



Banca Națională a României

Ce poate și ce nu poate face o bancă centrală

Mugur Isărescu
Guvernator

Brașov, 11 februarie 2013

Cuprins

I. Intervenția statului în economie și specializarea politicilor economice	3
II. Ce trebuie să facă politica monetară?	8
III. Cum au acționat băncile centrale în perioada precriză?	14
IV. Provocări postcriză la adresa consensului cu privire la misiunea politicii monetare	18
V. Politica monetară în România	31

I. Intervenția statului în economie și specializarea politicilor economice

De ce intervine statul în economie?

- În esență, pentru că piețele nu funcționează perfect
 - ✓ Perioadele de exuberanță irațională alternează cu episoade de declin corectiv accentuat
 - conceptul de ciclu economic este utilizat pentru a descrie aceste fluctuații
 - ✓ Fluctuațiile ample nu sunt de dorit din perspectiva societății



Intervenția statului este menită a netezi ciclul economic



Politicile anticiclice maximizează bunăstarea socială

- Catalizatorul sistematizării intervenției statului în economie a fost Marea Depresiune declanșată în 1929
 - ✓ Persistența și adâncimea crizei au invalidat ipoteza reechilibrării rapide a piețelor
 - ✓ Intervenția statului a apărut drept necesară pentru a reporni motorul creșterii economice

Cum intervine statul în economie

- Intervenția este indirectă într-o economie de piață
 - ✓ Politica fiscală
 - sistemul de taxe și impozite
 - investiții publice
 - protecție socială
 - ✓ Politica monetară
 - rata dobânzii de politică monetară
 - rata rezervelor minime obligatorii
 - managementul lichidității pe piața monetară
 - cursul de schimb
 - ✓ Politici structurale, menite a asigura buna funcționare a mecanismelor pieței

Diviziunea muncii între politicile economice

- Consens cu privire la obiectivele politicii economice: creștere economică (implicit grad ridicat de ocupare a forței de muncă) și inflație redusă
 - ✓ Consensul este mai fragil și de dată mai recentă în ceea ce privește responsabilitățile care revin fiecărei componente a politicii economice în urmărirea acestor obiective, însă este general acceptat principiul unei „diviziuni a muncii”
- Cu un singur instrument de politică economică se poate atinge un singur obiectiv (principiul lui Tinbergen)
 - ✓ **Obiectivul creșterii economice** poate fi urmărit eficient prin politica fiscal-bugetară și măsuri structurale (ex.: piața muncii)
 - ✓ **Stabilitatea prețurilor** este responsabilitatea politicii monetare

Diviziunea muncii între politicile economice (2)

- 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 cea 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 mai reușesc să restabilească echilibrul

II. Ce trebuie să facă politica monetară?

De ce îi revine băncii centrale misiunea asigurării stabilității prețurilor

- Stabilitatea prețurilor este ceea ce politica monetară poate realiza pe termen lung:
 - ✓ Politica monetară nu poate afecta pe termen lung nivelul și rata de creștere ale PIB
 - „Dacă ar fi fost posibilă generarea de creștere economică pe termen lung prin simpla tipărire de bani, ne-am fi creat demult prin monetizare standarde de viață substanțial îmbunătățite” (Laurence Meyer, 1996)
 - ✓ Politica monetară determină însă pe termen lung rata inflației din economie
- Pe lângă faptul că este dezirabilă în sine, stabilitatea prețurilor este și un mijloc de a îndeplini celelalte obiective ale politicii economice, consolidând pe termen lung potențialul de creștere economică
- Pe termen scurt există însă o anumită tensiune între obiectivul unei inflații reduse și cel al stimulării creșterii economice, întrucât pe un astfel de orizont politica monetară influențează variabilele economice reale

Misiunea politicii monetare: sursele consensului

- Până în anii '70, paradigma prevalentă afirma că o creștere economică mai mare putea fi obținută de o manieră sistematică prin acceptarea unei inflații mai ridicate
 - ✓ Exploatarea relației dintre inflație și șomaj identificate în 1958 de A.W. Phillips
 - ✓ Băncile centrale erau lipsite de independență operațională
 - politica monetară era orientată către asigurarea ocupării depline, stabilitatea prețurilor fiind, în cel mai bun caz, un obiectiv secundar



dezancorarea așteptărilor inflaționiste



spirală salarii-inflație



stagflația anilor '70

Misiunea politicii monetare: sursele consensului (2)

