

POLITIKA MONETARE NË EKONOMITË E DOLLARIZUARA

*Karl Driessen**

Guvernator, të nderuar pjesëmarrës,

Jam i nderuar t'iu drejtohem me rastin e Konferencës V Bankës së Shqipërisë. Tema e fjalimit tim është “Politika Monetare në Ekonomitë e Dollarizuara”. Do të doja të ballafaqoja eksperiencat e këtyre kohëve në vendet në tranzicion me ato të vendeve të Amerikës Latine, të cilat kanë pasur një dollarizim më të theksuar.

Në veçanti, dëshiroj të analizoj çështjen e efektivitetit të politikës monetare në uljen e dollarizimit: A ka ndihmuar një politikë monetare e shtrënguar në uljen e nivelit të dollarizimit?

Përderisa efektiviteti i politikës monetare varet kryesisht nga besueshmëria e bankës qendrore, mund të spekulohet se bankat qendrore në vendet me ekonomi në tranzicion kanë me tepër besueshmëri se bankat qendrore të Amerikës Latine, për shkak se të parat kanë më pak episode të mungesës së stabilitetit makroekonomik.

Struktura e fjalimit tim është si më poshtë:

Do të filloj duke përmendur dy arsyt kryesore se pse dollarizimi është i rëndësishëm për një bankë qendrore:

- efektet mbi stabilitetin financiar;
- ndikimi mbi politikën monetare.

Do të vazhdoj duke diskutuar disa të dhëna dhe pastaj do të prezantoj disa fakte të stilizuara në lidhje me dollarizimin gjatë 10 viteve të fundit, duke vëzhguar tendencat e dollarizimit të disa grupeve vendesh në tranzicion dhe nga Amerika Latine.

Pastaj, do të prezantoj metodologjinë dhe rezultatet e analizës së efektivitetit të politikës monetare në kampionin e marrë.

Përfundimi tregon se ka diferenca të qarta në efektivitetin e politikës monetare. Ulja e dollarizimit ka qenë e vogël në vendet e Amerikës Latine, megjithëse kanë aplikuar politika monetare të shtrënguara. Siç pranohet gjerësisht, termi dollarizim përdoret në rastet kur mbahet valutë e huaj në ekonominë vendase.

Një term tjetër që përdoret në rajon është euroizimi, i cili i referohet përdorimit të euros në vend të dollarit. Por kjo fjalë nuk del dhe aq rrjedhshëm nga goja.

Do të doja të përdorja edhe një term më të përgjithshëm si FX-imi ose foreksizimi, për të përfshirë përdorimin e çdo lloj valute, por do të shmang përdorimin e të tilla fjalëve të reja, kështu që do të vazhdoj të përdor termin dollarizim.

Arsyeja kryesore që duhet ta bëjë një bankë qendrore të shqetësohet për dollarizimin, ka të bëjë me stabilitetin e sistemit financiar.

Në qoftë se pjesë të rëndësishme të sistemit financiar janë dollarizuar, atëherë do të përballemi me dy rreziqe kryesore ndaj stabilitetit: rrezikun e likuiditetit dhe rrezikun e aftësisë paguese.

Rreziku i likuiditetit të depozitave në valutë të huaj është cilësisht i ndryshëm nga ai i depozitave në monedhë lokale:

Për depozitat në monedhë lokale, banka qendrore mund të ndërhyjë si kredihënës i fundëm, për shkak se mund të prodhojë monedhë në raste emergjence me mundësi të shumta të rritjes së inflacionit.

Në lidhje me depozitat në valutë të huaj, vetëm rezervat e kufizuara ndërkombëtare mund të zbusin ndonjë krizë të mundshme likuiditeti. Prandaj, tërheqja e menjëhershme e depozitave në valutë të huaj ka pasoja më serioze.

Argjentina është një shembull i mirë (keq) i asaj se çfarë mund të ndodhë kur rreziku i likuiditetit materializohet në kontekstin e një ekonomie tepër të dollarizuar.

Rreziku tjetër është se banka qendrore është e shqetësuar për aftësinë paguese: rëniet e mëdha të kursit të këmbimit mund të ndikojnë në aftësinë paguese të institucioneve financiare si dhe në atë të klientëve të tyre.

Duke parë lidhjet mes politikës monetare dhe dollarizimit, na duhet të themi qartë se një pjesë të fajit për dollarizimin e kanë bankat qendrore.

