



Banca Națională a României

Grade de libertate în calibrarea politicii monetare

Mugur Isărescu
Guvernator

27 martie 2013

Cuprins

Șocurile de ofertă și țintirea directă a inflației	3
Compromisuri inerente în formularea politicii monetare	8
Cooperarea dintre politica fiscală și cea monetară	19
Cazul României. Constrângeri în formularea politicii monetare	25

Șocurile de ofertă și țintirea directă a inflației

Strictețe versus flexibilitate

În aplicarea strategiei de țintire directă a inflației

➤ Țintirea inflației în regim strict

- ✓ Șoc de ofertă (ex. o creștere a prețului petrolului) ➔ conduită restrictivă a politicii monetare (chiar prociclică) ⇔ prevenirea creșterii prețurilor generează o accentuare a fluctuațiilor la nivelul producției și al șomajului

➤ Țintirea inflației în regim flexibil

- ✓ Banca centrală acordă un rol primordial minimizării efectelor de runda a doua ale unor astfel de șocuri și ancorării anticipațiilor inflaționiste
- ✓ O parte din șoc se va reflecta în creșterea temporară a prețurilor, autoritatea monetară acordând un rol important stabilizării fluctuațiilor deviației PIB de la nivelul său potențial

➤ Implicații asupra tipului de indice al prețurilor de consum care trebuie țintit: *headline vs. CORE*

Magnitudinea și frecvența șocurilor de ofertă tind să fie mai ridicate în economiile emergente

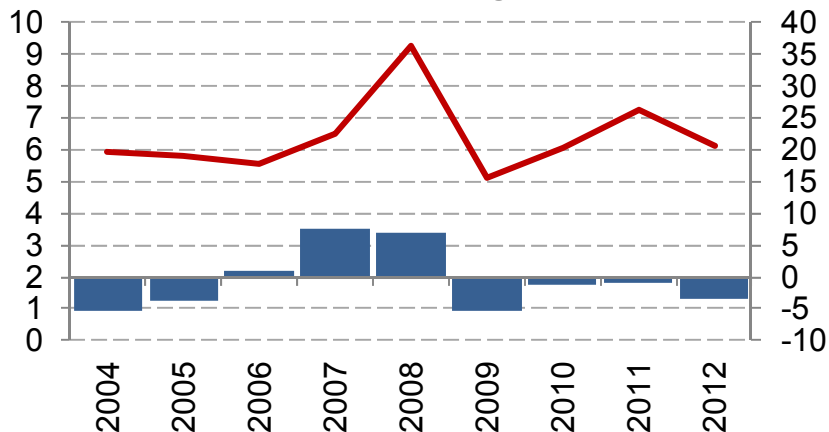
- Pondere relativ ridicată a agriculturii în PIB și a alimentelor în indicele prețurilor de consum
- Impact relativ mai mare al fluctuațiilor prețurilor materiilor prime
- Existența unei ponderi relativ ridicate a prețurilor administrate în indicele prețurilor de consum în contextul necesității alinierii acestora la prețurilor externe



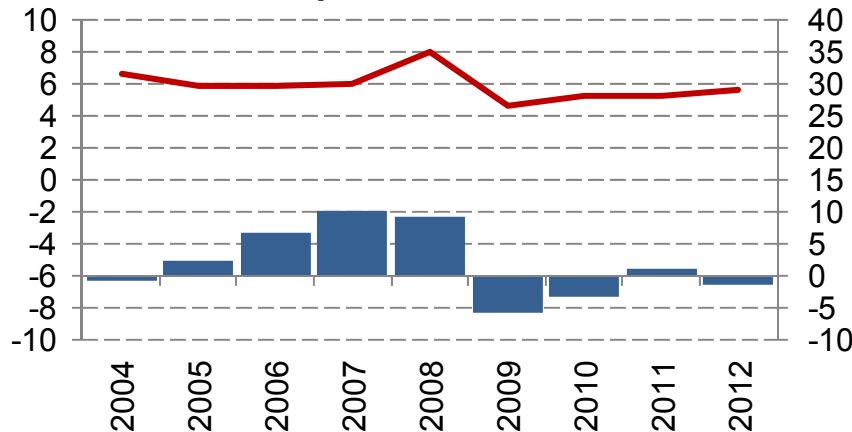
Economiile emergente care au adoptat țintirea directă a inflației au optat pentru o abordare flexibilă în aplicarea acesteia

În pofida deficitului de cerere, inflația rămâne relativ ridicată în economiile emergente ...

