht, bankat qendrore nuk reagojnë vetëm ndaj niveleve aktuale të variablave specifike por edhe ndaj niveleve të tyre të pritshme për të ardhmen – është e qartë se kanë këndvështrim nga e ardhmja. Meqënëse njihet se kanalet e ndryshme të transmetimit të politikës monetare veprojnë me pak ngadalësi, të gjithë bankat qendrore e parashikojnë sjelljen e inflacionit në një mënyrë apo në tjetrën. Këto pritje apo parashikime mund të vihen në përdorim në rregullin e Taylor-it.

Rrjedhimisht, në Figurat 4 dhe 5 në shfrytëzime përsëri një rregull të thjeshtë të Taylor-it por përdorim parashikime të tregut për inflacionin, siç bëhen në vrojtimet ditore nga BCB për pritje të tregut.<sup>23</sup> Në këta shembuj, elementet kryesore mbeten cilësisht të pandryshuara nga analiza e mëparshme, edhe për faktin se pritet u përshtatën mjaft me rezultatet faktike! Në përgjithësi, përsëri kishte tre periudha ku, në qoftë se një rregull i Taylor-it do të ishte përdorur në kontekstin e një programi të FMN-së, ai do të kishte nxitur konsultime të hershme për qëndrimin e politikës monetare.<sup>24</sup> Së pari, në fund të vitit 1999, kur pritet për një kalim më të lartë në të ardhmen nga zhvlerësimi i monedhës në inflacion arritën pikun bashkë me inflacionin faktik; Së dyti, në mes të vitit 2000, kur Brazili, midis të tjerave, pësoi tronditje (shock) të ofertës bujqësore që përsëri rritën pritjet e inflacionit; dhe Së treti në fillim të vitit 2001, kur pritet për inflacionin u rriten, përsëri në dritën e krizave të energjisë në vend dhe dobësisht të konsiderueshëm të kursit të këmbimit, pjesërisht duke pasqyruar shqetësimet e vazhdueshme rreth Argentinës. Ndërsa dy

<sup>20</sup> Shihni, për shembull, Bogdanski, de Freitas, Goldfajn, and Tombini (2001).

<sup>21</sup> Shihni Bogdanski, Tombini, and Werlang (2000) për rastin e Brazilit. Shihni gjithashtu Rabanal and Schwaetz (2001b) për një rishikim të ecurisë së parashikimit të inflacionit të modelit në shkallë të vogël përdorur nga BCB.

<sup>22</sup> Shihni Federal Reserve Bank of St. Louis (1999–2000).

<sup>23</sup> Për qëllime të rregullave të Taylor-it, inflacioni i pritur për një muaj të dhënë u gjenerua duke përdorur inflacionin mesatar të pritur për atë muaj, sic tregohet në vrojtimet e bëra nga BCB në muajin që paraprinte atë muaj.

<sup>24</sup> Shihni, për shembull, Figura 4 (paneli më i ulët).

të parat u duk që ishin elemente më kalimtare që mund të rregulloheshin nga objektivi i inflacionit pa qënë e nevojshme të ndryshohej qëndrimi i politikës, kjo e fundit kishte një ndikim më të gjatë, dhe ndërkohë kërkonte që BCB të forconte qëndrimin e saj të politikës, megjithëse shumë vonë për të mbajtur rezultatin e inflacionit të vitit 2001 brenda kufirit të objektivit. Megjithatë, a priori, secila nga këto ngjarje mund të kishte qënë në mënyrë të arsyeshme një rast i mirë për të rishikuar pozicionin e politikës monetare në kontekstin e një programi të FMN-së, dhe një rregull i Taylor-it mund të ishte përdorur si një opsion për të inkurajuar këto konsultime.

## **VI. Konstatime Konkluduese**

Në programet e FMN-së, kushtëzimi lidh arritjen e një sërë objektivave të politikës me aksesin e vazhdueshëm në burimet e Fondit. Kushtëzimi siguron një matës të vlerësimit nëse politikat e zbatuara po e çojnë vendin drejt arritjes së objektivave të shpallura të politikës, veçanërisht në një balancë të jashtme të qëndrueshme. Duke vepruar në këtë mënyrë, kushtëzimi mbron gjithashtu përdorimin e përkohshëm të burimeve të FMN-së. Tradicionalisht, kushtëzimi i programit në fushën monetare është mbështetur në dy kritere performance: një kufi i sipërm për NDA të bankës qëndrore dhe një kufi i poshtëm për NIR të saj. Kjo metodë gjithmonë është përqëndruar kryesisht më tepër në realizueshmërinë e jashtme të një programi sesa në inflacioni. Roli kryesor i kufirit të poshtëm të NIR është të tregohet nëse një program i FMN-së ka mundësi të arrijë objektivat e tij të jashtme, ndërkohë që kufiri i sipërm për NDA kërkon të sigurojë që ky objektiv të mos rrezikohet nga ekspansioni i tepërt i kredisë apo nga ndërhyrje të sterilizuara – domethënë, duke kompensuar humbje të paprogramuara të NIR nëpërmjet krijimit të kredisë shtesë.

