

# **MEKANIZMI I TRANSMISIONIT TË PARAVE NË TEORI DHE PRAKTIKË**

**Palle S. Andersen**

**Kumtesë Përgatitur për Konferencën e Bankës së Shqipërisë**

**Dhjetor 2002**

**Tiranë**

## **A. NJË TEORI**

### *(a) Modeli*

Përpara se t'i kthehemi kanaleve kryesore të kalimit, do të vija në dukje se mekanizmi i kalimit është në varësi të teorisë ose të modelit:

- Nëse ju besoni në teorinë e ciklit të vërtetë të veprimtarisë tregtare, aq të njohur në vitet tetëdhjetë, mekanizmi i kalimit është një çështje pa lidhje meqenëse paraja nuk luan asnjë rol në këtë teori.
- Po ashtu, nëse besoni se çmimet dhe pagat janë krejtësisht elastike (teoria e vjetër klasike dhe disa degëzime të hipotezës racionale të parashikimit), politika monetare mund të ndikojë vetëm në vlerat nominale, por jo në vlerat reale siç është prodhimi dhe punësimi.
- Gjithashtu, nëse vendi ka ndonjë objektiv të caktuar të kursit të këmbimit, nuk ka shumë interes për mekanizmin e kalimit. Nëse nuk ka zëvendësueshmëri të ulët midis parave të vendit dhe parave të huaja, kursi i këmbimit duhet të ndjekë politikën e vendit ku synohet të shkojnë paratë.
- Për rrjedhojë, idetë e mëposhtme mbështeten në tri hipoteza:
  1. çmimet dhe pagat janë të ngurta në afat të shkurtër;
  2. tregjet e kapitalit dhe të kreditit kanë fërkime (asimetritë e informacionit dhe kostot e agjencisë);
  3. ekonomia është e hapur, ka një kurs të këmbimit në qarkullim dhe asnjë kontroll të kapitalit.

*Kanalet kryesore të kalimit (Grafiku 1).*

*Ndryshimi i kursit të politikës nëpërmjet veprimeve të tregut ose të rezervave:  
Kanali i kursit të këmbimit*

1. Ndryshimi në kurset nominale afatshkurtra të tregjeve.
2. Ndryshimi në kurset reale afatshkurtra nëpërmjet çmimeve të rrepta.
3. Ndryshimi në kurset nominale dhe reale afatgjata nëpërmjet hipotezës së parashikimit të strukturës së afatit.
4. Ndryshimet në kërkesën e përgjithshme (artikuj konsumi, strehimi, inventaret, investimi) në varësi të elasticiteteve të interesit.

*Kanali i të ardhurave ose i rrjedhjes së parave në dorë:*

1. Ndryshimet në të ardhurat neto të interesit të kreditorëve (sektori privat), duke përfshirë efektet e shpërndarjes.

2. Ndryshimet në të ardhurat neto të interesit dhe të rrjedhjes së parave në dorë të debitorëve (shoqëritë).

Kanali i çmimit të asetëve ose i pasurisë:

1. Ndryshimet në aksionet e zakonshme dhe në çmimet e shtëpive.
2. Ndryshimet në konsumin privat (efekti i pasurisë) dhe në investime (kostoja e kapitalit, koeficienti i Tobinit).

Kanalet e ngushta dhe të gjera të kreditit:

1. Ndryshimet në aftësinë e bankave për të dhënë hua nëpërmjet rezervave më të ulta ose kapitalit të pamjaftueshëm.
2. Ndryshimet në gatishmërinë e bankave për të dhënë hua nëpërmjet vlerave dytësore ("efekti përshpejtues financiar").
3. Ndryshimet në investimin e veprimtarisë tregtare me efekte që ndryshojnë për firmat e mëdha dhe ato të vogla. Firmat e mëdha në mënyrë të veçantë shpeshherë kanë mundësi që të hyjnë në tregjet ndërkombëtare, ndërsa firmat e vogla janë shumë të varura nga krediti bankar.

Kanali i kursit të këmbimit:

1. I shkaktuar nga ndryshimi në shkallën e interesit (kushti i barazisë së interesit të pambulluar).
2. I shkaktuar nga ndryshimi në bazën monetare ose në tërësitë më të gjera.
3. Efektet e çmimit relativ, të ardhurave si edhe të bilancit (zhvlerësimet kontraktuese).

