



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

**Politica monetară în perioada tranziției.  
Gestionarea modificărilor de paradigmă**

Mugur Isărescu  
Guvernator  
Banca Națională a României

**Prezentare susținută cu ocazia conferinței anuale  
a Asociației Europene de Istorie Bancară<sup>\*</sup>, cu tema**

*Public Policies & the Direction of Financial Flows*

București, 7-9 iunie 2012

Doamnelor și domnilor,

Mi-am început cariera în luna august 1971, a doua zi după ce președintele Nixon a anunțat suspendarea convertibilității în aur a dolarului american și introducerea unei suprataxe de 10 la sută asupra importurilor americane, marcând astfel prăbușirea sistemului Bretton Woods. Știm cu toții ce a urmat: în încercarea de a păstra un sistem al cursurilor fixe, în decembrie 1971 a fost introdus Acordul Smithsonian, care stabilea o bandă de fluctuație de +/-2,25 la sută în jurul parității centrale. Acordul Smithsonian a funcționat doar șase luni, astfel încât, în perioada 1972-1973, cursurile de schimb fixe au fost înlocuite cu regimuri flotante în majoritatea economiilor lumii. Excepție au făcut țările membre ale Comunității Economice Europene, care au decis să implementeze un regim de flotare comună și au introdus concepte ciudate, precum „șarpele în tunel”.

Acești ani au fost marcați, de asemenea, de controverse intelectuale – îmi amintesc că citeam alternativ articolele publicate de Samuelson și Friedman în *Newsweek*: primul predica virtuțile politicilor keynesiste, iar cel de-al doilea promova piețele libere și neintervenția statului. Am fost martor la apusul unei ere și răsăritul alteia.

---

<sup>\*</sup> Conferința a fost organizată de Asociația Europeană de Istorie Bancară și de Banca Națională a României.

Îmi amintesc, de asemenea, o conferință organizată la Salzburg în 1975, la care Richard Cooper și Robert Aliber l-au invitat pe Friedrich Hayek – recent câștigător al Premiului Nobel pentru economie – să susțină o prelegere despre stagflație. Nu pot uita răspunsul tranșant pe care acesta l-a dat: stagflația este rezultatul politicilor keynesiste.

În deceniile care au urmat am asistat la multe alte modificări ale politicilor și paradigmatelor, dar trebuie să mărturisesc că pe unele dintre acestea – precum relaxarea cantitativă și nivelurile apropiate de zero ale ratelor dobânzii de politică monetară – mi le-aș fi putut cu greu imagina în urmă cu câțiva ani. Totuși, în lucrarea de față, nu mă voi referi nici la relaxarea cantitativă, nici la nivelurile apropiate de zero ale ratelor dobânzii de politică monetară.

Mă voi concentra asupra acelor modificări de paradigmă care au constituit provocări la adresa elaborării politicii monetare în România în perioada de tranziție, abordând totodată controversalele în plan teoretic din acest domeniu. Mă voi referi pentru început la eforturile de identificare a unei ancore nominale adecvate și la modul în care țintirea inflației s-a impus drept una dintre strategiile convenționale de politică monetară, după care voi trata problematica regimurilor de curs de schimb și a deplasării opțiunilor dinspre flotare controlată către regimuri extreme și înapoi. Întrucât acest din urmă aspect nu poate fi disociat de problema fluxurilor de capital, voi aborda dezbateră privind restricționarea sau liberalizarea fluxurilor de capital. Ultimele trei teme la care mă voi referi au o relevanță sporită în contextul crizei financiare: implicațiile unui sistem bancar cu capital majoritar străin, regândirea obiectivelor băncii centrale prin acordarea unei atenții speciale stabilității financiare și, în fine, alegerea nivelului optim al țintei de inflație.

## **1. De la ancore monetare la țintirea inflației**

O astfel de modificare majoră în cadrul convențional de gândire a politicii monetare pe plan mondial a fost cea a renunțării la un obiectiv intermediar ca ancoră antiinflaționistă în favoarea țintirii directe a inflației, proces desfășurat pe parcursul anilor '90.

La începutul deceniului respectiv, strategiile monetare bazate pe o ancoră nominală – fie cursul de schimb, fie un agregat monetar – continuau să fie dominante. Dacă ancorele bazate pe cursul de schimb sunt încă utilizate de unele țări (voi reveni la acest aspect), în schimb țintirea agregatelor monetare a devenit desuetă.

Totuși, la momentul în care Banca Națională a României a trebuit să aleagă tipul de strategie monetară – la începutul anilor '90 – țintirea agregatelor monetare încă nu era complet demodată. În plus, această strategie a fost adoptată și implementată în contextul acordurilor de finanțare *stand-by* încheiate de autoritățile din România cu FMI, care prevedeau monitorizarea evoluției agregatelor monetare. Deci și în acest domeniu, ca și în cel al politicii fiscale, a veniturilor sau de restructurare economică, programele convenite cu FMI au reprezentat în anii '90 o ancoră puternică pentru elaborarea coerentă a politicilor.

O altă justificare a opțiunii pentru țintirea agregatelor monetare a fost aceea că strategia alternativă – țintirea cursului de schimb – nu reprezenta o opțiune viabilă, având în vedere particularitățile economiei românești. Folosirea explicită a cursului de schimb ca ancoră antiinflaționistă ar fi fost extrem de riscantă din perspectiva riscului unei adânciri excesive a

deficitului de cont curent, dar și a nivelului redus al rezervelor valutare în primul deceniu al perioadei de tranziție, care nu ar fi oferit prea multe șanse băncii centrale să apere nivelul de curs în eventualitatea unui atac speculativ.

La mijlocul anilor '90, literatura de specialitate ajunsese să includă recomandări care variau de la concentrarea exclusivă asupra ancorelor monetare până la ignorarea acestora cu desăvârșire. În 1996, Mishkin și Estrella aveau să se întrebe, în titlul unui articol care a făcut ceva vâlvă, „Există un rol pentru agregatele monetare în conducerea politicii monetare?”. „Nu prea”, era concluzia la care ajungeau.

Chiar și exemplul clasic cu privire la aplicarea cu succes a țintirii agregatelor monetare, și anume Bundesbank, nu a aplicat strategia *ad litteram* – a reușit să mențină inflația la niveluri joase, însă țintele monetare au fost ratate în mai mulți ani. Prin urmare, reușita strategiei în Germania poate fi atribuită în mai mare măsură credibilității conduitei net antiinflaționiste a băncii centrale, inclusiv prin anunțarea unor ținte anuale de inflație, decât unei aderențe stricte la regulile strategiei bazate pe ancoră monetară.

Deși bancherii centrali au tendința să se considere drept „promotorii unor valori atemporale”, ca să îl cităm pe Mervyn King, un nou curent a început să atragă susținători. Erau zorii erei țintirii inflației.

Cu toate acestea, pentru România era încă prea devreme, nefiind deloc clar dacă noua strategie avea să se dovedească adecvată și pentru economii emergente sau doar pentru cele dezvoltate. Oricum, pe vremea aceea, România nu îndeplinea niciuna dintre condițiile țintirii inflației: rata anuală a inflației se exprima încă în două cifre, dominanța fiscală era puternică, credibilitatea băncii centrale nu era suficient consolidată, iar posibilitatea de a prognoza inflația pe un orizont de doi ani era doar un deziderat.