Kuadri pohon se kërkesa për bazën monetare ka rëndësi nga perspektiva makroekonomike dhe është e qëndrueshme dhe e parashikueshme.

Siç u argumentua në këtë material, në vendet e programit, të cilat realizojnë politikat e tyre monetare në bazë të objektivave eksplicite të inflacionit, duket se kushtëzimi monetar tradicional nevojitet të adaptohet, me qëllim konsiderimin e tipareve specifike të *inflation targeting*. Kjo do të ndihmonte në përmirësimin e përputhjes së objektivave monetare të bankës qëndrore dhe objektivave të caktuara sipas programeve të rregullimit të mbështetura nga FMN, dhe institucioneve që janë përdorur për të realizuar këto objektiva. Gjithashtu, kjo do të lehtësonte edhe komunikimin e politikave të bankës qëndrore në tregjet.

Është e qartë se, si hap të parë, një program mund të përfshijë, siç ishte rasti i Brazilit, vetë objektivin e qeverisë për inflacionin. Shpesh, kjo mund të kërkojë që objektivi të specifikohet në disa hollësi të mëtejshme përveç objektivit zyrtar. Për shembull, shumica e vendeve operojnë me objektiva vjetore të inflacionit, megjithatë, meqënëse programet e FMN-së shpesh monitorohen në bazë tremujore, duhet të shtohen edhe objektiva të tjera tremujore. Për më tej, nevojitet të ekzistojë një mekanizëm për konsultime, i cili të lejojë rishikime të programit në qoftë se inflacioni del jashtë kontrollit. Nga ana tjetër, kjo do të kërkonte krijimin e parametrave përreth normës së inflacionit të targetuar, të cilat do të nxisnin rishikime të tilla. Në rastin e Brazilit u vendos të krijoheshin zona konsultimi rreth objektivit qëndror, ku, në vartësi të shkallës së devijimit nga objektivi, do të inkurajoheshin konsultime me stafin e FMN-së ose Bordin Ekzekutiv të saj.

Një pengesë potenciale për të monitoruar një program në bazë të rezultateve të inflacionit – për shembull, në bazë të normës 12-mujore të inflacionit kundrejt normës objektiv 12-mujor të inflacionit - është këndvështrimi nga e kaluara, domethënë, vetë rezultati i inflacionit nuk ofron drejtim për sa i përket përshtatshmërisë së pozicionit të politikave monetare. Kështu, objektivat e inflacionit në kontekstin e një programi të FMN-së funksionojnë pothuajse në të njëjtën mënyrë siç përdoren nga qeveria: ato janë një parameter që ndihmojnë në realizimin e një analize prapa-vepruese për politikat e bankës qëndrore. Megjithatë, për të qënë në gjendje të thuhet diçka rreth përshtatshmërisë së qëndrimit aktual të politikës, nuk mjafton të shihet vetëm inflacioni faktik. Kjo ngre pyetjen nëse ka opsione shtesë për të forcuar kushtëzimin monetar nën regjimin *inflation targeting* në kontekstin e një programi të FMN-së.<sup>25</sup> Kjo mund të arrihej ose me konsultime të shpeshta të rregullta ose me një mekanizëm inkurajues me veshtrim nga e ardhmja për konsultime ndërmjet autoriteteve të vendit dhe FMN-së.

---

<sup>25</sup> Knight (1999) gjithashtu jep sugjerime për kushtëzimin e FMN-së në kontekstin e *inflation targeting*.

Një opsion, i cili u trajtua në këtë material, dhe për të cilin do të duhet analizë e mëtejshme, është që rregulla të thjeshta të politikës monetare, si rregullat e Taylor-it apo rregullat e McCallum-it, të konsiderohen si një mekanizëm potencial inkurajues për konsultime të tilla. Ndërkohë që rregullat e politikës së thjeshtë nuk do të ishin një devizë e përdorshme për politikëbërësit, ato sigurojnë një vlerësim të përafërt për pozicionin e politikës. Për ta ilustruar këtë pikë, në testuam rregulla të ndryshme të thjeshta të Taylor-it, duke përdorur si shembull eksperiencën e Brazilit gjatë dy viteve të para të tij nën regjimin *inflation targeting*. Rezultatet e ushtrimit sugjerojnë se rregullat e mekanizmit të thjeshtë vërtet mund të sigurojnë një matës për nivelin e duhur të normave të interesit, veçanërisht në një mjedis ku është arritur një nivel relativisht i ulët i inflacionit, dhe ku mjedisi i përgjithshëm makroekonomik është mjaft i qëndrueshëm (për shembull, politika të vazhdueshme fiskale të shtrënguara dhe një kurs këmbimi stabil).