Kanali monetarist (Meltzer):

1. Ndryshimet në sasi të relative të parave që janë zëvendësuese jo të përkryera.
2. Ndryshime në çmimet relative të parave.
3. Ilustrim i ekuilibrit asete dhe treg i parasë (Grafiku 2).
4. Kurthi i aftësisë pagueuse.

Kanali i parashikimeve: Pa dyshim i rëndësishëm por pothuajse i pamundur për t'u parashikuar, për të mos përmendur përcaktimin e sasisë.

Ndryshimet në kërkesën e përgjithshme (Grafiku 3) ⇔

1. Ndryshimet në rritjen e prodhimit dhe në hendekun e prodhimit.
2. Ndryshimet e drejtpërdrejta (kursi i këmbimit) dhe jo të drejtpërdrejta në inflacion ose në nivelin e çmimeve nëpërmjet kurbës Filips.

*Të kthehemi tek funksioni reagues i bankës qendrore*  
*Objektivat veprues*

1. MCI-të: origjina dhe qëllimi.
2. FCI-të: të përdorur kryesisht nga bankat e investimeve (Goldman Sachs) por edhe nga SNB.
3. Epërsitë dhe humbjet.

**B. IMITIMET MODEL**

(a) BQE (Buletini Mujor, tetor 2002).

Gjatë dy viteve të fundit, BQE ka organizuar disa konferenca dhe ka botuar një seri materialesh pune për mekanizmin e kalimit të parave në Zonën e Euros. Rezultatet mund të përmbliidhen në tri ndarje:

1. *Efektet e ndryshimeve të politikës monetare për prodhimin dhe për inflacionin.* Një objektiv parësor i BQE është që të sigurojë stabilitet të çmimeve gjatë një afati të mesëm. Pra, është e rëndësishme që ata të dinë sa ta ndryshojnë politikën monetare dhe kur ta ndryshojnë nëse pritet që inflacioni të shmanget nga objektivi. Tabela 1 tregon rezultatet e imitimeve për tre modele të ndryshme, duke u nisur nga hamendësi të tjera se një rritje e përkohshme prej 100 bp (2 vjet) e kursit të politikës i rrit me 20 bp kurset afatgjata, ndërsa kursi i këmbimit supozohet se vlerësohet në 2 për qind. Tiparet e gjera të këtyre rezultateve janë se:
  - si rrjedhim PBB-ja reale pakësohet, por faktikisht kthehet në nivelin fillestar. Me fjalë të tjera, në afat të gjatë politika monetare është neutrale;
  - çmimet e konsumit reagojnë me një vonesë më të madhe, por efekti është i përhershëm;
  - efektshmëria e politikës monetare varet shumë nga karakteristikat strukturore të caktimit të pagave dhe të çmimeve (Grafiku 4).
2. *Kanalet e ndryshimeve të politikës monetare .*
  - Efektet kryesore janë përmes ndryshimeve në investime ndërsa konsumi kalon në plan të dytë. Efektet e kursit të këmbimit mbi tregtinë neto duken se janë shumë të vogla (Tabela 2).

- Ndonjë dëshmi e dobët se ndryshimet në shkallët e interesit dhe borxhet ndikojnë në aftësinë e bankave për të dhënë hua ndërsa kërkesa për hua përcaktohet kryesisht nga kostoja e kapitalit. Me fjalë të tjera, dëshmia e pakët e një kanali krediti ndonëse bankat ende luajnë një rol të madh në sigurimin e financave të jashtme.
3. *Ndryshimet në efektet e politikës monetare.*
- sipas ciklit të veprimtarisë tregtare: më efektiv gjatë recesionit;
  - në bazë sektori: efekti më i madh tek prodhuesit e mallrave jetëgjatë dhe të sektorëve të rëndësishëm intensivë;
  - në bazë vendi: asnjë rezultat i fuqishëm.

(b) Mbretëria e Bashkuar (Raport i përgatitur nga Komisioni i Politikës Monetare)  
Reagimi ndaj rritjes prej një për qind në kursin e politikës që zgjat një vit:

- PBB: pas 5 tremujorësh një rënie prej 0.2-0.35 për qind dhe pastaj kthimi në bazë;
- Inflacioni: Pas 9 tremujorësh një rënie prej 0.2-0.4 për qind pikësh dhe efekti shkon mirë pasi të kalojnë tre vjet.

