



Banca Națională a României

Conferința anuală a Asociației Europene de Istorie Bancară

7-9 iunie 2012

Politica monetară în perioada tranziției. Gestionarea modificărilor de paradigmă

Mugur Isărescu
Guvernator

Introducere

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% 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% 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”.

Introducere (2)

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. Am fost martor la apusul unei ere și răsăritul alteia.

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.

Introducere (3)

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 la acestea din urmă, ci mă voi concentra asupra acelor modificări de paradigmă care au constituit provocări la adresa elaborării politicii monetare în România în perioada de tranziție.

Structura prezentării

- I. De la ancore monetare la țintirea inflației
- II. Regimuri de curs de schimb: de la flotare controlată la regimuri extreme și înapoi
- III. Restricționarea versus liberalizarea fluxurilor de capital
- IV. Băncile cu capital străin – avantaj sau vulnerabilitate?
- V. Obiectivul băncii centrale: ar trebui adăugată stabilitatea financiară?
- VI. Inflație scăzută versus inflație moderată

De la ancore monetare la țintirea inflației

- Începutul anilor '90: strategiile monetare bazate pe o ancoră nominală continuau să fie dominante
 - ✓ Țintirea inflației (TI) era încă un element de noutate
- România a optat, la momentul respectiv, pentru țintirea agregatelor monetare
 - ✓ Nivel prea scăzut al rezervelor valutare pentru a apăra un curs de schimb fix
 - ✓ Acorduri *stand-by* cu FMI, care conțineau ținte indicative ale agregatelor monetare
 - ✓ Nu era îndeplinită niciuna dintre condițiile adoptării TI și nu fusese demonstrată adecvarea acesteia pentru economiile emergente

De la ancore monetare la țintirea inflației (2)

➤ Sfârșitul anilor '90 – începutul anilor 2000:

- ✓ Țintirea agregatelor monetare s-a dovedit ineficace
 - România: acumulare de arierate, care acționau ca substitut al banilor
- ✓ Majoritatea regimurilor de curs fix din Europa Centrală și de Est fuseseră abandonate (Polonia, Republica Cehă, Ungaria)



- ✓ Țintirea inflației a devenit opțiunea statelor mai mari din Europa de Est
 - Economii mici, deschise → vulnerabilitate la șocuri ale cursului de schimb → teamă de flotare → **întrebarea esențială**: ce abordare trebuie adoptată în cazul unor fluctuații ample ale cursului de schimb?

➤ România a adoptat țintirea inflației în 2005

- ✓ Tranziție lină de la o strategie monetară la alta
- ✓ Opțiune pentru „*IT lite*” (menținerea regimului de flotare controlată a cursului de schimb)

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

- **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
- **Anterior crizei:**
 - ✓ Stabilirea conduitei de politică monetară era complicată de intrările masive de capital
 - Conflict între ținta de inflație și echilibrul extern
 - Presiuni de apreciere nominală
 - Constrângeri în stabilirea nivelului adecvat al ratei dobânzii de politică monetară

Regimuri de curs de schimb: de la flotare controlată la regimuri extreme și înapoi (2)

- 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 izbucnirea crizei)

Regimuri de curs de schimb: de la flotare controlată la regimuri extreme și înapoi (3)

- **Perioada postcriză:** chiar și băncile centrale cu un angajament puternic față de flotarea liberă au fost nevoite să accepte intervenții pe piața valutară
 - ✓ Când, cât și strategii de ieșire din practica intervențiilor
- **Închiderea cercului:** flotarea controlată este din nou preferată

Restricționarea versus liberalizarea fluxurilor de capital

- Anterior anilor '70, erau aplicate controale de capital, dar cu un cost ridicat
 - ✓ Băncile inovau mai puțin, limitau creditarea la firme mari și operau mai puțin eficient
- Anii '90: la începutul decadei, liberalizare a conturilor de capital pe scară largă; abordare nuanțată ulterior crizei din Asia (Camdessus, 1998)
 - ✓ României i s-a recomandat de către FMI să amâne liberalizarea fluxurilor de capital de natură monetară, însă aderarea la UE era condiționată de liberalizarea deplină a contului de capital
- Măsurile de control al fluxurilor de capital s-au bucurat din nou de susținere spre sfârșitul anului 2009, când intrările de capital în economiile emergente păreau să se revigoreze