Në mënyrë tipike, dollarizimi është përgjigja ndaj uljes së shpejtë të vlerës së monedhës vendase për shkak të inflacionit dhe zhvlerësimit të kursit të këmbimit.

Banka qendrore mund të përpiqet t'ia kalojë fajin qeverisë, për shkak të këmbënguljes së saj që banka qendrore të financojë deficitin.

Pavarësisht nga kjo, të ruash vlerën e kursimeve të tua duke investuar në një valutë të huaj është një veprim racional ndaj episodeve të mungesës së stabilitetit makroekonomik.

Në Amerikën Latine u shpik një frazë e re për të përshkruar printimin e parave që financonin shpenzimet qeveritare: “Taksa e Inflacionit”.

Bazuar në këtë terminologji, inflacioni nuk pati vetëm pasoja të këqija, por gjithashtu kontribuoi në financimin e deficitit buxhetor. Nuk është për t' u çuditur fakti se efekti anësor i një norme qëllimisht të lartë inflacioni ishte dollarizimi i rajonit.

Në lidhje me çështjen e pasojave të dollarizimit mbi politikën monetare, mjafton të themi se kemi humbje të efektivitetit të politikës

monetare, në rastet kur dollarizimi është i rëndësishëm, për shkak se instrumentet e politikës monetare prekin kryesisht pjesën në rënie të aseteve dhe detyrimeve në valutë vendase.

Gjithashtu, kemi humbje të seigniorage, e cila mund të jetë mjaft e madhe në ekonomitë që kanë rritje të kërkesës për para. Kështu pra, ka përfitime reale në rast se pengohet dollarizimi.

Përpara se të shohim të dhënat, është e rëndësishme të kuptojmë se të dhënat mbi dollarizimin zakonisht nuk janë të plota.

Së pari, ka shumë pak informacion të saktë në lidhje me pronësinë e valutës së huaj, megjithëse dihet se ato janë të mëdha.

Së dyti, rezidentët mund të mbajnë fonde jashtë shtetit në qoftë se ka një rregullore të fortë. Dokumentimi, i cili provon se rregullorja e fortë pengon dollarizimin, vetëm përkohësisht, është i bollshëm. Megjithëse BIS publikon të dhëna mbi depozitat ndërkufitare, edhe ato kanë probleme, për shembull rezidentët nga Virgin Islands, ndoshta nuk janë përfituesit përfundimtarë të depozitave që ata vendosin.

Së treti, diferenca ndërmjet dollarizimit dhe kontraktimit financiar në monedhë vendase të indeksuar ndaj një valute të huaj nuk është shumë e madhe, megjithëse rreziku i likuiditetit është më i vogël. Këto të dhëna shpesh nuk kapen si të tilla.

Shumë vende nuk raportojnë të dhëna mbi depozitat në valutë të huaj të ndara dhe ndjekja e metodologjive statistike në fushën monetare dhe financiare është rritur, që do të thotë se të dhënat nuk janë ngushtësisht të krahasueshme në periudha kohore apo ndërmjet vendeve të ndryshme.

Për shkak të këtyre vështirësive, na duhet të analizojmë tendencat e gjera të pjesës së depozitave në valutë të huaj ndaj depozitave totale.

Le t'i kthehemi shifrave.

Duke parë të dhënat, mund të dallojmë grupe që kanë karakteristika të ngjashme:

Ish-BS – Vendet Balltike
Ish-BS – Kaukazi
Ish-BS – Rusia, Bjellorusia, Moldavia

FYU
Ekonomi të tjera në tranzicion
Vende Latino-Amerikane

Në republikat Ish-BS, Vendet Balltike ia dolën që të kufizojnë dollarizimin, për shkak të stabilizimit të shpejtë makroekonomik, duke përfshirë adoptimin e kuadreve mjaft të besueshëm të politikës monetare, duke përfshirë bordet e monedhës dhe regjimet fikse të kursit të këmbimit të mbështetura nga politika fiskale.

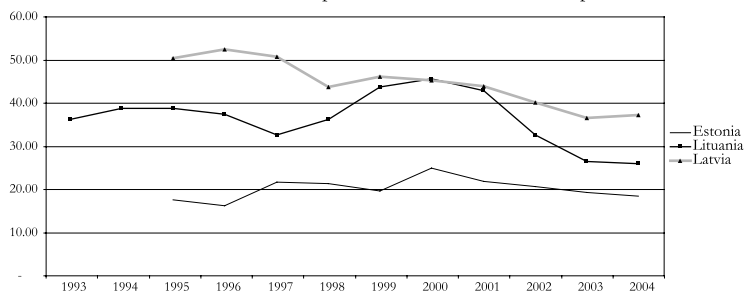
Vendet Balltike tashmë janë në rangun 20-40 për qind.