### C. PËRVOJA PRAKTIKE

#### (a) Japonia

- 1989-1995 (Grafiku 5): Në fund të vitit 1988 Banka e Japonisë filloi ta rrisë kursin e politikës së saj për të ndërprerë rritjen e aksioneve të zakonshme dhe të çmimeve të tokës. Me një vonesë prej 9 muajsh, çmimet e aksioneve të zakonshme filluan të bien dhe në fillim të vitit 1992 kishin pësuar një rënie prej më shumë se 50 për qind. Çmimet e tokës treguan një rënie të ngjashme. Në përgjigje të rënies së çmimeve të aseteve si edhe të një ekonomie më të dobët, gati në mes të viteve nëntëdhjetë Banka e Japonisë filloi të ngadalësojë kursin e politikës së saj dhe qysh asokohe ai ka rënë thuajse në zero. Por çmimet e aksioneve të zakonshme kanë vazhduar të bien.
1. Rritja e tërësisë së ofertës monetare mbeti konstante në shifrat 2-3 për qind.
  2. Krediti bankar për sektorin privat pësoi rënie.
  3. Çmimet e aksioneve të zakonshme ranë në kundërshtim me parashikimet e kanalit monetarist.
  4. Kursi i këmbimit u forcua në kundërshtim me çka do të parashikonte UIP.
  5. Çmimet kanë vazhduar rënien dhe PBB-ja është faktikisht e pandryshuar.

6. Çfarë mësimesh mund të nxjerrim në lidhje me mekanizmin e kalimit të parave?
  - Banka të dobëta.
  - Sistem financiar i brishtë.
  - Tendenca drejt zeros në shkallën nominale të interesit.

(b) Shtetet e Bashkuara

- Ndryshimet e kohëve të fundit në mekanizmin e kalimit (Banka Federale e Rezervave e Grupit të Nju Jorkut):
  1. Tregu i rezervave (Grafiku 7): Kursi i politikës së Bankës Federale (kursi i Fondeve Federale) është shkalla e papritur e interesit në tregun e rezervave. Banka Federale njofton, por nuk e cakton objektivin e vet. Megjithatë, pavarësisht nga rënia e ndjeshme e kërkesës së bankave për rezerva gjatë viteve të fundit, kursi aktual ndjek shumë afër kursin e objektivit. A do të vazhdojë kjo?
  2. Ndryshimet në reagimin e prodhimit ndaj ndryshimeve në shkallët e interesit (Tabela 3 dhe Grafiku 8): Dy ndryshime janë të dukshme: së pari, duket se gjatë periudhës së mëvonshme prodhimi është bërë më pak reagues ndaj ndryshimeve të politikës monetare. Prodhimi fillon të bjerë vetëm në tremujorin e tretë pas ndryshimit dhe rënia grumbulluese pas dy vjetësh është vetëm 0.65 për qind në krahasim me 0.95 për periudhën e mëparshme; së dyti, bashkëlidhjet pozitive për ndryshimet e prodhimit përpara ndryshimit në politikën monetare rriten shumë, duke treguar se Banka Federale është bërë më progresive ose parandaluese. Sigurisht kjo, gjithashtu, mund të shpjegojë reagimin më të dobët në të kaluarën.
  3. Disi e çuditshme, nuk ka të dhëna që kanali i pasurisë të jetë bërë më i rëndësishëm. Edhe në Shtetet e Bashkuara ai ka qenë gjithmonë i dobët (ndryshimi prej 3-5 për qind i konsumit për një dollar ndryshim i pasurisë) dhe madje duket se ai është dobësuar gjatë viteve nëntëdhjetë.
  4. Efekti neto i ndryshimeve në ndërmjetësinë financiare tek mekanizmi i kalimit është i pasigurt. Për shembull, konstatohet se ndryshimet në standardet e huadhënies bankare kanë çuar në ndryshime të prodhimit, por bankat janë bërë më pak të rëndësishme dhe politika monetare duket se ndikon në standardet e huadhënies. Ritmet e hipotekimit janë bërë më të ndjeshme ndaj ndryshimeve të kurseve të politikës, por për shkak të procesit të sigurimit ndërtimi i banesave është bërë më pak i ndjeshëm ndaj ritmeve të hipotekimit. Në të njëjtën kohë, ka dalë një kanal i ri dhe i efektshëm: rifinancimi i hipotekimeve (shpjegim).

5. Ka pasur shumë diskutime në lidhje me një kanal të mundshëm të kapitalit; domethënë bankat ndryshojnë qëndrimin e tyre në lidhje me huadhënien nëse i afrohen kërkesës së mjaftueshmërisë së kapitalit. Nuk ka ende shumë të dhëna, por kjo mund të ndryshojë bashkë me Basle II.