- La începutul anilor '70 se conturează un nou consens teoretic
- Friedman și Phelps includ în analiză impactul așteptărilor inflaționiste
 - ✓ Relația negativă dintre inflație și șomaj există în cel mai bun caz doar pe termen scurt
 - ✓ Pe termen lung, curba Phillips este verticală
 - ✓ Încercările de a exploata sistematic relația existentă pe termen scurt conduc inevitabil la un echilibru suboptimal pe termen lung – același nivel de ocupare a forței de muncă, dar cu o inflație mai mare
- Importanța ancorării așteptărilor inflaționiste în contextul dezmembrării ancorelor nominale oferite de sistemul Bretton-Woods a reprezentat catalizatorul procesului de construcție instituțională
 - ✓ Emergența noului statut al băncilor centrale: instituții independente, cu mandate ferme de urmărire a stabilității prețurilor

Constrângeri în urmărirea obiectivului stabilității prețurilor

- Deși au drept obiectiv primordial asigurarea stabilității prețurilor, bancherii centrali nu sunt „nebuni întru 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 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

Constrângeri în urmărirea obiectivului stabilității prețurilor (2)

- Transmisia impulsurilor politicii monetare nu este instantanee, ci se realizează cu decalaje lungi
 - ✓ Nu este suficient să știi că o creștere a ratei dobânzii va comprima cererea agregată și va reduce inflația, trebuie să știi când și cu cât → politica monetară este astfel nevoită să folosească prognoze, apelând la teorie și la modele
 - teoria economică nu este o știință exactă și nu este imuabilă
 - un model econometric nu este decât una din setul posibilelor reprezentări simplificate ale realității, evidențele empirice sunt adesea insuficient de puternice, iar relațiile comportamentale descrise se pot dovedi instabile
- ↓
- proiecțiile nu pot fi decât imperfecte, mai ales într-un climat de incertitudine ridicată și transformări structurale, caracteristic economiilor emergente

III. Cum au acționat băncile centrale în perioada precriză?

O evaluare a flexibilității băncilor centrale

- Modul de acțiune al băncilor centrale în perioada precriză susține ideea flexibilității *de facto* a politicii monetare (Blanchard *et al.*, 2010):
 - ✓ Revenirea la ținta de inflație după înregistrarea unor deviații a fost mai degrabă lină decât abruptă
 - ✓ Deviațiile de la țintă induse de factori de natura ofertei au fost acceptate dacă anticipațiile rămâneau bine ancorate
 - ✓ Fluctuațiile prețurilor activelor, în special cele înregistrate de cursurile de schimb, au fost analizate nu numai din punct de vedere al impactului asupra inflației, ci și din perspectiva efectelor acestora asupra competitivității economiei și a bilanțurilor

De ce este cursul de schimb important?

- Politica monetară își exercită influența asupra cererii agregate și inflației atât prin canalul dobânzii, cât și prin cel al cursului de schimb
 - ✓ Transmisia impulsurilor de politică monetară este adesea mai rapidă și mai eficientă prin acesta din urmă
- Echilibrul extern este influențat de mișcările cursului de schimb
- Variația cursului de schimb are consecințe în planul stabilității financiare
 - ✓ Existența unui grad semnificativ de substituție valutară este un dat în majoritatea economiilor emergente

Regimuri de curs de schimb: de la flotare controlată la regimuri extreme

- **Începutul anilor '90:** în două treimi din țările lumii funcționa o anumită formă de flotare controlată a cursului de schimb
- **2001:** „deplasare către regimurile extreme” (Fischer) pe fondul liberalizării mișcărilor de capital
 - ✓ Stabilirea conduitei de politică monetară era complicată de intrările masive de capital
 - în economiile emergente, eliminarea restricțiilor la adresa liberei circulații a capitalurilor a fost insuficient de graduală
 - conflict între ținta de inflație și echilibrul extern
 - presiuni de apreciere nominală
 - constrângeri în stabilirea nivelului adecvat al ratei dobânzii de politică monetară

IV. Provocări postcriză la adresa consensului cu privire la misiunea politicii monetare

Obiectivele politicii monetare – a modificat criza consensul?