Në ekstremin tjetër, mungesa e stabilitetit politik në rajonin e Kaukazit çoi në një dollarizim të shpejtë në nivelin 70-80 për qind të të gjitha depozitave. Ky është gjithashtu, niveli në të cilin veprojnë ekonomitë tepër të dollarizuara të Amerikës Latine.

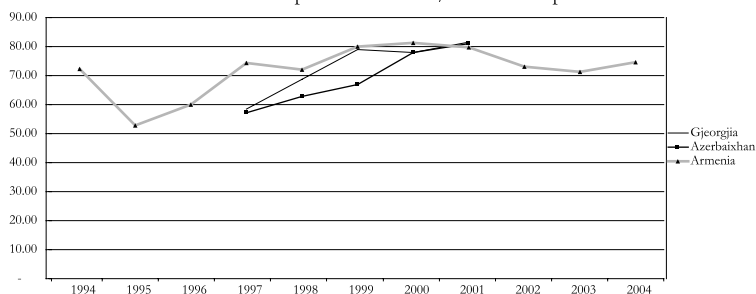
Rusia, Moldavia dhe Bjellorusia janë diku në mes, me një mungesë më të madhe të stabilitetit makroekonomik, duke përfshirë një krizë të madhe financiare në Rusi gjatë viteve 1997-1998.

Në lidhje me tre republikat ish-Jugosllave, Sllovenia nuk u përfshi nga hiperinflacioni që ndodhi në ish-Jugosllavi si rezultat i daljes së shpejtë nga Jugosllavia. Bosnja dhe Kroacia përfunduan duke përdorur markën gjermane, pra dollarizim. Ndërkohë që Bosnja dhe Hercegovina adoptoi një bord monedhe, Kroacia administroi monedhën e saj.

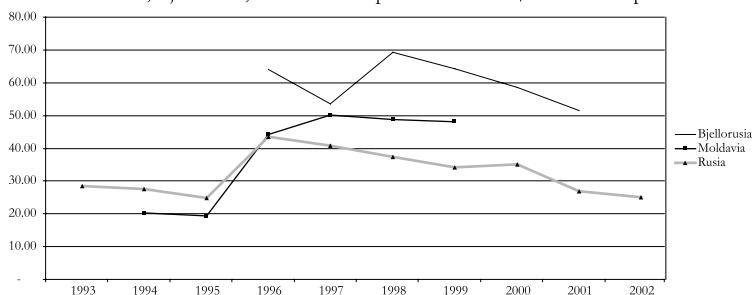
Ish-BS: Vendet Balltike - Depozitat në valutë / Totalin e depozitave



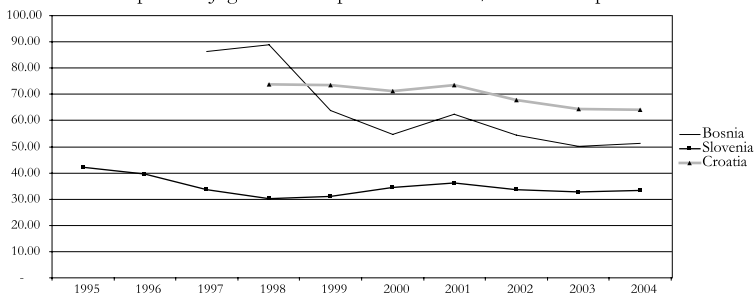
Ish-BS: Kaukazi - Depozitat në valutë / Totalin e depozitave



Ish-BS: Rusia, Bjellorusia, Moldavia - Depozitat në valutë / Totalin e depozitave



Ish-Republikat Jugosllave - Depozitat në valutë / Totalin e depozitave



Mes vendeve të tjera në tranzicion, Bullgaria pati një krizë financiare dhe në vitin 1998 vendosi bordin e monedhës.

Rumania vazhdoi të kishte inflacion të lartë por të qëndrueshëm, për shkak se një pjesë e politikës së saj të stabilizimit u bazua në një *crawling peg*.