În cele din urmă, pe măsură ce inovarea financiară și instabilitatea vitezei de rotație a banilor au slăbit relația dintre bani și inflație, agregatele monetare „ne-au abandonat”. În cazul României – și probabil și în cazul altor economii de tranziție – un alt motiv pentru care agregatele monetare s-au dovedit inadecvate ca țintă intermediară poate fi reprezentat de lipsa disciplinei fiscale, pe fondul căreia s-au acumulat arierate la nivelul întreprinderilor de stat ineficiente (în principal la bugetul de stat și între companii). Întrucât arieratele acționau ca substitut al banilor, rolul agregatelor monetare în orientarea politicii monetare și-a pierdut din importanță – limitarea ofertei de bani avea adesea drept rezultat acumularea de arierate. Deși au încetat să mai fie o problemă în anii de expansiune economică, arieratele și-au făcut din nou simțită prezența în timpul crizei, acumularea fiind semnificativă în sectoare sensibile din punct de vedere social, precum utilitățile publice și sănătatea.

Revenind la mijlocul anilor 2000, după mai mulți ani de pregătire, BNR a intrat în clubul țărilor care practică țintirea inflației în luna august 2005.

Oricum, merită remarcat că, la momentul abandonării țintirii agregatelor monetare în România, dintre țările din Europa Centrală și de Est, doar Estonia rivaliza cu noi la longevitatea regimului de politică monetară (consiliul lor monetar fiind adoptat în 1992). Deplasarea dintr-o extremitate

în cealaltă a spectrului de aranjamente monetare și de curs era frecventă în țările din regiune. Astfel, înainte de a adopta țintirea inflației, Republica Cehă, Polonia și Ungaria au trecut în anii '90 prin diferite forme de curs fix. În cazul României, tranziția dintre cele două regimuri a fost mai lină, întrucât cadrul de țintire a agregatelor monetare conținea elemente precum orientarea dezinflaționistă, flexibilitatea cursului de schimb și, desigur, rolul important al agregatelor monetare, care se regăsesc și într-un regim de țintire directă a inflației.

Se poate considera că, în contextul pasionantei și interminabilei dispute teoretice *rules versus discretion*, care consumă atât de mult timp și energie în mediul academic din întreaga lume, regimul de țintire a inflației este o încercare de reconciliere a extremelor. Această strategie are meritul de a combina constrângerile ferme din perspectiva obiectivului final (ținta de inflație) cu un anumit grad discreționar în ceea ce privește ajustarea nivelului instrumentelor de politică monetară, astfel încât acestea să răspundă în mod adecvat la șocuri. Deși cadrul strict teoretic propovăduia că regimul de țintire a inflației are nevoie de un regim de curs de schimb cu flotare liberă, în practică numeroase țări care au optat pentru țintirea directă a inflației au mers pe o variantă *lite* a strategiei. Așa cum au procedat și mulți fumători de Marlboro. De regulă, economiile mici, deschise care s-au alăturat celorlalte țări cu regim de țintire a inflației pe parcursul anilor '90 au considerat că un regim de flotare controlată a cursului de schimb este mai indicat din perspectiva particularităților fiecăreia.

Pe aceeași linie a mers și BNR atunci când a adoptat țintirea inflației în anul 2005, beneficiind de asistență tehnică exhaustivă oferită cu generozitate de FMI și banca centrală a Cehiei.

La momentul respectiv, țintirea inflației era pe cale să se impună în majoritatea țărilor care nu practicau regimuri de curs fixe – situație încă valabilă până cu câțiva ani în urmă. A izbucnit însă criza globală, care a bulversat ordinea priorităților pe agenda decidenților de politică economică. Rămâne de văzut cum se va adapta regimul de țintire a inflației la mediul economic și financiar postcriză, care pune în discuție inclusiv primordialitatea obiectivului de inflație scăzută. Dacă țintirea agregatelor monetare nu a supraviețuit din rațiuni de fracturare a relației agregate monetare-inflație, deci ancora nominală nu a fost în stare să „ancoreze” cu adevărat inflația, țintirea inflației va trebui să se folosească în mai mare măsură de componenta sa flexibilă, fie și constrânsă, pentru a opera cu succes într-un mediu în care stabilitatea financiară reclamă o atenție sporită.

## **2. Regimuri de curs de schimb: de la flotare controlată la regimuri extreme și înapoi**

După cum am menționat anterior, permiteți-mi să mă refer acum la evoluțiile consemnate de regimurile de curs de schimb. La începutul anilor '90, când am preluat funcția de guvernator, în aproape două treimi din țările lumii funcționa o anumită formă de flotare controlată a cursului de schimb. Până la finele aceluiași deceniu, ponderea acestor țări s-a redus la aproximativ o treime. Într-un studiu de referință publicat în anul 2001, Fischer considera această „deplasare către regimurile extreme” drept o reacție la „imposibila trinitate” pe fondul liberalizării mișcărilor de capital. La vremea respectivă, în România erau încă în vigoare măsurile de control al fluxurilor de capital. Dar, odată cu finalizarea procesului de liberalizare a contului de capital în luna septembrie 2006, problematica a depășit sfera academică, dobândind inclusiv valențe practice.

România adoptase deja un regim de țintire directă a inflației și problema părea să fi fost rezolvată: un astfel de regim părea incompatibil cu orice tip de flotare controlată a cursului de schimb.

Realitatea s-a dovedit însă a fi mult mai complicată. În pofida intervențiilor băncii centrale, cursul de schimb al leului a consemnat o apreciere nominală semnificativă atât în perioada premergătoare aderării la UE, cât și imediat după această dată (ianuarie 2007). Privind în urmă, aș spune că formularea politicii monetare a fost mai dificilă atunci când ne confruntăm cu intrări masive de capital decât în perioadele caracterizate prin penuria de capital. Atunci când o piață este „inundată” de intrări de capitaluri (în special când acestea se concentrează în sectoarele *non-tradable*), asistăm la un conflict între stabilitatea prețurilor și echilibrul extern. Situația ar putea impune majorări ale ratei dobânzii pentru a gestiona cererea agregată și pentru a ancora anticipațiile, însă o astfel de măsură este de natură să genereze intrări suplimentare de capital și o apreciere nominală nesustenabilă a cursului de schimb.

Cu această dilemă s-a confruntat BNR în perioada 2006-2008, când deficitul de cont curent a depășit 10 la sută din PIB, un nivel evident nesustenabil, în pofida faptului că era finanțat în mare măsură prin investiții străine directe. În contextul crizei financiare internaționale, ajustarea semnificativă a deficitului de cont curent nu a mai putut fi evitată. Astfel, acesta a fost redus de la 11,6 la sută din PIB în anul 2008 la 4,2 la sută din PIB în anul 2009, ulterior menținându-se în jurul acestui nivel. Dacă România ar fi avut un regim de curs de schimb fix, sectorul real al economiei ar fi suportat întreaga povară a ajustării, cu consecințele politice și sociale aferente. În schimb, dacă România ar fi permis flotarea liberă a monedei naționale, probabil că nu s-ar fi produs niciun fel de ajustare în sectorul real (fie că ne referim la diminuarea cu 25 la sută a salariilor din sectorul public sau la disponibilizarea a peste 200 000 de angajați din sistemul bugetar). Pe de altă parte, o depreciere prea bruscă ar fi condus la o pondere mult mai însemnată a creditelor neperformante (care se situează în prezent la aproape 16 la sută din împrumuturile totale), consecința fiind deteriorarea indicatorilor bancari. Flexibilitatea de care am beneficiat în gestionarea cursului de schimb a jucat un rol important în atenuarea consecințelor crizei.