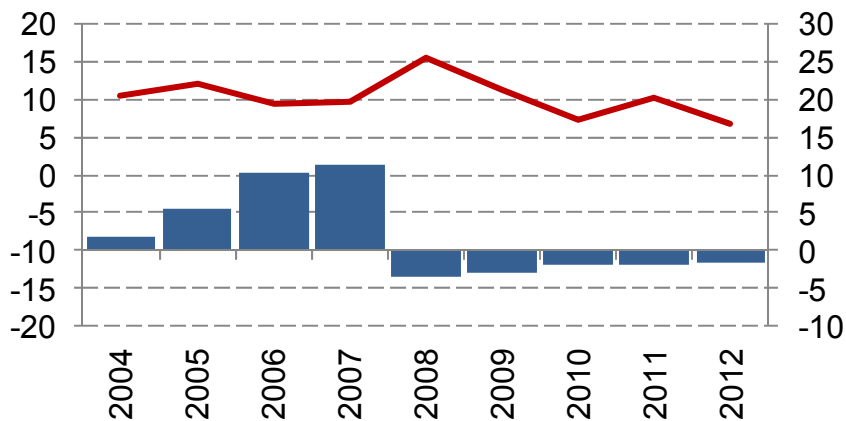
Economii emergente



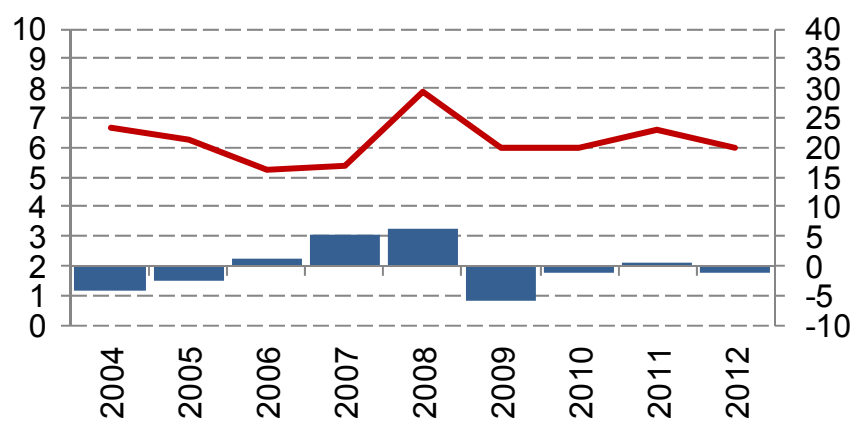
Europa Centrală și de Est



CIS



America Latină

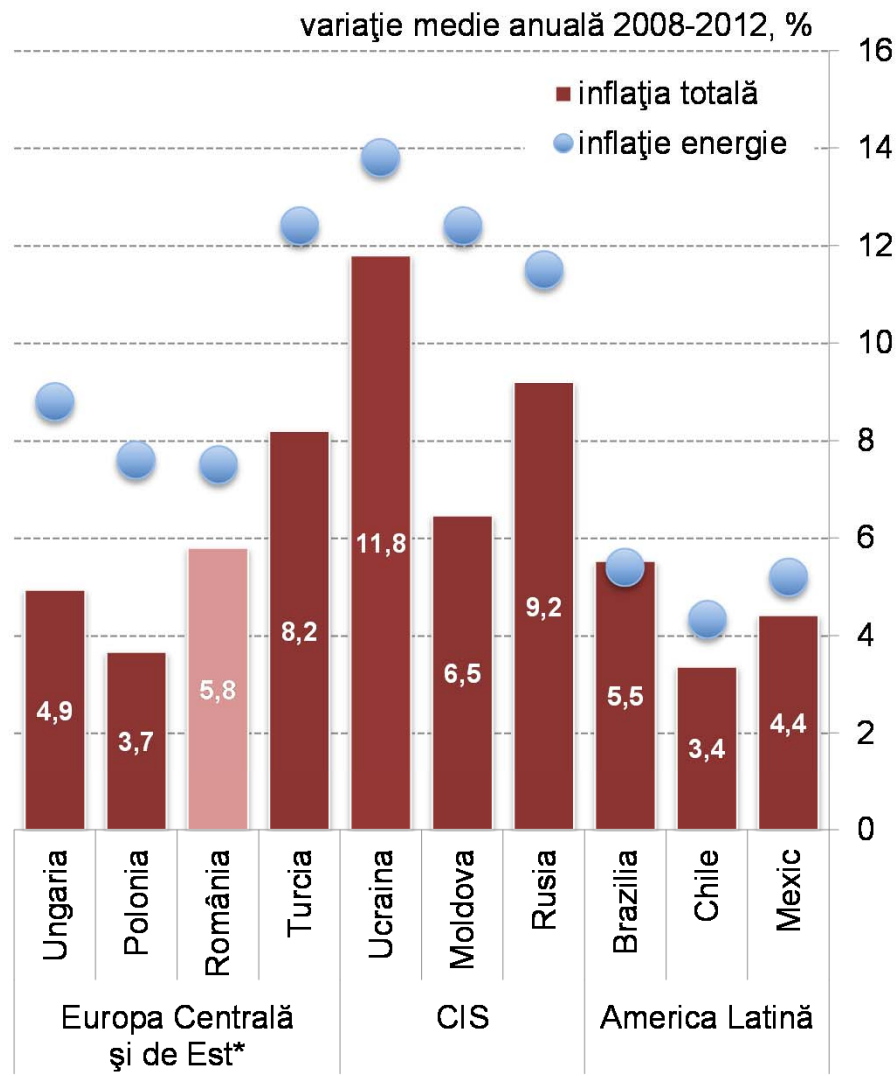
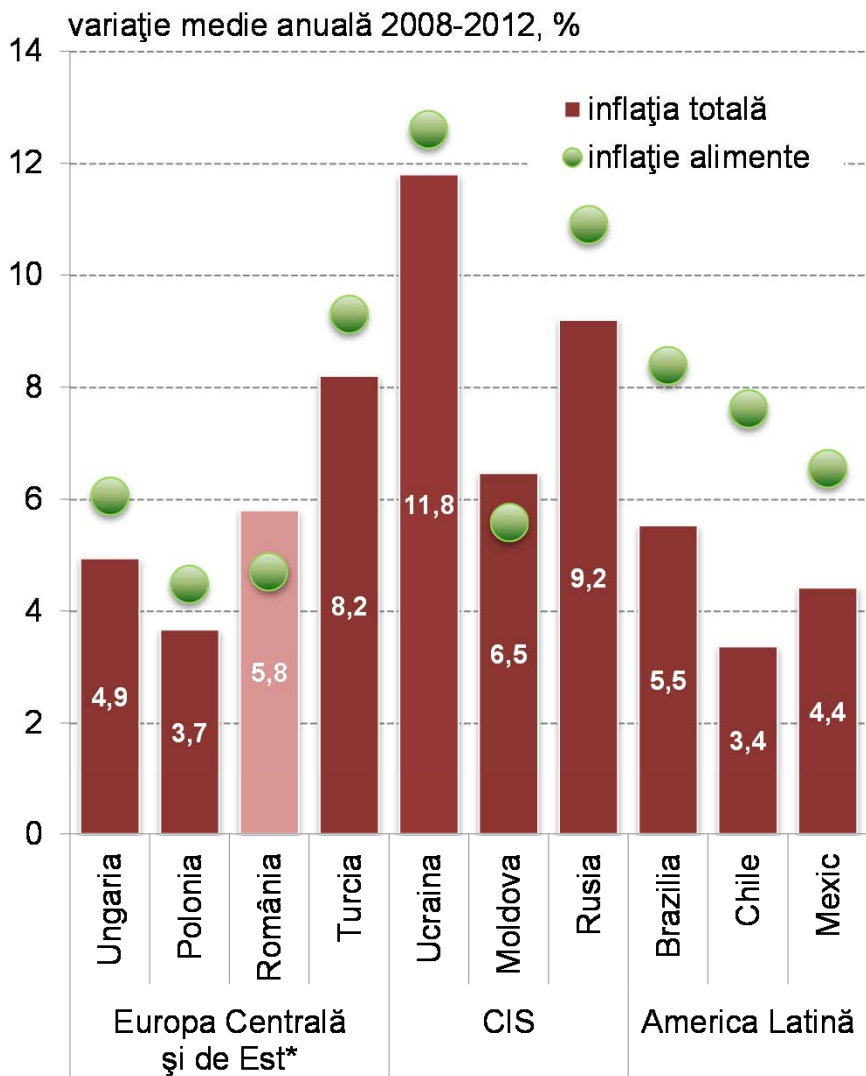


■ deviația PIB (HP), sc. dr. (%)

— rata medie anuală a inflației (%)

Sursa: FMI, calcule BNR

... dată fiind dominanța șocurilor de ofertă



Sursa: OECD, bănci centrale și oficii naționale de statistică

* pe baza IAPC

Compromisuri inerente în formularea politicii monetare

Constrângeri în urmărirea obiectivului stabilității prețurilor

- Deși au drept obiectiv primordial asigurarea stabilității prețurilor, bancherii centrali nu sunt „obsedați de inflație” (*inflation nutters* – Mervyn King, 1997)
 - ✓ Nu le este indiferent impactul pe care deciziile de politică monetară având drept scop asigurarea stabilității prețurilor îl au pe termen scurt și mediu asupra cererii agregate
 - ✓ Preferă să evite modificările abrupte ale nivelului ratei dobânzii de politică monetară, care au potențialul de crea volatilitate excesivă pe piețe (*interest rate smoothing*)
 - ✓ Nu ignoră implicațiile deciziilor de politică monetară asupra cursului de schimb

Stabilitatea prețurilor vs. creșterea economică

- Băncilor centrale li se reproșează focalizarea excesivă pe stabilitatea prețurilor și trecerea în plan secund a obiectivelor stimulării creșterii economice și ocupării depline

Contraargumente:

- Nu există un conflict pe termen lung între stabilitatea prețurilor și creșterea economică
 - ✓ Politicile monetare care mențin inflația joasă și stabilă sunt compatibile cu creșterea economică relativ înaltă și sustenabilă
- Renunțarea la prevalența obiectivului stabilității prețurilor ar însemna revenirea la o conduită a politicii monetare care istoric s-a dovedit a fi contraproductivă
- Conduita *de facto* a băncilor centrale a fost una flexibilă și departe de a fi indiferentă la evoluțiile variabilelor macroeconomice reale

Stabilitatea prețurilor vs. stabilitatea financiară

- O a doua linie a criticii, relativ recentă și opusă primei, este aceea că băncile centrale nu au făcut suficient pentru a tempera euforia care a alimentat bula speculativă și a condus la declanșarea crizei financiare
 - ✓ Înainte de criză prevala ideea potrivit căreia piețele financiare funcționează corect în cea mai mare parte a timpului, iar „politica monetară ar trebui să răspundă la evoluțiile prețurilor activelor doar în măsura în care acestea afectează traiectoriile viitoare ale cererii agregate și ale prețurilor” (Yellen, 2009)
- Criticile sunt justificate într-o anumită măsură:
 - ✓ Apariția bulelor speculative este inerentă funcționării piețelor financiare (Minsky, 1992)
 - ✓ „Curățarea” consecințelor crizei financiare globale (*mopping-up*) se dovedește mult mai costisitoare decât intervenția autorităților pentru limitarea sau corectarea dezechilibrelor într-o fază timpurie a manifestării lor (Issing, 2008; Stiglitz, 2010)

Este posibilă intervenția politicii monetare în temperarea euforiei creatoare de bule speculative?

