

ROLUL POLITICII MONETARE
ÎN *MIX*-UL DE POLITICI
MACROECONOMICE

*Disertație susținută
cu ocazia decernării titlului de
Doctor Honoris Causa
al Universității de Vest*

Timișoara
8 noiembrie 2007

1. INTRODUCERE

În economiile de piață contemporane, îndeplinirea obiectivelor economice majore presupune elaborarea și implementarea unui *mix* adecvat de politici economice. Punctul de plecare în proiectarea acestui *mix* trebuie să-l reprezinte „diviziunea muncii“ între politicile economice, care stabilește în mod neechivoc cărei politici îi revine responsabilitatea atingerii unui anumit obiectiv.

Există în prezent un consens la nivelul băncilor centrale, al mediului academic și al publicului larg potrivit căruia stabilitatea prețurilor este benefică, iar politicii monetare ar trebui să îi revină sarcina asigurării acesteia. Fără sprijinul altor politici economice, există însă riscul ca stabilitatea prețurilor să fie realizată în detrimentul altor echilibre macroeconomice, ceea ce se poate dovedi în ultimă instanță un proces autoreversibil.

Pornind de la aceste premise, lucrarea de față își propune să clarifice rolul politicii monetare în cadrul *mix*-ul de politici macroeconomice, precum și modul în care aceasta trebuie să coopereze cu celelalte politici în cazul economiilor emergente și, în mod special, în economia românească.

Lucrarea este structurată pe patru capitole și se încheie cu o secțiune de concluzii. Primul capitol este consacrat problematicii obiectivelor politicii monetare, precum și unor aspecte privind formularea obiectivelor specifice ale celorlalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice, astfel încât acesta să fie echilibrat și eficient. Al doilea capitol identifică principalele priorități și provocări asociate convergenței cu standardele de viață din Uniunea Europeană, care constituie obiectivul pe termen lung al României. În al treilea capitol, sunt evidențiate vulnerabilitățile economiei românești, fiind abordați și factorii care ar putea conduce la materializarea lor. În al patrulea capitol este evaluată capacitatea politicilor economice de a răspunde provocărilor cu care se confruntă economia românească, fiind prezentate și unele direcții de acțiune pentru creșterea coerenței *mix*-ului de politici.

2. OBIECTIVELE POLITICII MONETARE ȘI „DIVIZIUNEA MUNCII“ ÎNTE POLITICILE ECONOMICE

Obiectivele politicii monetare și modalitățile prin care acestea sunt aduse la îndeplinire au reprezentat de-a lungul timpului subiectele unor dezbateri aprinse între economiști.

În perioada care a urmat Acordului de la Bretton Woods, politica monetară a fost însărcinată cu menținerea ratelor de schimb fixe, însă a acordat importanță și asigurării ocupării depline a forței de muncă la nivel național. Această abordare a fost determinată de încrederea în existența unei corelații negative permanente între șomaj și inflație, așa cum a fost aceasta evidențiată de curba Phillips. În consecință, s-a recurs la un management activ al ratei dobânzii pe termen scurt, care nu s-a dovedit eficient, anii '70 consemnând instalarea stagflației și colapsul sistemului Bretton Woods.

O viziune complet diferită asupra politicii monetare și a obiectivelor acesteia a fost promovată de monetariști, care au susținut primordialitatea stabilității prețurilor, precum și necesitatea controlului agregatelor monetare. Aceștia au arătat că stabilirea discreționară a ratei dobânzii trebuie eliminată, deoarece managementul activ al acesteia accentuează amplitudinea fluctuațiilor ciclului economic. În favoarea utilizării controlului agregatelor monetare pentru realizarea obiectivului unei inflații reduse a fost invocată, plecându-se de la ecuația lui Fischer, existența unei relații stabile între masa monetară, pe de o parte, și venitul real și nivelul prețurilor, pe de altă parte, în condițiile în care viteza de circulație a banilor era considerată constantă.

