



Politica monetară în noul context economic global

Cristian Popa
Viceguvernator
Banca Națională a României

București, 17 aprilie 2008





Sumar

- Configurarea regimurilor de politică monetară este făcută în general sub asumptia normalității și stabilității proceselor economice și cadrului instituțional în contextul cărora se aplică
- Scopul demersului de față: examinarea robusteții regimurilor de politică monetară (cu precădere a țintirii inflației) la circumstanțe economice neuzuale în ultimii 20 de ani
 - turbulențe semnificative pe piețele financiare internaționale
 - perspectivele unor rate mai înalte și persistente ale inflației determinate de șocuri de natura ofertei (alimente și materii prime)
 - implicațiile gestiunii de criză, cu orizont pe termen scurt a dificultăților în anumite sectoare financiare naționale de anvergură internațională
- Analiza este realizată din două perspective:
 - relevanța abordării academice: ce poate fi util din perspectiva cercetărilor de până în prezent pentru viitoarea conduită a politicii monetare
 - abordarea din perspectiva practicii decidenților la nivel macroeconomic
- Unele concluzii cu relevanță pentru cazul României





Perspectiva academică (I)

- Unele consecințe ale turbulențelor semnificative și persistente pe piețele financiare internaționale
 - deși declanșate pe plan național (economia SUA), rezonanța lor este globală
 - diminuare importantă a capitalului de încredere ce susține buna funcționare a piețelor financiare, tendințe de reducere a expunerilor față de entitățile percepute drept potențial mai riscante, aversiune sporită față de risc
 - decuplarea economiilor emergente este în mare parte iluzorie, deși acestea sunt presupuse a evidenția un anumit grad de reziliență
- Robustețea regimurilor ancorate pe agregate monetare sau curs de schimb este limitată în aceste condiții
 - injecțiile de lichiditate în scopul prevenirii materializării riscului sistemic la nivelul stabilității financiare afectează dinamica agregatelor, în special a celor în sens larg (ex. creșterea anuală a M3 în SUA, estimată de HSBC la 16% pentru martie 2008, cea mai înaltă de la începutul anilor 70)
 - modificările semnificative ale prețurilor unor categorii de active tranzacționate de către intermediari financiari nerezidenți afectează evoluțiile cursurilor de schimb
 - efectele de avuție și bilanț manifeste la nivelul agenților economici rezidenți sunt de natură a complica suplimentar sarcina politicii monetare





Perspectiva academică (II)

- **Țintirea inflației este percepută pe plan teoretic drept potențial mai robustă**
 - în economiile emergente, aceasta se aplică deja în condițiile unor volatilități mai pronunțate ale ratelor inflației și nivelului activității reale
 - TI pare să întărească rolul de absorbire a șocurilor pentru sectorul real jucat de cursul de schimb (Cohen, Gonzalez și Powell, 2003; Mishkin și Schmidt-Hebbel, 2007); efect discutabil ca evidență empirică asupra ratelor de sacrificiu (Bernanke *et al.*, 1999; Corbo, Landerretche și Schmidt-Hebbel, 2002)
 - TI apare drept mai robustă decât alte regimuri de politică monetară în condițiile unei diminuări bruște și de proporții a fluxurilor de capital de care beneficiază o economie (*sudden stops*) (Caballero și Krishnamurthy, 2003) sau ale dominanței financiare (înțeleasă ca îndepărtare a băncii centrale de la țintă în condițiile unor dificultăți semnificative în sectorul financiar - Fraga, Goldfajn și Minella, 2003)
 - TI poate fi teoretic configurată pentru a interacționa mai bine cu regimuri alternative de politică fiscală (Benigno și Woodford, 2006) și a reacționa la modificările excesive ale prețurilor unor active (Cecchetti, Genberg și Wadhvani, 2002); o configurare specială a TI este văzută drept eficace chiar în condițiile existenței unei capcane a lichidității (Svensson, 2000)
- **Recomandările teoretice vizează**
 - formulări flexibile ale țintirii inflației
 - utilizarea avantajelor transparenței și comunicării pe care le implică țintirea inflației în comparație cu aplicarea altor regimuri de politică monetară, acestea fiind utile în special în circumstanțe neobișnuite (ex. crize financiare)
 - rolul cursului de schimb, inclusiv ca stabilizator *ex ante* în condițiile unor surprize inflaționiste peste țintă și ale credibilității băncii centrale respective (Clarida și Waldman, 2007; Edwards, 2006)