- Përvoja amerikane gjatë viteve 2001-2002 (Grafiku 9):
  1. Kursi i fondeve Federale vetëm në një vit është ulur nga 6.5 për qind në 1.75 për qind.
  2. Kursi dhjetëvjeçar i obligacioneve të huamarrjes filloi të bjerë vetëm në fillim të këtij viti; diskutim i episodit në fund të vitit 2001 dhe në fillim të vitit 2002.
  3. Përhapja e obligacioneve të korporatës (nuk tregohet) faktikisht u zgjerua; domethënë çmimi i financave të jashtme u rrit në vend që të ulej.
  4. Ritmet e hipotekimit u ulën paksa, por kjo mjaftoi që të fillonte një rritje e menjëhershme e rifinancimit.
  5. Çmimet e aksioneve të zakonshme kryesisht kanë rënë dhe këtë vit kanë shënuar një ritëm të përshpejtuar të rënies.
  6. Dollari fillimisht u forcua paksa dhe pësoi rënie vetëm në periudhën pranverë-verë të këtij viti. A përcaktohen kurset e këmbimit nga ndryshimet në shkallën e interesit apo nga ndryshimet e rritjes së pritshme?
  7. Gjithsej, FCI-ja u rrit paksa gjatë vitit 2001 pavarësisht nga uljet agresive të kursit dhe nuk u qetësua derisa kursi i këmbimit dhe kursi afatgjatë i obligacioneve të huamarrjes filluan të bien këtë vit.
  8. Mos do të thotë kjo vallë se efektet e ndryshme të drejtpërdrejta nuk e lejuan financën të qetësohet dhe të kishte ndonjë efekt?
  9. A duhet të përpiqet banka qendrore të stabilizojë rritjen e prodhimit?

(c) Vendet që dalin si tregje të reja

- Aksionet e zakonshme dhe tregjet e tjera financiare tipike të pakta dhe të pazhvilluara ⇒ efektet e çmimeve të aseteve dhe të pasurisë janë të dobëta, ndërsa rrezikshmëria është e lartë.
- Një shenjë tjetër e tregjeve të pazhvilluara financiare është shkalla e lartë e vetëfinancimit, që nuk është shumë e ndjeshme ndaj ndryshimeve në kushtet e marrjes së huasë.
- Në sektorin bankar mund të mbizotërojnë kushtet oligopolistike ⇒ reagim i ngadaltë i huadhënies dhe i ritmeve të depozitimit.

- Huadhënia bankare, gjithashtu, mund të jetë e dobët për shkak të huave të këqija.
- Tavanet e shkallëve të interesit ose të rritjes së kreditit ⇒ efektet e disponueshmërisë së kreditit bëhen të rëndësishme.
- Në vende që kanë një histori të pafavorshme inflacioni, kontratat financiare kanë jetë të shkurtër ⇒ kalim relativisht i shpejtë i kushteve të reja.
- Është tipike se vendet, që kanë një histori të pafavorshme inflacioni, kanë indeksuar gjithashtu (CPI, shkallë afatshkurtër interesi, kursi i këmbimit) kontrata borxhesh (merr si shembull Brazilin).
  1. Synon t'u presë hovin luhatjeve të herëpashershme të kurseve nominale dhe, pra, rrjedhjes së parave në dorë.
  2. Kursi real i nënkuptuar mund të shërbejë si një sinjal i dobishëm i qëndrimit të politikës monetare.
  3. Borxhi publik i qeverisë merr përsipër rrezikun e kursit të këmbimit.
- Një shkallë e lartë e dollarizimit ose e euroizimit informal e bën politikën monetare më pak të efektshme.
- Katër çështje ose pasiguri kryesore:
  1. Lidhje e dobët por e pasigurt midis ndryshimit në politikën monetare, ritmeve afatgjata dhe çmimeve të aseteve.
  2. Pikësynimi i një politike monetare të pavarur dhe të efektshme në vendet me sisteme financiare të brishta (Meksika 1994, Japonia tani, ndoshta Kina më vonë).
  3. Si duhet vlerësuar qëndrimi i politikës monetare (treguesit veprues).
  4. Efektshmëria e politikës monetare në vendet me inflacion të lartë (që ndoshta nuk ka më aq shumë lidhje).