➤ Nu fundamental, însă:

- ✓ Nivelul optim al inflației a redevenit un subiect de dezbatere
- ✓ Intervențiile valutare au reintrat în instrumentarul băncilor centrale
- ✓ A crescut stringența concilierii unor obiective potențial divergente pe termen scurt:
 - stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară
 - stabilitatea prețurilor și creșterea economică
- ✓ Libertatea de acțiune a băncilor centrale a fost pusă uneori în discuție de factorul politic
- ✓ Ideea transparenței depline a procesului decizional la nivelul băncilor centrale a câștigat popularitate în rândul publicului

Care este nivelul dezirabil al inflației?

- Criza financiară a dus la punerea în discuție a dezirabilității definiției convenționale a stabilității prețurilor (inflație anuală între 0 și 2 la sută)
 - Actuala capcană a lichidității a demontat iluzia potrivit căreia nu se mai produc șocuri capabile să împingă inflația către nivelul zero
 - De la niveluri reduse, inflația poate intra ușor pe palierul negativ, determinând o scădere la zero a ratelor dobânzii de politică monetară → politica monetară trebuie să apeleze la măsuri neconvenționale
- Blanchard *et al.* (2010) sugerează oportunitatea modificării țintei de inflație de la 2 la sută la 4 la sută
 - Acceptarea unei inflații mai ridicate ar oferi politicii monetare un spațiu mai mare de manevră în fața șocurilor adverse, permițând variații mai ample ale dobânzii nominale

Inflație redusă sau inflație moderată?

- În economiile emergente, o inflație moderată și stabilă este adesea ceea ce politica monetară a reușit să asigure

DAR

- Inflația este o maladie perfidă, care trebuie tratată cu maximă seriozitate
- Oricât de „moderată” ar fi inflația, aceasta trebuie să fie îndeajuns de scăzută încât să nu genereze efecte adverse precum:
 - ✓ Dezancorarea anticipațiilor privind inflația
 - ✓ Declanșarea unei spirale salarii-inflație

Regimuri de curs de schimb: închiderea cercului

- Realitățile crizei economice au constrâns chiar și băncile centrale cu un angajament puternic față de flotarea liberă să accepte intervenții pe piața valutară
 - ✓ Când, cât și strategii de ieșire din practica intervențiilor
- Flotarea controlată a redevenit conduita standard

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 a fost dovedită 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

Au băncile centrale prea multă putere?

- Există un corp vast de literatură care identifică o corelație puternică între existența băncilor centrale independente și o performanță macroeconomică superioară
- Există însă, de asemenea, un curent de opinie ce reproșează băncilor centrale deficitul democratic, respectiv incapacitatea factorului politic de a influența ori revizui deciziile de politică monetară
 - ✓ Popularitatea acestui curent de opinie crește în mod firesc în vremuri dificile (în pofida lipsei dovezilor că un grad mai ridicat de control politic ar putea îmbunătăți situația), dat fiind faptul că satisfacția față de funcționarea instituțiilor variază în funcție de prosperitatea economică

Economia politică a independenței băncii centrale

- Gradul de independență a băncilor centrale a fost istoric supus unor schimbări care au oglindit ciclicitatea crizelor economice și financiare
- În principiu, statutul unei bănci centrale reflectă interacțiunea a trei factori:
 - ✓ Gradul de globalizare
 - actorii sistemului financiar globalizat cer predictibilitate și „ordine monetară” – o bancă centrală independentă satisface această cerere oferind stabilitatea prețurilor și stabilitate financiară
 - ✓ Capacitatea redistributivă
 - guvernele îndatorate excesiv ar fi avantajate de o inflație mai ridicată, în timp ce actorii economici cu venituri fixe ar avea de pierdut
 - doar o bancă centrală independentă se poate opune presiunilor în această direcție
 - ✓ Poziția financiară a băncii centrale
 - operațiunile de relaxare cantitativă au potențialul de a genera pierderi mari pentru băncile centrale
 - dincolo de un anumit prag, un capital negativ poate compromite independența băncii centrale, chiar dacă aceasta ar continua să existe din punct de vedere legal (Cukierman, 2011)