Între timp, cadrul teoretic a evoluat, iar conceptul de „flotare controlată +” (introdus de Goldstein în anul 2002) a câștigat tot mai mulți adepți. Criza din Argentina a evidențiat faptul că paritățile fixe nu sunt în măsură să soluționeze probleme precum un curs de schimb real supraevaluat, flexibilitatea limitată a costurilor și prețurilor interne sau un nivel al datoriei publice prea ridicat pentru a permite o politică fiscală contraciclică. (De menționat că, în exteriorul UEM, toate celelalte 37 de economii fără monedă independentă erau economii mici, cu excepția Argentinei și Hong Kong).

Să amintim pe scurt avantajele strategiei „flotare controlată +”, așa cum au fost prezentate de Goldstein: cu cât este controlată mai bine necorelarea pe valute a activelor și pasivelor, cu atât ar trebui să ne temem mai puțin de flotare; în cazul în care cursului de schimb i se conferă libertate de mișcare, se va conștientiza mai bine riscul valutar și astfel va exista motivația protejării împotriva acestuia; cu cât scade necesitatea de a privi cursul de schimb ca pe o țintă, cu atât crește probabilitatea ca regimul de țintire a inflației să aibă succes și, implicit, cu atât vor fi mai dornici investitorii străini să împrumute în moneda locală; cu cât crește disponibilitatea

instrumentelor exprimate în monedă națională, cu atât sunt mai mari șansele de a reduce necorelarea pe valute a activelor și pasivelor.

Aș adăuga două comentarii: în primul rând, politica monetară nu poate reuși pe cont propriu să asigure sustenabilitatea contului curent pe termen lung. Este nevoie și de politici fiscale și structurale adecvate. Politica monetară poate, cel mult, să „câștige timp” în vederea implementării acestor politici fără a-și pune în pericol propriile obiective.

În al doilea rând, regimul de flotare controlată se confruntă cu o problemă de structură la nivel global. Tentativele de a menține moneda națională la un curs subevaluat, la care au recurs numeroase țări, riscă să se transforme într-o cursă din care toată lumea are de pierdut, similar politicii protecționiste (*beggar-thy-neighbor*) care a caracterizat anii '30. Acordurile multilaterale sau globale sunt considerate a fi soluția optimă pentru astfel de probleme (Flassbeck, 2004). Întrucât variația cursului de schimb, care nu se mai corelează cu paritatea puterii de cumpărare, influențează relațiile comerciale internaționale similar modificărilor operate la nivelul tarifelor, și aceasta ar trebui să facă obiectul unor reglementări multilaterale.

După cum se poate observa, în ultimele două decenii s-a închis cercul atât în privința teoriei, cât și a practicii: de la flotare controlată la regimuri extreme și înapoi. În aceste condiții, decidenților de politici economice nu le rămâne decât să fie în continuare receptivi și să cântărească avantajele fiecărei teorii în contextul specificului național.

### **3. Restricționarea versus liberalizarea fluxurilor de capital**

Vă rog să îmi îngăduiți să mă refer pe scurt la fluxurile de capitaluri și la problemele asociate acestora. Criza declanșată în anul 2007 a redus substanțial fluxurile de capitaluri private care anterior au condus, prin evoluțiile pe care le-au provocat, la acumularea dezechilibrelor aflate la baza crizei. Aceste dezechilibre s-au manifestat prin supraîncălzirea economiilor emergente, supraaprecierea monedelor, creșterea nivelului datoriilor externe private, a creditelor, a prețurilor activelor, a deficitelor de cont curent și a discrepanței dintre activele și pasivele în valută ale sectorului privat. Totuși, spre sfârșitul anului 2009, economia mondială părea să iasă din criza financiară și fluxurile de capitaluri către economii emergente din America Latină, Asia și Europa Centrală și de Est păreau să se revigoreze. În primele luni din 2011 această tendință părea să se consolideze și să se extindă, inclusiv în România.

Pe acest fundal, numărul susținătorilor introducerii unor controale de capital în economiile emergente a crescut. Chiar și experții FMI, care, de-a lungul timpului, s-au opus unor astfel de restricții, și-au nuanțat poziția. FMI a publicat recent documente care concluzionează că, în anumite condiții, restricțiile constituie în mod justificat o componentă a setului de politici al economiilor emergente care se confruntă cu intrări masive de capitaluri. În România, unii economiști s-au opus eliminării unora dintre controalele de capital, aceasta constituind un obstacol în calea trecerii în 2005 de la țintirea agregatelor monetare la țintirea inflației. Recomandări similare au fost formulate și de misiunea FMI în cadrul primului acord *stand-by* de tip preventiv încheiat cu România, sugerându-se amânarea liberalizării fluxurilor monetare, programată în perioada 2005-2006, până când diferențialul de dobândă se îngustează suficient, iar sistemul bancar este pregătit să facă față unor intrări masive de capitaluri volatile. Această

amânare nu a fost însă posibilă, întrucât aderarea României la UE în anul 2007 era condiționată de liberalizarea deplină a contului de capital.

Pentru a înțelege mai bine ce rol ar putea avea controalele asupra capitalului, trebuie pornit de la beneficiile pe care le aduc intrările de capitaluri. Susținătorii liberei circulații a capitalurilor subliniază, în mod corect, că fluxurile de capitaluri sunt, de fapt, finanțări suplimentare pentru economiile emergente, oferă oportunități pentru diversificarea riscurilor și favorizează o evoluție a consumului lipsită de schimbări abrupte (Ostry *et al.*, 2011).

Elementul-cheie în această problemă este volumul capitalului. Capitalul în exces provoacă dezechilibrele deja amintite. În aceste condiții, este rațional să admitem că măsurile a căror implementare ar fi dezirabilă sunt cele de natură să limiteze intrările de capitaluri la nivelurile care: (i) permit economiei să opereze la nivelul potențial, (ii) nu conduc la acumularea de rezerve internaționale peste nivelul adecvat și (iii) nu conduc la supraaprecierea cursului de schimb.

Controalele de capital ar putea să asigure îndeplinirea acestor criterii, numai că lor le sunt asociate două probleme. În primul rând, este posibil ca acestea să nu fie efective, putând fi ocolite cu ușurință. Aproximativ două treimi din creșterea pasivelor băncilor străine din România în perioada 2005-2008 s-au produs după creșterea RMO la 40 la sută. În al doilea rând, chiar dacă nu ar putea fi ocolite, controalele ar trebui să fie discriminatorii<sup>1</sup> pentru a permite, de exemplu, investițiile în acțiuni și a descuraja influxuri generatoare de datorie.

Controalele de capital au însă costuri foarte mari. Până spre sfârșitul anilor '60, fluxurile de capital au fost supuse restricțiilor în toate țările. În plus, controalele au vizat dobânzile la depozite și la credite, volumul creditului către sectorul privat și spațiul pentru afaceri rezervat anumitor grupuri de intermediari. Efectul pozitiv al acestor controale a fost o mai mare stabilitate a sistemului financiar. Între anii 1945 și 1971 nu a apărut nicio criză bancară (Eichengreen și Bordo, 2003). Consecințele negative nu au fost însă de neglijat. Băncile au inovat mai puțin, au limitat creditarea doar la firmele mari și sigure și au operat mai puțin eficient. Odată ce controalele de capital ofereau protecție împotriva crizelor, băncile centrale au devenit mai puțin interesate de stabilitatea financiară și au menținut un nivel minim de expertiză în această privință (Goodhart, 2010).

De asemenea, există problema anteriorității. Studiile recente au arătat că aceste controale au funcționat mai bine în țările care deja aveau instituite controale. Ar trebui deci instituite controale în mod preventiv? Această abordare ar intra în contradicție cu faptul că intrările masive de capitaluri sunt temporare. Dacă restricțiile sunt mai eficiente cu condiția să existe anterior reluării intrărilor mari de capitaluri, ar trebui să fie utilizate controalele încă de la începutul unui val de intrări de capitaluri, înainte de a utiliza politicile macroeconomice? Nu cred. Și ar mai fi o întrebare: cum să acționeze țări emergente care sunt membre ale unor zone economice bazate pe libera circulație a capitalurilor, precum Uniunea Europeană?