- Identificarea unei bule speculative în timp util pentru ca o acțiune de politică monetară să fie eficace este dificilă, având în vedere imprecizia modelelor de evaluare (Yellen, 2009)
- Utilizarea politicii monetare în vederea contracarării unei bule speculative are potențialul de a prejudicia atingerea de către aceasta a celorlalte obiective
 - ✓ Nu toate bulele sunt identice, iar politica monetară trebuie să determine severitatea acestora înainte a decide dacă este oportună o intervenție timpurie

Stabilitatea prețurilor vs. stabilitatea financiară: *design-ul intervenției*

- Presupunând că o bulă speculativă suficient de severă este identificată cu succes, este politica monetară cea mai potrivită pentru a răspunde?
 - ✓ Politica monetară dispune în mod independent doar de rata dobânzii, aceasta nu este însă suficientă pentru a gestiona atât stabilitatea prețurilor, cât și stabilitatea financiară
 - ✓ Este preferabil un instrument dedicat – reglementarea macroprudențială
 - ✓ Intervenția politicii monetare nu poate fi exclusă *de plano*
 - salvagardarea stabilității financiare condiționează sustenabilitatea stabilității prețurilor, astfel încât intervenția politicii monetare ar fi justificată

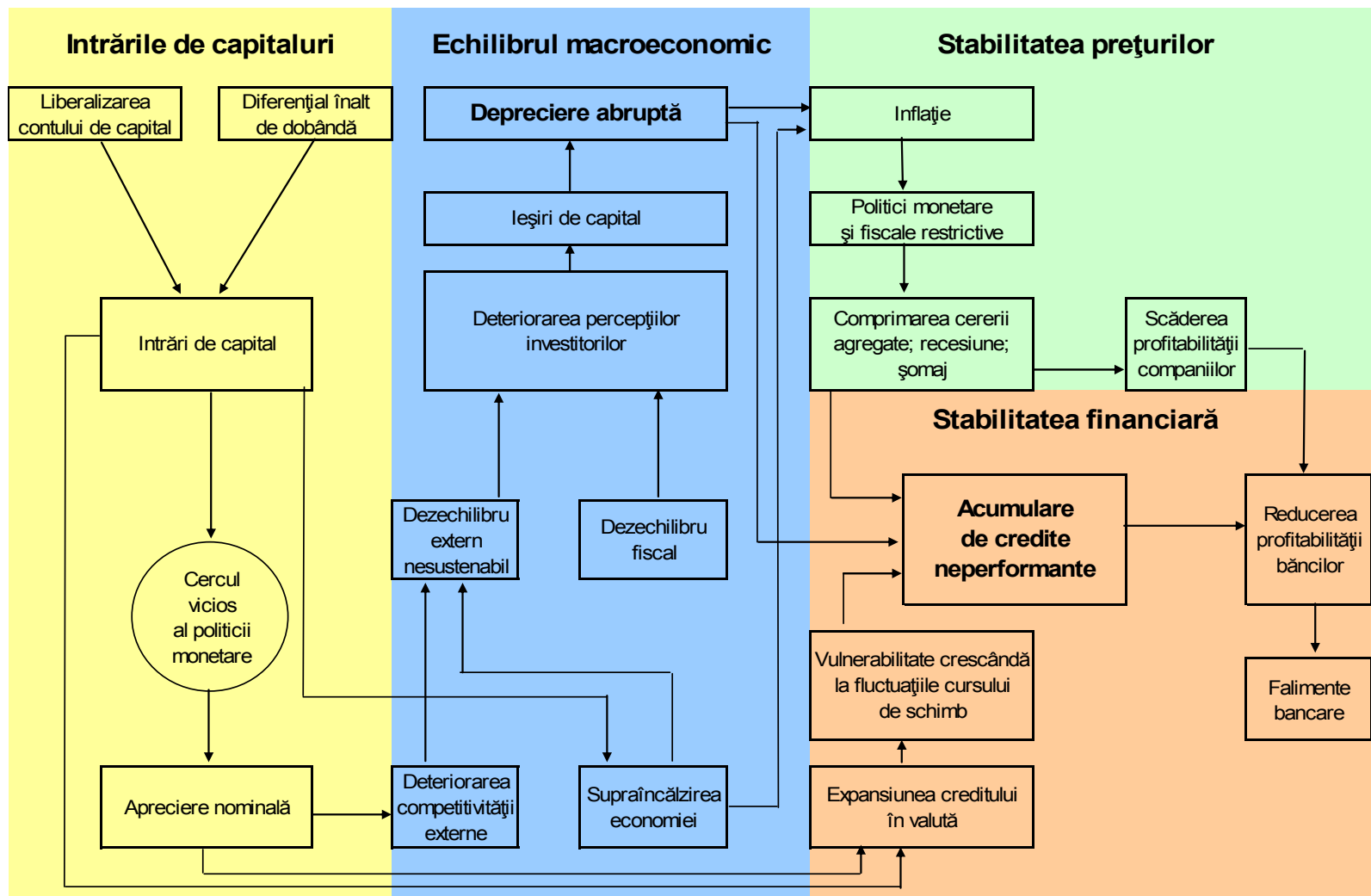
Constrângeri impuse politicii monetare în perioada precriză de intrările masive de capital

- Lichiditate abundentă în economiile dezvoltate → niveluri scăzute ale ratelor dobânzilor → investitorii caută oportunități de câștiguri superioare pe alte piețe → intrări masive de capital în economiile emergente



- ✓ Expansiune rapidă a creditului
- ✓ Presiuni inflaționiste și de apreciere reală a cursului de schimb
- ✓ Dificultăți în identificarea nivelului optim al ratei dobânzii de politică monetară:
 - suficient de ridicat pentru a asigura dezinflația și a menține contul curent în limite sustenabile
 - suficient de scăzut pentru a crește intermedierea financiară și pentru a descuraja intrările de capital speculativ

Vulnerabilități induse de intrările de capital ...



Sursa: Isărescu (2006)

... a căror materializare generează un nou set de constrângeri pentru politica monetară