Limitele transparenței

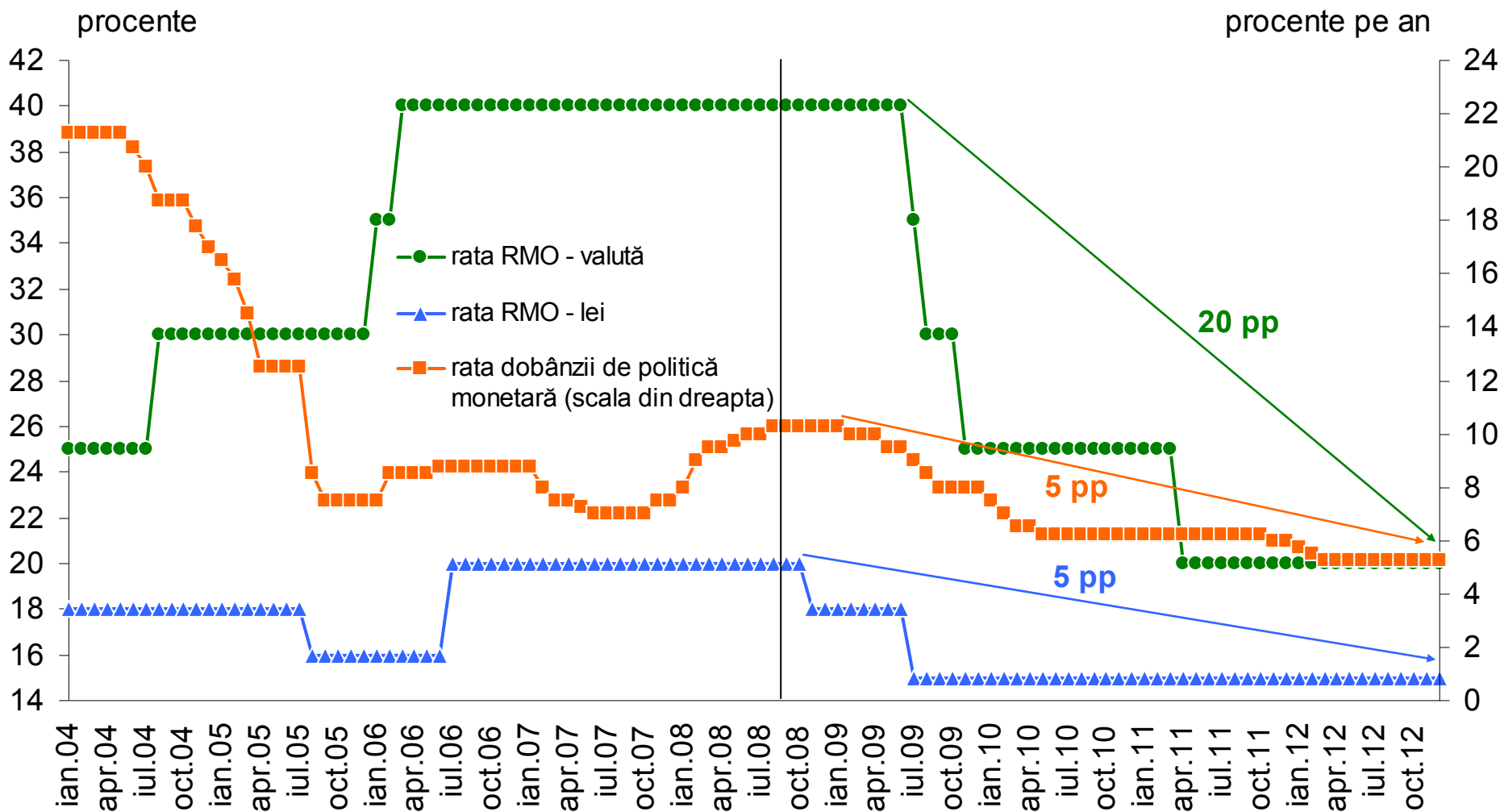
- Transparența deplină a procesului decizional este considerată ca un remediu în ceea ce privește deficitul controlului democratic asupra băncilor centrale
- Dezavantajele nu trebuie însă ignorate:
 - ✓ Posibilitatea de a identifica explicit „ulii” și „porumbeii” îi face de obicei pe ultimii mai populari în rândul publicului și comunității de afaceri → șanse mai mari de a obține sprijin politic viitor → distorsionarea motivațiilor: vot în funcție de popularitatea unei anumite opțiuni de politică
 - ✓ Formularea opțiunilor în funcție de popularitatea generată de acestea apare drept periculoasă
 - politica monetară este tot mai mult o știință în care judecata informată joacă un rol esențial
 - popularitatea nu este un criteriu de adevăr
- Cukierman (2009): „Nivelul optim de transparență este probabil unul intermediar”