O schemă care să indice locul controalelor de capital în seturile de politici economice ale țărilor emergente ar trebui să pornească de la distincția clară între riscurile asociate cu intrări mari de capitaluri și cantități (fluxuri). Controalele afectează direct cantitățile. Dar cantitățile pot fi

---

<sup>1</sup> O clasificare recentă a instrumentelor de control este disponibilă în Qureshi, M., Ostry, J., Ghosh, A., Chamon, M. (2011).

influențate indirect prin politicile macroeconomice. După ce cursul de schimb s-a apreciat suficient pentru a fi în zona de echilibru și după ce rezervele internaționale au atins nivelul de la care noi cumpărări sunt suboptimale, schimbările în politicile macroeconomice pot continua.

De la deficite bugetare se poate trece la surplusuri. Lecția care se desprinde din experiența recentă este că ezitățile politicianilor în această privință pot fi costisitoare. Politica monetară poate continua să reducă ratele dobânzilor atât timp cât acest lucru nu intră în contradicție cu îndeplinirea țintei de inflație. Dincolo de acel punct, politica fiscală rămâne singura dintre politicile macroeconomice care poate acționa împotriva intrărilor de capitaluri. Când, în mod inevitabil, bula speculativă asociată intrărilor masive de capitaluri se va sparge, surplusurile fiscale vor ajuta guvernul să compenseze scăderea cererii private prin trecerea la deficite ale bugetului public.

În paralel, riscurile potențiale asociate cu intrările mari de capitaluri pot fi contracarate cu măsuri micro și macroprudențiale. Încă din anii '70, odată cu liberalizarea fluxurilor de capital, au început două procese ținând la stabilitatea instituțiilor financiare. Unul dintre aceste procese, cu caracter microeconomic, a fost inițierea unui sistem de cerințe de capital. Astfel a apărut Basel I în 1986 și succesoarele sale îmbunătățite, inclusiv Basel III, care constituie un răspuns la criza actuală.

Celălalt proces a constat în crearea unei legături mai strânse între reglementările prudențiale și preocupările macroeconomice. Această preocupare avea să determine utilizarea de către Comitetul Cooke a termenului „macroprudențial” (1978). Ulterior, conceptul a fost rafinat. Lamfalussy a arătat că percepția riscului putea fi inadecvată din moment ce se concentra exclusiv pe performanța trecută a împrumuturilor individuale suverane. Raportul Cross (ECSC, 1986) a atras atenția asupra riscurilor pe care inovarea financiară (în special derivatele și securitizarea) le poate induce în sistemul financiar ca întreg. În sfârșit, Crockett (2000, 2001) a pus în evidență influența reglementării asupra prociclicității sistemului financiar și implicațiile eșecului instituțiilor semnificative din punct de vedere sistemic.

În prezent se cunoaște că micro și macroprudențialitatea sunt instrumente efective pentru abordarea riscurilor generate de intrările de capitaluri. Dar și măsurile macroprudențiale trebuie utilizate cu precauție dat fiind că acestea pot constitui un stimulent pentru intrările de capitaluri, intrând astfel în contradicție cu politicile macroeconomice. Imediat după criză, PIB potențial a scăzut foarte mult. O eventuală reluare a intrărilor de capitaluri ar putea majora cererea agregată, provocând astfel un *gap* inflaționist. În țările emergente, autoritățile monetare și-ar putea diminua intervențiile pe piața valutară, lăsând monedele naționale să se aprecieze pentru a tempera inflația.

Totuși, câștigurile pe termen lung în termeni de stabilitate financiară pe care le generează măsurile macroprudențiale atrag noi intrări de capital. În condițiile amplificării acestora, toleranța pentru aprecierea cursului de schimb (manifestată prin mai puține intervenții pe piața valutară) se poate inversa. Mai mult, aprecierea poate stimula noi intrări de investiții de portofoliu. Se observă astfel că nu toate măsurile care încearcă temperarea fluxurilor de capital reduc și stimulentele pentru intrările de capitaluri.



Vă rog să îmi îngăduiți să trag câteva concluzii. Măsurile care pot fi utilizate pentru a răspunde la intrările mari de capitaluri nu sunt lipsite de efecte colaterale. *Mix*-ul de politici economice trebuie gândit pentru a maximiza beneficiile aduse de intrările de capitaluri, concomitent cu protejarea economiei de riscurile care le sunt asociate acestora (Zhu, 2011). Într-o lume în care creșterea economică sustenabilă depinde de piețe libere, măsurile de control al fluxurilor de capital trebuie luate în considerare doar în ultimă instanță sau deloc. Măsurile prudențiale ar trebui formulate astfel încât distorsiunile generate să fie cât mai reduse și trebuie utilizate numai după epuizarea tuturor opțiunilor macroeconomice.

#### **4. Băncile cu capital străin – avantaj sau vulnerabilitate?**

O altă paradigmă dominantă analizată în ultimii ani este cea a superiorității băncilor cu capital străin față de cele cu capital autohton, atât în perioade de creștere susținută, cât și în perioade de criză. Argumentele în favoarea acestui punct de vedere sunt bine cunoscute și se referă la îmbunătățirea eficienței, expertiza superioară, reducerea deficitului de capital autohton și la intensificarea concurenței. De asemenea, unii autori (de exemplu, Haas și Lelyveld în 2009) susțin că prezența grupurilor bancare internaționale pe piețele locale are un efect pozitiv în sensul diminuării consecințelor unei crize.

Înainte de a-mi prezenta punctul de vedere asupra acestui subiect, permiteți-mi să vă atrag atenția asupra următoarelor aspecte: în primul rând, nimeni nu contestă superioritatea băncilor private cu capital străin față de băncile de stat cu capital autohton în noile economii de piață emergente. Comparăția trebuie realizată între băncile private cu capital străin și băncile private cu capital autohton. Astfel, trebuie menționat faptul că Europa Centrală și de Est este singura regiune din lume în care băncile cu capital străin dețin o pondere predominantă în totalul activelor, în timp ce în cazul piețelor dezvoltate, al Americii Latine sau al Asiei, băncile private cu capital autohton sunt majoritare. În al doilea rând, această dominanță este un fenomen relativ nou: ponderea băncilor cu capital străin a devenit predominantă abia la începutul acestui secol, chiar și în Europa Centrală și de Est. Cu alte cuvinte, paradigma a putut fi verificată în practică numai în ultimii ani.

Trebuie să admitem faptul că băncile cu capital străin în țările din Europa Centrală și de Est au devenit preponderente mai mult din cauza unor evoluții negative pe plan intern, decât din decizii intenționate. După o serie de crize bancare care au afectat această regiune la sfârșitul anilor '90, absența capitalului privat autohton și situația fragilă în care se aflau bugetele de stat au impus privatizarea băncilor existente prin vânzarea acestora către bănci străine.

Recunosc că și eu am susținut intrarea capitalului străin în sectorul bancar din România. La finele anului 2000, când mandatul meu ca prim-ministru s-a încheiat, i-am recomandat succesorului meu să continue privatizarea băncilor cu capital de stat ca o modalitate de restructurare a întreprinderilor de stat cu pierderi și de stimulare a convergenței cu UE. Sunt în continuare încredințat că aceasta a fost măsura potrivită – având în vedere că băncile cu capital străin au exercitat un impact favorabil asupra creșterii economice și, prin urmare, au contribuit la procesul de recuperare a decalajelor – chiar dacă, zece ani mai târziu, Nouriel Roubini percepea ponderea însemnată a băncilor cu capital străin în sistemul bancar românesc ca pe o vulnerabilitate.