- Reducere bruscă a intrărilor de capital / ieșiri de capital

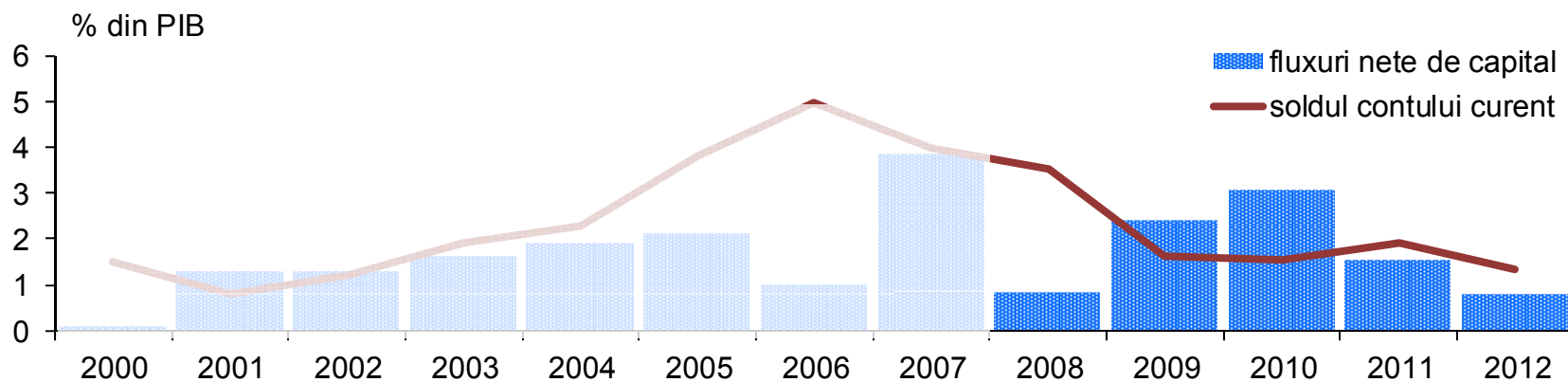
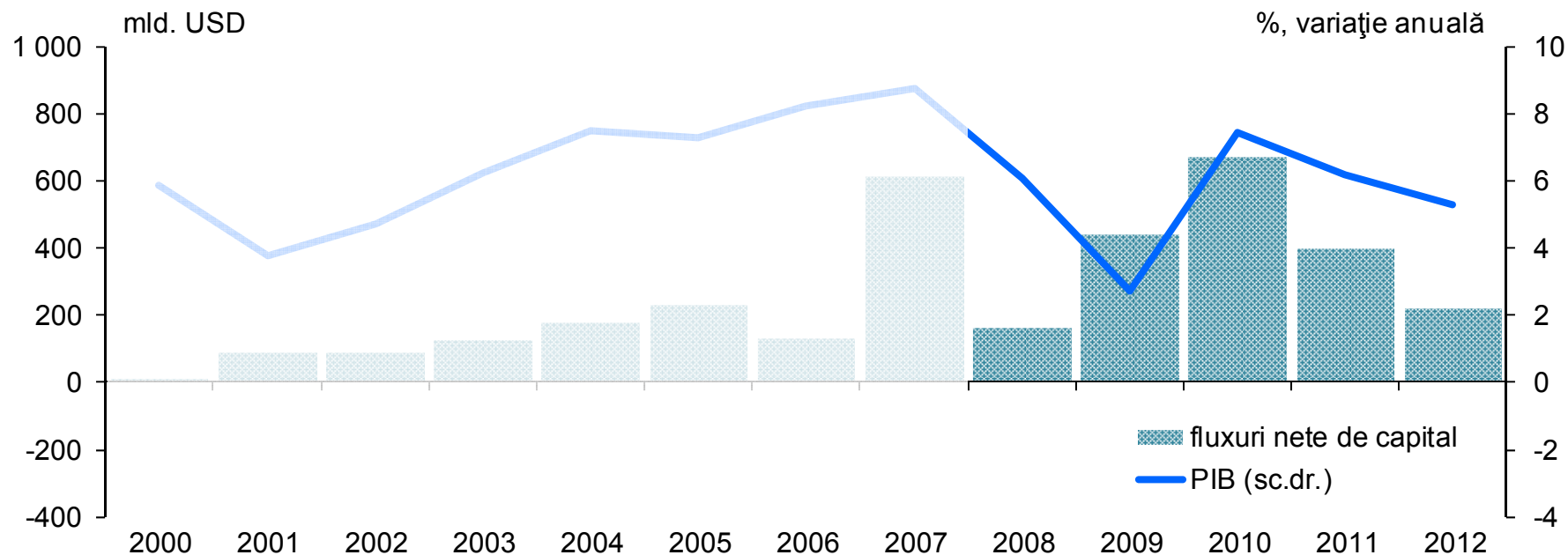


- Ajustare rapidă a dezechilibrelor externe
- Depreciere semnificativă și rapidă a cursului de schimb ➔ risc de dezancorare a anticipațiilor inflaționiste
- Declin economic
- Dezintermediere financiară



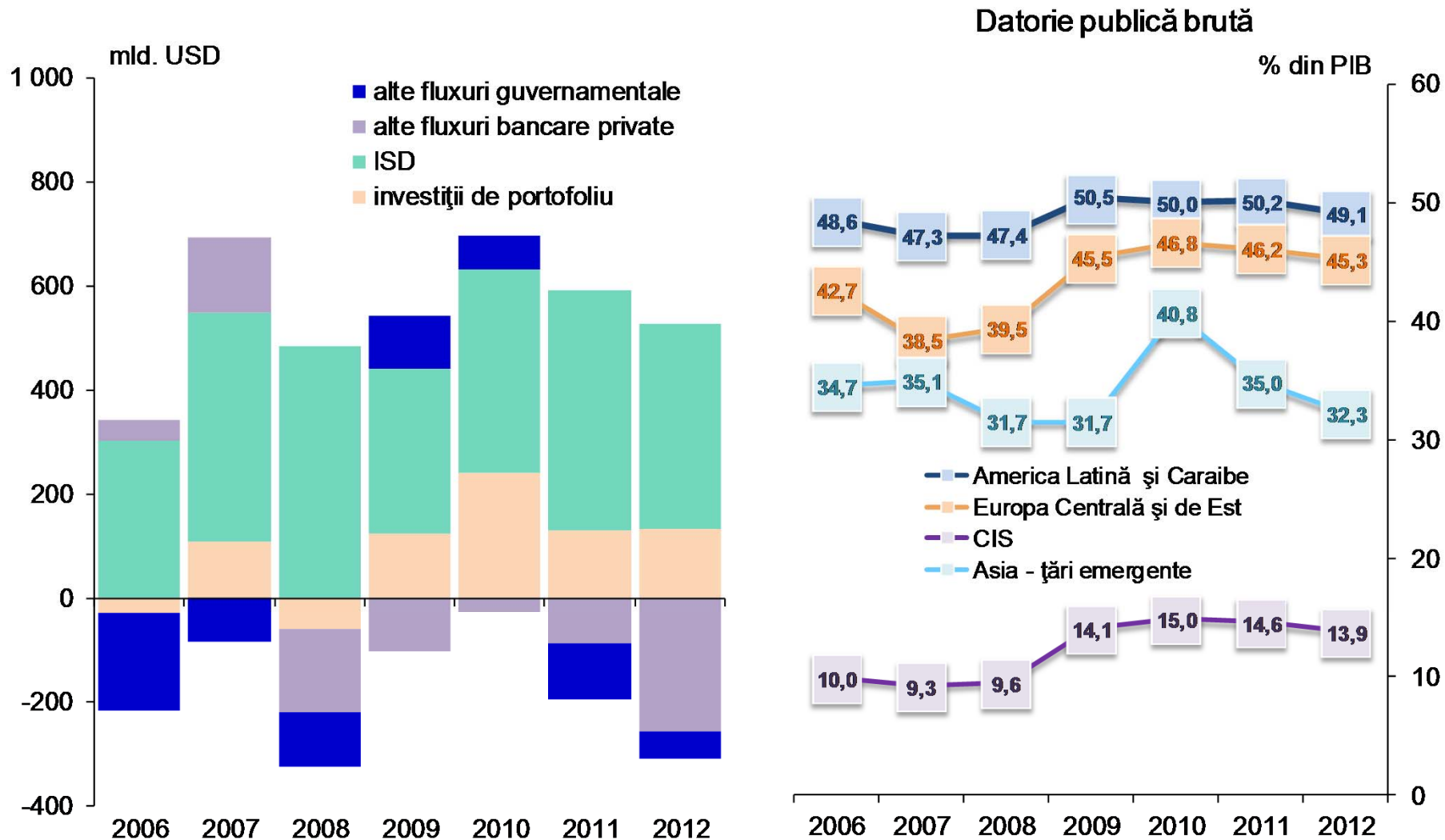
- În funcție de magnitudinea vulnerabilităților acumulate, politica monetară ar putea să nu aibă libertatea de a oferi sprijin creșterii economice, dat fiind impactul deprecierei cursului de schimb asupra stabilității prețurilor și a celei financiare

Perioada crizei globale: încetinire a activității economice și ajustare externă semnificativă în contextul restrângerii drastice a fluxurilor de capital privat



Sursa: FMI

Investițiile de portofoliu în economiile emergente își măresc importanța relativă pe fondul necesarului crescut de finanțare a statelor



Sursa: FMI

Cooperarea dintre politica fiscală și cea monetară

Este politica monetară suficientă pentru atingerea stabilității prețurilor?