Cât spațiu pentru compromis există?

- Provocările ultimilor cinci ani nu ar trebui să facă uitate lecțiile ultimilor 50 de ani
 - ✓ Așteptările inflaționiste nu pot fi ignorate
 - ✓ Spațiul pentru compromis depinde de cât de bine sunt ancorate anticipațiile
 - ✓ Deciziile de a acomoda și alte obiective nu trebuie să pericliteze asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu
 - ✓ Independența băncilor centrale este intrinsec legată de performanța în atingerea obiectivului stabilității prețurilor
 - ✓ Transparența nelimitată nu are doar avantaje

V. Politica monetară în România

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



Sursa: Banca Națională a României

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

România nu a renunțat la flotarea controlată

- Adâncime redusă a pieței valutare
- Concentrarea intrărilor de capital într-un interval scurt (2004-2008) → presiuni puternice în sensul aprecierii (risc de manifestare a „Boliei olandeze”) → expansiunea creditului în valută → obstrucționarea canalului dobânzii
- Utilizarea intervențiilor pe piața valutară pentru a evita supraevaluarea leului → acumularea de rezerve valutare (utilizate parțial pentru atenuarea deprecierii după declanșarea crizei)

Transparența deciziilor de politică monetară ale BNR

- BNR asigură transparența în ceea ce privește rezultatul dezbaterilor din Consiliul de administrație și motivația poziției instituționale adoptate prin:
 - ✓ Comunicate de presă, rapoarte anuale transmise Parlamentului, rapoarte asupra stabilității financiare, rapoarte asupra inflației
 - ✓ Seminarii
- Cu toate acestea, BNR nu face public întregul parcurs care conduce la formularea deciziei de politică monetară
 - ✓ Nu sunt publice:
 1. „scorul” votului din forul decizional
 2. modul în care fiecare dintre membrii Consiliului de administrație a votat
 3. minutele ședințelor Consiliului de administrație conținând argumentațiile individuale ale membrilor în favoarea pozițiilor lor

Bibliografie selectivă

- Blanchard, Olivier,
Dell' Ariccia, Giovanni,
Mauro, Paolo “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF Staff Position
Note 10/03, 2010
- Cukierman, Alex “The Limits of Transparency”, Economic Notes, 38,
Issue 1-2, 2009
- Cukierman, Alex “Central Bank Finances and Independence –
How Much Capital Shoud a Central Bank Have”,
în “The Capital Needs of Central Banks“, Routledge
Publishing House, 2011
- Fischer, Stanley “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View
Correct?”, IMF Lecture, New Orleans, 2001
- Friedman, Milton “The Role of Monetary Policy”, The American Economic
Review, vol. 58, No. 1, 1968

Bibliografie selectivă (2)

- Issing, Otmar “Asset Prices and Monetary Policy”, Conferința Monetară Anuală a Cato Institute, Washington D.C., noiembrie 2008
- James, Harold “Central Banks: Between Internationalization and Domestic Political Control”, Conferința BRI cu tema “The future of central banking under post-crisis mandates”, iunie 2010
- King, Mervyn “The Inflation Target Five Years On”, discurs susținută la London School of Economics, 29 octombrie 1997
- 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
- Phelps, Edmund “Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium”, Journal of Political Economy 76, 1968

Bibliografie selectivă (3)

- Stiglitz, Joseph “Rethinking Macroeconomics: What Went Wrong and How to Fix It”, Adam Smith Lecture, European Economic Association Annual Congress, Glasgow, august 2010
- Tobin, James “Monetary Policy: Recent Theory and Practice”, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1187, 1998
- 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>)