De asemenea, trebuie menționat că Friedman (1968) și Phelps (1968), reprezentanți de seamă ai curentului monetarist, sunt autorii teoriei conform căreia curba Phillips standard a fost definită eronat, deoarece nu a reușit să încorporeze anticipațiile inflaționiste. Dacă se ia în considerare efectul anticipațiilor inflaționiste, curba Phillips pe termen lung devine verticală. Drept urmare, nu se poate obține în mod sistematic o rată a șomajului inferioară celei naturale prin acceptarea unui puseu inflaționist.

Cu timpul, însă, dezvoltarea spectaculoasă a instituțiilor și a piețelor financiare a făcut tot mai dificil – și, ulterior, chiar imposibil – controlul agregatelor monetare, ca urmare a accentuării instabilității vitezei de circulație a banilor și a amplificării fenomenului de inovație financiară.

S-a ajuns la concluzia că îndeplinirea obiectivului primordial al politicii monetare nu este condiționată de controlul agregatelor monetare. În aceste condiții, utilizarea agregatelor monetare ca obiective intermediare a început să piardă teren, instrumentul de politică monetară la care

se recurge preponderent în prezent fiind rata dobânzii. Desigur că nici utilizarea ratei dobânzii nu este lipsită de dificultăți, una dintre cele mai cunoscute fiind „capcana lichidității“, numită astfel de Keynes. Niveluri apropiate de zero ale ratei nominale a dobânzii pot aduce politica monetară în incapacitate de a acționa, situație care s-a consemnat în Japonia.

Extrem de important pentru fundamentarea corectă a deciziilor de politică monetară este modul în care acestea influențează stabilizarea macroeconomică. Astfel, pe termen scurt, întărirea politicii monetare sprijină reducerea inflației, având însă un impact nefavorabil asupra creșterii economice.

Băncile centrale care utilizează în mod activ instrumentele de politică monetară disponibile trebuie să adopte cu regularitate decizii complexe în vederea minimizării funcțiilor lor de pierdere. Problema decizională a băncii centrale este formalizată, de regulă, prin minimizarea, prin instrumentele de politică monetară, a unei funcții de pierdere (L_t) de forma:

$$L_t = \sum_{j=0}^{\infty} \delta^j [(1 - \lambda)(\pi_{t+j} - \pi^*)^2 + \lambda(y_{t+j} - y^*)^2]$$

unde:

π – rata inflației

π^* – ținta de inflație compatibilă cu stabilitatea prețurilor

y – ritmul de creștere a PIB

y^* – ritmul potențial de creștere a PIB

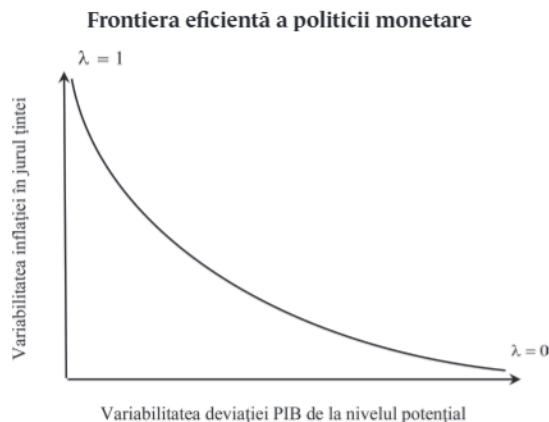
δ – coeficient dinamic de actualizare

λ – ponderea relativă atribuită obiectivului stabilizării PIB în jurul nivelului său potențial.

Dacă parametrul de preferință λ are valoarea zero, politica monetară este orientată în exclusivitate către atingerea țintei de inflație, în timp ce valoarea 1 indică situația opusă, în care se urmărește evitarea fluctuațiilor creșterii economice față de nivelul potențial.

În practică, însă, parametrul de preferință λ nu ajunge niciodată la zero, întrucât, așa cum a formulat Mervyn King (1997), „guvernatorii de bănci centrale nu sunt niște «obsedați» de inflație“. Cu alte cuvinte, oricât de mare ar fi importanța acordată stabilității prețurilor, băncile centrale nu fac abstracție de impactul deciziilor de politică monetară asupra activității economice. Ceea ce diferă este măsura în care sunt conciliate cele două obiective. Astfel, banca centrală trebuie să-și ajusteze instrumentul de politică monetară, astfel încât să stabilizeze inflația în jurul țintei centrale, fără a genera fluctuații excesive la nivelul activității economice. Compromisul practic inevitabil între variabilitatea inflației și variabilitatea PIB determină și frontiera eficientă a politicii monetare, care semnaleză performanța care poate fi atinsă în stabilizarea

macroeconomică prin aplicarea unei reguli de politică monetară (care este construită plecând de la o anumită valoare a parametrului de preferință λ).