- Atingerea stabilității prețurilor nu este garantată doar de comportamentul politicii monetare, oricât de restrictivă ar fi aceasta
- O politică fiscală care generează deficite crescânde și acumulare de datorie, fără a avea un angajament de reducere a acestora în viitor (o politică *non-ricardiană*), este cea care stabilește nivelul prețurilor în economie, generând inflație
- Cine asigură disciplinarea politicii fiscale?
 - ✓ Numai autoritățile, dacă au *ownership*
 - ✓ Autoritățile, UE, FMI, Banca Mondială, dacă nu există *ownership*

Cooperarea dintre politica fiscală și cea monetară

Când capitalul este mobil și rata de schimb flexibilă, sunt posibile trei situații relevante:

1. Economia este peste potențial și există presiuni inflaționiste (perioadă de *boom*, cu anticipații inflaționiste)
2. Economia este sub nivelul potențial, dar există presiuni inflaționiste de natura ofertei (perioadă de recesiune cu anticipații inflaționiste)
3. Economia este sub nivelul potențial (perioadă de recesiune cu anticipații deflaționiste) – cazul economiilor aflate în capcana lichidității

Perioada de *boom* (cu anticipații inflaționiste)

- Conduită ideală: ambele politici ar trebui să acționeze anticiclic (în sensul eliminării excesului de cerere)
 - Într-o astfel de situație, o expansiune fiscală nu este dezirabilă și duce la anticiparea de către participanții pe piața financiară a unei creșteri a ratei dobânzii de politică monetară și, astfel, a ratelor dobânzii pe termen scurt și a celor pe termen lung
 - Creșterea ratelor dobânzii pe termen lung
 - ➔ reduce valoarea activelor ➔ gospodăriile vor finanța mai puține cheltuieli, iar firmele mai puține investiții
 - ➔ apreciază moneda națională ➔ scăderea ritmului exporturilor
- ↓
- Deciziile sectorului privat (reducerea cheltuielilor, investițiilor și exporturilor) compensează creșterea inițială a producției și a ocupării determinată de expansiunea fiscală
 - Politicile acționează în direcții diferite și își anulează reciproc efectele

Perioada de recesiune cu anticipații inflaționiste

- Conduită ideală: ambele politici acționează anticiclic (în vederea eliminării deficitului de cerere)
- Prezența șocurilor de ofertă complică poziționarea politicilor, conduita acestora depinzând de gradul de ancorare a anticipațiilor inflaționiste
- Dacă șocurile inflaționiste de natura ofertei nu dezancorează anticipațiile ➔ șocul de ofertă este acomodat ➔ politica monetară nu subminează și poate sprijini eficacitatea unei expansiuni fiscale în refacerea cererii agregate
- Dacă anticipațiile inflaționiste cresc drept răspuns la șocul de ofertă ➔ politica monetară acționează în sensul limitării efectelor de runda a doua asupra inflației ➔ creșteri de dobândă care duc la reduceri în cheltuielile pentru consum și investiții ale sectorului privat ➔ eficacitatea unei expansiuni fiscale este diminuată

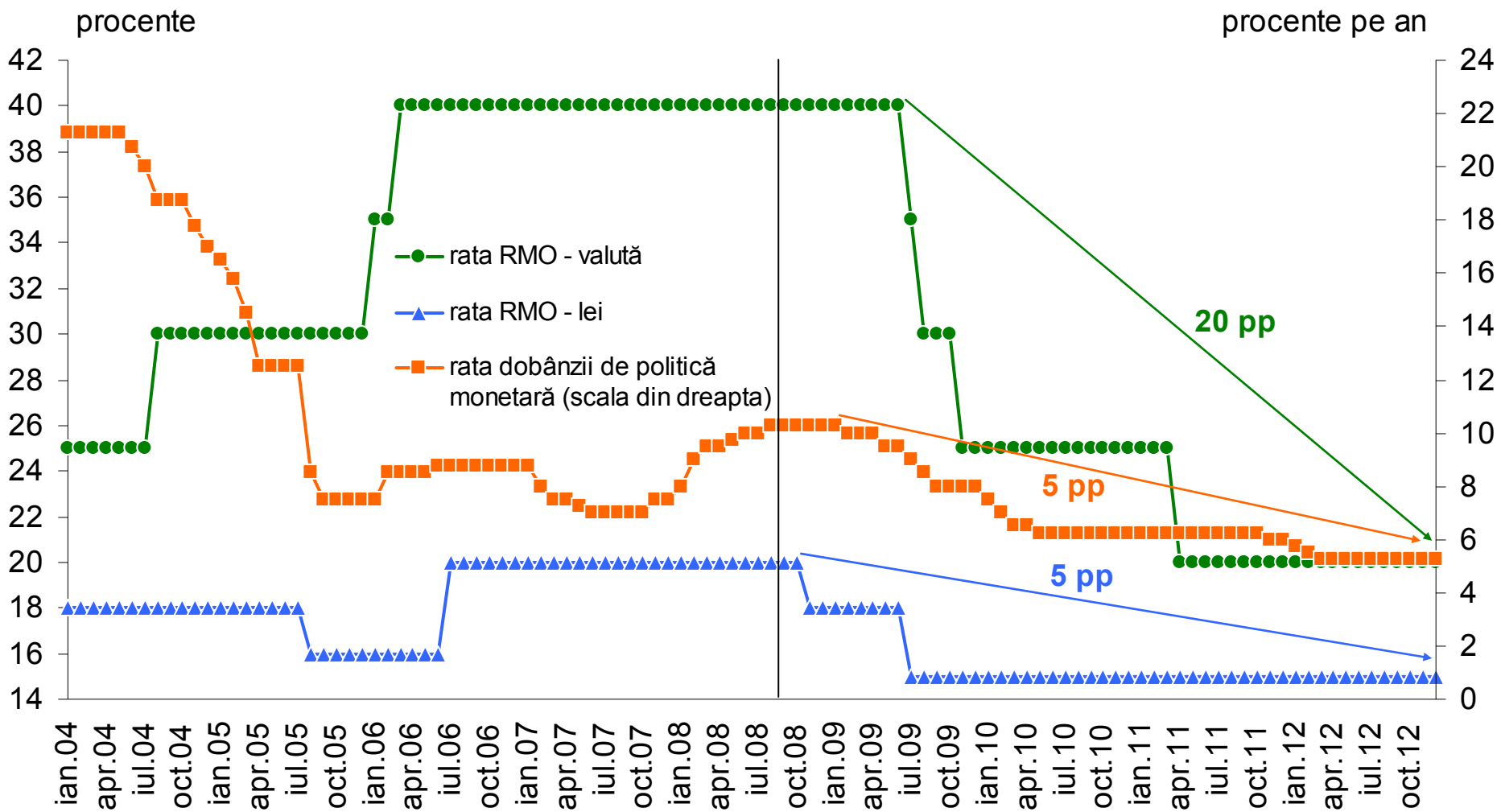
Perioada de recesiune cu anticipații deflaționiste

- Expansiunea fiscală poate ajuta la refacerea cererii agregate – eficiența ei este maximă în condiții de capcană a lichidității
- Rata dobânzii de politică monetară nu poate coborî sub zero. Deficitul de cerere rămâne deflaționist, iar inflația este mai mică decât cea dorită
- Experiența Marii Depresiuni și cea a Japoniei constituie argumente în favoarea anticipării unei durate îndelungate a acestei situații
- Agenții privați deduc, în mod corect, că banca centrală nu va mai crește rata dobânzii, lăsând-o aproape de zero pentru mult timp ➔ stimulii fiscali nu duc la creșteri importante ale ratelor dobânzii pe termen lung ➔ scăderi ne semnificative ale cheltuielilor și aprecieri ne semnificative ale monedei naționale comparativ cu timpurile normale
- Cu toate acestea, o expansiune fiscală nu este posibilă decât în măsura în care stocul de datorie publică nu ajunge la dimensiuni nesustenabile, iar poziția fiscală precriză nu este una dezechilibrată excesiv

Cazul României.

