

## **“Nu am fost fundamentalişti în ceea ce priveşte ţintirea inflaţiei”**

Interviu cu Mugur Isărescu, guvernatorul Băncii Naţionale a României, 25 feb. 2008

*Ionuţ Bălan*

Aţi declarat, în decembrie 2004, citez: “O relaxare monetară în speranţa stimulării creşterii economice şi reducerii şomajului este sancţionată de piaţă, prin deprecierea cursului şi creşterea presiunilor inflaţioniste”. Să înţelegem că relaxarea fiscală se face vinovată pentru deprecierea leului şi presiunile inflaţioniste din acest moment?

Nu, nu se poate face o corelaţie directă de acest fel. La o analiză mai atentă - văzând şi comportamentul monedelor ţărilor vecine care au aderat la Uniunea Europeană înaintea noastră -, am putea fi mai degrabă înclinaţi să vorbim de un ciclu de 2-3 ani de suişuri şi coborâşuri ale monedei naţionale. În consecinţă, cred că principalul factor care a contribuit la aşa-zisa depreciere de 15-18% a fost chiar aprecierea exagerată, nesustenabilă la care ajunsese leul în prima jumătate a anului 2007.

Dacă în locul unui calcul pe extreme de la 3,1 la 3,8 lei/euro, cum se utilizează frecvent în ultimele săptămâni în presă, am face o evaluare pe medii - de exemplu, media lunilor ianuarie şi februarie comparativ cu media întregului an precedent - am ajunge la concluzia unei deprecieri a leului de 7-8 puncte procentuale, şi atunci aş putea să fac următoarea afirmaţie: Această depreciere reprezintă o corecţie având în vedere că atât politica fiscală, dar mai ales politica veniturilor nu au ajutat menţinerea trendului de apreciere nominală a leului.

Politica fiscală, politica salarială... dar relaxarea monetară n-a avut niciun rol? Mulţi analişti au criticat banca centrală atunci când a redus dobânda de politică monetară la 7%. A fost o eroare calculată sau a picat şi BNR în capcana anticipaţiilor optimiste?

Nu, n-am picat în această capcană. Şi, ca să înţelegeţi mai bine cum judecăm, vă amintesc că piaţa a redus dobânzile în acea perioadă nu numai de la 8,75 la 7%, ci chiar până la 2%. Şi acest lucru a fost pe undeva o reacţie normală, pentru că cererea exagerată de lei de după liberalizarea totală a contului de capital, manifestată în principal din partea capitalurilor volatile, trebuia descurajată de banca centrală. Cerere exagerată reflectată de îndemnul rapoartelor principalelor bănci occidentale: „Rămâneţi long pe lei!”. Cum putea să reacţioneze o bancă centrală la o asemenea cerere văzută şi într-o creştere a cursului dincolo de un nivel, despre care cel puţin bunul-simţ ne spunea că nu este sustenabil!

### Țintind cursul de schimb în locul inflației?

Nu am ținut un anumit nivel de curs, ci am acceptat faptul că economia reală - preponderentă în România - nu poate supraviețui variațiilor mari de curs determinate de economia financiară. În condițiile mișcărilor libere de capital, ceea ce i s-a întâmplat leului s-a întâmplat și altor monede. Atunci când avem fluctuații masive ale cererii de monedă - pe partea financiară, nu pe partea economiei reale -, o opțiune este să lăsăm leul să floteze liber și cererea de monedă se ajustează prin mișcarea de curs. Ori putem considera că leul financiar se află abia la începuturi, piețele nu sunt suficient de adânci - nu sunt maturizate, tind să exagereze - și că economia românească nu era și nu este pregătită pentru o flotare liberă și drept urmare flexibilizăm și alte variabile monetare. Cu alte cuvinte, nu am fost fundamentaliști în ceea ce privește ținerea inflației și nu am luat ca dogmă faptul că această strategie ar presupune flotarea liberă a cursului.

În urmă cu două-trei luni v-ați exprimat nedumerirea în legătură cu faptul că mărfurile alimentare au o pondere mult mai ridicată în coșul de consum decât la vecinii noștri care au aderat la Uniunea Europeană.

Da. Și vă întrerup ca să vă spun că nedumerirea este legată numai de o chestiune statistică. INS calculează inflația pe baza bugetelor de familie, pe când vecinii noștri din sud, de exemplu, o calculează, din 2007, pe baza conturilor naționale. Majoritatea țărilor europene calculează indicele prețurilor de consum fie pe baza conturilor naționale, fie pe o mixtură: conturi naționale și bugete de familie. Doar noi am rămas cu o asemenea „tehnologie”.