Existența unui λ diferit de zero introduce un anumit gradualism în politica monetară: cu cât valoarea parametrului λ este mai mică, cu atât banca centrală este caracterizată printr-o abordare mai conservatoare, în sensul că atribuie o importanță mai mare reducerii inflației, manifestând o toleranță sporită față de fluctuațiile ritmului de creștere economică. De menționat că funcția de pierdere penalizează doar fluctuațiile excesive ale activității economice induse de urmărirea obiectivului stabilității prețurilor.

Abordarea graduală determinată de preocuparea privind stabilizarea deviației PIB în jurul nivelului său potențial este însoțită de obicei de necesitatea de a se evita evoluțiile bruște ale ratelor dobânzilor („netezierea“ și stabilizarea ratei dobânzii), precum și cele ale cursului de schimb, care pot pune în pericol stabilitatea financiară. De altfel, asigurarea stabilității financiare constituie un obiectiv care, în anumite perioade critice, poate căpăta precedență în fața stabilității prețurilor. În funcția de pierdere, obiectivul menținerii stabilității financiare este incorporat prin adăugarea unui termen de forma $\gamma(i_t - i_{t-1})$, care penalizează volatilitatea ratei dobânzii în baza teoriei că aceasta este puternic corelată cu stabilitatea financiară a piețelor.

Atât stabilizarea inflației în jurul țintei, cât și estimarea PIB potențial ridică unele probleme de natură teoretică și tehnică. În ceea ce privește obiectivul stabilizării inflației în jurul țintei, prima problemă pentru care trebuie identificată o soluție adecvată este cea a modalității de cuantificare a inflației. Gama de indicatori din care trebuie să se opteze cuprinde: indicele prețurilor de consum (IPC), inflația *core*, indicele prețurilor producției industriale (IPPI), indicele cheltuielilor de consum personal,

precum și dinamica salariilor (recomandată de Mankiw și Reis, 2003). Dintre acești indicatori, cel mai adecvat din punct de vedere pur tehnic este inflația *core*, în favoarea acesteia putând fi aduse trei argumente esențiale: (i) inflația *core* se află sub controlul politicii monetare, în timp ce dinamica prețurilor volatile se plasează în afara sferei de influență a acesteia, (ii) inflația *core* poate fi previzionată cu mai multă acuratețe utilizând modele de prognoză și (iii) politica monetară ar putea fi înăspriată/relaxată excesiv în condițiile țintirii IPC atunci când prețurile volatile cresc/scad. Cu toate acestea, IPC este în mod frecvent preferat inflației *core*, la baza acestei alegeri stând rațiuni de comunicare cu publicul, dată fiind accesibilitatea sa și faptul că reflectă evoluția prețurilor tuturor componentelor coșului de consum al populației.

O a doua problemă asociată obiectivului stabilizării inflației în jurul țintei se referă la alegerea nivelului inflației-țintă. În economiile dezvoltate se observă o tendință de a fixa inflația-țintă la nivelul de 2 la sută sau în imediata proximitate a acestuia. Un nivel mai redus al inflației țintite nu este considerat adecvat deoarece: (i) prețurile manifestă o tendință naturală de a crește (la o rată anuală de 2 la sută, nivelul prețurilor se dublează la fiecare 35 de ani) și (ii) nivelul-țintă al inflației trebuie să fie suficient de înalt pentru a oferi protecție împotriva deflației.

Dificultățile asociate estimării PIB potențial sunt de natură tehnică, fiind legate de: (i) absența datelor utilizabile privind stocul de capital din funcția Cobb-Douglas, (ii) existența unor măsuri multiple ale NAIRU (rata șomajului care nu determină o accelerare a ratei inflației) din funcția Phillips, mai ales în contextul în care în Europa lipsește o estimare larg acceptată a nivelului acestui indicator, iar în Statele Unite consensul cândva întrunit a dispărut, și (iii) lipsa de conținut economic a identificării lui y^* prin utilizarea unui filtru univariat (de exemplu, Hodrick- Prescott sau *band-pass*).