Constrângeri în formularea politicii monetare

România: politica monetară a acționat anticiclic atât anterior, cât și ulterior declanșării crizei



Sursa: Banca Națională a României



Diviziunea muncii între politicile economice

- În cazul apariției unor dezechilibre, corecțiile trebuie efectuate în concordanță cu „diviziunea muncii”
- Este important ca fiecare politică să realizeze corecțiile la timp pentru a nu împovăra excesiv alte politici
 - ✓ Conduita optimă este anticiclică
- Un comportament neadecvat (prociclic) al unei politici într-una din fazele ciclului economic îi constrânge conduita și în cea următoare
- Nu orice derapaj creat de nefuncționarea adecvată a unei politici poate fi corectat de alte politici
- Uneori, dezechilibrele sunt atât de mari încât politicile economice nu reușesc să restabilească echilibrul fără costuri substanțiale

România: limite impuse politicii monetare de contextul economic

- În România, orientarea politicii monetare a fost adecvată (anticiclică), însă de multe ori contextul în care a acționat i-a limitat eficacitatea
 - ✓ Influența i-a fost contracarată de o politică fiscală prociclică, caracterul expansionist al acesteia în perioada precriză ducând la acumularea de dezechilibre care au trebuit corectate într-un context economic dificil
 - ✓ Dominanța șocurilor de natura ofertei (unele asociate chiar necesarei consolidări fiscale)
 - ✓ Grad ridicat de substituție valutară, care generează constrângeri la adresa politicii monetare atât din perspectiva funcționării mecanismului de transmisie, cât și din punct de vedere al asigurării stabilității financiare

Constrângeri adiționale pentru politica monetară în România

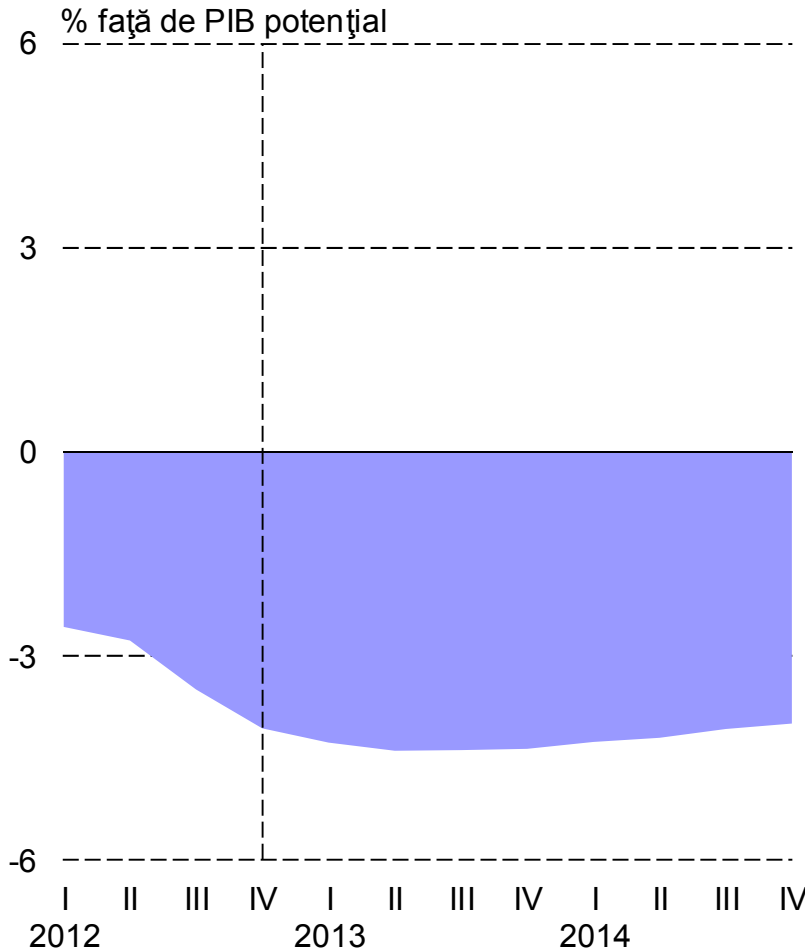
- Repararea bilanțurilor și reducerea gradului de îndatorare nu sunt acțiuni întreprinse doar de bănci, ci și de populație/agenți economici
 - ✓ Atât oferta, cât și cererea de credite sunt acum probabil puțin influențabile (sau cel puțin într-o măsură mai mică decât în mod normal) de un stimul de politică monetară

- Dependența ridicată de surse volatile de finanțare externă crește sensibilitatea cursului de schimb la modificările ratei dobânzii, dar funcționarea standard a canalului cursului de schimb este distorsionată
 - ✓ Gradul ridicat de îndatorare în valută face ca efectul de avuție și bilanț să compenseze sau chiar să domine impactul stimulativ la nivelul exportului net al unei deprecieri a cursului de schimb

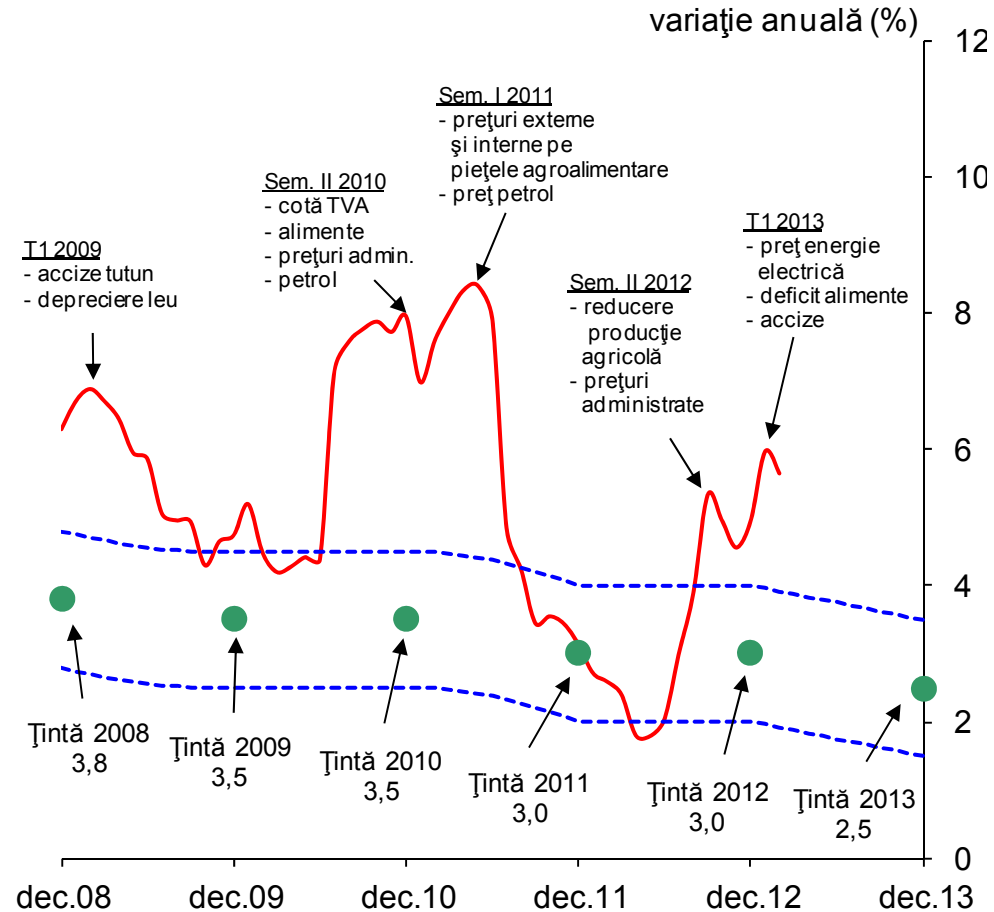
- Dimensiunea dezechilibrului de cont curent este încă ridicată (în vecinătatea valorii de referință definite în cadrul mecanismului european de prevenire a dezechilibrelor macroeconomice excesive)
 - ✓ Economisirea internă nu trebuie descurajată în condițiile în care accesul la surse stabile de finanțare externă este încă limitat