Restricționarea versus liberalizarea fluxurilor de capital (2)

- Măsurile micro și macroprudențiale sunt eficace în eliminarea riscurilor asociate intrărilor de capital
- Precauție în utilizarea măsurilor prudențiale, întrucât acestea pot, de fapt, să stimuleze intrările de capital și, astfel, să acționeze în sens opus politicilor macroeconomice
- Mixul de politici economice trebuie să maximizeze beneficiile intrărilor de capital concomitent cu protejarea economiei de riscurile asociate
- Creșterea economică sustenabilă depinde de piețele libere → măsurile de control al fluxurilor de capital trebuie luate în considerare doar în ultimă instanță (sau deloc)
- Măsurile prudențiale trebuie formulate astfel încât distorsiunile generate să fie cât mai reduse și trebuie utilizate numai după epuizarea tuturor opțiunilor macroeconomice

Restricționarea versus liberalizarea fluxurilor de capital (3)

- Intrări de capital considerabile în contextul liberalizării contului de capital în România
 - ✓ Inclusiv linii substanțiale de finanțare primite de băncile cu capital străin de la instituțiile-mamă

↓

- Creștere rapidă a creditului, mai ales a celui în valută

↓

- BNR a trebuit să recurgă la inovații pentru a atenua riscurile la adresa stabilității financiare
 - ✓ Rate înalte ale RMO (40% pentru pasivele în valută, 20% pentru pasivele în lei la sfârșitul anului 2007)
 - ✓ Măsuri neortodoxe cu caracter prudențial și administrativ (limitarea expunerii băncilor la riscul valutar, înăsprirea standardelor de creditare pentru populație)

↓

- ✓ Efecte de scurtă durată, deoarece băncile au descoperit modalități de eludare a reglementărilor (externalizarea portofoliilor)

Băncile cu capital străin – avantaj sau vulnerabilitate?

- Europa Centrală și de Est este singura regiune din lume în care băncile cu capital străin sunt dominante ca pondere în totalul activelor
- Prezența grupurilor bancare internaționale era considerată un avantaj din punct de vedere al accesibilității finanțării și al managementului, ...
- ... dar criza a relevat anumite vulnerabilități
 - ✓ Risc sporit de contagiune (criza din Grecia)
 - ✓ Scăderea ratingului pentru țara de origine a capitalului (Austria)

Băncile cu capital străin – avantaj sau vulnerabilitate? (2)

România

- Privatizarea băncilor a fost considerată esențială pentru progresul restructurării întreprinderilor cu capital de stat ineficiente (prin intermediul constrângerilor bugetare tari)
- Începând cu anul 2006, băncile cu capital străin au deținut circa 80% din capitalul și activele sistemului bancar



- Adâncirea intermedierei financiare, îmbunătățirea serviciilor financiare (produse noi, *know-how*), dar și...
- ... euroizarea economiei, complicații în formularea politicii monetare și, mai recent,...
- ... dezintermedierea accelerată, facilitarea arbitrajului între reglementări

Obiectivul băncii centrale: ar trebui adăugată stabilitatea financiară?

Cadrul convențional de gândire înainte de criză

- **Inflația constituie principala sursă de instabilitate financiară**



Asigurarea stabilității prețurilor este o condiție (aproape) suficientă pentru promovarea stabilității financiare



Asigurând niveluri reduse ale inflației, băncile centrale contribuie decisiv la stabilitatea financiară și la sustenabilitatea creșterii economice

- **Separarea netă a funcțiilor de asigurare a:**

- ✓ **stabilității prețurilor**
- ✓ **stabilității financiare**

pentru simplificarea conceperii și implementării politicilor, prin evitarea conflictelor la nivelul obiectivelor acestora

- **Piețele dispun întotdeauna de capacitatea de a se autocorecta → nu se impun intervenții ample ale autorităților pe piețe**

Obiectivul băncii centrale: ar trebui adăugată stabilitatea financiară? (2)