Për të forcuar kushtëzimin dhe veçanërisht, për të ndihmuar në monitorimin e pozicionit të politikës monetare kundrejt objektivit të qeverisë për inflacionin, rregullat e Taylor-it apo rregulla të tjera që sigurojnë një vlerësim të përafërt të politikave të bankës qendrore janë një fushë, e cila nevojitet të eksplorohet më tej. Në përgjithësi, rregullat, për të qënë të përdorshme në kontekstin e një programi të FMN-së, duhet të jenë të thjeshta, dhe me vështirësi nga e ardhmja, në kuptimin që ato duhet të përfshijnë pritjet për inflacionin.

## SHTOJCË

- a Një ushtrim i Rregullit të Taylor-it për Brazilin

Ne përdorëm një rregull të thjeshtë të Taylor-it për Brazilin gjatë 1999–2001, për të krahasuar rezultatet faktike të politikës me përcaktime të politikës të bazuara në rregull. Duke përdorur të dhëna mujore, rregulli që në përdorim merr formë standarte, me  $\alpha$ , ku  $\alpha$  është norma e interesit ditor e llogaritur për të pasqyruar normën në bazë të një viti të plotë (SELIC) në periudhën  $t$ ;  $\rho$  është parametri zbutës i interesit me  $\rho$ ; është hendeuku i output-it në periudhën  $t$ ; është norma 12-mujore e inflacionit në periudhën  $t$ ; është objektivi i inflacionit i aplikueshëm në periudhën  $t$ ; është norma e interesit nominal të ekuilibrit; dhe është norma e interesit real të ekuilibrit. Parametrat  $\alpha$  dhe  $\beta$  janë parametra të rregullit të Taylor-it, ku, për thjeshtësi, zgjedhim ato që sugjerohen në formulimin origjinal të Taylor-it me  $\alpha$  të barabartë ose me 0 ose me 0.5, në vartësi të faktit nëse mund të pranohet apo jo se gjykimet për output-in janë pjesë e funksionit të objektivit të bankës qendrore, duke qënë  $\beta$  përkatësisht 2 ose 1.5.

Në përgjithësi, në përdorim të dhëna mujore në mbyllje të periudhës për normën SELIC si dhe variabla të tjera në model. Hendeku i output-it u vlerësua fillimisht duke përshtatur një trend linear në logaritmin natyral të PBB-së mujore, sipas vlerësimeve të bëra nga BCB. Kjo dha si rendiment (yielded) një rritje relativisht të ulët të prodhimit real potencial dhe për pasojë ne përdorëm vlerat në kufirin 3–4 për qind, si supozime më realiste. Vlera e normës së interesit real të ekuilibrit fillimisht u mor 12.0 për qind, por pastaj përdorëm vlerat në kufirin 10.5 për qind deri në 12.5 për qind për të gjeneruar zonën e rregullit të Taylor-it.

Objektivi i inflacionit për çdo muaj është një ekstrapolim (vlerë e re) linear i objektivave tremujore për muajin dhjetor 1999 deri në qershor 2001, të cilat u përdorën nën programin e FMN-së. Për periudhën para muajit dhjetor 1999, kur inflacioni ishte ende i ulët, përdorëm kufirin më të ulët të zonës së objektivit për të përfutur rregullin e Taylor-it dhe pastaj, në mënyrë lineare, e rritëm atë duke arritur në 8 për qind (objektivi qendror) në muajin dhjetor 1999. Kështu, për muajin korrik 1999, pranojmë që BCB nuk caktoi objektivin e inflacionit në kufirin më të ulët të vijës vjetore të tij për vitin 1999 (6 për qind), dhe se BCB e rriti këtë në mënyrë lineare për të arritur në objektivin e inflacionit prej 8 për qind në muajin dhjetor të vitit 1999. Megjithatë, përdorimi i objektivit të muajit dhjetor 1999 për periudhën që çoi deri në dhjetor 1999 nuk i ndryshoi rezultatet nga ana cilësore. Inflacioni i pritur për një muaj të dhënë (i përdorur në Figurën 4 dhe 5) është pritja e inflacionit për muajin në fillim të muajit, llogaritur si pritja mesatare e tregut nisur nga vrojtimet e BCB-së; Përcaktime të tjera të pritjeve të inflacionit nuk i ndryshuan shumë rezultatet. Ne marrim në konsideratë katër rregulla të politikës: rregullin origjinal të Taylor-it (me  $\alpha = 0.5$  dhe  $\beta = 1.5$ ), një rregull më agresiv që vetëm e targeton inflacionin ( $\alpha = 0$ ,  $\beta = 2$ ), dhe për të dy rregullat në konsiderojmë rastin e mos-zbutjes të normës së interesit ( $\rho = 0$ ) dhe rastin e zbutjes së normës së