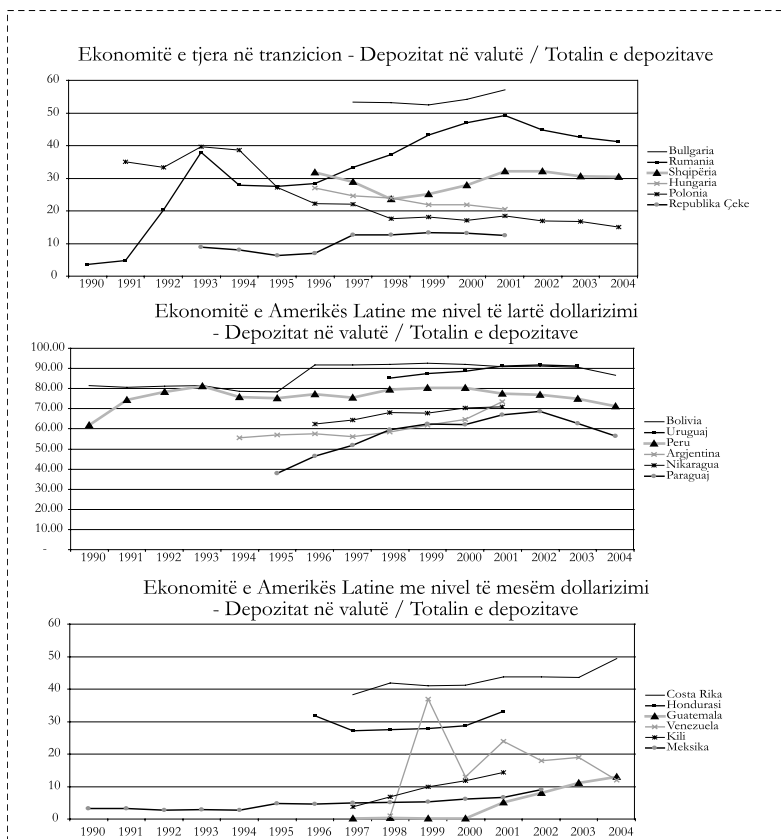
Polonia shpesh citohet si një rast i suksesshëm i çdollarizimit, për shkak se u ndihmua nga një monedhë e fortë, pasi liberalizimi i tregut të këmbimit shkaktoi nënvlerësimin e zlotit.

Shqipëria është një rast i qëndrimit në mes të rrugës, ku nuk shohim një tendencë të qartë drejt çdollarizimit.

T'i kthehemi Amerikës Latine:

Është e rëndësishme që t'i shikojmë të tre grupet e ndryshme:

- nivele të larta të dollarizimit gjatë kohëve të fundit;
- nivele të mesme/të ulëta;
- si dhe të ashtuquajturit, “të diplomuarit” e dollarizimit, Brazili, Meksika, Kili; këta të fundit kanë pasur një dollarizim të theksuar në të shkuarën. Ata dolën nga situata e dollarizimit të lartë duke adoptuar një ekonomi mjaft të indeksuar. Brazili shkoi më larg nga të gjithë, pasi e përdori indeksin si monedhën e re me inflacion të ulët (reale).



Le t'i kthehemi çështjes kryesore, efektivitetit të politikës monetare në uljen e dollarizimit.

Metodologjia e përdorur këtu është si vijon:

Ne përdorim të dhëna nga periudha 1991-2004, deri në pikën kur ato ekzistojnë për të gjithë variablat që na interesojnë; të dhëna mbi dollarizimin ekzistojnë vetëm pas viteve 1997-'98.

Kampioni përmban 16 ekonomi në tranzicion dhe 7 vende Latino-Amerikane. Të dhënat janë marrë nga FMN dhe IFN si dhe janë plotësuar nga të dhënat e vendeve individuale.

Hapi i parë ka të bëjë me llogaritjen e ndryshimeve vjetore të nivelit të dollarizimit, ku dollarizimi matet si pjesa e depozitave në valutë të huaj ndaj depozitave totale.

Hapi i dytë ka të bëjë me llogaritjen e nivelit të shtrëngimit të politikës monetare në një periudhë kohore si mesatarja e kthimit real mbi depozitat, ku indeksi i çmimit të konsumit përdoret si deflator. Ky kthim real mund të jetë pozitiv ose negativ; një kthim pozitiv do të nënkuptonte se dollarizimi nuk do të ishte i mjaftueshëm, në qoftë se objektivi do të kishte qenë blerja e mallrave lokalë.