Evoluția inflației în România – marcată de șocuri multiple de natura ofertei

Deviația PIB



Rata inflației



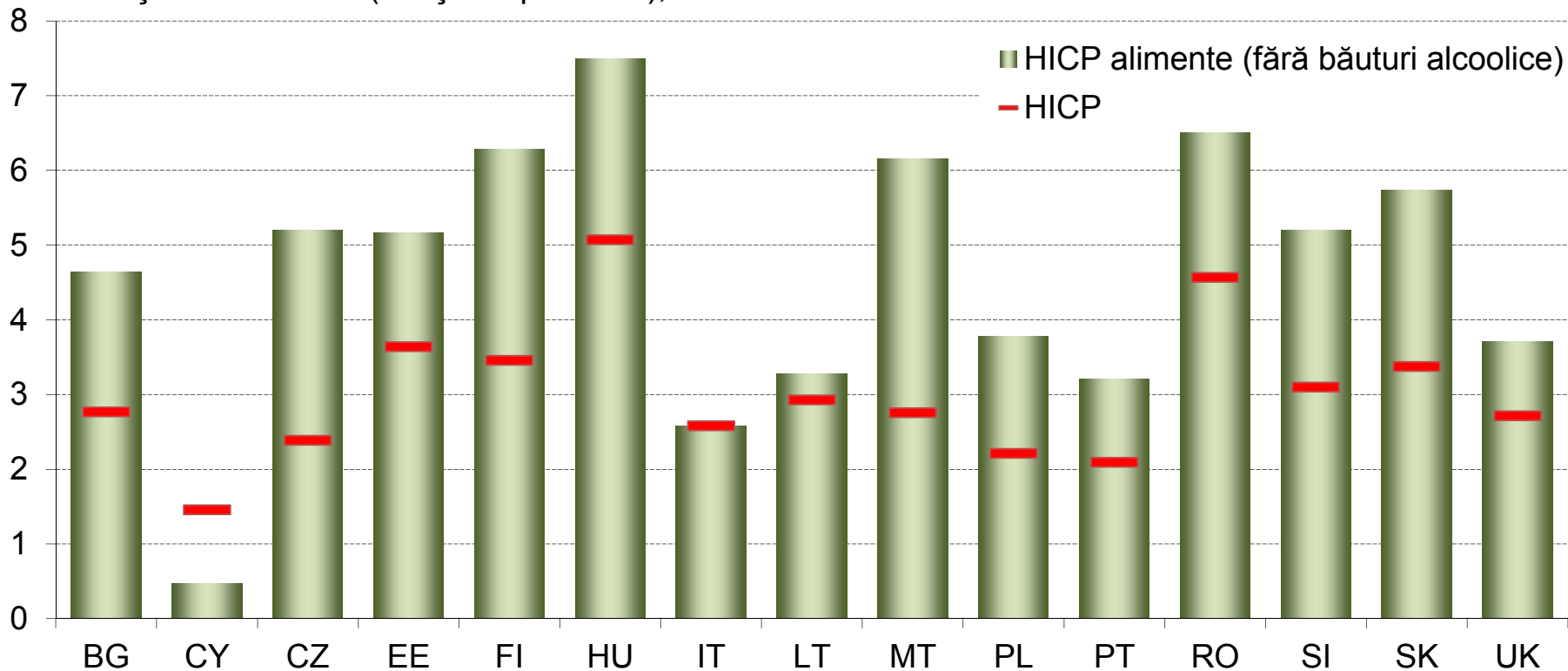
Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual.

Sursa: INS, proiecție BNR

Sursa: INS, BNR

Impactul șocurilor adverse la nivelul prețurilor agroalimentare este amplificat în România de ponderea ridicată a mărfurilor de acest tip în coșul de consum

variație anuală 2012 (sfârșit de perioadă), %



Ponderea alimentelor (exclusiv băuturi alcoolice) în coșul de consum IAPC (%)



Sursa: Eurostat

Politica monetară în contextul liberalizării fluxurilor de capital

- Intrări de capital considerabile în contextul liberalizării contului de capital în România
 - ✓ Inclusiv linii substanțiale de finanțare primite de băncile cu capital străin de la instituțiile-mamă

↓

- Creștere rapidă a creditului, mai ales a celui în valută

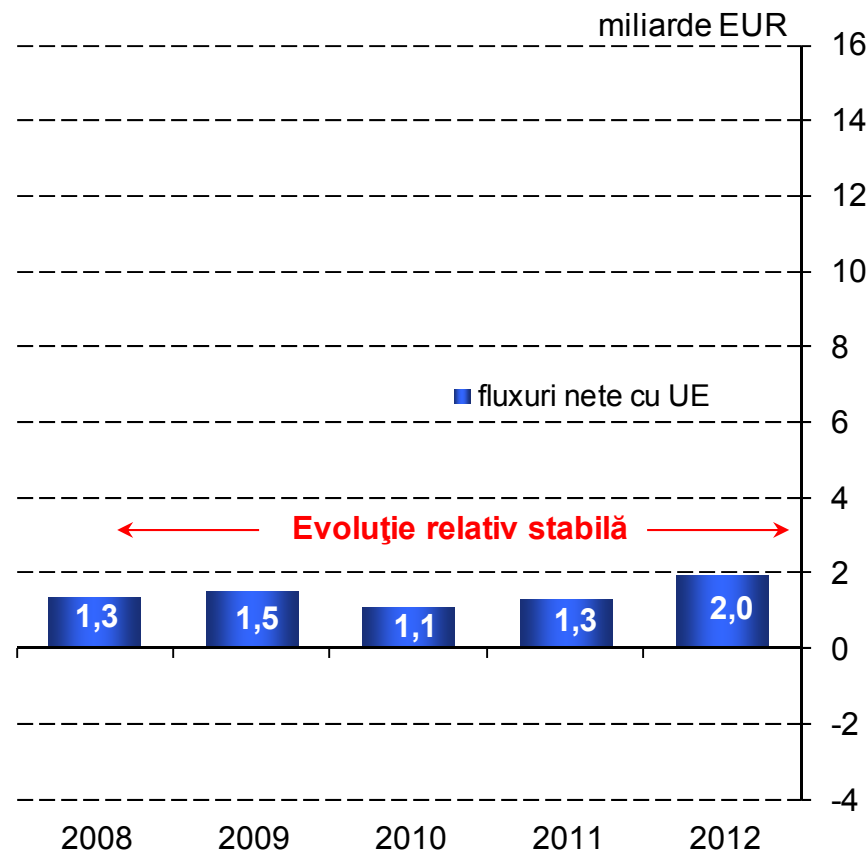
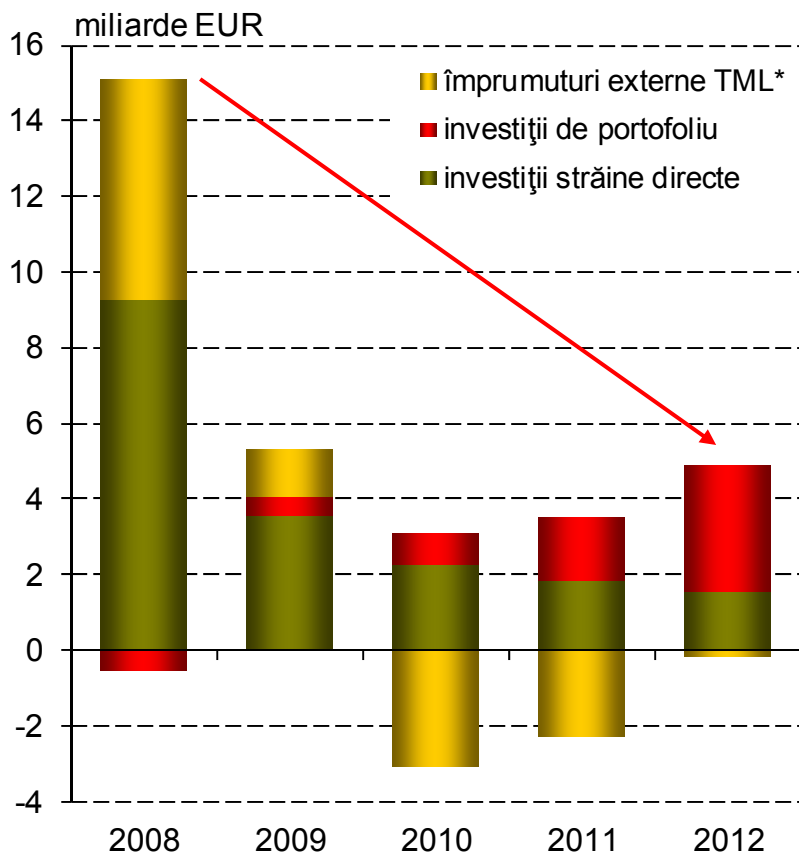
↓