Argumentul contrafactual „cum ar fi evoluat băncile private cu capital autohton” nu poate fi luat în calcul: capitalul privat autohton pur și simplu nu exista. Totuși, acest exercițiu intelectual merită efectuat, având în vedere anumite probleme ale băncilor străine relevate ulterior.

O astfel de problemă a fost euroizarea excesivă a unor economii din regiune (România, Ungaria, statele baltice), dată fiind dependența băncilor cu capital străin de finanțarea ieftină acordată de băncile-mamă. Euroizarea excesivă s-a dovedit a fi o vulnerabilitate pentru toate părțile implicate: pentru public, care a fost expus riscului valutar fără o acoperire adecvată, pentru băncile centrale, al căror mecanism de transmisie s-a erodat, și chiar pentru băncile comerciale, care au înregistrat frecvent o necorelare semnificativă între creditele și depozitele în valută. Totodată, unele bănci au acordat credite în valute „exotice” (francul elvețian, yenul japonez), în pofida reglementărilor stricte din țările de origine ale acestora (Austria, Belgia), sporind astfel vulnerabilitatea în fața șocurilor adverse (Banai, Kiraly și Varhegyi, 2009). S-ar fi comportat diferit un sistem bancar privat cu capital majoritar autohton? Probabil că da, luând în considerare accesul limitat la finanțarea externă și, astfel, crearea unui portofoliu mai echilibrat. A se vedea cazul Asiei sau al Americii Latine, unde creditul în valută nu a înregistrat aceeași creștere considerabilă nici în perioadele de boom economic.

Alte critici referitoare la comportamentul băncilor cu capital străin în perioadele de boom economic sunt probabil nemeritate: în primul rând, afirmația că împrumuturile acordate de acestea au fost destinate în special sectoarelor *non-tradables*, precum cel imobiliar sau de *retail*, unde profiturile erau mai mari și mai ușor de realizat. Băncile private cu capital autohton ar fi procedat, probabil, exact la fel: dovezile empirice evidențiază faptul că, similar băncilor competitori cu capital străin, nici acestea nu priveau în perspectivă. În al doilea rând, băncile cu capital străin sunt deseori criticate pentru orientarea lor către firme de încredere, deosebit de profitabile (deseori având sediul în aceeași țară de origine). Sunt de părere că această critică este, de asemenea, nemerită, deoarece alternativa împrumuturilor acordate pe criterii nediscriminatorii clienților necunoscuți (la care au recurs numeroase bănci) s-a dovedit chiar mai nefericită.

Referitor la comportamentul băncilor cu capital străin pe parcursul crizei recente, dovezile sunt de asemenea contradictorii. Pe de o parte, este adevărat că grupurile bancare internaționale sunt cele care au contribuit la propagarea cu ușurință a contagiunii (Goldberg, 2009). Chiar și în absența unei dezintermedieri financiare abrupte, băncile cu capital străin au fost nevoite să facă față unei finanțări externe mult mai reduse, reorientându-se de la finanțarea sectoarelor private la cea a sectoarelor publice din țările-gazdă. În pofida reducerii ratelor dobânzii de politică monetară, ritmul de creștere a creditului în moneda națională se menține lent în cel mai bun caz.

Totuși, deocamdată trebuie să admitem faptul că băncile-mamă din străinătate și-au menținut sprijinul acordat sucursalelor și subsidiarelor din Europa Centrală și de Est. Majoritatea acestora nu a efectuat tranzacții cu instrumente financiare sofisticate precum derivatele, astfel încât acest tip de pierderi a fost relativ limitat. La aceasta a contribuit și faptul că băncile prezente în regiune nu sunt jucători importanți la nivel mondial, riscul de contagiune fiind deseori limitat. Pe de altă parte, numeroase bănci s-au implicat în finanțarea boomului imobiliar, pierderile rezultate fiind doar treptat recunoscute.

Ca o concluzie la această paradigmă, dominanța băncilor cu capital străin s-a dovedit a fi atât un avantaj, cât și o vulnerabilitate și este prematur să formulăm un verdict final înainte de

încheierea crizei financiare internaționale. O altă concluzie este aceea că, într-un mediu caracterizat de politici adecvate, implementate cu rapiditate și fermitate, și care sunt acceptate de public, euroizarea economiei nu este obligatorie. A se vedea cazul Republicii Cehe, care a redus rata inflației din timp, făcând creditarea în moneda națională la fel de atractivă ca și cea în valută.

## **5. Obiectivul băncii centrale: ar trebui adăugată stabilitatea financiară?**

Înainte de izbucnirea crizei financiare globale, cadrul convențional de gândire atribuia piețelor capacitatea de a se autocorecta mereu. Această încredere excesivă în infailibilitatea mâinii invizibile a pieței a făcut să se creadă că nu se impun intervenții ample ale autorităților pentru a tempera dezechilibrele economice și financiare într-o fază timpurie a procesului de acumulare a acestora.

Totodată, prevala în mediul academic viziunea că inflația ar fi principala sursă de instabilitate financiară. În consecință, asigurarea stabilității prețurilor era văzută drept o condiție (aproape) suficientă pentru promovarea stabilității financiare. În acest context, contribuția esențială a băncilor centrale la menținerea și consolidarea stabilității financiare era livrarea unor niveluri reduse ale inflației.

Nu a fost însă chiar unanimitate în aceste privințe. Înainte de începerea crizei, unii economiști au exprimat public îndoeli privind viabilitatea cadrului de gândire convențional sau au tras semnale de alarmă cu privire la unele vulnerabilități ale acestuia. L-aș menționa pe Crockett, care a atenționat încă din 2003 că războiul încununat de succes purtat împotriva inflației nu a adus și „dividende ale păcii” atât de mari pe cât s-a sperat inițial, deci frontul de luptă împotriva instabilității financiare nu trebuie neglijat. Apoi, Caruana, în 2005, a remarcat că, deși există un cadru bine structurat pentru discutarea și aplicarea politicii monetare, gândirea în ceea ce privește stabilitatea financiară este mai puțin avansată. Dacă îmi este permis să mă includ pe această listă, în anul 2006 am susținut o disertație la Universitatea din Pitești, al cărei mesaj principal era că, la rândul ei, stabilitatea financiară este esențială pentru eficacitatea politicii monetare și, în consecință, pentru asigurarea stabilității prețurilor.

Până la urmă, cea care a infirmat definitiv unele elemente ale cadrului de gândire convențional a fost criza globală. Nimic nou sub soare: evoluția gândirii economice a fost mereu influențată și impulsivă de crizele majore.

S-a putut constata că amenințările la adresa stabilității financiare nu dispar odată cu aducerea inflației la un nivel redus – ele doar își schimbă natura. Acest fapt este dovedit, la nivel global, de „detaliul” (căci „diavolul se ascunde în detalii”, după cum a ținut să ne reamintească domnul John Bonin chiar din titlul prezentării pe care am audiat-o mai devreme) că izbucnirea crizei financiare s-a produs într-un mediu economic caracterizat prin niveluri relativ scăzute ale inflației. Cu alte cuvinte, stabilitatea prețurilor care s-a instalat în timpul Marii Moderații nu a putut împiedica sosirea Marii Recesiuni.