Permiteți-mi să-mi termin ideea. Voiam să vă întreb dacă reducerea ponderii mărfurilor alimentare de la 38,92% în 2007 la 37,5% în 2008 se apropie mai mult de așteptările dv.

Nu se apropie de așteptările mele și, apropo de ce v-am zis anterior, la vecinii noștri bulgari ponderea alimentelor și băuturilor nealcoolice e de 24% în calculul indicelui armonizat al prețurilor de consum. Pe când la noi ponderea alimentelor este de 35%. Diferența o face metodologia de calcul. Eu nu cred că la vecinii bulgari ponderea alimentelor e total diferită, nu consumă total deosebit comparativ cu românii. În cursul acestui an, Banca Națională și Institutul Național de Statistică vor face o analiză pentru a lămuri și această chestiune, care este mai degrabă de metodologie statistică decât de politică. O chestiune care are însă implicații, uitați-vă cum dv aveți nedumeriri și interpretați o declarație a guvernatorului. Are implicații, dar nu de natură să ne jucăm cu ponderile ca să atingem o țintă de inflație.

Deci BNR nu țintește inflația cu ponderile de la INS?

Cătuși de puțin. Este o chestiune statistică. N-am prezentat-o nici ca un factor care ne-a ajutat, nici ca unul care nu ne-a ajutat. Datele statistice oficiale trebuie luate ca atare din moment ce opțiunea noastră a fost clară: ținim un indice al prețurilor de consum stabilit nu de banca centrală, ci de statistica națională.

Ministrul economiei și finanțelor a declarat la conferința de presă la care ați participat și dv, și primul-ministru, citez: “Deși nu este atributul nostru direct, prin politicile noastre putem influența evoluția prețurilor”. Se poate admite că redimensionarea ponderilor și măsurile care se vor lua la nivelul prețurilor administrate vor exercita un „control asupra prețurilor” care să reducă efectele relaxării politicilor economice din anii precedenți?

Repet, mișcarea ponderilor luate în calculul indicelui prețurilor de consum este o chestiune pur statistică. Nu are nicio conotație politică, mai ales de politică economică. Vă adresez rugămintea să mai așteptați până când vom face acea analiză, pentru că multe lucruri sunt apanajul Institutului Național de Statistică.

În literatura de specialitate se spune că politicienii încearcă să rezolve problemele pe termen scurt crescând cantitatea de bani, ceea ce duce la inflație, iar apoi sunt tentați să corecteze consecințele nefaste ale politicilor lor prin controlul prețurilor. Nu suntem într-o asemenea secvență?

Nu, dacă eram într-o asemenea secvență, mișcarea la gaze naturale din februarie era amânată până după alegeri.

Domnule guvernator, leul vi se pare supraevaluat?

Pentru a stabili dacă o monedă este supraevaluată sau subevaluată e necesar să ne raportăm la un curs de echilibru. Iar cursul de echilibru este o noțiune dificil de stabilit chiar și pentru superspecialiști. Vă amintesc, de exemplu, că acel curs central cu care intră o țară în zona euro este considerat un curs de echilibru, și la stabilirea lui contribuie trei factori: piața, evaluările (care înseamnă estimări, judecăți) și negocierile politice multilaterale. Deci dintr-o dată avem trei grupe extrem de mari de factori. A doua remarcă necesară pentru a vă putea răspunde la întrebare este că acest curs de echilibru e privit în dinamica lui. Mai ales într-o țară care practică flotarea cursului. Politica ratei flexibile este diametral opusă sistemului de „currency board” - prin care se stabilește paritatea, cursul, și în funcție de acest etalon celelalte mărimi macroeconomice cresc sau scad, inclusiv cele din economia reală.

În condițiile unui curs flotant, rata de schimb este folosită și ca element de politică economică, deci poate fi utilizată la recâștigarea unor echilibre care cu greu pot fi asigurate numai prin mișcarea indicatorilor din economia reală. Având în vedere această dinamică, este extrem de periculos să spui cursul de echilibru este de atât sau de atât. Pentru că el se referă categoric la un context, la un moment dat, dar și la lipsa altor măsuri. Pe șase luni putem avea, în alte condiții, un cu totul alt curs de echilibru. Luând aceste precauții, părerea mea este că pentru situația actuală a economiei românești intervalul în care a variat cursul în primele două luni ale acestui an pare a fi o plajă sustenabilă.

Așadar, cursul nu este supraevaluat din moment ce se găsește într-o „plajă sustenabilă”, dar de ce România a fost afectată mai mult de ieșiri de fonduri decât Polonia sau Cehia?