Necesitatea ca politica monetară să se specializeze pe urmărirea obiectivului stabilității prețurilor este foarte bine pusă în evidență de teoria economică neoclastică. Neutralitatea pe termen lung a cantității de bani relevă incapacitatea politicii monetare de a exercita un impact semnificativ asupra creșterii economice sau a șomajului pe un astfel de orizont temporal. Verticalitatea pe termen lung a curbei Phillips indică faptul că nu există o relație negativă pe termen lung între inflație și șomaj. Laurence H. Meyer (1996) subliniază că pe termen lung nici nivelul și nici rata de creștere a PIB nu pot fi afectate prin emisiune monetară: „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.“ Întrucât nu poate determina pe termen lung decât nivelul inflației, nu și al altor parametri macroeconomici,

este firesc ca singurul obiectiv care să-i revină politicii monetare să fie stabilitatea prețurilor.

Un argument suplimentar în acest sens este oferit de existența „decalajelor lungi și variabile“ (Milton Friedman, 1968) în transmisia impulsurilor politicii monetare. Ca urmare a ecartului în timp dintre momentul modificării ratei dobânzii de politică monetară și cel al manifestării efectelor acestei măsuri asupra sectorului real, este posibil ca mecanismele de autostabilizare ale economiei de piață să scoată economia dintr-o recesiune înainte ca o politică monetară expansionistă să-și facă simțit impactul. O astfel de situație reflectă foarte bine capcana recursului abuziv la „manetele de control“ ale economiei.

Un alt argument pentru specializarea politicii monetare derivă din problema inconsistenței dinamice a politicii monetare (Kydland și Prescott, 1977; Barro și Gordon, 1983). Astfel, comportamentul agenților economici depinde de așteptările pe care aceștia și le formează în legătură cu conduita viitoare a politicii monetare. În acest context, o politică monetară care se concentrează pe crearea de expansiune economică pe termen scurt va sfârși prin a fi perfect anticipată de către agenții economici. În consecință, rezultatul practicării unei astfel de politici ar putea fi o rată mai mare a inflației, în condițiile în care ritmul creșterii economice rămâne nemodificat.

În literatura de specialitate, regula Taylor este prezentată frecvent drept o descriere adecvată a modului în care se adoptă deciziile de politică monetară de către *Federal Reserve*, dar și de către alte bănci centrale. Această regulă ghidează politica monetară în vederea reconcilierii stabilității prețurilor și a ocupării depline, obiective ce sunt uneori divergente pe termen scurt. Regula Taylor definește politica de dobânzi printr-o funcție lineară având ca parametri deviația inflației de la țintă și deviația PIB de la nivelul compatibil cu ocuparea deplină.

$$i_t = \pi^* + r^* + \alpha(y_t - y^*) + \beta(\pi_t - \pi^*)$$

unde:

- i – rata dobânzii de politică monetară
- π – rata inflației
- π^* – inflația-țintă compatibilă cu stabilitatea prețurilor
- r^* – rata naturală reală a dobânzii
- y – rata de creștere a PIB
- y^* – rata de creștere a PIB potențial
- α – coeficient atașat deviației PIB de la nivelul său potențial
- β – coeficient atașat deviației inflației de la țintă.

În opinia lui Svensson (2003), regulile de tip Taylor sunt adesea interpretate eronat, iar importanța care li se acordă în evaluarea politicii monetare este uneori exagerată. Argumentele care pot fi aduse în

sprijinul acestei teze sunt: (i) nicio bancă centrală nu și-a asumat în mod explicit urmărirea unei astfel de reguli; (ii) băncile centrale răspund la un set mult mai complex de informații decât cel avut în vedere de regula Taylor. Astfel, din estimările econometrice ale regulilor de tip Taylor rezultă că cel puțin o treime din modificările ratei dobânzii sunt explicate de alți factori decât cei avuți în vedere în această specificație.

