

Conducerea politicii monetare și divina coincidență

Interviu acordat publicației „Business Standard”, în data de 25 august 2009

Lucian Croitoru

Tot mai mulți analiști și oameni de afaceri vorbesc despre nevoia iminentă ca BNR să reducă rata dobânzii de politică monetară mai agresiv. Argumentul lor principal este că economia a scăzut dramatic în T2 2009. Cei care împărtășesc această viziune asumă implicit că banca centrală trebuie să intervină pentru a stabiliza producția aproape de potențialul ei.

Ei au un bun suport în faptul că cele mai multe studii academice despre politici monetare optime presupun că o bancă centrală are două obiective: ținerea inflației la niveluri joase și stabile și minimizarea diferenței dintre producție și nivelul ei potențial (*gap*-ul producției). În practică, politica optimă ia deseori forma unei funcții Taylor. Băncile centrale, inclusiv BNR, stabilesc rata dobânzii pe termen scurt în funcție de inflație și de *gap*-ul producției. În aceste modele, inflația vine de la o ecuație Phillips în care producția depășește nivelul ei potențial și anticipațiile inflaționiste cresc. Cei care susțin că BNR ar trebui să reducă mai agresiv dobânda neglijează incertitudinile privind formarea anticipațiilor și inerția inflației, așa cum am arătat în Business Standard din 11 august, dar și slăbiciuni ale curbei Phillips datorate parțial incertitudinilor legate de *gap*-ul producției.

Gap-ul actual al producției în România este de aproximativ -8 procente. Fiind surprinzător de mare, el alimentează propunerile de reducere mai fermă a ratei dobânzii. Dar *gap*-ul suferă de unele lipsuri majore care fac necesară luarea lui cu multă precauție. Primul, potențialul nu poate fi calculat cu suficientă precizie. Utilizând judecata, Alan Greenspan a identificat creșterea productivității de la mijlocul anilor '90 din SUA fără ca estimările *gap*-ului să arate acest lucru. Al doilea, estimările econometrice surprind schimbările contemporane cu întârziere de ani (Blinder, 2006). Este posibil ca *boom*-ul din perioada 2004-2008 sau actuala criză să fi modificat *trend*-ul PIB-ului (implicit al *gap*-ului) într-un mod neidentificabil în prezent. Al treilea, nu este cert că *gap*-ul urmează variații line (Hall, 2005). Hall a propus chiar renunțarea la *gap*-ul de producție.

Aceasta ne duce la divina coincidență și la incertitudini asociate cu ea. Divina coincidență este o situație ideală pentru un decident de politică monetară deoarece presupune că stabilizarea inflației la nivelul țintei ar asigura și stabilizarea *gap*-ului de producție la nivelul relevant pentru bunăstare. Astfel, estimarea și stabilizarea *gap*-ului nu ar trebui să mai fie o preocupare. De exemplu, în cazul concret al României, BNR ar trebui să nu aibă nicio problemă în a stabili rata

dobânzii la niveluri care asigură atingerea țintei de inflație stabilită împreună cu guvernul. Legea stabilește că BNR are două obiective: stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară. Deoarece nu se specifică scopul stabilizării producției, s-ar putea spune că legea presupune existența divinei coincidențe în mod implicit.

Tobin (1996) spunea că „Corolarul la dedicarea politicii monetare stabilității prețurilor este indiferența oficială față de rezultatele macroeconomice reale”. Dar nu există o demonstrație convingătoare despre (in)existența divinei coincidențe, iar studiile empirice confirmă ambiguu o ipoteză sau alta. În consecință, BNR calculează *gap*-ul producției, dar îl ia în considerare cu precauție și corelat cu alte variabile atunci când asigură atingerea celor două obiective.