Criza a invalidat anumite concepte promovate de cadrul convențional de gândire

- Criza financiară globală a izbucnit în anul 2007 într-un mediu economic caracterizat prin niveluri reduse ale inflației (Marea Moderație) → stabilitatea prețurilor nu garantează stabilitatea financiară
- „Curățarea” consecințelor crizei financiare (*mopping-up*) s-a dovedit mult mai costisitoare decât intervenția autorităților pentru limitarea sau corectarea dezechilibrelor într-o fază timpurie a manifestării acestora (*leaning against the wind*)
- Costurile asociate distorsiunilor generate de un nivel relativ ridicat al inflației pot fi mai puțin importante decât pierderile provocate de distorsiunile din sectorul financiar
- Provocările complexe actuale la adresa stabilității financiare și economice necesită identificarea și coroborarea unui număr mare de informații în vederea formulării de politici adecvate → este de dorit integrarea funcțiilor stabilității prețurilor și stabilității financiare într-o singură instituție

Obiectivul băncii centrale: ar trebui adăugată stabilitatea financiară? (3)

- Preocupare timpurie pentru stabilitatea financiară în România
 - ✓ Păstrarea funcției de supraveghere de către banca centrală
 - ✓ Stabilirea unui nivel minim al ratei solvabilității, superior nivelului standard de 8%
 - ✓ Cadrul instituțional care reflectă atenția sporită acordată stabilității financiare
 - Crearea Direcției Stabilitate Financiară în anul 2004
 - Publicarea Raportului anual asupra stabilității financiare începând cu anul 2006
 - Înființarea Consiliului Național pentru Stabilitate Financiară în anul 2007; președinte în funcție: Guvernatorul BNR
 - ✓ Intervenții pe piața valutară în scopul evitării aprecierii excesive a monedei naționale, justificate de preocuparea legată de posibila destabilizare a sistemului financiar ca urmare a corecției inerente

Inflație redusă versus inflație moderată

- În ultimii 20 de ani, inflația redusă și stabilă a devenit principalul și, uneori, singurul obiectiv al politicii monetare
- Totuși, menținerea unei inflații stabile nu asigură un nivel zero al deviației PIB față de potențial, atunci când economia se confruntă și cu alte imperfecțiuni în afara celor nominale
- Băncile centrale au dat dovadă de flexibilitate în implementarea politicii monetare:
 - ✓ 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

Inflație redusă versus inflație moderată (2)

- 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 relaxarea cantitativă
- Blanchard *et al.* (2010) propun modificarea țintei de inflație de la 2% la 4%
- Ipoteza lui Minsky privind instabilitatea financiară: este preferabilă o inflație mai mare în momentul spargerii unei bule speculative la nivelul prețurilor activelor, alimentată de expansiunea creditului
- O inflație moderată și stabilă corespunde în mai mare măsură conduitei *de facto* a politicii monetare din economiile emergente

În loc de concluzii

- În perioade marcate de transformări radicale, deși procesul decizional ar trebui să rămână ghidat de teorie, o politică eficace presupune ancorarea puternică în realitatea economică
- Cu toate că politica monetară se bazează în mod obișnuit pe reguli, este necesară menținerea unui anumit grad de flexibilitate

Bibliografie selectivă

- Blanchard, Olivier,
Dell' Ariccia, Giovanni,
Mauro, Paolo “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF Staff Position
Note 10/03, 2010
- Camdessus, Michel “Reflections on the Crisis in Asia”, address to the
Extraordinary Ministerial Meeting of the
Group of 24, Caracas, Venezuela, February 7, 1998
- Caruana, Jaime “Basel II – Back to the Future”, The 7th HKMA
Distinguished Lecture, Hong Kong, February 4, 2005
- Crockett, Andrew “International Standard Setting in Financial
Supervision”, Lecture at the Cass Business School,
City University, London, February 5, 2003
- Croitoru, Lucian “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

Bibliografie selectivă (2)

- Fischer, Stanley “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, IMF Lecture, New Orleans, 2001
- Goldstein, Morris “New Currency Regime of “Managed Floating Plus” Recommended for Larger Emerging Economies”, Peterson Institute for International Economics, 2002
- Minsky, Hyman “The Financial Instability Hypothesis”, The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper No. 74, May 1992
- Stiglitz, Joseph "Rethinking Macroeconomics: What Went Wrong and How to Fix It“, Adam Smith Lecture, European Economic Association Annual Congress, Glasgow, August 2010