De altfel, Tobin (1999) a demonstrat că, în fapt, dacă *Federal Reserve* ar fi implementat regula Taylor în perioada 1993–1997, economia Statelor Unite ar fi înregistrat un nivel excesiv de înalt al șomajului și ritmul său de creștere ar fi pierdut aproape două puncte procentuale din PIB pe an. Motivul este că NAIRU corespunzător PIB potențial era apreciat la cel puțin 6 la sută, dar s-a dovedit a nu depăși 5 la sută. În aceste condiții, Tobin concluzionează că Greenspan a fost îndreptățit să promoveze o politică discreționară în condițiile în care informațiile disponibile arătau că o producție mai mare poate fi obținută fără pericol inflaționist.

Concentrarea politicii monetare exclusiv asupra asigurării stabilității prețurilor este justificată și de faptul că politica monetară nu poate să reducă pe termen scurt șomajul fără a genera inflație. Totodată, există și un element cultural în preferința multor țări pentru țintirea inflației, și nu a unui anumit nivel al ocupării sau al PIB; astfel, în țările care s-au confruntat cu hiperinflația se manifestă un interes clar pentru stabilitatea prețurilor ca obiectiv primordial al politicii monetare (cazul Germaniei este elocvent în acest sens). Chiar dacă există rațiuni pentru a ține seama și de nivelul ocupării sau al producției, este, în general, mai benefic ca autoritatea monetară să arate clar pieței care este obiectivul său fundamental. Nu în ultimul rând, predictibilitatea sporită asigurată inflației de urmărirea exclusivă de către politica monetară a obiectivului stabilității prețurilor poate compensa volatilitatea mai înaltă pe termen scurt a nivelului activității economice.

Pe baza tuturor acestor argumente, asigurarea stabilității prețurilor apare ca obiectivul unic și natural al politicii monetare, dat fiind că este obiectivul pe care politica monetară îl poate atinge. Urmărind cu fermitate îndeplinirea acestuia, politica monetară are o contribuție extrem de importantă la buna funcționare a unei economii de piață, stabilitatea prețurilor fiind de natură să faciliteze: extragerea conținutului informațional al modificării prețurilor relative, reducerea primei de risc încorporate în ratele dobânzii, eliminarea distorsiunilor induse de inflație în funcționarea sistemelor de taxare și a celor de asigurări sociale, precum și prevenirea redistribuirii arbitrare a veniturilor și a averilor.

Practica băncilor centrale relevă însă o lipsă de omogenitate în definiția și urmărirea efectivă a obiectivelor finale ale politicii monetare. Diferențe majore apar, de exemplu, între abordarea promovată de Banca Centrală Europeană și cea a *Federal Reserve* din Statele Unite. Principala

sursă a acestor diferențe o reprezintă chiar prevederile legislației care le guvernează activitatea. Astfel, Tratatul de la Maastricht statuează ca obiectiv primordial al Băncii Centrale Europene menținerea stabilității prețurilor, stipulând totodată că, fără a prejudicia acest obiectiv, trebuie să acționeze și în sensul unei creșteri economice neinflaționiste și durabile, precum și al unui nivel ridicat de ocupare și protecție socială. *Federal Reserve Act* prevede ca obiective ale băncii centrale a Statelor Unite ocuparea deplină a forței de muncă, stabilitatea prețurilor și rate moderate ale dobânzilor pe termen lung.

Se observă că în cazul Băncii Centrale Europene alte obiective decât stabilitatea prețurilor sunt în mod clar subordonate obiectivului primordial și condiționate de neprejudicierea realizării acestuia, în timp ce *Federal Reserve* are obiective cărora le este atașată o importanță egală și care sunt, cel puțin pe termen scurt, conflictuale. Ben Bernanke (2006) arată însă că pe termen lung obiectivele *Federal Reserve* sunt compatibile și chiar complementare: „obiectivele statuate de asigurare a stabilității prețurilor și a ocupării depline a forței de muncă sunt aproape în întregime complementare“, iar „stabilitatea prețurilor este atât un scop al politicii monetare, cât și un mijloc prin care politica monetară poate îndeplini celelalte obiective“. În aceste condiții, soluționarea conflictelor care apar pe termen scurt între obiectivele politicii monetare depinde de preferințele băncii centrale formalizate în funcția sa de pierdere. Din această perspectivă, se poate aprecia că *Federal Reserve* a urmărit în perioada 1979–1982 reducerea inflației, în timp ce după anul 1982 a promovat un relativ echilibru între stabilitatea prețurilor și ocuparea deplină a forței de muncă.