Totodată, „curățarea” consecințelor crizei financiare (*mopping-up*) s-a dovedit a fi mult mai costisitoare decât intervenția autorităților pentru limitarea sau corectarea dezechilibrelor într-o

fază timpurie a manifestării lor (*leaning against the wind*). S-a văzut acum cu ochiul liber – nu doar pe baza unor modele econometrice sofisticate – și că distorsiunile pe care le generează un nivel relativ ridicat al inflației sunt mult mai puțin importante decât pierderile provocate de distorsiunile din sectorul financiar (Stiglitz, 2010).

Acestea fiind spuse, se poate afirma că această criză a spulberat și iluzia că marile provocări la adresa cadrului de elaborare a politicii monetare au fost, cel puțin în linii mari, depășite. Realitatea s-a dovedit mult prea complicată pentru a mai fi gestionată aplicând o viziune bazată strict pe scheme teoretice ideale. Cu alte cuvinte, socoteala din cărțile de economie nu s-a mai potrivit cu cea din piața financiară. Prin urmare, este necesară și regândirea conexiunilor sau retrasarea frontierelor dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară.

Din această perspectivă, este pozitiv faptul că, în contextul crizei globale, a revenit în atenția teoreticienilor și a decidenților de politici economice problematica separării sau întrepătrunderii funcțiilor de asigurare a stabilității prețurilor, pe de o parte, și a stabilității financiare, pe de altă parte. Înainte de declanșarea crizei, câștigase teren ideea că cele două funcții ar trebui complet separate, pentru a elibera conducerea politicii monetare de obiective conflictuale și a simplifica astfel misiunea – și, deci, și viața – decidenților. Pe această linie de gândire, s-a considerat că este de dorit ca fiecare dintre cele două funcții să fie exercitată de o altă instituție. Mai precis, supravegherea sectorului bancar să nu mai fie responsabilitatea băncii centrale, ci a unei agenții independente (care, eventual, să asigure supravegherea consolidată a tuturor piețelor financiare).

Într-o anumită măsură, și eu am luat în calcul această idee la sfârșitul anilor '90, când falimentul mai multor bănci românești și-a pus amprenta asupra procesului de formulare a deciziilor în Banca Națională. Am realizat, la momentul respectiv, cât de costisitoare poate fi pentru reputația unei bănci centrale asumarea funcțiilor de supraveghere și reglementare prudencială – plus că externalizarea părea să fie la modă, în condițiile în care recent-înființata Autoritate de Supraveghere Financiară (FSA) devenise funcțională în Marea Britanie. Mi-au rămas încă în memorie reverberațiile conflictului dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară, când eram nevoit să mediez pozițiile divergente exprimate în timpul ședințelor Consiliului de administrație de către viceguvernatorii responsabili cu cele două domenii de activitate. Aceste divergențe nu erau de natură personală, ci obiectivă, fiind generate de specificul atribuțiilor încredințate.

În România nu s-a mers pe această cale: supravegherea bancară nu a fost „externalizată” din cadrul autorității monetare, deși au existat discuții în acest sens. Mai mult decât atât, preocuparea pentru asigurarea și consolidarea stabilității financiare în România s-a manifestat prin câteva modificări de substanță ale cadrului instituțional, care au avut loc anterior declanșării crizei financiare și economice globale. Astfel, încă din anul 2004 a fost creată Direcția Stabilitate Financiară în cadrul BNR, iar doi ani mai târziu a fost publicată prima ediție a Raportului anual asupra stabilității financiare. În 2007 s-a înființat Consiliul Național pentru Stabilitate Financiară, având ca obiectiv central schimbul de informații în acest domeniu, precum și prevenirea, evaluarea și gestionarea potențialelor probleme cu impact sistemic. Președintele în funcție al acestui organism este guvernatorul BNR, ceilalți membri fiind: ministrul finanțelor publice, președintele Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare, președintele Comisiei de Supraveghere a Asigurărilor, președintele Comisiei de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private și directorul executiv al Fondului de Garantare a Depozitelor în Sistemul Bancar.

Privind retrospectiv, cred că am fost inspirați procedând astfel. Deși la sfârșitul anilor '90 ajunsesem să mă întreb, în contextul opiniilor divergente din cadrul Consiliului de administrație, dacă nu cumva este preferabilă separarea funcției de politică monetară de cea de supraveghere, în prezent sunt de părere că este de dorit ca armonizarea pozițiilor să se realizeze sub același acoperiș. Provocările actuale, atât de complexe, la adresa stabilității financiare și economice impun identificarea, exploatarea și punerea „cap la cap” a numeroase informații pentru a formula politicile adecvate. Banca centrală este instituția care dispune de baza de date și de expertiza necesare gestionării unui astfel de context. În plus, recunoașterea fără echivoc a interconexiunilor existente între stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară impune luarea în considerare a acestora în elaborarea politicii monetare.

Desigur că problema obiectivelor multiple care pot deveni, mai devreme sau mai târziu, conflictuale rămâne preocupantă. Există o singură rată a dobânzii de politică monetară și nivelul ei adecvat, la un moment dat, pentru atingerea țintei de inflație poate fi altul – ba chiar cu totul altul! – decât cel reclamat de asigurarea solidității sistemului financiar. De aceea, un rol foarte important trebuie să revină politicilor macroprudențiale.

Dar ce poate face și ce nu poate face o bancă centrală este și va rămâne în continuare un subiect pasionant de dezbateri. În prezent, pare a fi de necontestat că abordarea *inflation first* („mai întâi trebuie redusă inflația”) poate deveni contraproductivă în condiții de instabilitate financiară, care ar necesita mai degrabă păstrarea unei anumite flexibilități tactice în conducerea politicii monetare.

Pe termen mediu și lung, incapacitatea menținerii stabilității financiare nu poate să conducă decât la o reinflamare a inflației. Acest fapt îmi reamintește de instrucțiunile de securitate standard de la bordul avioanelor, conform cărora, în cazul depresurizării cabinei, părintele este cel care trebuie să-și pună mai întâi masca de oxigen pe față și numai după aceea să i-o atașeze copilului (care, în majoritatea cazurilor, reprezintă însăși rațiunea sa de a fi). Considerând stabilitatea prețurilor pe termen lung drept obiectivul fundamental, banca centrală trebuie să acorde o atenție deosebită stabilității financiare și, aș adăuga, evoluției de ansamblu a indicatorilor macroeconomici. În caz contrar, câștigurile de dezinflație, oricât de spectaculoase ar putea părea la un moment dat, ar deveni complet nesustenabile.

## **6. Inflație redusă versus inflație moderată**

Criza actuală a adus în prim-planul dezbaterilor nu numai problematica regândirii obiectivelor fundamentale ale politicii monetare, la care m-am referit deja, dar și pe cea a nivelului adecvat al acestor obiective. Pe lângă cvasiacceptarea ideii că stabilitatea financiară trebuie să fie un obiectiv al politicii monetare, unii economiști au pus în discuție și nivelul inflației dezirabil a fi ținut.

Recent, Blanchard *et al.* (2010) au evidențiat că „A fost tentant pentru macroeconiști și decidenți de politică economică deopotrivă să își aroge cea mai mare parte a meritelor pentru diminuarea constantă a fluctuațiilor ciclice consemnată de la începutul anilor '80 și să concluzioneze că au știut cum să stabilească conduita politicii macroeconomice. Nu am rezistat tentației. În mod evident, criza ne obligă să ne reevaluăm poziția asumată anterior”.