- BNR a trebuit să recurgă la inovații pentru a atenua riscurile la adresa stabilității financiare
 - ✓ Rate înalte ale RMO (40% pentru pasivele în valută, 20% pentru pasivele în lei la sfârșitul anului 2007)
 - ✓ Măsuri neortodoxe cu caracter prudențial și administrativ (limitarea expunerii băncilor la riscul valutar, înăsprirea standardelor de creditare pentru populație)

↓

- ✓ Efecte de scurtă durată, deoarece băncile au descoperit modalități de eludare a reglementărilor (externalizarea portofoliilor)

Diminuarea intrărilor nete de capital nu a fost compensată de o îmbunătățire a absorbției de fonduri europene

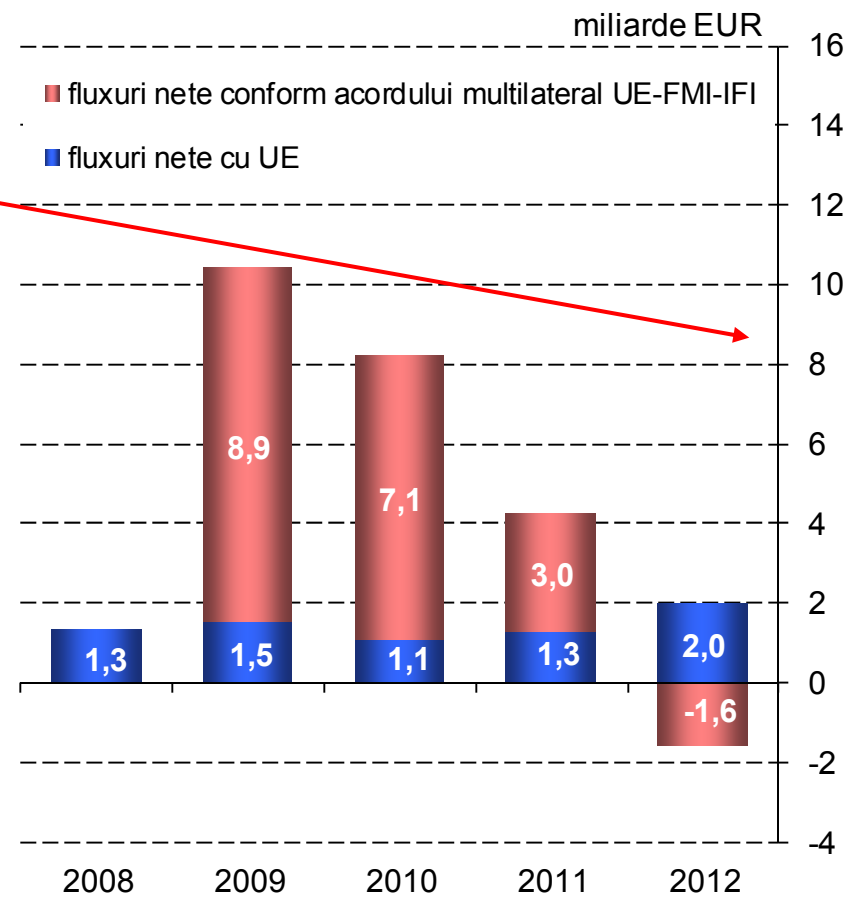
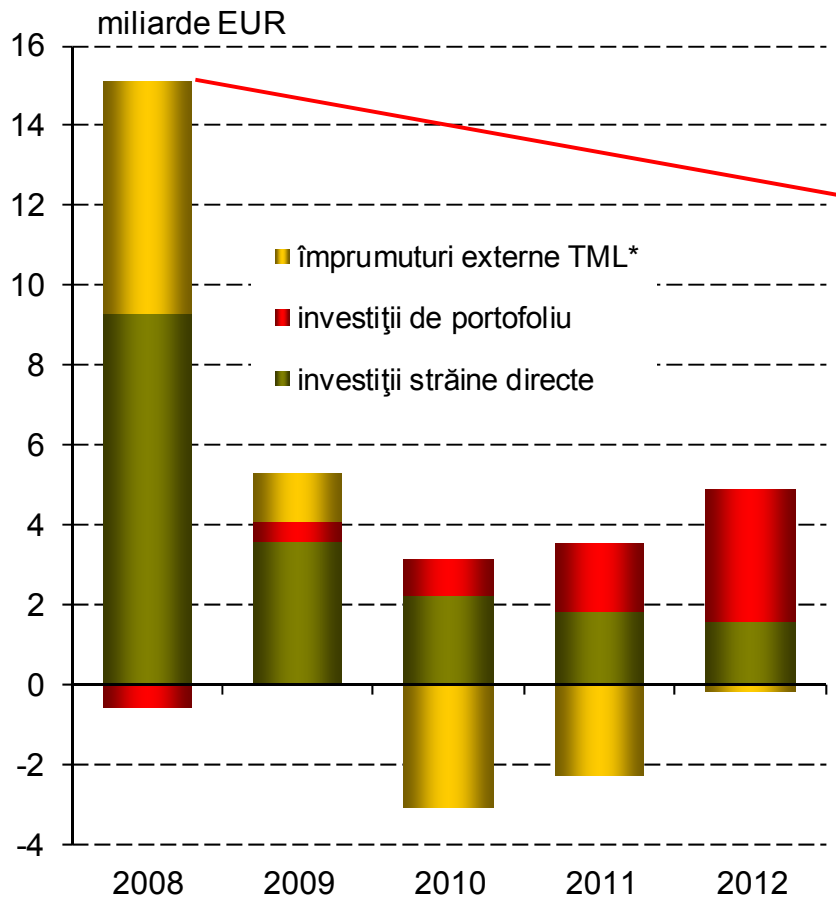


* cu excepția fluxurilor nete aferente acordului multilateral UE-FMI-IFI

Sursa: BNR

Sursa: MFP

Contribuția limitată a fondurilor europene la compensarea restrângerii fluxurilor nete de capital a impus apelul la finanțarea UE-FMI-IFI



* cu excepția fluxurilor nete aferente acordului multilateral UE-FMI-IFI
 Sursa: BNR

Sursa: MFP, BNR



Bibliografie selectivă

- Blanchard, Olivier,
Dell' Ariccia, Giovanni,
Mauro, Paolo “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF Staff Position
Note 10/03, 2010
- Friedman, Milton “The Role of Monetary Policy”, The American Economic
Review, vol. 58, No. 1, 1968
- Isărescu, Mugur “Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară”,
disertație susținută cu ocazia decernării titlului de
Doctor Honoris Causa al Universității din Pitești,
8 decembrie 2006
- Issing, Otmar “Asset Prices and Monetary Policy”, Conferința
Monetară Anuală a Cato Institute, Washington D.C.,
noiembrie 2008
- King, Mervyn “The Inflation Target Five Years On”, discurs susținută
la London School of Economics, 29 octombrie 1997

Bibliografie selectivă (2)

- Meyer, Laurence “Monetary Policy Objectives and Strategy”, discurs susținut la National Association of Business Economists, Boston, 8 septembrie 1996
- Minsky, Hyman “The Financial Instability Hypothesis”, The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper No. 74, mai 1992
- Stiglitz, Joseph “Rethinking Macroeconomics: What Went Wrong and How to Fix It”, Adam Smith Lecture, European Economic Association Annual Congress, Glasgow, august 2010
- Yellen, Janet Discurs susținut la conferința “Financial Markets and Monetary Policy”, Washington D.C., iunie 2009 (<http://www.frbsf.org/news/speeches/2009/0605.pdf>)