Indiferent de particularitățile aranjamentului instituțional din fiecare țară, îndeplinirea obiectivelor economice majore presupune elaborarea și implementarea unui *mix* adecvat de politici economice. Punctul de plecare în proiectarea acestui *mix* trebuia să-l reprezinte chiar „diviziunea muncii“ între politicile economice, care stabilește clar cărei politici îi revine responsabilitatea atingerii unui anumit obiectiv. Astfel, creșterea economică trebuie promovată prin măsuri structurale care vizează politica fiscală, bugetară, piața muncii, comerțul etc.; stabilitatea prețurilor constituie responsabilitatea politicii monetare; stabilitatea externă revine politicii fiscale, care, împreună cu politica veniturilor, trebuie să sprijine competitivitatea externă.

Existența unei „diviziuni a muncii“ între politicile economice nu trebuie interpretată însă în niciun caz ca excluzând cooperarea dintre acestea. Ceea ce este esențial pentru atingerea obiectivelor economice este ca politicile, formulate în vederea îndeplinirii obiectivelor proprii, să fie armonizate.

În cazul apariției unor dezechilibre, se impune ca ajustarea acestora să se efectueze în concordanță cu „diviziunea muncii“ între politici. În plus, este dezirabilă realizarea într-un timp cât mai scurt a ajustării politicii economice, căreia îi revine responsabilitatea corectării

dezechilibrului respectiv. Dacă ajustarea nu are loc sau se produce cu întârziere, consecințele asupra funcționării *mix*-ului de politici pot fi extrem de grave. În primul rând, se ajunge la împovărarea excesivă a celorlalte politici economice, obligate să acționeze pentru atingerea mai multor obiective decât le permite instrumentarul de care dispun. În al doilea rând, unele dintre derapaje generate de nefuncționarea adecvată a unei politici nu pot fi corectate de alte politici decât pentru o perioadă limitată de timp sau cu costuri majore în planul îndeplinirii celorlalte obiective. În al treilea rând, dacă dezechilibrele se acumulează în timp și capătă o amploare extrem de mare, este posibil ca politicile economice să nu mai fie capabile să restabilească echilibrul printr-o „aterizare lină“, situație în care se poate ajunge la o corecție brutală, al cărei efect asupra economiei ar fi mult mai nociv.

3. ROMÂNIA: OBIECTIVUL PE TERMEN LUNG, PRIORITĂȚILE ȘI PROVOCĂRILE

Convergența cu standardele de viață din Uniunea Europeană, care constituie obiectivul pe termen lung al României, presupune înregistrarea unor ritmuri ridicate de creștere economică pentru o perioadă lungă de timp. Întrebarea esențială care trebuie pusă este în ce măsură modul în care se derulează procesul de convergență este sustenabil.

De altfel, problema sustenabilității convergenței reale cu Uniunea Europeană este de actualitate pentru toate economiile emergente din Europa Centrală și de Est, în care acest proces este în plină desfășurare. Date fiind decalajele existente în multe dintre aceste țări, procesul va continua să înregistreze o evoluție mai mult sau mai puțin uniformă, deși nu sunt excluse episoade de accelerare, cum a fost cazul României în ultimii cinci ani.

Convergența reală se caracterizează prin manifestarea simultană a următoarelor evoluții:

- ritmuri de creștere economică peste medie, îndeosebi în primele etape ale procesului de *catching-up*;
- majorarea considerabilă a venitului pe cap de locuitor;
- intrări masive de capital străin;
- tendință puternică de apreciere reală a monedei naționale.

Principala provocare la adresa autorităților din aceste economii emergente o reprezintă promovarea convergenței nominale și reale în condițiile menținerii stabilității macroeconomice.

Îndeplinirea obiectivelor privind creșterea economică susținută, pe de o parte, și stabilitatea macroeconomică, pe de altă parte, presupune stimularea investițiilor și evitarea caracterului prociclic al politicilor