Pentru că suntem la un seminar de istorie, vă rog să îmi îngăduiți să așez lucrurile în perspectivă. Prin anii '70, inflația era înaltă și exista un divorț între teoreticieni și practicieni în privința eficienței impactului politicii monetare asupra variabilelor reale. Sargent și Wallace (1976) au arătat că, drept rezultat al anticipațiilor raționale, politica monetară este lipsită de eficacitate și pe termen scurt, nu doar pe termen lung, cum demonstraseră deja Friedman (1968), Phelps (1968) și Lucas (1972). Practicienii, în schimb, considerau că deciziile lor de politică monetară erau eficiente pe termen scurt din perspectiva influențării inflației și a activității economice.

Acest divorț între teoreticieni și practicieni a durat ceva timp, până când economiștii neokeynesiști, începând cu Fischer (1977) și continuând cu Taylor (1980) și Calvo (1983), au găsit soluții de includere a rigidităților nominale în modelele lor, pentru a le pune în concordanță cu practica. Reprezentanții curentului *Real Business Cycle*, care au ales să exploreze la maximum lipsa rigidităților, au creat modelele de echilibru general. Ulterior, cele două curente și-au unit forțele pentru a crea modelele dinamice stohastice de echilibru general pe baza cărora este condusă politica monetară încă de la începutul anilor '90.

Atingerea acestui consens între practicieni și teoreticieni a permis prezentarea inflației reduse și stabile ca principalul – iar în unele cazuri chiar singurul – obiectiv al politicii monetare. Blanchard *et al.* (2010) au arătat însă că „acesta a fost rezultatul unei coincidențe între nevoia reputațională a bancherilor centrali de a se axa pe inflație în detrimentul creșterii economice (și dorința acestora, la începutul perioadei, de a reduce inflația de la nivelurile înalte înregistrate în anii '70) și suportul intelectual pentru regimul de țintire a inflației furnizat de modelul neokeynesist”. În cadrul standard al modelului, asigurarea unei inflații reduse și stabile este într-adevăr politica optimă deoarece se presupune că „divina coincidență”, după cum au denumit-o Blanchard și Gali (2006), ține, astfel că menținerea stabilă a inflației asigură un nivel zero al deviației PIB de la potențial. În acest mod, bancherii centrali puteau să ia în considerare producția fără a mai dezbate această problemă. În plus, practicienilor le convenea și faptul că, în model, rata dobânzii era singurul instrument utilizat pentru atingerea obiectivului de inflație, ca și în practică.

Totuși, menținerea unei inflații stabile nu asigură un nivel zero al deviației PIB de la potențial dacă în economie se manifestă și alte imperfecțiuni decât cele nominale. Deși conștienți de aceasta, atât teoreticienii, cât și practicienii au continuat să susțină că inflația redusă și stabilă este benefică pentru economie. Totuși, unii economiști au sugerat că inflația redusă poate fi dăunătoare în prezența șocurilor și a rigidităților reale. Gertler și Trigari (2004), Shimer (2005), Hall (2005), Krause și Lubik (2007), Christoffel și Linzert (2005) și Faia (2006), precum și Blanchard și Gali (2008) au introdus piața muncii în modelul neokeynesist standard, luând în considerare și rigidități reale ale salariilor. De exemplu, Blanchard și Gali (2008) au arătat că „în prezența fricțiunilor pe piața muncii și a rigidităților reale ale salariilor, stabilizarea strictă a inflației nu asigură o politică monetară optimă [...], motivul fiind acela că distorsiunile variază în funcție de șocuri. În consecință, stabilizarea strictă a inflației poate conduce la fluctuații ineficiente, ample și persistente ale ratei șomajului ca răspuns la șocurile de productivitate. [...] Politica monetară optimă presupune un oarecare grad de acomodare a inflației și limitează amploarea fluctuațiilor consemnate de rata șomajului”.

La rândul lor, bancherii centrali, deși și-au menținut mesajul despre inflația redusă și stabilă, au manifestat flexibilitate în implementarea acestui model. Trei practici ale băncilor centrale susțin această aserțiune (Blanchard *et al.*, 2010). În primul rând, revenirea la ținta de inflație după înregistrarea unor deviații a fost mai degrabă lină decât abruptă. În al doilea rând, deviațiile de la țintă induse de factori de natura ofertei au fost acceptate dacă anticipațiile rămâneau bine ancorate. În al treilea rând, mulți bancheri centrali, printre care mă număr și eu, au considerat că fluctuațiile prețurilor activelor, în special cele înregistrate de cursurile de schimb, trebuie analizate nu numai din punct de vedere al impactului asupra inflației, ci și din perspectiva efectelor acestora asupra competitivității economiei și a bilanțurilor. Această din urmă abordare a fost tratată drept o erezie față de teorie și a făcut obiectul a numeroase critici.

Criza actuală a adus în prim-plan capcana lichidității, care în ultimul timp fusese studiată de economiști, mai ales din perspectiva experienței japoneze. Marea Moderație crease percepția că șocuri care ar putea aduce inflația la zero nu ar mai putea apărea, așa că, anterior, tema a fost puțin studiată. Marea Moderație a arătat că inflația redusă și stabilă poate induce automulțumire, care constituie o premisă pentru ca anticipațiile să devină exuberante.

Criza a arătat însă că un nivel redus al inflației, undeva sub 2 la sută, riscă să se dovedească inadecvat. De la un nivel atât de scăzut, în condițiile unor fluctuații ciclice mai însemnate, precum cele cu care ne confruntăm în ultimul timp, inflația poate foarte ușor să intre în teritoriu negativ, pe când ratele dobânzii de politică monetară nu pot fi reduse sub zero. Din acest punct, politica monetară trebuie să apeleze la măsuri de relaxare cantitativă pentru a stimula economia, care tinde să se afunde în recesiune, amplificând șomajul. De aceea, Blanchard *et al.* (2010) au propus modificarea nivelului țintei de inflație către un nivel mai mare de 2 la sută – eventual până la circa 4 la sută –, pentru a oferi băncii centrale marjă de manevră pentru reducerea ratei dobânzii. Nu cu mult timp în urmă, în ianuarie 2012, Paul Krugman declara într-un interviu acordat ziarului *Le Monde* că „inflația nu este problema, ci soluția”. În mod similar, consilierul meu pe probleme de politică monetară este de părere că ipoteza instabilității financiare formulată de Minsky ne învață că este preferabilă o inflație mai mare în momentul spargerii unei bule speculative la nivelul prețurilor activelor, alimentată de expansiunea creditului. El propune îmbunătățirea obiectivului politicii monetare de la „inflație redusă și stabilă” la „inflație moderată și stabilă” (Croitoru, 2012).

Deși nu resping raționamentele menționate anterior și ideea de inflație moderată și stabilă, consider că se impune definirea clară a conceptului de „inflație moderată”. Mă tem însă că, din acest punct, mă îndepărtez de teoriile inflației moderate, întrucât eu cred că, oricât ar fi de „moderată”, inflația trebuie să fie îndeajuns de scăzută încât să nu genereze efecte adverse, precum dezancorarea anticipațiilor privind inflația sau declanșarea unei spirale salariale-inflație, în care indexările salariale generalizate potențiază impactul șocurilor inflaționiste și limitează eficiența politicii monetare. Am învățat din experiență că inflația este o boală perfidă, care trebuie tratată cu seriozitate. De fapt, unul dintre primele sfaturi pe care le-am primit în calitate de guvernator de la omologii mai experimentați a fost tocmai acesta: pentru un guvernator nu există inflație prea joasă sau rezerve valutare prea mari.

## 7. Concluzii

În loc de concluzii, aş spune că, în perioade marcate de transformări radicale, deşi procesul decizional ar trebui să rămână ghidat de teorie, o politică eficace presupune ancorarea puternică în realitatea economică. În aceste condiţii, cu toate că politica monetară se bazează în mod obișnuit pe reguli, este necesară menținerea unui anumit grad de flexibilitate.