Vă referiți, desigur, la capitaluri pe termen scurt? Fiindcă nu este vorba de retrageri de capitaluri materializate în investiții străine directe. Și apoi cursul s-a găsit la niveluri nesustenabile și clar supraapreciate în prima parte a anului trecut. Am amintit de acele indicații „long pe leu”. România a fost afectată de intrări masive de capitaluri. S-a pariat puternic pe leu. Apoi jucătorii s-au răzgândit!

Da, dar dacă ne uităm la capitalurile intrate în Polonia și Cehia, ele au fost relativ similare ca mărime celor din România și n-au ieșit atât de mulți bani.

Dacă facem comparația România 2007 cu Polonia sau Cehia 2007 greșim din start. Ultimele două state se aflau de trei ani în Uniunea Europeană. Deci comparația dintr-odată suferă. Dacă vreți să comparăm leul din 2007, ar trebui să-l raportăm la zlotul din 2004. Iar dacă vă uitați la evoluția cursului monedei poloneze, veți vedea o creștere puternică, urmată de o scădere masivă în perioada ante și postaderare, evoluție care seamănă ca două picături de apă cu mișcarea leului între 2005 și 2007. Dacă aveți curiozitatea, vă dau graficul să vă uitați...

Am avut curiozitatea, numai că după acele ieșiri Polonia a rămas cu mai multă economie în spate decât România.

N-aveți niciun indicator palpabil pe care să vă bazați această sentință.

Dezvoltarea bursei de la Varșovia, amplificarea excedentului comercial pe relația cu România...

Bun, putem să spunem că ieșirile de capitaluri pe termen scurt din România, din 2007-2008, au fost legate și de un moment de criză internațională care n-a existat în 2004. Analiza factorială este dificilă, dar oricum nu cred că vă fundamentează argumentația. Tema o putem dezvolta într-o altă întrevvedere. Ceea ce pot să vă spun este că în vara lui 2007 leul era categoric supraevaluat, iar în prezent pare la niveluri mult mai sustenabile, dacă ne uităm la indicatorii macroeconomici și la piață. Ceea ce aș vrea să se rețină este că la baza unei aprecieri nominale de durată a leului nu poate fi decât câștigul de productivitate acumulat în timp. Or, ce constatăm noi în prezent: un astfel de câștig, acumulat în perioada 2000-2005, chiar dacă a fost substanțial, a început să se erodeze în ultimii doi ani. România pare că merge către o altă opțiune. Nu dorește să conserve, să păstreze aceste câștiguri de productivitate într-o apreciere reală și nominală a leului, ci să le utilizeze imediat, sub forma creșterilor salariale peste productivitate. Cele două noțiuni se exclud una pe cealaltă.

Sugerez să închidem aici discuția despre „marea depreciere” a leului din ultimele șase luni. Depreciere care... este de fapt o corecție a cursului de la niște niveluri total nesustenabile, atinse în perioada mai-septembrie 2007. De altfel, cred că această perioadă de apreciere exagerată nu a fost suficient de lungă ca efectele să se ducă în altă parte decât la nivel psihologic.

Ați spus în 2005, citez: "Nu trebuie să descoperim roata carului, exemplul altor țări, cum ar fi cele din Asia, arată riscul mare de criză financiară asociat cu explozia creditului în valută". În ce măsură inflația, creșterea cursului euro-leu, majorarea dobânzii de politică monetară și deprecierea perspectivei de rating amplifică acest risc?

Inflația mai mare decât în zona euro, asociată cu creșteri substanțiale de salarii, duce la erodarea bazei de apreciere a leului, ceea ce se reflectă și în deteriorarea contului curent. În consecință, cei care iau, de exemplu, un credit în valută mizând pe faptul că acesta pare să aibă un cost mai scăzut decât un credit în lei, ar trebui, în mod evident, să ia în calcul și evoluția viitoare a cursului de schimb. Din păcate, aici orice prognoză este mai mult decât precară. Uitați-vă chiar la estimările care apar zilele acestea în presa de specialitate din România. Sunt analiști care mai vorbesc de 4 lei/euro în a doua parte a anului și analiști care spun că în semestrul al doilea vom asista la reveniri spre 3,3-3,4 lei/euro. Ce învățăminte putem deci trage după ce am văzut ce s-a întâmplat în a doua jumătate a anului trecut? O mișcare imprevizibilă a cursului de schimb poate să facă un debitor să constate pe propria piele că între socoteala de-acasă și cea din târg e o diferență mare.