Perspectiva practicii recente a băncilor centrale

- **Convergență cu recomandările teoretice în a acorda atenție flexibilității regimului de politică monetară aplicat**
 - elementele luate în calcul variază de la dorința evitării fluctuațiilor reale majore la gestionarea modificărilor prețurilor activelor și chiar la moderarea presiunilor de apreciere a cursului de schimb
 - consens în formare asupra utilității formulării țintelor de inflație nu la nivelul unui an, ci al termenului mediu (3-5 ani) sau chiar la nivelul unui ciclu de afaceri
- **Importanța stabilității financiare drept premisă și obiectiv complementar al asigurării sustenabile a stabilității prețurilor**
 - creșterea calității și a sferei de cuprindere a activităților de reglementare și supraveghere a ansamblului sistemului financiar
 - transparență sporită impusă instituțiilor financiare și accent asupra informării publicului în legătură cu activitatea supraveghetorilor
 - stress testing la diferite niveluri, schimb de informații/colaborare între supraveghetorii naționali ai grupurilor financiare internaționale
- **Pragmatism în implementarea politicii monetare și utilizarea comunicării**
- **Provocarea majoră: evitarea conflictului de obiective în politica monetară și asigurarea primatului stabilității prețurilor**





Unele concluzii la nivelul României

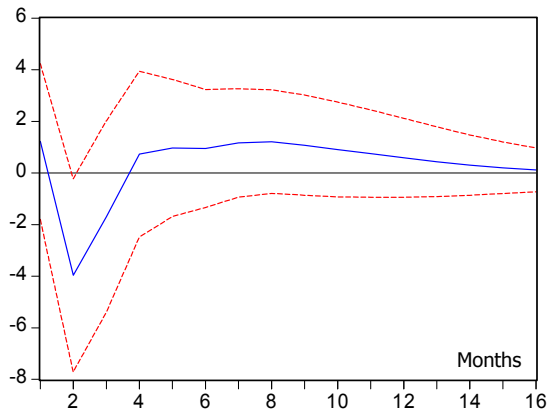
- **Abordarea într-o manieră flexibilă a țintirii inflației**
 - perspectiva unei traiectorii dezinflaționiste pe termen mediu fezabile
 - sustenabilitatea câștigurilor dezinflaționiste realizate
 - accent asupra gestiunii de risc la nivel macroeconomic și al stabilității financiare în implementarea țintirii inflației
 - evitarea agravării dezechilibrelor existente fără a transforma variabilele macroeconomice aferente în ținte ale politicii monetare
 - utilizarea instrumentelor neortodoxe cu recunoașterea *ex ante* a eficacității limitate în timp a acestora
 - urmărirea ancorării eficiente a anticipațiilor inflaționiste fără modificarea traiectoriei dezinflaționiste anunțate
 - rolul necesar jucat de celelalte componente ale *mix*-ului de politici în gestionarea cererii agregate și asigurarea stabilității macroeconomice
- **Riscuri derivând din actualul context economic internațional**
 - riscuri limitate din perspectiva creșterii economice, incl. prin canalul schimburilor comerciale externe
 - evaluarea riscurilor asupra fluxurilor financiare: cea mai probabilă totuși continuarea unor expuneri mai moderate pe România, *stress tests* relevă absența riscului sistemic; nevoia de limitare a acumulării de credite în valută
 - persistența îndepărtării temporare de la traiectoria inflaționistă anunțată și menținerea credibilității băncii centrale



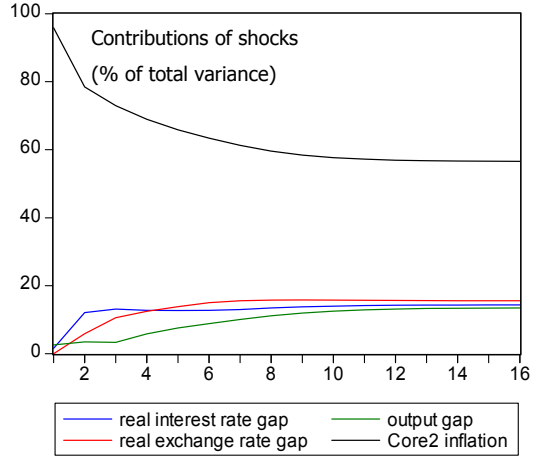


Rolul sporit al dobânzii de politică monetară în determinarea inflației

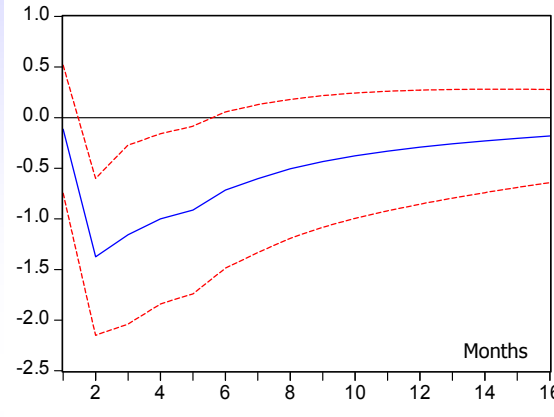
Response of Core2 inflation to a monetary policy induced shock
Sample: 1998:08 - 2001:12



Variance Decomposition of Core2 inflation



Response of Core2 inflation to a monetary policy induced shock
Sample: 2002:01 - 2007:12



Variance Decomposition of Core2 inflation