Indiferent care ar fi obiectivele și regulile stabilite pentru conducerea politicii monetare, nu este dezirabil ca acestea să fie urmărite și, respectiv, aplicate într-o manieră mecanică. Un bancher central nu își poate permite să se izoleze într-un turn de fildeș; dimpotrivă, el trebuie să fie în permanență atent la evoluțiile și tendințele din economie și din sistemul financiar. Această abordare nu trebuie asimilată promovării unei conduite discreționare, fiind vorba, de fapt, despre o ancorare cât mai solidă în realitățile de zi cu zi, a căror complexitate întrece adesea imaginația celor care concep reguli sau modele economice.

Când te confrunți cu evoluții cu totul neașteptate și care necesită decizii rapide, nu poți conta în fundamentarea acestora doar pe recomandările extrase din teoria economică mai mult sau mai puțin convențională. În pofida progreselor notabile consemnate pe parcursul ultimelor decenii, teoria monetară și cea economică, în general, au limitele și imperfecțiunile lor, iar înțelegerea deplină a realității economice și financiare – care se încapățânează să nu se conformeze tiparelor pe care le propun cercetătorii – presupune și un efort continuu și asiduu de monitorizare și interpretare a acesteia.



## Bibliografie

- Andresen, S. *“Addressing Systemic Risk in Shadow Banking”*, prelegere susținută la Reuniunea anuală a BRI, iunie 2011
- Banai A., Kiraly J., Varhegyi E. *“A Special Aspect of the Past 20 years: Dominance of Foreign Banks in Emerging Europe with Special Regard to Hungary”*, Magyar Nemzeti Bank, 2009
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., Mauro, P. *“Rethinking Macroeconomic Policy”*, IMF Staff Position Note 10/03, 2010
- Blanchard, O., Gali, J. *“A New Keynesian Model with Unemployment”*, Working Papers, No. 92, National Bank of Belgium, octombrie 2006
- “Labor Markets and Monetary Policy: A New-Keynesian Model with Unemployment”*, NBER Working Paper, No.13897, 2008
- Borio, C. *“Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?”*, BIS Working Papers, No. 128, februarie 2003
- “The Macro Prudential Approach to Regulation and Supervision: Where Do We Stand?”*, Erfaringer og udforringer, Kredittilsynet 1986-2006, 2008
- Borio, C., Shim, I. *“What Can (Macro) Prudential Policy Do to Support Monetary Policy?”*, BIS Working Papers, No. 242, decembrie 2007
- Borio, C., Furfine, C., Lowe, P. *“Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options”*, BRI, 2001
- Calvo, G. *“Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework”*, Journal of Monetary Economics, vol.12 (3), p. 383-398, septembrie 1983
- Calvo, G., Reinhart, C. *“Fear of Floating”*, NBER Working Paper No. 7993, 2000
- Camdessus, M. *“Reflections on the Crisis in Asia”*, discurs susținut cu ocazia Reuniunii Ministeriale Extraordinare a Grupului celor 24, Caracas, Venezuela, 7 februarie 1998
- Caruana, J. *“Monetary Policy, Financial Stability and Asset Prices”*, Occasional Papers, No. 0507, Banco de España, 2005

- Caruana, J. *“Basel II – Back to the Future”*, discurs susținut cu ocazia celei de-a șaptea conferințe a Autorității Monetare din Hong Kong, Hong Kong, 4 februarie 2005
- Christoffel, K.,  
Linzert, T. *“The Role of Real Wage Rigidity and Labor Market Frictions for Unemployment and Inflation Dynamics”*, BCE, Working Papers Series No. 556, 2005
- Clement, P. *“The Term “Macro Prudential”: Origins and Evolution”* BIS Quarterly Review, martie 2010
- Crockett, A. *“Marrying the Micro and Macroprudential Dimensions of Financial Stability”*, Basel, Elveția, septembrie 2000
- “Market Discipline and Financial Stability”*, Financial Stability Review, Bank of England, iunie 2001
- “International Standard Setting in Financial Supervision”*, prelegere susținută la Cass Business School, City University, Londra, 5 februarie 2003
- “What Financial System for the 21st Century?”*, Per Jacobsson lecture, BRI, iunie 2011
- Croitoru, L. *“La ce e bună o inflație mai mare? Să eviți capcana lichidității sau să scapi din ea”*, Banca Națională a României – Puncte de vedere, martie 2012, <http://www.bnro.ro/Puncte-de-vedere-4011.aspx>.
- Eichengreen, B.,  
Bordo, M. *“Crisis Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization”*, in P. Mizen (ed.), *Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets: Essays in honour of Charles Goodhart, Vol. 2, Cheltenham, UK: Edward Elgar, Ch. 3, p. 52-91*, 2003
- Estrella, A., Mishkin, F. *“Is There a Role for Monetary Aggregates in the Conduct of Monetary Policy?”*, NBER Working Papers 5845, 1996
- Evans, O., Leone, A.,  
Gill, M., Hilbers, P.,  
Blaschke, W., Krueger, R.,  
Moretti, M., Agayasu, J.,  
O’Brien, M., Berge, J.,  
Worrell, D. *“Macroprudential Indicators of Financial System Soundness”*, IMF Occasional Paper, No. 192, 2000
- Faia, E. *“Optimal Monetary Policy Rules with Labor Market Frictions”*, ECB Working Papers Series No. 698, 2006

- Fischer S. *“Long Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule”*, *Journal of Political Economy* 85, p.163-190, 1977
- “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”*, *IMF Lecture, New Orleans*, 2001
- Flassbeck, H. *“Exchange Rate Management in Developing Countries: The Need for a Multilateral Solution”*, seminar organizat la Hamburg, 2004
- Friedman, M. *“The Role of Monetary Policy”*, *The American Economic Review*, vol. 58, nr. 1, p.1-17, 1968
- Galati, G.,  
Moessner, R. *“Macroprudential Policy – A Literature Review”*, *BIS Working Papers*, No. 337, februarie 2011
- Goldberg, L. *“Understanding Banking Sector Globalization”*, *IMF Staff Papers*, Vol. 56, 2009
- Goldstein, M. *“New Currency Regime of “Managed Floating Plus” recommended for Larger Emerging Economies”*, *Peterson Institute for International Economics*, 2002
- Goodhart, C. *“The Changing Role of Central Banks”*, Conferința BRI cu tema *“The future of central banking under post-crisis mandates”*, iunie 2010
- Haas R., Lelyveld I. *“Internal Capital Markets and Lending by Multinational Bank Subsidiaries”*, *MPRA Paper No. 13164*, 2009
- Hall, E. R. *“Employment Fluctuations with Equilibrium Wage Stickiness”*, *American Economic Review* 95, p. 50-65, 2005
- Harold, J. *“Central Banks: Between Internationalization and Domestic Political Control”*, Conferința BRI cu tema *“The future of central banking under post-crisis mandates”*, iunie 2010
- Isărescu, M. *“Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară”*, disertație susținută cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa al Universității din Pitești, 2006
- „Probleme ale politicii monetare într-o țară emergentă. Cazul României”*, discurs de recepție cu ocazia primirii ca membru corespondent al Academiei Regale de Științe Economice și Financiare din Spania, Barcelona, 21 februarie 2008
- “Finanțarea dezechilibrului extern și ajustarea macroeconomică în condițiile crizei financiare. Cazul României”*, discurs de recepție cu ocazia primirii ca membru corespondent al Academiei Regale a Doctorilor, Barcelona, 24 noiembrie 2009