Aș vrea să mai semnalez ceva. Am citit pentru prima oară - într-un cotidian - un îndemn la un calcul de prudență. Cineva a spus: „Da, creditul în valută pare să fie mai ieftin decât cel în lei, dar numai până la cursul de schimb de... Dacă s-ar depăși acele niveluri de curs, cel care a luat credit în valută va avea de suferit”. La acest lucru ar mai trebui adăugat disconfortul, uneori enorm, în urmărire la televizor și în ziare suișurile și coborâșurile nenumărate pe care le va avea leul nominal până în momentul în care România va adera la zona euro. Firește, și reciproca e adevărată. Dacă diferențialul de inflație ar fi mult mai mic, bineînțeles că și probabilitatea de a avea mișcări violente de curs ar scădea.

Ați vorbit la ultima conferință de presă de pericolul creditării în franci elvețieni. Dacă doriți să detaliați.

Euro este moneda la care ne referim și pe care o vom ținti în momentul intrării în Mecanismul Ratelor de Schimb (ERM2). Francul elvețian nu are această valență. El poate să evolueze total independent față de euro și, în consecință, față de leu. Dacă prognoza cursului euro/leu în următorii ani e greu de făcut, vă închipuiți cât de dificil este de estimat raportul franc/leu. Pentru că nu e vorba doar de evoluția leului, ci și de cea a francului. Moneda națională a României a devenit internațional convertibilă. Este o inducere în eroare ca la o mișcare de curs să se spună numai așa: Leul a crescut față de francul elvețian. Este foarte posibil ca francul elvețian - care este total independent față de noi - să aibă o evoluție în sus sau în jos și într-o mișcare de curs nu știi cât aparține, de fapt, leului și cât francului. Și ar mai fi un risc de adăugat: uitându-ne în trecut, dar nu foarte departe - la ultimii 40-50 de ani -, francul elvețian a fost monedă de refugiu. În momente de mari turbulențe internaționale el se poate aprecia considerabil atât față de leu, cât și față de euro. Și atunci, ce pare acum ieftin privind de pe latura dobânzii se poate dovedi extrem de scump dacă ne uităm din perspectiva cursului. Debitorul poate chiar constata că are de plătit dublu față de ce a calculat.

În ultimii ani băncile au redus marjele de dobândă, dar le-au transferat în comisioane, care au preluat o parte a costului cu dobânda. Care e părerea băncii centrale în legătură cu acest aspect, având în vedere că astfel se distorsionează canalul de transmisie al dobânzii de politică monetară?

Pe măsură ce crește concurența în sistemul bancar, aceste subterfugii se vor diminua și vor dispărea. Abuzul de comisioane oricum nu este încurajat de banca centrală.

Imediat după intrarea în UE s-a vorbit de necesitatea unui mix de politici care să facă din criteriile de trecere la euro punctul nodal. Dv ați spus că dezinflația mai are nevoie de 3-4 ani de consolidare, timp în care Guvernul să încheie reformele structurale rămase. Economistul-șef al BNR a declarat că "o perioadă de 5 până la 7 ani pentru adoptarea euro nu este nici lungă, nici scurtă, ci optimă, cu condiția să nu relaxăm ritmul reformelor". Din păcate, Guvernul n-a trecut la reformele pe care i le-ați sugerat, iar dezinflația neconsolidată s-a transformat într-o inflație consolidată. În ce an mută data trecerii la euro ultimele evoluții ale inflației?

Anul 2008 este unul crucial. Cu toate că cineva încă se mai poate amăgi spunând că mai este până în 2012-2014, trebuie reținut că derapajele din economie și din sistemul financiar se corectează extrem de greu. Cu alte cuvinte, bătălia pe care a început-o Banca Națională în 2008, în sensul de a readuce inflația pe trend descendent și a ne reîncadra în marjele propuse, are nu doar un obiectiv pe termen scurt, ci și unul pe termen mediu. Într-o altă formulare, accept sugestia din întrebarea dv. Dacă în 2008 și 2009 nu vom reuși să venim cu inflația pe trend descendent, bineînțeles că ne va fi greu să adoptăm euro în 2012-2014. Iar această revenire a inflației pe un trend descendent trebuie să se facă într-o manieră sustenabilă, nu prin utilizarea excesivă a dobânzii și a cursului, nu prin amânare reformelor structurale, nu prin amânarea majorării prețurilor administrate.

Ce contează mai mult într-o economie: cantitatea de bani de pe piață sau cea de bunuri și servicii?

Echilibrul dintre cele două. Iar acest echilibru este dinamic. Știți care e paradoxul teoriei monetare? În țările cu inflație ridicată, cantitatea de bani pare să fie mare, dar, raportată la PIB-ul nominal, devine relativ mică, fiindcă banii se evaporă. Fuga banilor se vede în creșterea vitezei de circulație. Pe când într-o economie stabilizată, unde apare elementul încredere, viteza de circulație a banilor scade, ceea ce face ca pe unitatea de PIB să fie mai mulți bani.