interesi ( $\rho = 0.6$ ). Zgjedhja e  $\rho = 0.6$  do dukej sikur krijonte një balancë ndërmjet ekzistencës së një zbutje të normës së interesit në një shkallë mjaft të lartë dhe lejimit të efektit “mbaron pak nga pak” (“die out”) vetëm pas disa periudhash.

#### Bibliografia

Banco Central do Brasil (1999–2000), *Relatório de Inflação* (various issues since June 1999).

Blejer, Mario I., Alain Ize, Alfredo M. Leone, and Sérgio R. C. Werlang, 2000, *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies* (Washington: International Monetary Fund).

Bogdanski, Joel, Alexandre Antonio Tombini, and Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, 2000, “Implementing Inflation Targeting in Brazil,” Working Paper 1, July (Brasília: Banco Central do Brasil).

Bogdanski, Joel, Paulo Springer de Freitas, Ilan Goldfajn, and Alexandre Antonio Tombini, 2001, “Inflation Targeting in Brazil: Shocks, Backward-Looking Prices, and IMF Conditionality,” Working Paper 24, July (Brasília: Banco Central do Brasil).

Fachada, Pedro, 2001, “Inflation Targeting in Brazil: Reviewing Two Years of Monetary Policy 1999/00,” Working Paper 25, August (Brasília: Banco Central do Brasil).

Federal Reserve Bank of St. Louis, 1999–2000, *Monthly Trends* (various issues).

Gold, Joseph, 1979, *Conditionality*, IMF Pamphlet Series 31 (Washington: International Monetary Fund).

Goldfajn, Ilan, and Sérgio R. C. Werlang, 2000, “The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study,” Working Paper 5, July (Brasília: Banco Central do Brasil).

Goodfriend, Marvin, and Jeffrey M. Lacker, 1999, “Limited Commitment and Central Bank Lending,” *Economic Quarterly*, Vol. 85/4 (Fall), pp. 1–27 (Richmond, VA: Federal Reserve Bank of Richmond).

Guitián, Manuel, 1981, *Fund Conditionality: Evolution of Principles and Practices*. IMF Pamphlet Series 38 (Washington: International Monetary Fund).

Knight, Malcolm, 1999, “IMF Conditionality under Inflation Targeting: Some Comments and Suggestions.” Paper delivered at the IMF’s Seminar on “Inflation Targeting and Fund Conditionality,” October 28, 1999.

Kozicki, Sharon, 1999, “How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy?” *Economic Review*, second quarter of 1999, pp. 5–33 (Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City).

Rabanal, Pau, and Gerd Schwartz, 2001a, “Testing the Effectiveness of the Overnight Interest Rate as a Monetary Policy Instrument,” *Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix*, IMF Staff Country Report 01/10, pp.114–35 (Washington: International Monetary Fund).

Rabanal, Pau, and Gerd Schwartz (2001b), “Forecasting Inflation in Brazil: How Useful are Time Series Techniques?” *Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix*, IMF Staff Country Report, 01/10 (January), pp.136–152 (Washington: International Monetary Fund).

Rudebusch, Glenn D., and Lars E.O. Svensson, 2002, "Eurosysteem Monetary Targeting: Lessons from U.S. Data," *European Economic Review* 46 (3), pp. 417–442.

Schaechter, Andrea, Mark R. Stone, and Mark Zelmer, 2000, *Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries*, Occasional Paper 202 (Washington: International Monetary Fund).

Schwartz, Gerd, 1999, "Price Developments After the Floating of the Real: The First Six Months" *Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix*, IMF Staff Country Report 99/97, pp.7–35 (Washington: International Monetary Fund).

Svensson, Lars E.O., 2001., "What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy Through Targeting Rules" (unpublished; Princeton and Stockholm: Princeton University and Stockholm University).

Svensson, Lars E.O., 2002., "Inflation Targeting: Should It Be Modeled as an Instrument Rule or a Targeting Rule?" *European Economics Review* 46 (4–5), pp. 771–780.

Taylor, John B., 1993, "Discretion Versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. No. 39, pp. 195–214.