Hapi i tretë ka të bëjë me heqjen e efektit të ndryshimeve në kursin e këmbimit mbi pjesën e depozitave në valutë të huaj (DV) ndaj depozitave totale: Shihni shembullin në vazhdim:

Në qoftë se kemi 60 njësi DV dhe 40 njësi Depozita në monedhë vendase (DMV) dhe kursi i këmbimit zhvlerësohet me 10 për qind, DV do të rritet në 66 njësi nga 60. Për shkak se DMV mbetet i pandryshuar, tashmë kemi 106 njësi dhe pjesa e DV-së në total është $66/106 = 62$ për qind.

Kështu, në qoftë se pjesa e DV për periudhën në vazhdim është 58, efekti postular i politikës monetare është diferenca ndërmjet nivelit të korrigjuar të dollarizimit dhe nivelit të ri, që është $62 - 58 = 4$ për qind.

Mund të argumentohet se politika monetare ka një ndikim mbi kursin e këmbimit, në sensin që politika e shtrënguar monetare do të tentojë të vlerësojë monedhën ose të frenojë zhvlerësimin; kjo pikë do të hetohet në kërkime të ardhshme. Para se të shikojmë rezultatet, është e vlefshme të klasifikojmë në koncept kuadrantet në diagramën në vazhdim, ku paraqitet grafiki i dollarizimit kundrejt normës reale të kthimit mbi depozitat në monedhë vendase.

			Norma reale e kthimit (+)	
			Keq	
Më mirë	Mirë		Më keq	
	(I)		(II)	
c-dollarizim			dollarizim	
	(III)		(IV)	
			Norma reale e kthimit (-)	

Kuadranti lart majtas është pozicioni i dëshirueshëm:

Çdollarizimi është arritur dhe një normë kthimi pozitive ka qenë e pranishme: është tunduese të arrijmë në përfundimin se politika monetare mund të ketë kontribuar në çdollarizim.

Në kuadrantin e sipërm djathtas, ka ndodhur dollarizimi pavarësisht nga norma reale pozitive e kthimit: politika monetare duket joefektive në kthimin mbrapa të dollarizimit.

Në kuadrantin e poshtëm djathtas: Politika monetare mund të jetë efektive, por kthimet reale janë negative: është e mundur që çdollarizimi do të ndodhë nëse ndiqet një politikë monetare e shtrënguar.

Në kuadrantin e poshtëm majtas, ndodhi çdollarizimi, pavarësisht nga kthimi real negativ. Mund të ketë patur faktorë të tjerë si (i) rritja e besueshmërisë së bankës qendrore; ashtu dhe (ii) rritja e shtrëngimeve rregullatore në mbajtjen e DV-së.

Duke iu kthyer tani shifrave, grupi i vendeve që mesatarisht provoi çdollarizimin përbëhet ekskluzivisht nga ekonomitë në tranzicion. Shumica e vendeve të çdollarizuara janë në kuadrantin nga mirë-shumë mirë, duke përfshirë këtu Shqipërinë: ata shfaqin kthime reale pozitive dhe çdollarizim.

Vendet e shënuara me të verdhë nuk kanë “nevojë” për një normë reale pozitive të kthimit për të kryer çdollarizimin. Estonia dhe Bullgaria prezantuan bordet e monedhës dhe si rezultat mund të kenë fituar më shumë besueshmëri. Hungaria pati kthime shumë negative në atë periudhë.

Vendet e ç-dollarizuara	Ç-dollarizim	Norma e kthimit
Bosnia and Herzegovina	-8.84	4.50
Lituania	-6.51	2.23
Latvia	-5.75	1.50
Kroacia	-1.78	-0.87
Armenia	-1.22	16.38
Estonia	-0.91	-2.51
Polonia	-0.76	3.75
Hungaria	-0.56	-0.07
Slovenia	-0.35	1.99
Shqipëria	-0.19	6.25
Bullgaria	-0.02	-3.46

Nëse i kthehemi vendeve të dollarizuara, në këtë grup gjejmë të gjitha vendet e Amerikës Latine, të shoqëruar nga ekonomitë në tranzicion. Pothuajse të gjitha vendet e dollarizuara janë në kuadrantin keq-shumë keq, ku politika monetare e shtrënguar nuk tregon një zvogëlim të dollarizimit. Grupit të vendeve të Amerikës Latine u shtohen edhe Azerbaixhani dhe Moldavia.

Është disi e habitshme që Republika Çeke ndodhet në kuadrantin ku dollarizimi ekziston paralelisht me kthimet reale negative, së bashku me Rusinë dhe Bjellorusinë, megjithëse dollarizimi ndodh në një nivel shumë të ulët. Nuk është për t'u çuditur që kthimet masive reale të ulëta në Rusi dhe Bjellorusi kanë kontribuar në dollarizim.

Vendet e dollarizuara	Dollarizim	Norma e kthimit
Republika Çeke	0.36	-1.18
Azerbaixhan	0.63	13.22
Uruguai	1.68	7.12
Guatemala	1.79	0.99
Costa Rika	2.13	1.47
Nikaragua	2.31	0.89
Moldavia	2.74	3.67
Kili	2.88	5.49
Rusia	4.03	-15.82
Venezuela	4.96	1.52
Paraguai	5.73	6.90
Bjellorusia	10.55	-35.79

Rezultatet e mësipërme duhen interpretuar me kujdes:

Siç vërehet më sipër, ekzistojnë të dhëna. Gjithashtu normat e kthimit (nga IFS, rreshti 60L normat e depozitave) nuk mund të aplikohen për pjesën më të madhe të depozitave në monedhën vendase dhe kjo mund të mos jetë përfaqësuese.

Gjithashtu, shtrëngimet rregullatore ose rreziku i lidhur me to, mund të kundërshtojnë politikën monetare; faktorë të tjerë si stabiliteti politik, luajnë gjithashtu rol (për shembull në rastin e Kaukazit), kështu dollarizimi nuk mund t'i atribuohet vetëm qëndrimit të politikës monetare.

Ka disa pyetje pa përgjigje që janë interesante për punën e mëtejshme:

Së pari: A ndryshon efektiviteti i politikës monetare me kalimin e kohës? Rezultatet paraprake tregojnë se po; vendet duket se rrotullohen në drejtim orar, ndërkohë që besueshmëria e tyre është lëkundur. Përfundimisht ato kthehen në kuadrantin e dytë.

Së dyti: A varet kursi i këmbimit në dollarizim nga norma e kthimit? Me fjalë të tjera, a nxisin normat e larta të kthimit norma më të larta të dollarizimit?

Së treti: Çfarë mund të ndodhë nëse llogarisim kthimin real duke përdorur kursin e këmbimit në vend të IÇK-së ose një mesatare të të dyjave? Kështu në vend të politikës monetare që përpiqet të sigurojë aftësinë për të blerë shportën lokale të mallrave, ai synon të sigurojë aftësinë për të blerë monedhë të huaj.

Së katërti: Një përlogaritje alternative e dollarizimit do të merrte parasysh kursin real të këmbimit që mund t'i atribuohet politikës monetare (duke izoluar dobësinë e zakonshme të dollarit të viteve të fudnit, për shembull).

Së fundi: Analiza mund të bëhet duke vështruar përpara. Këtu ne pamë kthimet reale të siguruara. A është e mundur të formosh paraprakisht besueshmërinë e bankës qendrore duke u përqendruar në kthimet e pritura? Kjo mund të sigurojë hyrjen paraprakisht të bordeve të monedhës dhe kuadro të tjera të fuqishme dhe të besueshme të politikës monetare dhe të kursit të këmbimit.

Më lejoni të përmbledh si vijon:

Vendet e Amerikës Latine shohin shumë pak efektivitet nga politika e tyre monetare në aftësinë për të ulur dollarizimin: ato tregojnë norma të larta reale të vazhdueshme të interesit, por vazhdimësi të dollarizimit.

Shumica e ekonomive në tranzicion nga ana tjetër arritën suksese nga një politikë e shtrënguar monetare; disa kanë edhe burime shtesë të besueshmërisë që i ndihmojnë ato për të pakësuar dollarizimin pa përdorur politikën e shtrënguar monetare.

Shqipëria ndodhet në grupin e fundit të vendeve që kanë provuar rezultatet e politikës së shtrënguar monetare, por të dhënat tregojnë se kthimet reale relativisht të larta nevojiteshin për të zvogëluar vetëm pak dollarizimin efektiv. Kjo thekson nevojën e krijimit të besueshmërisë.

Faleminderit!

* Karl Driessen: Ekonomist i lartë, Departamenti i Sistemit Monetar dhe Financiar, Fondi Monetar Ndërkombëtar.

